

# Valor

**EDIÇÃO #152**

Publicado em 06.07.2020



## Resultados

- Equatorial (EQTL3)

## Fato relevante

- SulAmérica (SULA11)

## Oferta primária

- BTG Pactual (BPAC11)

## Resumo

Neste relatório, trazemos o acompanhamento dos resultados do primeiro trimestre de 2020 divulgados pela Equatorial (EQTL3), ativo adicionado recentemente em nossa carteira.

Além disso, comentamos também sobre um fato relevante divulgado pela SulAmérica (SULA11) e sobre o *follow-on* do banco BTG Pactual.



## Destaques

---

### EQTL3

- Receita Líquida de R\$ 4,2 bilhões no 1T20, um crescimento de 25,2% em comparação com o 1T19.
- O EBITDA ajustado foi de R\$ 1,06 bilhão, uma expansão de 77%. Esse resultado foi guiado pela contribuição dos ativos de transmissão nos resultados e pelo retorno da lucratividade na operação de Alagoas.
- O Lucro Líquido ajustado foi de R\$ 375 milhões, um crescimento de 118% vs. 1T19, reflexo principalmente da contribuição da operação de transmissão, além do efeito da queda do CDI na dívida da empresa (54% das dívidas são indexadas ao CDI).
- Continuamos confiantes com a nossa recomendação de compra para este case. Apenas reforçamos para que os nossos assinantes respeitem o preço-teto estipulado de R\$ 24,00 para as compras, de forma a terem uma boa margem de segurança para o investimento.

### SULA11

- A Susep (Superintendência de Seguros Privados) concedeu a autorização prévia para a Allianz adquirir o controle societário da área de seguros auto e massificados da SulAmérica.
- Esta aprovação prévia significa que a transação ainda está sujeita ao cumprimento das formalidades legais e das condições previstas estipuladas no contrato.

- Acreditamos que esse movimento estratégico faz muito sentido para a SulAmérica, uma vez que o seu negócio principal está nos segmentos de saúde e odontológico.

## **BPAC11**

- O BTG Pactual anunciou a precificação da sua oferta primária com esforços restritos em R\$ 74,40 por unit.
- Com isso, o banco movimentou R\$ 2,65 bilhões, que devem ser destinados, em grande parte, a acelerar o crescimento da área de varejo digital, conforme falamos no relatório da semana passada.

# Introdução

Antes de iniciarmos o conteúdo principal do relatório desta semana, queremos divulgar a rentabilidade acumulada da carteira Suno Valor até o momento, desde o início da sua criação, em meados de agosto de 2017.

Este é um pedido que vem sendo feito por alguns dos nossos assinantes e já estamos trabalhando para implementar esta divulgação de forma permanente em nossa área de membros. Enquanto isso não acontece, para adiantar esses dados, trazemos no relatório de hoje o gráfico com o *Total Return* (dividendos + valorização) dos ativos da nossa carteira.

Como pode ser observado, apesar da queda de quase 17% acumulada no Ibovespa este ano, o que naturalmente também impactou várias das nossas empresas, a carteira Suno Valor apresenta uma rentabilidade acumulada de mais de 60,3% desde a sua criação, com uma ampla vantagem na comparação com o Ibovespa (+ 40%) e o CDI (+ 17,88%).



Rentabilidade acumulada até junho de 2020. Fonte: Suno Research / Economática



Este material destina-se única e exclusivamente aos assinantes da Suno Research.

Essa rentabilidade acumulada representa um retorno médio nominal de quase 18% a.a., considerando um período de 35 meses.

Obviamente, com o mercado em alta e a tendência de juros baixos, é mais fácil ficar no campo positivo na renda variável. O “teste de fogo” de uma carteira sólida geralmente vem nos períodos de queda e volatilidade.

Assim, se considerarmos a rentabilidade consolidada da carteira acumulada em 2020, vemos um retorno negativo de aproximadamente 5,95% contra 16,78% do Ibovespa, mostrando novamente a resiliência da nossa carteira em períodos de grande estresse.

**Considerando as vantagens competitivas e as métricas de rentabilidade elevadas das nossas empresas, vemos um espaço bastante interessante para a manutenção de uma ótima rentabilidade, além de termos convicção de que o nosso “gap” de rentabilidade em relação ao Ibovespa tende a crescer, cada vez mais, no longo prazo.**

Por isso, caro assinante, tenha sempre a certeza de que monitoramos constantemente o mercado e, caso alguma oportunidade relevante surja, poderemos adicionar mais ativos na carteira Valor no futuro.

## Equatorial (EQTL3)

P/L	<b>13,27</b>	
P/VP	<b>2,31</b>	
ROE	<b>17,4%</b>	
DY	-	
Dívida Bruta	<b>R\$ 17,26 bi</b>	
Valor de merc.	<b>R\$ 23,85 bi</b>	

Informações coletadas no dia 03.07.2020 / Fonte: Suno Analítica (<https://www.sunoresearch.com.br/acoes/eqtl3/>)

A Equatorial, a empresa recomendada mais recente a entrar na carteira Suno Valor, apresentou os seus resultados do 1T20 na última semana.

Sob um aspecto mais geral, vimos que a empresa apresentou ótimos resultados no trimestre, com avanços importantes em seus projetos de transmissão, o que contribui para o reconhecimento de resultados contábeis, além da evolução do *turnaround* das distribuidoras do Piauí e de Alagoas e da queda significativa da sua alavancagem.

É importante destacar que a aplicação da norma IFRS sobre os ativos de transmissão que estão em implantação, mas ainda não estão efetivamente em operação, influenciou positivamente os resultados desse trimestre.

Resumo dos destaques financeiros da companhia no trimestre:

Destaques financeiros (R\$ MM)	1T19	1T20	Var.
<b>Receita operacional líquida (ROL)</b>	<b>3.360</b>	<b>4.207</b>	<b>25,2%</b>
<b>EBITDA ajustado (trimestral)</b>	<b>604</b>	<b>1.069</b>	<b>77,0%</b>
Margem EBITDA (%ROL)	18,0%	25,4%	7,4 p.p.
<b>EBITDA ajustado (últ.12 meses)</b>	<b>2.266</b>	<b>4.849</b>	<b>114,0%</b>
<b>Lucro líquido ajustado</b>	<b>172</b>	<b>375</b>	<b>118,0%</b>
Margem líquida (%ROL)	5,1%	8,9%	3,8 p.p.
Lucro líquido ajustado por ação (R\$/ação)	0,85	1,86	118,5%
<b>Investimentos</b>	<b>935</b>	<b>814</b>	<b>-12,9%</b>
<b>Dívida líquida</b>	<b>8.647</b>	<b>10.891</b>	<b>26,0%</b>
Dívida líquida/EBITDA ajustado (últ.12 meses)	3,8	2,2	-1,6 x
Disponibilidade / Dívida de curto prazo	1,7	2,2	0,4 x

EBITDA ajustado (trimestral)	1T19	1T20	Var.
EQTL Maranhão	200	227	13,6%
EQTL Pará	199	311	56,0%
EQTL Piauí	35	53	50,8%
EQTL Alagoas	(127)	54	-142,6%

Dados operacionais	1T19	1T20	Var.
<b>Energia distribuída (GWh)</b>	<b>5.256</b>	<b>5.581</b>	<b>6,2%</b>
<b>Nº de consumidores (Mil)</b>	<b>7.584</b>	<b>7.637</b>	<b>0,7%</b>

Fonte: Equatorial

Primeiramente, comentaremos os dados operacionais do trimestre, começando pelos indicadores DEC (Duração Equivalente de Interrupção por Unidade Consumidora) e FEC (Frequência Equivalente de Interrupção por Unidade Consumidora).

- No Pará, houve leve piora no DEC e melhora no FEC.
- No Piauí, os índices encerraram o 1T20 em 34,6 horas e 13,7 vezes.
- No Maranhão, o DEC e FEC encerraram o 1T20 apresentando melhora em relação ao 4T20.
- Em Alagoas, o DEC encerrou o 1T20 em 26,7 horas com melhora de 31% e o FEC com melhora de 24%, encerrando em 12,4 vezes.

Indicadores DEC e FEC de cada distribuidora, respectivamente:



Fonte: Equatorial RI



Fonte: Equatorial RI

Como podemos ver, o Maranhão e o Pará, que são operações já consolidadas pela companhia há mais tempo, possuem indicadores de qualidade substancialmente abaixo dos patamares regulatórios.

Em relação à distribuidora do Piauí, observamos um aumento no DEC e no FEC devido à mudança na metodologia implementada pela Equatorial, em função da revisão feita para a apuração deste indicador.

A operação de Alagoas vem tendo uma grande melhora, o que demonstra a capacidade da gestão não apenas em reduzir custos gerenciáveis, mas também melhorar a qualidade no fornecimento de energia.

Na operação de transmissão, atualmente, a Equatorial possui cinco lotes de transmissão em estágio pré-operacional, três lotes operacionais e 100% de participação direta na Intesa (linha já operacional).



Fonte: Equatorial RI

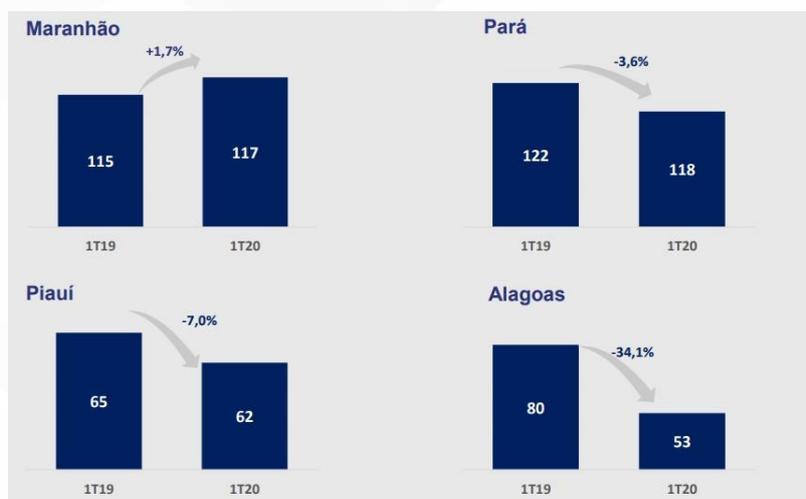
## Desempenho econômico-financeiro

No 1T20, o EBITDA da Equatorial atingiu R\$ 1,1 bilhão (+ 98,7% sobre o resultado do 1T19). Como já dissemos, esse valor foi fortemente impactado pela prática contábil aplicada nos ativos de transmissão.

Também observamos uma melhora nos resultados das distribuidoras:

- Crescimento de R\$ 22 milhões da margem na Equatorial Piauí.
- Crescimento de R\$ 187 milhões do EBITDA na Equatorial Pará, devido ao crescimento na Margem Bruta com a revisão tarifária.
- Consolidação dos resultados da Equatorial Alagoas.

Observe na imagem abaixo a trajetória das despesas gerenciáveis (PMSO) da companhia. Vale ressaltar que Piauí e Alagoas já apresentam custos recorrentes abaixo da meta regulatória, evidenciando mais uma vez a velocidade da companhia em realizar *turnarounds* em operações de distribuição de energia elétrica deficitárias.



Fonte: Equatorial RI

O destaque ficou para a operação de Alagoas, que devido a uma incrível economia de custos, passou de um EBITDA negativo de R\$ 127 milhões para um resultado positivo de R\$ 54 milhões.

O Resultado Financeiro atingiu R\$ 150 milhões negativos, contra R\$ 90 milhões negativos do 1T19. Por fim, o Lucro Líquido da Equatorial atingiu R\$ 440 milhões no trimestre, um crescimento de 106,8% na comparação com o 1T19. Na imagem abaixo, podemos ver a contribuição de cada operação no Lucro Líquido, com destaque para a operação de transmissão, que, sozinha, representou mais da metade do Lucro Líquido no 1T20.

Lucro líquido consolidado Equatorial	1T19	1T20	Var.
Lucro líquido Maranhão	82	81	-1,2%
Lucro líquido Pará	49	95	92,2%
Lucro líquido Piauí	8	24	201,7%
Lucro líquido Alagoas		31	N/A
Lucro líquido Intesa	3	(17)	-769,9%
Lucro líquido Transmissão	96	249	159,5%
Lucro líquido 55 Soluções	7	6	-12,8%
Consolidação PPA Equatorial Piauí	-	9	N/A
Consolidação PPA Equatorial Alagoas		1	N/A
Lucro líquido Holding + Outros	(34)	(39)	14,7%
<b>Lucro líquido Equatorial</b>	<b>213</b>	<b>440</b>	<b>106,8%</b>

Fonte: Equatorial RI

Em relação aos investimentos, a companhia aportou cerca de R\$ 814 milhões no 1T20, contra R\$ 935 milhões no 1T19. O destaque foi para o segmento de transmissão, que representou um montante desembolsado de R\$ 401 milhões no 1T20, contra R\$ 600 milhões no 1T19.

Nos últimos anos, a Equatorial investiu volumes expressivos de recursos em projetos de transmissão, que já somam aproximadamente R\$ 4,3 bilhões.

No entanto, a desaceleração observada no 1T20, já demonstra que ela está em fase de conclusão dos investimentos em seus projetos de transmissão.



Fonte: Equatorial RI

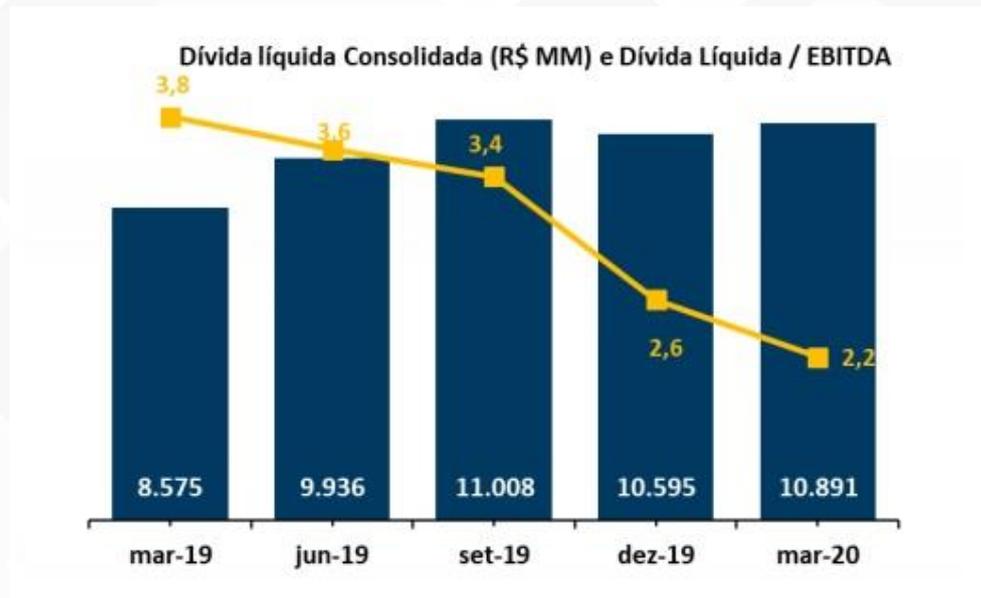
## Endividamento

O Endividamento Bruto da Equatorial, considerando os encargos, credores financeiros da recuperação judicial e debêntures, totalizou R\$ 18,062 milhões, um aumento de apenas 2,4% em relação ao 4T19.

Já a Dívida Líquida ajustada pelas participações da Equatorial em suas controladas totalizou R\$ 10,3 bilhões, resultando em uma relação Dívida Líquida/EBITDA proporcional de 2,3 vezes.

Destaque para a rápida desalavancagem da companhia nos últimos 12 meses. Obviamente, o efeito contábil das transmissoras em implantação favoreceu o EBITDA da empresa.

No entanto, como a companhia está concluindo diversos desses projetos, um fluxo de caixa relevante entrará no seu caixa até o final de 2020.



Fonte: Equatorial RI

## Conclusão

Gostamos muito dos resultados apresentados pela Equatorial no 1T20. Sem dúvida, a companhia fez jus ao seu *track record* de sempre entregar bons resultados aos acionistas.

A sua estratégia de adquirir distribuidoras operacionalmente muito mal “geridas” e, ao mesmo tempo, reduzir custos gerenciáveis de maneira a recuperar a viabilidade econômica do negócio é uma habilidade que a Equatorial já demonstrou desempenhar com excelência.

Além disso, como já dissemos no relatório de apresentação, a companhia atua em regiões onde é possível obter taxas de crescimento superiores ao restante do país, o que agrega ainda mais crescimento ao case.



Fonte: Equatorial RI

Vale lembrar que, em breve, a companhia terá parte relevante do seu fluxo de caixa operacional vindo do negócio de transmissão de energia elétrica, o que agregará estabilidade ao seu negócio e contribuirá positivamente para as margens operacionais.



Viés positivo

**Desse modo, continuamos confiantes com a nossa recomendação para este case. Apenas reforçamos aos nossos assinantes que respeitem o preço-teto estipulado nas compras, para terem uma boa margem de segurança neste investimento.**

## SulAmérica (SULA11)

P/L	<b>19,28</b>	
P/VP	<b>2,82</b>	
ROE	<b>14,7%</b>	
DY	-	
Dívida Bruta	<b>R\$ 2,26 bi</b>	
Valor de merc.	<b>R\$ 20,01 bi</b>	

Informações coletadas no dia 03.07.2020 / Fonte: Suno Análítica (<https://www.sunoresearch.com.br/acoes/sula11/>)

A Susep (Superintendência de Seguros Privados) concedeu a autorização prévia para a Allianz adquirir o controle societário da área de seguros auto e massificados da SulAmérica. Oficialmente anunciada em 22/08/2019, a transação envolveu o pagamento de R\$ 3 bilhões pela Allianz à seguradora brasileira, mas precisava desta autorização para ser concretizada.

A “aprovação prévia” dada pela Susep significa que a transação ainda está sujeita ao cumprimento das formalidades legais e condições previstas contratualmente. Em nossa opinião, esse movimento estratégico faz muito sentido para a SulAmérica, uma vez que o seu *core business* está nos segmentos de saúde e odontológico.

Além disso, quando olhamos mais detalhadamente os números da SulAmérica, vemos que a parte do segmento auto da seguradora possui um ROE muito abaixo do da Porto Seguro (principal benchmark nacional), o que nos faz concordar com tal movimento estratégico da empresa.

Ao longo dos últimos anos, vimos a SulAmérica conquistando cada vez mais terreno no mercado de seguros de saúde e odonto (principalmente de pequenos players) ao ampliar o seu *market share* de maneira consistente ao longo do tempo.



O período atual, com deterioração dos fundamentos macro, renda menor e maior desemprego, deve pressionar os prêmios de seguros de modo que, provavelmente, não veremos um aumento na demanda por seguros de vida e odontológico nesse ano (possivelmente, nem no ano que vem).

Todavia, a SulAmérica tem um histórico de ótimo desempenho, mesmo em cenários de retração econômica, graças a uma série de vantagens competitivas (enorme força de vendas, escala, custos reduzidos, portfólio amplo de produtos) em relação aos players de pequeno porte. Desse modo, continuamos confiantes com a manutenção da nossa recomendação de compra para esse ativo.

## BTG Pactual (BPAC11)

P/L	37,82	
P/VP	2,87	
ROE	10,1%	
DY	-	
Dívida Bruta	R\$ 1,67 bi	
Valor de merc.	R\$ 84,17 bi	
<small>Informações coletadas no dia 03.07.2020 / Fonte: Suno Analítica (<a href="https://www.sunoresearch.com.br/acoes/bpac11/">https://www.sunoresearch.com.br/acoes/bpac11/</a>)</small>		

Na segunda-feira (29/06), o BTG Pactual anunciou a precificação da sua oferta primária com esforços restritos em R\$ 74,40 por unit. Com isso, o banco movimentou R\$ 2,65 bilhões, que devem ser destinados a acelerar o crescimento da área de varejo digital, conforme falamos no relatório da semana passada.

A propósito, queremos destacar que como a oferta foi muito rápida, entre o seu anúncio e a precificação, acabamos informando nossos assinantes muito perto do limite. Nas próximas ocasiões semelhantes, enviaremos um comunicado extraordinário, com antecedência, sobre qualquer processo.

**De qualquer forma, como o preço foi fixado acima do nosso preço-teto atual, não vemos vantagens para o investidor participar da emissão, conforme já destacamos no relatório anterior.**

Seguimos confiantes no case de BTG Pactual e vemos perspectivas muito positivas para o banco na retomada econômica, além da consolidação de possíveis aquisições que possam agregar valor no negócio digital do banco, expandindo sua escala e trazendo oportunidades de ganhos de eficiência.

**No entanto, somos cuidadosos quanto ao preço, pois a nossa estratégia se baseia sempre em não pagar caro demais pelos ativos investidos. Então, a nossa recomendação está mantida até o preço-teto estipulado.**

#### 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



## 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.