

Resultados trimestrais

Alupar

3T18: bons números em Geração e queda da RAP na Transmissão

Na contabilidade regulatória, a receita líquida de transmissão foi R\$ 256,1 milhões no trimestre, -12,4% t/t e +1,6% a/a, em função das quedas de RAP das concessões EATE e ETEP no atual ciclo por terem chegado ao 15º ano de operação. No acumulado do semestre a receita de transmissão foi R\$ 839,3 milhões, -6,2% a/a. A receita líquida de geração foi R\$ 155,3 milhões, +10,7% t/t e +15,1% a/a, principalmente em função de melhor alocação sazonal de energia, do início operacional da PCH Verde 8 e dos reajustes dos preços de energia pela inflação. Nos 9M18, a receita de geração somou R\$ 414,4 milhões, +8,3% a/a. A receita líquida regulatória consolidada alcançou, portanto, R\$ 411,4 milhões no trimestre (+0,8% t/t e -3,1% a/a) e R\$ 1.214,7 milhões nos 9M18 (-5,2% a/a).

O custo do serviço de **transmissão** foi R\$ 52,1 milhões, ante 52,2 milhões no 3T17, uma pequena queda decorrente de menores custos de manutenção e despesas com material, compras de equipamentos e limpeza de faixa de servidão, quase totalmente compensadas pelo aumento de depreciação e amortização da EBTE. As despesas operacionais do segmento apresentaram leve alta e alcançaram R\$ 9,4 milhões contra R\$ 8,7 milhões no 3T17, em consequência de maiores despesas administrativas e com pessoal, parcialmente compensadas por outras receitas. Considerando o resultado de equivalência patrimonial o EBITDA veio em R\$ 235,6 milhões, contra R\$ 238,1 milhões no 3T17 e R\$ 260,8 milhões no 2T18. A margem EBITDA foi 92,0% no trimestre, comparada a 94,5% no 3T17 e 89,2% no 2T18.

Os custos do serviço de **geração** totalizaram R\$ 60,7 milhões no trimestre, +17,2% a/a, principalmente em função de maior custo com compra de energia referente a PCH Verde 8 (que também impulsionou a receita). As despesas operacionais de geração foram R\$ 4,4 milhões em linha com o observado no 3T17 se excluirmos o ajuste contábil ocorrido naquele trimestre no valor de R\$ -10,3 milhões. Com isso, o EBITDA de geração totalizou R\$ 118,2 milhões (+40,5% t/t e +5,2% a/a), uma forte expansão decorrente do início operacional de novo ativo e melhor alocação sazonal de energia, trazendo a margem EBITDA de 60,0% no 2T18 para 76,1%. No consolidado, o EBITDA do trimestre foi R\$ 345,2 milhões (+3,9% t/t e -1,5% a/a) e R\$ 976,1 milhões no 9M18.

O resultado financeiro foi negativo em R\$ 75,3 milhões, ante R\$ 41,2 milhões no 3T17, devido ao aumento de R\$ 20,7 milhões na despesa financeira referente a ajuste contábil na PCH Morro Azul no 3T17, combinado à redução de R\$ 13,4 milhões de receita financeira como resultado de menor CDI apurado no período. O lucro líquido regulatório consolidado foi R\$ 186,6 milhões no 3T18 e R\$ 533,2 milhões nos 9M18 (-6,8% a/a).

Os investimentos totalizaram R\$ 164,3 milhões no trimestre, sendo R\$ 74,9 milhões destinados ao segmento de transmissão, R\$ 87,6 milhões para geração os demais R\$ 1,8 milhão no desenvolvimento de novos negócios. O volume de investimento refere-se principalmente a finalização da implementação da PCH Verde 8 e ao desenvolvimento da linha de transmissão da Energia dos Ventos e novas linhas licitadas nos leilões de 2016 e 2017. A dívida líquida apurada ao final do trimestre foi R\$ 2.873,6 milhões, equivalente a 2,2 x EBITDA dos últimos doze meses.

Destaques financeiros

R\$ milhões	3T18	2T18	3T17	T/T	A/A
Receita líquida	411,4	414,6	424,4	-0,8%	-3,1%
Lucro operacional	291,6	279,4	299,0	4,4%	-2,5%
Margem operacional	70,9%	67,4%	70,4%	3,5 p.p.	0,4 p.p.
EBTIDA	345,2	332,2	350,5	3,9%	-1,5%
Margem EBITDA	83,9%	80,1%	82,6%	3,8 p.p.	1,3 p.p.
Lucro líquido consolidado	186,6	192,3	213,0	-3,0%	-12,4%
Margem líquida	45,3%	46,4%	50,2%	- 1,0 p.p.	- 4,8 p.p.
Lucro líquido da holding	98,3	92,5	122,8	6,3%	-19,9%
Dívida Líquida	2.873,6	2.744,2	2.848,0	4,7%	0,9%
Dívida Líquida / EBITDA UDM	2,2x	2,1x	2,0x	0,1x	0,2x

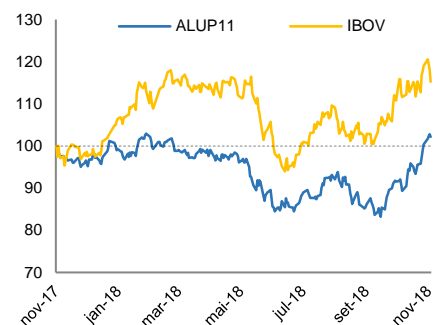
Fonte: Alupar e BB Investimentos.

ALUP11

Rating	Outperform
Preço-alvo - 2018E	24,30
Preço da ação - 9/11/2018	18,00
Upside	34,4%

Trading data

em 9/11/2018		
Valor de Mercado	R\$ milhões	5.274
Varição 1 mês	%	10,5%
Varição UDM	%	3,8%
Varição 2018	%	0,5%
Min. 52 sem.	R\$	14,59
Máx. 52 sem.	R\$	18,37



Valuation

		2018e
Valor da Firma	R\$ milhões	9.993
Dívida Líquida	R\$ milhões	2.873
Valor do Equity	R\$ milhões	7.119
Units	# milhões	293
WACC	%	10,3

Múltiplos

		2018e	2019e	2020e
EV/EBITDA		9,2x	8,3x	8,1x
P/E		15,2x	13,5x	14,1x
EPS	R\$	1,60	1,79	1,73

Obs.: múltiplos apurados com Ebitda e lucro projetados pela contabilidade regulatória e consolidação proporcional.

Rafael Dias
 Analista Sênior
rafaeldias@bb.com.br

TRANSMISSÃO

R\$ milhões	3T18	2T18	3T17	T/T	A/A	9M18	A/A
Receita líquida	256,1	292,4	252,0	-12,4%	1,6%	839,3	-6,2%
Lucro operacional	206,2	228,9	210,3	-9,9%	-1,9%	666,8	-8,7%
Margem operacional (%)	80,5%	78,3%	83,4%	2,2 p.p.	-2,9 p.p.	79,4%	-2,3 p.p.
EBITDA	235,6	260,8	238,1	-9,7%	-1,0%	760,1	-7,5%
Margem EBITDA (%)	92,0%	89,2%	94,5%	2,8 p.p.	-2,5 p.p.	90,6%	-1,5 p.p.
Lucro líquido	162,5	179,6	164,5	-9,5%	-1,2%	524,2	-2,9%
Margem líquida (%)	63,4%	61,4%	65,3%	2,0 p.p.	-1,8 p.p.	62,5%	1,8 p.p.

GERAÇÃO

R\$ milhões	3T18	2T18	3T17	T/T	A/A	9M18	A/A
Receita líquida	155,3	140,3	134,9	18,2%	12,3%	259,0	-32,3%
Lucro operacional	93,0	60,8	88,7	139,2%	-30,3%	86,2	-63,8%
Margem operacional (%)	59,9%	43,3%	65,8%	21,9 p.p.	-26,5 p.p.	33,3%	-28,9 p.p.
EBITDA	118,2	84,1	112,4	72,4%	29,9%	132,9	-49,4%
Margem EBITDA (%)	76,1%	60,0%	83,3%	18,9 p.p.	8,1 p.p.	51,3%	-16,9 p.p.
Lucro líquido consolidado	47,5	21,3	54,1	-331,8%	287,7%	12,1	-86,7%
Margem líquida (%)	30,6%	15,2%	40,1%	-296,13%	245,2%	4,7%	-18,8 p.p.

Avaliação. Atualizaremos em breve o nosso preço alvo para o fim de 2019, mas por ora mantemos a recomendação *Outperform*, considerando o potencial de valorização de 35% até o nosso preço alvo para o fim de 2018.

INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da ICVM 598, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detem indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, participação acionária no capital da Cielo S.A. (cuja participação é detida pelo BB – Banco de Investimento S.A.) e do IRB Brasil Re, companhias brasileiras listadas na bolsa de valores que podem deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB – Banco de Investimento S.A.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Items		
	3	4	5
Rafael Dias			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

6 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI

Av. Paulista, 1.230 - 9º andar

São Paulo (SP) - Brasil

+55 (11) 4298-7000

Diretor	Gerente Executivo	BB Securities - London
Fernando Campos	Denísio Augusto Liberato	4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St. London EC2N 1ER - UK +44 (207) 3675800
Gerentes da Equipe de Pesquisa		
Estratégia - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Análise de Empresas - Victor Penna victor.penna@bb.com.br	Managing Director Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801 Director of Sales Trading Boris Skulczuk +44 (207) 3675831 Head of Sales Nick Demopoulos +44 (207) 3675832 Institutional Sales Annabela Garcia +44 (207) 3675853 Melton Plummer +44 (207) 3675843 Trading Bruno Fantasia +44 (207) 3675852 Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842
Renda Variável		
Agronegócios Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Siderurgia e Mineração Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	
Bancos e Serviços Financeiros Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	Óleo e Gás Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br Papel e Celulose Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	
Bens de Capital Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	Imobiliário Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br	Banco do Brasil Securities LLC - New York 535 Madison Avenue 33th Floor New York City, NY 10022 - USA (Member: FINRA/SIPC/NFA)
Utilities Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	Varejo Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br	Managing Director Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710
Alimentos e Bebidas Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Transporte e Logística Renato Hallgren renatoh@bb.com.br	Institutional Sales - Equity Charles Langalis +1 (646) 845-3714 Institutional Sales - Fixed Income Fabio Frazão +1 (646) 845-3716 Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715
Macroeconomia e Estratégia de Mercado Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	Renda Fixa Renato Odo renato.odo@bb.com.br José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br	DCM Richard Dubbs +1 (646) 845-3719 Syndicate Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717
Equipe de Vendas	Varejo acoos@bb.com.br	BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore 6 Battery Road #11-02 Singapore, 049909
Investidor Institucional bb.distribuicao@bb.com.br	Gerente - Mario D'Amico Fabiana Regina de Oliveira Sandra Regina Saran	Managing Director Marcelo Sobreira +65 6420-6577 Director, Head of Sales José Carlos Reis +65 6420-6570 Institutional Sales Zhao Hao +65 6420-6582
Gerente - Antonio Emilio Ruiz Bianca Onuki Nakazato Bruno Finotello Daniel Frazatti Gallina Denise Rédua de Oliveira Edger Euber Rodrigues Fábio Caponi Bertoluci Henrique Reis Marcela Andressa Pereira		