Serviços Básicos

BTG Pactual Equity Research
Nota setorial

27 de Outubro de 2026

Onde estão os valuations

Analistas

Antonio Junqueira, CFA
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Gisele Gushiken, CFA
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Maria Schutz
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Após a forte queda de ontem, a TIR mediana está em 12,3%

Após a forte queda de ontem, a TIR real mediana do setor subiu para 12,3%, com prêmios de risco das ações (ERP) agora em 4,7%. O prêmio de risco médio, quando os juros reais estavam acima de 6,5%, era de cerca de 320bps. Agora estamos acima desse nível (150bps). Fluxos e a falta de catalisadores podem ser temas recorrentes nos próximos meses, mas este é o retrato atual do valuation do setor.

O que esperar (em uma análise bottom-up) da continuidade do governo

Uma das razões para a geração de valor de longo prazo das empresas de serviços básicos no Brasil é a força de suas instituições. Na (não tão) "nova República" do Brasil, todo o espectro político esteve representado no Poder Executivo. Reformas foram aprovadas, ideias mudaram, a inflação e os juros oscilaram e as políticas públicas mudaram de direção, mas os contratos sempre foram respeitados. Essa característica se apoia na força das instituições apolíticas do setor. Os últimos quatro anos trouxeram vitórias relevantes para o setor, incluindo as renovações das concessões de distribuição, uma metodologia aprimorada do preço spot e diversos leilões e privatizações. Não esperamos grandes mudanças bottom-up nos próximos quatro anos.

A análise top-down, no entanto, importa

O que piorou nos últimos anos, no entanto, foi o comportamento do custo de capital. O impacto disso não pode ser subestimado. Embora as operações das empresas não tenham se deteriorado (na maioria dos casos, houve grandes melhorias, como mencionado), a alta do custo de capital em um setor tão intensivo em capital teve seu efeito. Se o governo enfrentar os problemas fiscais do país, pode haver espaço para o uso de taxas de desconto menores. Por ora, estamos mantendo nosso custo de capital inalterado (o mesmo que temos usado ao longo de 2026).

Atualizando nossos preços-alvo para 2027

Estamos atualizando todos os nossos preços-alvo para 2027. Nossas recomendações não mudaram. Os preços-alvo (novos e anteriores) podem ser encontrados abaixo.

Comentários específicos sobre Eneva, Equatorial e Energisa

Aproveitamos a oportunidade para fazer ajustes adicionais nos modelos da Eneva, da Equatorial e da Energisa. No caso da Eneva, o ajuste é simples e elevou o preço-alvo em R$1/ação, refletindo a conclusão da transação do hub Itaqui-Ceará. Para a Equatorial e a Energisa, incorporamos o novo fator de produtividade proposto e implementamos uma transição mais gradual dos atuais níveis de rentabilidade (mais elevados) em direção ao que consideramos níveis normalizados de longo prazo. Para a Energisa, isso significou uma expansão de 0,25x no EV/RAB, enquanto para a Equatorial representou uma expansão de 0,1x.

Atualizando nossos preços-alvo e fazendo ajustes adicionais em algumas empresas

Uma das razões para a geração de valor de longo prazo das empresas de serviços básicos no Brasil é a força de suas instituições. Nos últimos 30 anos, o Brasil testou todo o espectro político, com presidentes de esquerda, centro-esquerda, centro, centro-direita e direita. Ao longo da (não tão) "nova República" do Brasil, reformas foram aprovadas, ideias mudaram, a inflação e os juros oscilaram (diversas vezes) e as políticas públicas mudaram de direção, mas os contratos sempre foram respeitados.

Isso é especialmente verdadeiro no segmento de energia elétrica (embora a tendência esteja começando a aparecer também nos segmentos de saneamento e gás). O pilar desse fenômeno é a força das instituições apolíticas, que foram construídas e fortalecidas ao longo de diversos governos.

Essa solidez cria uma dinâmica interessante. Nos últimos quatro anos, o setor conquistou diversas vitórias importantes: as concessões de distribuição de energia foram renovadas, a governança da metodologia do preço spot foi aprimorada, ocorreram leilões de transmissão e de capacidade, e as privatizações no saneamento avançaram. Esperamos que isso continue.

O que piorou no último ciclo foi o comportamento do custo de capital. O impacto disso não pode ser subestimado. Embora as operações das empresas não tenham se deteriorado (na maioria dos casos, houve melhorias significativas, como mencionado), a alta do custo de capital em um setor tão intensivo em capital teve seu efeito. Diante da reeleição do governo, estamos mantendo nossas taxas de desconto inalteradas por ora. Se medidas fiscais relevantes forem implementadas, podemos ajustar o custo de capital, mas esse não parece ser o cenário-base.

Neste relatório, estamos atualizando todos os nossos preços-alvo para o final de 2027 (ver tabela abaixo). Com a forte queda de ontem, a TIR mediana do setor está agora em 12,30%, um prêmio de risco das ações de 4,7% (150bps acima do patamar em que costuma ficar quando os juros reais estão tão elevados).

Equatorial, Energisa e Eneva

Para três empresas (Equatorial, Energisa e Eneva), fizemos ajustes adicionais nesta atualização.

Para a Eneva, o ajuste foi simples. Levamos em conta a transação do hub Itaqui-Ceará, que elevou o preço-alvo em R$1/ação. Não é muito, mas é relevante.

A Equatorial e a Energisa tiveram mudanças mais significativas. Em nossos modelos anteriores para ambas as empresas, assumíamos uma transição mais rápida da rentabilidade (e do crescimento) atual das companhias em direção aos níveis "perpétuos" (ou normalizados) de longo prazo.

Na prática, tínhamos um modelo de dois estágios, no qual alcançávamos uma rentabilidade maior por alguns anos (no máximo cinco) e, depois, reduzíamos esses retornos para o que consideramos níveis normais de longo prazo.

Agora estamos tornando as mudanças mais graduais (e mais próximas do que a realidade, a regulação e os incentivos e méritos internos das companhias devem produzir). Para a Energisa e a Equatorial, também estamos incluindo os impactos do Pd (fator de produtividade) em nossas projeções (o que é bastante relevante). Entendemos que o Pd ainda está em Consulta Pública e que nossos resultados podem mudar.

Antes da atualização para 2027, nosso preço-alvo para a Energisa subiu o equivalente a 0,25x EV/RAB, enquanto o da Equatorial avançou 0,1x.

Confira abaixo nossos novos preços-alvo e TIRs.

Tabela 1: Novos preços-alvo vs. preços-alvo anteriores (R$)

Company	Previous TP (YE26)	New Target (YE27)
Alupar	48.0	52.8
Auren	19.0	20.9
Axia	74.0	83.0
Cemig	12.6	15.1
Compass	38.0	40.7
Copasa	81.0	91.4
Copel	18.0	20.3
CPFL	46.3	53.8
Energisa	59.0	93.3
Eneva	31.0	36.1
Engie Brasil	33.0	37.4
Equatorial	56.0	68.7
ISA Energia	29.0	31.9
Orizon	21.4	23.7
Sabesp	31.0	35.2
Sanepar	41.0	44.1
Taesa	36.0	39.7

Fonte: BTG Pactual.

Tabela 2: TIRs

Company	IRR (26/10/2026)	EV/RAB (2026)
Auren	17.6%	
Compass	17.0%	
Axia Energia	16.0%	
Orizon	14.7%	
Energisa	14.0%	1.47x
Copasa	13.8%	1.52x
Equatorial	12.9%	1.32x
Alupar	12.5%	
Eneva	12.3%	
Cemig	11.8%	0.96x
Engie Brasil	11.3%	
Copel	11.0%	1.19x
Sabesp	10.5%	1.22x
Sanepar	10.3%	0.70x
CPFL	9.5%	1.41x
ISA Energia	9.2%	
Taesa	5.5%	
Median	12.3%	
Average	12.3%	
NTN-B 10y	7.6%	

Fonte: BTG Pactual.

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculados ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes; (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual. Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx