

Impactos da Aquisição do Complexo eólico Alto Sertão III



1. O que é o Alto Sertão III?

O complexo eólico Alto Sertão III, é um conjunto de complexos de produção de energia eólica na região da Bahia em Caetité, que constitui um dos maiores complexos eólicos da América Latina.

A AES Tietê anunciou um acordo para adquirir o complexo eólico em questão, que estava sob o controle da Renova Energia, além do complexo eólico um Pipeline de projetos de energia eólica ainda a ser desenvolvido.

A transação engloba aquisição das Fases A e B além de um Pipeline de projetos.

- **Fase A possui cerca de 438 MW de capacidade eólica instalada e solar estando na fase final de desenvolvimento, necessita ainda de R\$ 440 milhões de CAPEX para entrar em operação.** A energia desses ativos estão 100% contratada através de contratos de longo prazo e ajustados a inflação.
- **A Fase B é um projeto que vai possuir cerca de 305 MW de capacidade instalada que ainda será desenvolvido,** estimamos um desembolso da ordem de **R\$ 1,2 bilhões até a sua entrada em operação** e ainda o Pipeline (projeto) de 1100 MW de projetos de geração.

Na imagem abaixo agrupamos as principais informações a cerca da transação.

Alto Sertao	Capacidade Instalada (MW)	EBITDA 2022 (MM R\$)	Custos (MMR\$)
Fase A	438	280	790
Fase B	305	160	1290
Pipeline	1100		76
<i>Passivos</i>	-	-	988
Total	1843	440	3144

Fonte: Elaboração própria

1. A capacidade instalada total é de 1.843 MW ou 743 MW desconsiderando o Pipeline, essa capacidade representa aproximadamente 50% da capacidade atual dos ativos da Aes Tietê.
2. Projetamos um EBITDA adicional de R\$ 440 milhões em 2022, ano em que assumimos que as duas Fases estarão em operação, esse EBITDA representa um crescimento de 30% nesse ano.
3. Ainda não temos como projetar o EBITDA que o Pipeline pode gerar para a AES Tietê.
4. A AES Tietê vai assumir junto com os projetos da Renova, um passivo de R\$ 988 milhões, relacionado a esse projeto.
5. Os custos totais para empresa são da ordem de R\$ 3.144 bilhões, onde apenas R\$ 516 milhões devem ser pagos no fechamento da transação, mas de forma conservadora estimamos um CAPEX adicional de R\$ 4 bilhões para atender essa capacidade incluindo valores do Pipeline.



Fonte: Complexo Alto Sertão III, site de RI da Empresa

2. Valuation do Ativo

Iremos analisar rapidamente os resultados financeiros e projeções no complexo eólico Alto Sertão III, para isso algumas premissas foram utilizadas conforme descrito abaixo.

- Rolagem da dívida para financiar a aquisição, emissão de Debêntures ao IPCA + 6% com prazo médio de 8 anos.
- Ganhos de sinergia com a operação do Alto Sertão II com isso uma Margem EBITDA próximo a 80% e custos crescendo em linha com a Inflação.
- Benefícios fiscais pela metodologia tributária do lucro presumido.
- Preço de energia de longo prazo em R\$ 155/MWH.
- CAPEX de R\$ 1,2 bilhões para desenvolver a Fase B.

Alto Sertão III		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026-2042
Receita Líquida (MM R\$)		93	347	354	577	601	625	649	11756
EBITDA (MM R\$)	75%	70	260	265	433	451	469	487	8817
Imposto de Renda (MM R\$)		-3	-26	-27	-43	-45	-47	-49	-882
Capex - Construção		-618	-415	-300	-300	0	0	0	0
Capex - Manutenção		0	-25	-25	-32	-36	-39	-39	-760
Capex Total (MMR\$)		-618	-440	-325	-332	-36	-39	-39	-760
Passivo (MM R\$)		-988	0	0	0	0	0	0	0
Aquisição (MM R\$)		-440	0	0	0	0	0	0	0
Fluxo de caixa da empresa		-1979	-206	-86	58	369	383	399	7175
Juros de empréstimo		-100	-110	-110	-110	-110	-110	-110	-96
Fluxos de dívidas		988	192	60	30	-240	-240	-240	-550
Fluxo de caixa do acionista		-1091	-124	-136	-22	19	33	49	6529
Taxa de Desconto		11,5%							
Retorno real do Projeto		9,8%							
Valor do Projeto (MM R\$)		194							
Impacto na ação (R\$/ação)		0,50							

Fonte: Elaboração Própria

Em nossas projeções a partir de 2022 o complexo Alto Sertão III começará a gerar fluxo de caixa positivo e potencial aumento nos dividendos para os minoritários da AES Tietê, até lá teremos um ciclo de investimento mais intensivo que se inicia em 2019 com a finalização da Fase A do complexo e em seguida em 2020/2021 a maior parte do investimento na Fase B.

Conforme mencionado anteriormente, a partir de 2022 com a entrada operacional das Fases A e B, podemos ver um aumento expressivo na geração de caixa operacional da empresa (EBITDA), **cerca de R\$ 433 milhões/ano seria nossa estimativa do EBITDA do complexo eólico Alto Sertão III, o que representa algo próximo de 30% do que temos projetado para a companhia nesse ano.**

3. Benefícios para a AES Tietê

Vemos a aquisição do Alto Sertão III como um passo importante para a AES Tietê, ressaltando o compromisso da empresa em diversificar o portfólio em fontes renováveis para diluir os impactos do risco hidrológico nos resultados.

Além disso, vemos que existe uma certa preocupação relacionada a um possível aumento de capital superestimadas em vista do retorno atraente para a transação, que estão inclusive acima das alternativas nos leilões de energia. Ressaltamos ainda, que a companhia tem a possibilidade de conseguir melhores condições de financiamento e possível renegociação dos Covenants (limite estabelecido pelas dívidas da Companhia) atuais e mais economia nos investimentos.

Nós vemos a AES Tietê como um negócio bem gerido e em uma indústria de baixo risco, a companhia fornece um interessante prospecto histórico de dividendos (acima de 10%) em um cenário onde as taxas de juros são de um dígito.

Vemos um interessante potencial de valorização no ativo, TIET11 está com retorno real entre 8-9% enquanto vemos a Engie com 4-5% (em linha com os títulos do tesouro direto).

Todavia, alguns pontos que adicionam risco a tese de investimento devem ser ressaltados.

I) A AES Tietê tem uma disputa legal em andamento contra a CCEE (Câmara de Comercialização de Energia Elétrica) sobre os custos não pagos relativos ao GSF (Ajuste do Risco Hidrológico), acreditamos que ainda esse ano esse imbróglio deve se resolver com a companhia pagando R\$ 980 milhões, em troca de uma extensão de até 7 anos nos prazos de suas concessões, ajustando por essa provisão o nível de endividamento da companhia estaria em 4,1x Dívida Líquida/EBITDA.

II) Para financiar essa nova aquisição a AES Tietê estima R\$ 2,2 bilhões em Debêntures, dessa forma projetamos que o nível de endividamento da companhia atingirá nos próximos anos 5,1 x Dívida Líquida/EBITDA.

A companhia tem sondado o mercado para um possível aumento de capital, acreditamos que dado o nível de alavancagem, esse Follow-on (oferta subsequente de ações) seja uma possibilidade bem provável e acreditamos que a AES Tietê realizaria uma emissão de ações para capitalizar algo em torno de R\$ 1 a 1,5 bilhões para reduzir a alavancagem.

4. Conclusão

Vemos a aquisição do Alto Sertão III como um passo importante para a AES Tietê, ressaltando o compromisso da empresa em diversificar o portfólio em fontes renováveis para diluir os impactos do risco hidrológico nos resultados.

Dentro das nossas premissas e projeções de valuation o complexo Alto Sertão III adiciona R\$ 0,50 no preço justo da TIET11 de acordo com as nossas estimativas, porém somente após gerar efeito positivo em caixa, isso deveria acontecer a partir de 2022 segundo nossas projeções.

Por conta do aumento do endividamento e impacto negativo no fluxo de caixa optamos por reduzir o preço justo das ações da AES TIETÊ dado o momento e seus efeitos sobre o Lucro Líquido e Fluxo de Caixa até o fim do ciclo de investimentos.

Dado os desafios operacionais que a empresa pode enfrentar nos próximos trimestres estamos sendo mais conservadores e revisamos o nosso preço justo de R\$ 14,50 para R\$ 14,00 e preço teto de R\$ 11,00 para R\$ 10.50 nas ações Units (TIET11) e revisamos preço justo de R\$ 2,80 para R\$ 2,70 e preço teto de R\$ 2,20 para R\$ 2,10 nas ações PN (TIET4).