



mar asset
management

Alupar

marasset.com.br

Outubro de 2023

As informações aqui contidas são consideradas confiáveis e foram obtidas em fontes consideradas confiáveis. Entretanto, esclarecemos que nós não fazemos nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, com respeito à imparcialidade, consistência, precisão, razoabilidade ou integralidade, das informações ou opiniões aqui reportadas. Além disto, não temos nenhuma obrigação de atualizar, modificar ou aditar esse material e tampouco notificar o leitor sobre quaisquer eventos, assuntos aqui declarados ou qualquer opinião, projeção, previsão ou estimativa aqui contempladas que eventualmente mudarem ou se tornarem imprecisas posteriormente.

- ▶ Resumo da Tese
- Visão Geral
- Governança Corporativa
- Geração de Valor e Diferenciais Competitivos
- Oportunidades e Riscos
- Projeções Financeiras e Valuation

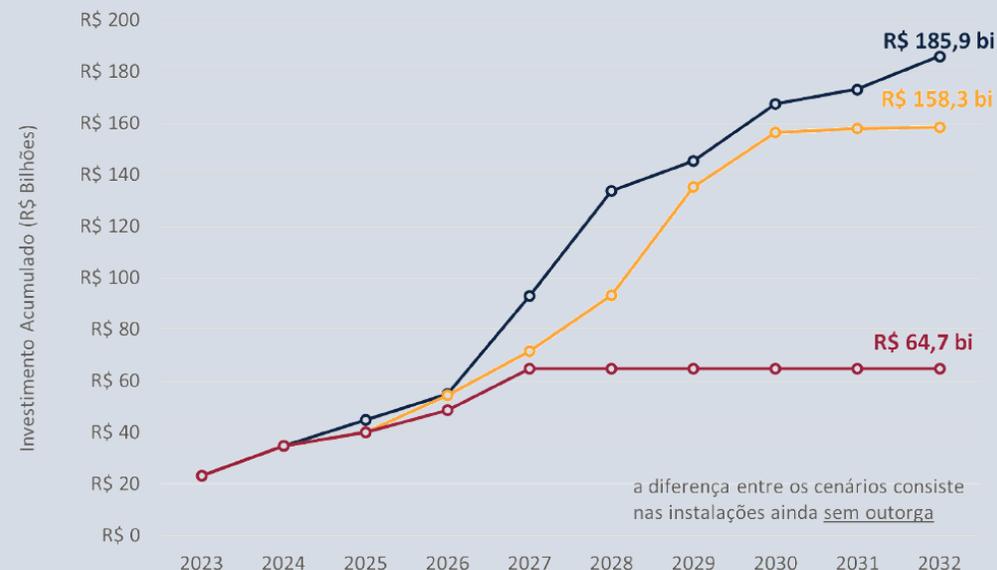
1) Fluxos de caixa estáveis aliados a um excelente histórico de alocação de capital

- Uma vez construídos, projetos de transmissão tem, por força contratual, **fluxos de caixa estáveis, corrigidos por IPCA e sem risco de volume ou contraparte**
- O risco operacional é bastante reduzido – com baixa complexidade de O&M – o que leva a **margens EBITDA da ordem de 85%+**
- Esse perfil de geração de caixa e a segurança contratual permitem níveis de alavancagem da ordem de 70%+, o que proporciona a obtenção de retornos elevados para os *equityholders*
- Fluxos de caixa estáveis combinados a um pipeline de boas oportunidades de crescimento tornam essas companhias **promissoras plataformas de alocação de capital**
- Historicamente, a Alupar foi muito bem sucedida em suas alocações de capital. Desde que começou a avaliar o setor de transmissão, ainda em 1999, a companhia participou de todos os leilões realizados pela Aneel. Mas apesar de analisar, e bidar, por diversos lotes, **a companhia nunca abriu mão de níveis satisfatórios de retorno**. Quando a competição era alta e/ou o retorno prospectivo era baixo, não avançava.
- **Quando os retornos prospectivos se mostraram excepcionais, foram agressivos na alocação**. Nos leilões de 2016, por exemplo, a companhia foi vencedora de 8 lotes, com um investimento estimado de R\$ 4 bi e um **NPV gerado de R\$ 1 bi** (o market cap da companhia, na época, era da ordem de R\$ 4 bi)

Por Que Investimos em Alupar?

2) Mercado grande, com elevada necessidade de investimentos prevista para os próximos anos

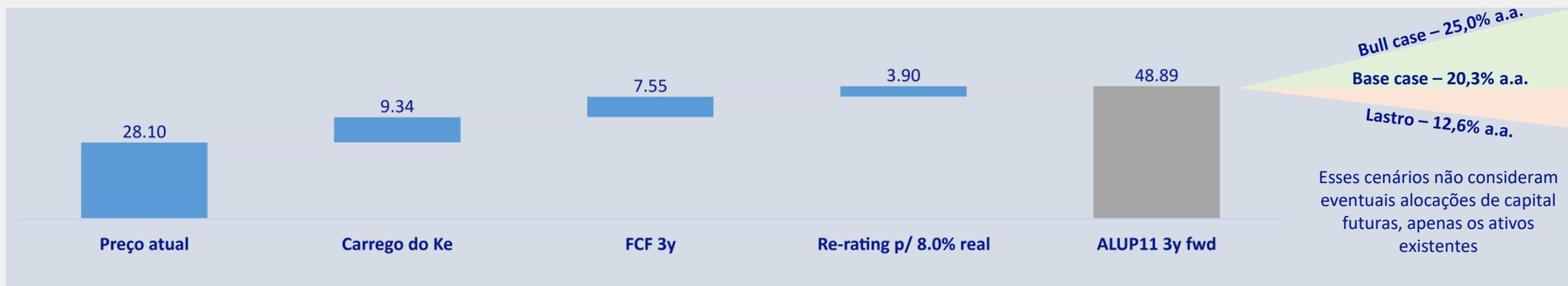
- Para os próximos anos estão previstos **mais de R\$ 150 bi de capex em projetos de transmissão** apenas no Brasil, necessários para suportar o crescimento das fontes de geração renováveis
- Os tamanhos dos certames deverão afastar aventureiros (especialmente após o caso do Consórcio Gênese, no leilão de junho) e estimular parcerias. **Conforme aumenta o compromisso de capex das empresas, a competição deveria ser sequencialmente menor**
- Não existe mão de obra suficiente no Brasil hoje para executar R\$ 15+ bi de obras por ano. **Capacidade in-house de execução será um diferencial**
- Além do Brasil, a Alupar possui **times dedicados avaliando oportunidades de investimento em outros países, em especial em LatAm**. Apesar de não ser foco da cia hoje, também haverá necessidade relevante de investimentos nos EUA, no contexto da transição energética



3) Empresa de controle familiar, alinhada para o sucesso de longo prazo da companhia

- Para uma estratégia bem sucedida de alocação de capital, é necessário ter uma cultura, pessoas e **incentivos que privilegiem a boa tomada de decisão**
- É preciso que os executivos tenham **tranquilidade para deixar passar o que os outros chamam de oportunidade**, quando a análise proprietária indica o contrário.
- O ambiente corporativo tradicional, no entanto, não favorece esse tipo de atitude. E essa tendência fica ainda mais aparente na disputa pelos projetos de transmissão, que por meio dos leilões se dá através de um **processo competitivo explícito**
- Depois de meses despendidos analisando todos os detalhes dos projetos, é comum observar a **frustração** de engenheiros, advogados e executivos **quando não saem vencedores** da disputa
- Poucas são as empresas que tem a cultura de que **ser o vencedor em um leilão não é apresentar um envelope ganhador, mas sim apresentar o envelope correto**
- É o tradicional problema do Agente/Principal. Mas por ser uma **empresa de donos**, efetivamente alinhados para o sucesso de longo prazo da companhia, encontramos esse raro diferencial na Alupar

Qual o Retorno Potencial para o Investimento?



A Alupar negocia hoje com **uma TIR real implícita da ordem de ~11%**, o que parece excessivo considerando as características *bond like* de seus fluxos de caixa (especialmente porque praticamente a totalidade dos projetos já estão operacionais, sem risco de construção). Entendemos que uma taxa de retorno real mais adequada seria da ordem de **8% (spread de 200-250 bps da NTN-B)**.

Como referência, *deals* privados de transmissão tem sido realizados com retornos implícitos da ordem de 7-8% (ex: compra dos ativos de transmissão da Neoenergia pelo GIC), e projetos *greenfield* tem saído com TIRs ainda menores

Por que faz sentido comparar com um ativo de renda fixa (NTN-B)? Ativos de transmissão operacionais possuem características particulares que tornam sua geração de caixa extremamente previsível e com baixíssimo risco:

- A receita é fixa e definida em contrato, reajustada anualmente pela inflação
- O risco de crédito é virtualmente inexistente, já que a contraparte é o pool de todas as distribuidoras do Brasil, com obrigações de pagamento perante a Aneel
- A atividade de O&M (operação e manutenção) em linhas de transmissão é de baixíssima complexidade e de baixo custo

| Cenários @ 28.10 / ALUP11 | | | | |
|---------------------------|--------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|-------------------------------|
| | TNE atual Não renova SUDENE | TNE ajustado Não renova SUDENE | TNE atual Renova SUDENE | TNE ajustado Renova SUDENE |
| TIR | 11.1% | 11.3% | 12.0% | 12.2% |

Por Que a Oportunidade Existe?

Acreditamos que alguns dos potenciais motivos para essa distorção de preço possam ser (i) a **liquidez relativamente restrita de suas ações** (R\$ 25 M / dia) ou (ii) sua **complexidade societária (30+ SPEs)**

Quando analisamos as projeções dos analistas *sell-side*, identificamos números muito discrepantes e, em geral, inferiores aos nossos (variando entre 8-11% TIR real). Entendemos que essas distorções são causadas por **simplificações inadequadas** que, por conta da complexidade societária, não permitem a obtenção de uma estimativa de retorno mais precisa

As principais divergências que encontramos são ocasionadas por conta de projeções feitas de forma consolidada, não capturando as especificidades de cada SPE, especialmente em relação aos seguintes fatores:

- Estrutura de capital
- Estrutura tributária (lucro real ou presumido)
- Incentivos fiscais (SUDENE/SUDAM)
- Indenizações dos ativos não amortizados
- Capacidade de realavancagem
- Participações de minoritários
- Características específicas de diferentes geografias (ex: concessões perpétuas, com receita em dólares)

O Que Pode Levar a uma Valorização da Ação?

1) Geração adicional de valor - Novas alocações de capital com altas taxas de retorno para os acionistas

Apesar da competitividade nos leilões de transmissão recentes, o elevado volume de infraestrutura necessária para suportar o crescimento das fontes renováveis deverá exigir investimentos da ordem de R\$ 150+ bi ao longo dos próximos anos. Conforme aumenta o compromisso de capex das empresas, a competição deveria ser sequencialmente menor

A Alupar, com sua expertise de execução operacional e capacidade de atrair parceiros sólidos, está muito bem posicionada para atuar caso as oportunidades se materializem

2) Re-rating da ação - Distribuição de dividendos como forma de explicitar o desconto de *valuation*

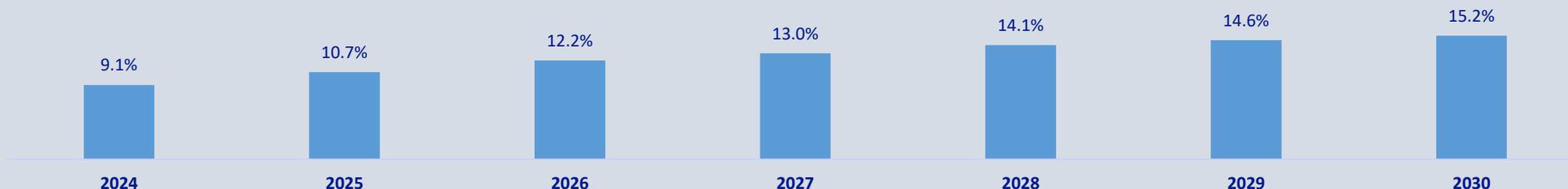
Caso a companhia não encontre oportunidades de alocação de capital com retornos satisfatórios, deverá se tornar uma grande pagadora de dividendos nos próximos anos

A nova política de dividendos da empresa, aprovada no final de 2022, determinou o patamar mínimo de distribuição de 50% do lucro regulatório. No entanto, os executivos da cia já deixaram claro que, sem necessidade de uso do caixa, as distribuições poderão ser superiores a esse patamar

Vislumbramos uma capacidade de *dividend yield* da ordem de dois dígitos ao longo dos próximos anos, o que deverá explicitar a capacidade de geração de caixa e o *valuation* descontando da companhia

Sendo assim, vemos hoje na Alupar uma combinação de (i) retornos muito atrativos considerando apenas os ativos atuais, e (ii) opcionalidades de crescimento que levamos “de graça”

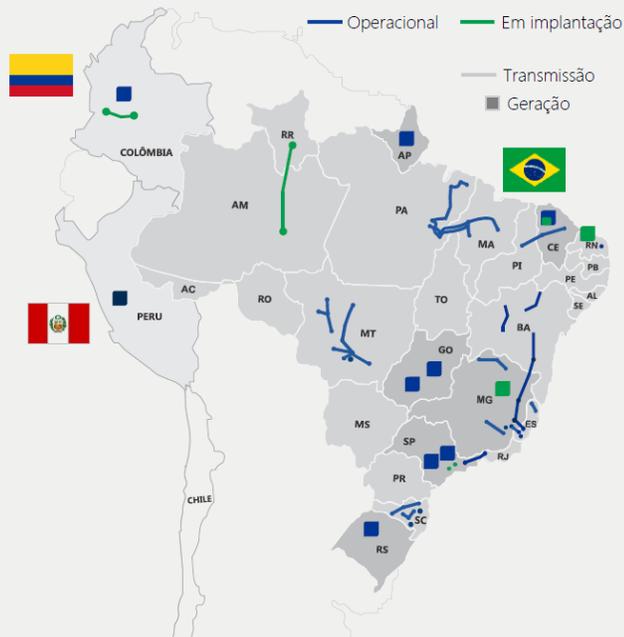
FCFE Yield - DY max potencial



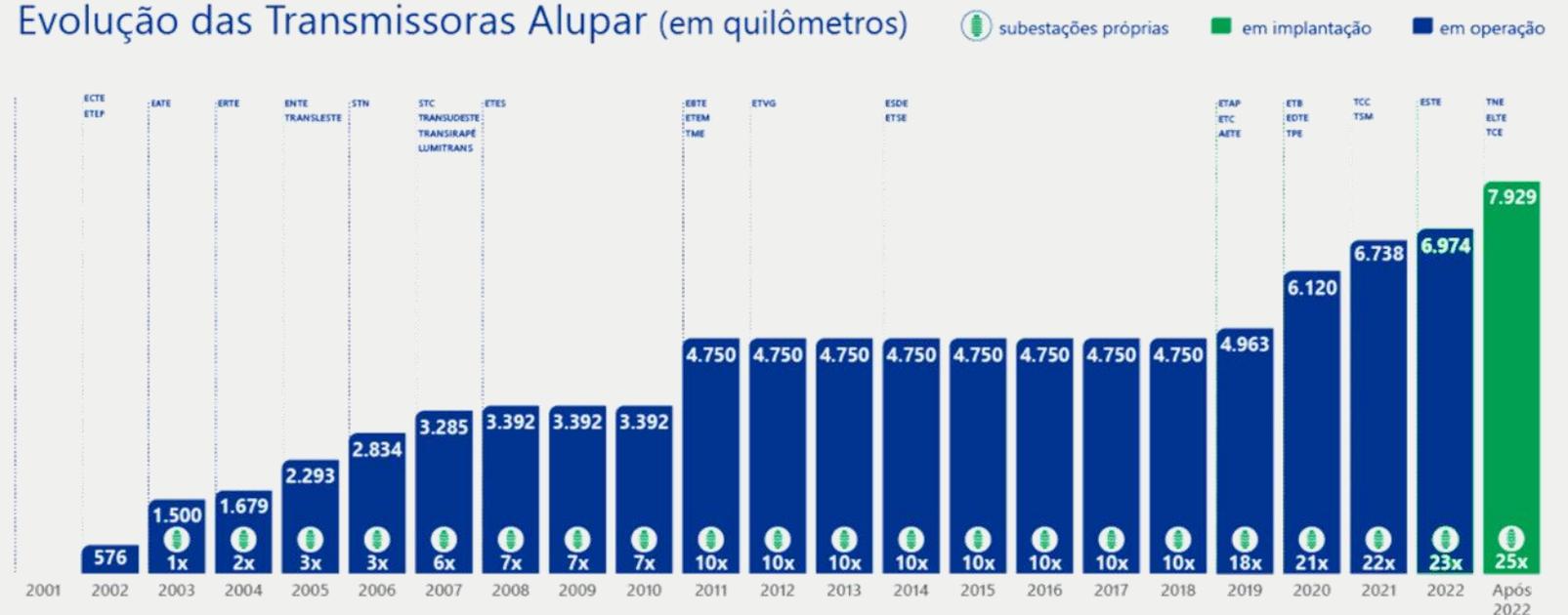
- Resumo da Tese
- ▶ Visão Geral
- Governança Corporativa
- Geração de Valor e Diferenciais Competitivos
- Oportunidades e Riscos
- Projeções Financeiras e Valuation

Visão Geral

- Com cerca de **7 mil kms de linhas de transmissão** em operação, a Alupar é uma das maiores companhias do segmento no Brasil
- **Empresa de controle familiar**, com donos que são até hoje os principais executivos da companhia
- Possui **mais de duas décadas de um bem sucedido histórico de execução operacional e alocação de capital**
- Além dos ativos de transmissão (85% do valor da companhia), possui ainda ativos de **geração renovável** (PCH, eólica e solar)
- Possui também investimentos em projetos pontuais na **América Latina** (concessões perpétuas com fluxo em dólar)



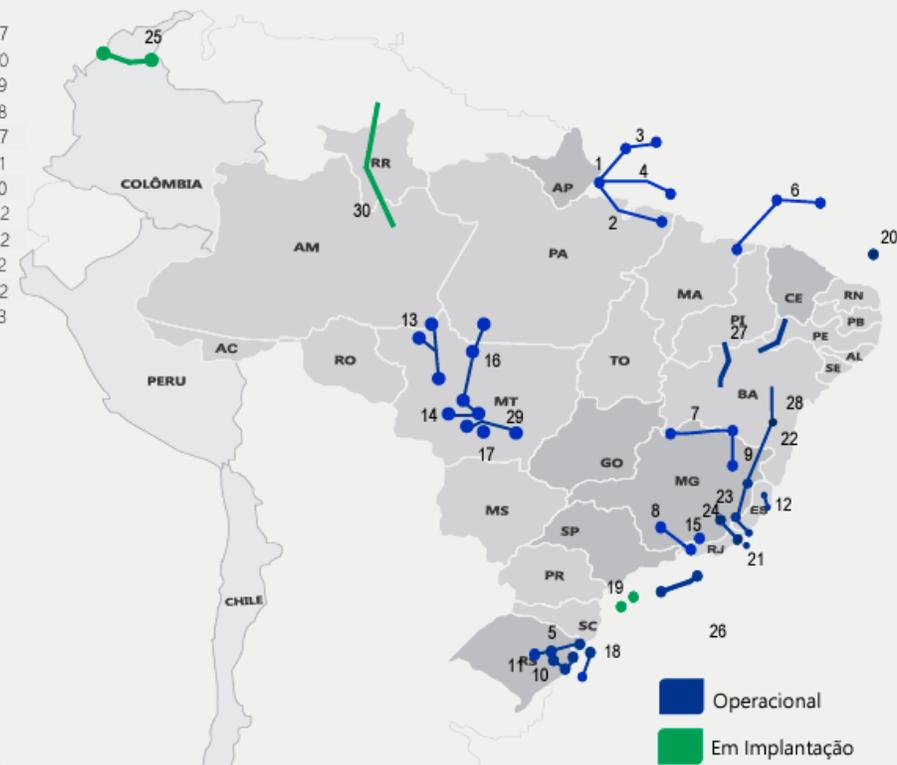
Evolução das Transmissoras Alupar (em quilômetros)



Ativos de Transmissão

| Ativos | Participação | Concessão | | Ínic. Oper. | Extensão | RAP/RBNI¹ | Indexador | Revisão Tarifária | Aniversário 15 anos |
|--------------------|--------------|-----------|----------|-------------|---------------|----------------|-----------|-------------------|---------------------|
| | % | Início | Fim | | Km | R\$ MM | | | |
| 1. ETEP | 50,02% | 2001 | 2031 | 2002 | 323 | R\$ 85,2 | IGP-M | Não | 25/08/2017 |
| 2. ENTE | 50,01% | 2002 | 2032 | 2005 | 464 | R\$ 195,1 | IGP-M | Não | 12/02/2020 |
| 3. ERTE | 50,01% | 2002 | 2032 | 2004 | 179 | R\$ 44,4 | IGP-M | Não | 15/09/2019 |
| 4. EATE | 50,02% | 2001 | 2031 | 2003 | 924 | R\$ 379,0 | IGP-M | Não | 10/03/2018 |
| 5. ECTE | 50,02% | 2000 | 2030 | 2002 | 253 | R\$ 82,4 | IGP-M | Não | 26/03/2017 |
| 6. STN | 51,00% | 2004 | 2034 | 2005 | 541 | R\$ 171,7 | IGP-M | Não | 01/01/2021 |
| 7. Transleste | 33,71% | 2004 | 2034 | 2005 | 150 | R\$ 35,4 | IGP-M | Não | 18/12/2020 |
| 8. Transudeste | 33,71% | 2005 | 2035 | 2007 | 140 | R\$ 21,9 | IGP-M | Não | 23/02/2022 |
| 9. Transirapé | 33,71% | 2005 | 2035 | 2007 | 65 | R\$ 42,7 | IGP-M | Não | 23/05/2022 |
| 10. STC | 60,02% | 2006 | 2036 | 2007 | 195 | R\$ 36,3 | IPCA | Não | 08/11/2022 |
| 11. Lumitrans | 55,02% | 2004 | 2034 | 2007 | 51 | R\$ 23,1 | IGP-M | Não | 03/10/2022 |
| 12. ETES | 100,00% | 2007 | 2037 | 2008 | 107 | R\$ 21,5 | IPCA | Sim | 12/12/2023 |
| 13. EBTE | 25,51% | 2008 | 2038 | 2011 | 940 | R\$ 63,0 | IPCA | Sim | - |
| 14. TME | 60,00% | 2009 | 2039 | 2011 | 348 | R\$ 67,7 | IPCA | Sim | - |
| 15. ESDE | 50,02% | 2009 | 2039 | 2014 | Subestação | R\$ 18,2 | IPCA | Sim | - |
| 16. ETEM | 62,79% | 2010 | 2040 | 2011 | 235 | R\$ 18,8 | IPCA | Sim | - |
| 17. ETVG | 100,00% | 2010 | 2040 | 2012 | Subestação | R\$ 19,0 | IPCA | Sim | - |
| 18. ETSE | 50,02% | 2012 | 2042 | 2014 | Subestação | R\$ 34,5 | IPCA | Sim | - |
| 19. ELTE | 100,00% | 2014 | 2044 | - | Subestação+40 | R\$ 84,1 | IPCA | Sim | - |
| 20. ETAP | 100,00% | 2016 | 2046 | 2019 | Subestação+20 | R\$ 70,7 | IPCA | Sim | - |
| 21. ETC | 100,00% | 2016 | 2046 | 2019 | Subestação | R\$ 41,1 | IPCA | Sim | - |
| 22. TPE | 65,70% | 2017 | 2047 | 2020 | 541 | R\$ 299,2 | IPCA | Sim | - |
| 23. TCC | 65,70% | 2017 | 2047 | 2021 | 288 | R\$ 203,1 | IPCA | Sim | - |
| 24. ESTE | 50,02% | 2017 | 2047 | 2022 | 236 | R\$ 140,5 | IPCA | Sim | - |
| 25. TCE (Colômbia) | 100,00% | 2016 | Perpétua | - | 235 | R\$ 123,4 | PPI | - | - |
| 26. TSM | 65,70% | 2017 | 2047 | 2021 | 330 | R\$ 136,2 | IPCA | Sim | - |
| 27. ETB | 51,00% | 2016 | 2046 | 2020 | 446 | R\$ 178,2 | IPCA | Sim | - |
| 28. EDTE | 25,06% | 2016 | 2046 | 2020 | 170 | R\$ 86,9 | IPCA | Sim | - |
| 29. AETE | 32,06% | 2004 | 2034 | 2005 | 193 | R\$ 41,1 | IGP-M | Não | 19/08/2020 |
| 30. TNE | 51,00% | 2012 | 2042 | - | 715 | R\$ 380,3 | IPCA | Sim | - |
| Total | | | | | 8.129 | 3.144,9 | | | |

Localização Geográfica dos Ativos



Eficiência Operacional

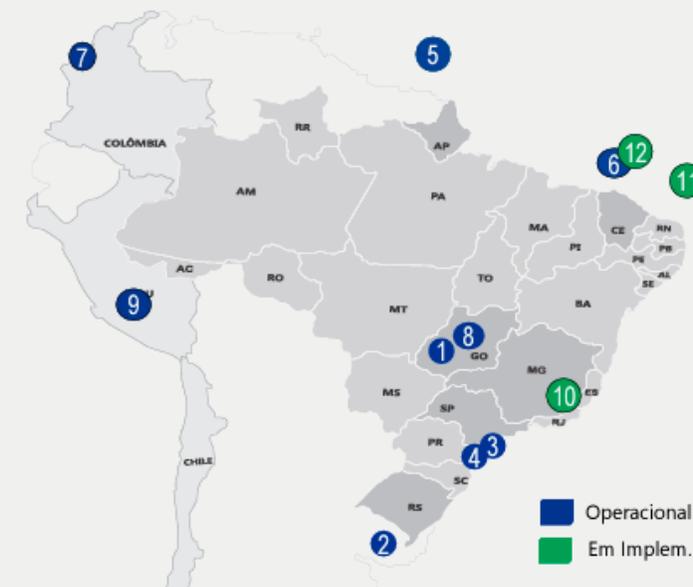
Média Nacional 2020: 1,46%



Ativos de Geração

| Ativos | Participação ¹ | | Concessão | | Ínic. Oper. | Tipo | Cap. Instalada | Energia Asseg. | Energia Contrat. | Energia Contrat. | Receita Contrat. ³ | PPA Prazo | PPA ² | Index |
|-----------------------|---------------------------|--------|-----------|------|-------------|-------------------|----------------|----------------|-------------------|------------------|-------------------------------|---------------------|------------------|-------|
| | Total | Início | Fim | MW | | | | | | | | | | |
| 1. Foz do Rio Claro | 100,00% | 2006 | 2046 | 2010 | UHE | 68,4 | 37,1 | 100% | 39,0 | 83,9 | 2039 | 245,62 | IPCA | |
| 2. Ijuí | 100,00% | 2006 | 2046 | 2011 | UHE | 51,0 | 28,9 | 100% | 30,0 | 69,2 | 2039 | 263,27 | IPCA | |
| 3. Queluz | 68,83% | 2004 | 2048 | 2011 | PCH | 30,0 | 21,4 | 100% | 21,0 | 78,4 | 2025 | 426,42 | IGP-M | |
| 4. Lavrinhas | 61,00% | 2004 | 2048 | 2011 | PCH | 30,0 | 21,4 | 100% | 21,0 | 78,4 | 2025 | 426,42 | IGP-M | |
| 5. F. Gomes | 100,00% | 2010 | 2047 | 2014 | UHE | 252,0 | 145,5 | 70% 30% | 105,0 39,9 | 118,8 77,0 | 2045 2031 | 129,22 220,26 | IPCA | |
| 6. Energia dos Ventos | 100,00% | 2012 | 2047 | 2016 | Eólica | 98,7 | 48,5 | 78% | 39,9 | 62,7 | 2035 | 179,40 | IPCA | |
| 7. Morro Azul | 99,97% | --- | Vitalícia | --- | 2016 | PCH | 19,9 | 13,2 | 100% | 13,2 | 2026 | 324,38 ⁵ | IPP | |
| 8. Verde 08 | 85,00% | 2012 | 2044 | 2018 | PCH | 30,0 | 18,7 | 100% | 18,2 ⁴ | 43,4 | 2052 | 272,49 ⁶ | IPCA | |
| 9. La Virgen | 84,58% | --- | Vitalícia | --- | 2021 | UHE | 93,8 | 59,2 | - | - | - | - | - | |
| 10. Antônio Dias | 90,00% | 2014 | 2049 | - | PCH | 23,0 | 11,4 | - | - | - | - | - | - | |
| 11. Agreste Potiguar | | | | | | | | | | | | | | |
| AW Santa Régia | 100,00% | 2020 | 2055 | - | Eólica | 37,8 | 21,7 | 69% | 15,0 | 25,6 | 2041 | 195,0 | IPCA | |
| AW São João | 100,00% | 2020 | 2055 | 2023 | Eólica | 25,2 | 14,1 | 71% | 10,0 | 15,6 | 2042 | 178,0 | IPCA | |
| 12. UFV Pitombeira | 100,00% | 2020 | 2055 | - | Solar | 61,7 ⁷ | 14,9 | - | - | - | - | - | - | |
| Total | | | | | | 821,5 | 456,0 | | | | | | | |

Localização Geográfica



Os investimentos em ativos no exterior, tanto em transmissão (TCE na Colômbia) quanto em geração (Morro Azul na Colômbia e La Virgen no Peru), refletem oportunidades específicas em países de economia relativamente estável, em concessões usualmente perpétuas e com receita dolarizada. Esses projetos representam hoje cerca de 8% do valor da companhia.

Histórico e Estrutura Societária

| Controlador | Opportunity | Sharp | Outros |
|------------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|-------------------------------------|
| 76.5% ON 0.6% PN 52.2% Total | 4.1% ON 17.4% PN 8.4% Total | 1.8% ON 7.6% PN 3.7% Total | 17.5% ON 74.3% PN 35.8% Total |

Alupar

ALUP11 = 1 ON + 2 PN

| Acionista | % Total | R\$ M |
|---|---------|-------|
| José Luiz de Godoy Pereira | 13.0% | 1,113 |
| Paulo Roberto de Godoy Pereira (Filhos) | 13.7% | 1,173 |
| Ana Helena (Irmã José Luiz) | 12.5% | 1,070 |
| Guilherme Martins (Irmão José Luiz) | 12.5% | 1,070 |
| Outros | 0.5% | 40 |
| | 52.2% | 4,467 |

- O negócio começou com o Pai do José Luiz, que foi acompanhado posteriormente pelo Paulo Roberto na condução da empresa (são primos)
- A família tinha três braços de negócios: construção, TV a cabo e indústria (pré-moldados)
- **O grupo começou a investir em transmissão no início dos anos 2000, entrando nos primeiros leilões**
- Em 2007, decidiram vender o negócio de TV a cabo e investir pesado em transmissão, **setor onde percebiam as maiores oportunidades**. Constituíram, então, a **Alupar**
- A companhia foi criada já com intenção de fazer um IPO. Com o fechamento da janela no final de 2008, buscaram um sócio privado. FI-FGTS comprou 13% da empresa por R\$ 400 M
- Realizaram o IPO em 2013. O FI-FGTS continuou como acionista até 2021

Principais Dados (2022):

- Receita líquida: R\$ 2,9 bi
- EBITDA: R\$ 2,5 bi (margem de 84%)
- Lucro líquido: R\$ 1 bi
- Dívida líquida: R\$ 8,8 bi (3,6x EBITDA)
- Market cap: R\$ 8,7 bi
- Liquidez média: R\$ 25 M por dia

Performance da ação (CAGR % a.a.)

Desde 2016 (entrada nos leilões)

Alupar: 16,8% a.a.

IBOV: 13,6%

IPCA: 5,4%

CDI: 8,4%

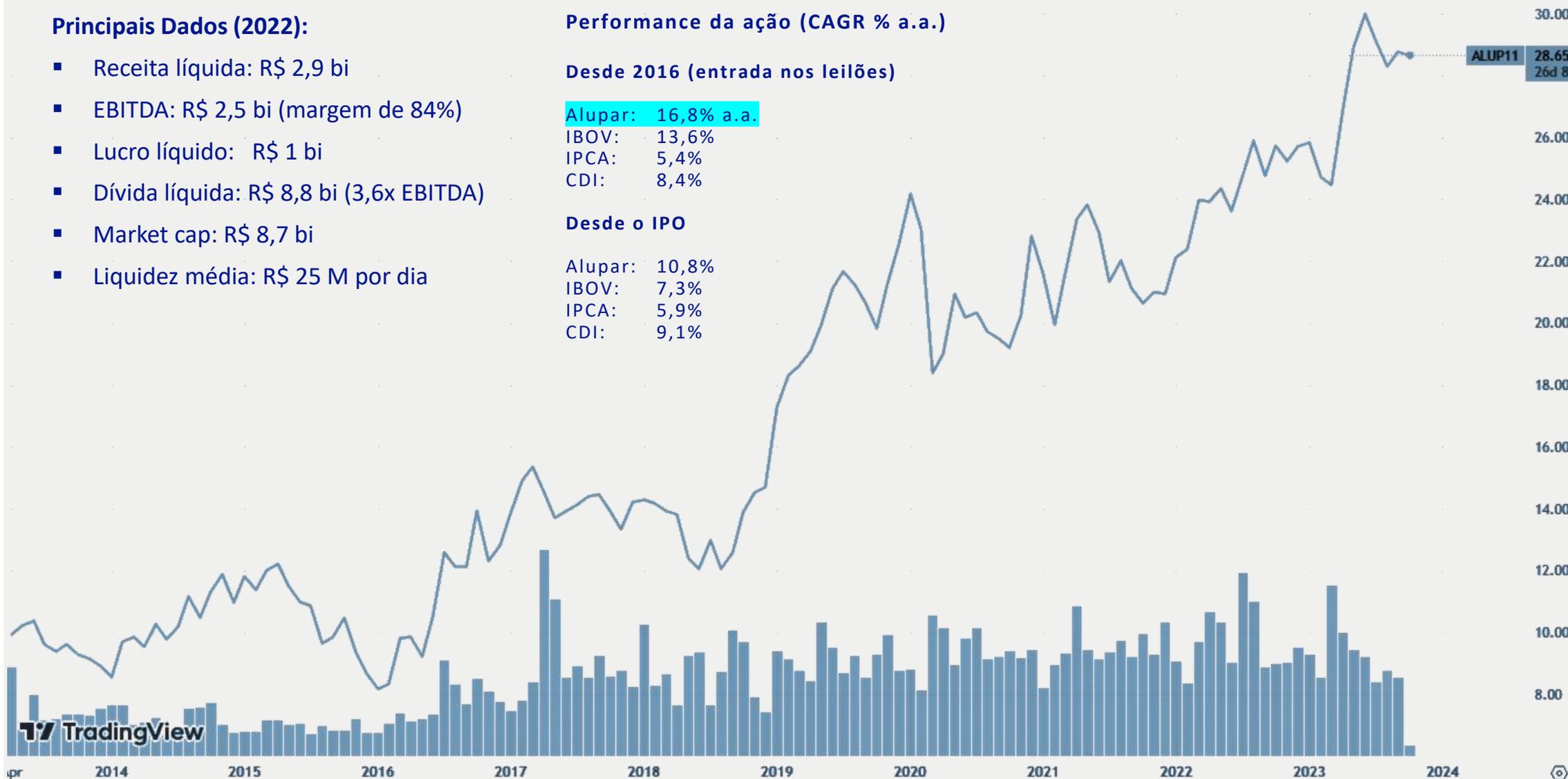
Desde o IPO

Alupar: 10,8%

IBOV: 7,3%

IPCA: 5,9%

CDI: 9,1%



- Resumo da Tese
- Visão Geral
- ▶ Governança Corporativa
- Geração de Valor e Diferenciais Competitivos
- Oportunidades e Riscos
- Projeções Financeiras e Valuation

- **Paulo Roberto de Godoy Pereira - Diretor Presidente:** Administrador de empresas formado pela Universidade Mackenzie. Desde 2006 é Diretor Presidente e membro do Conselho de Administração da companhia. De 2004 a 2014, Paulo Godoy foi Presidente da ABDIB – Associação Brasileira de Infraestrutura e Indústrias de Base (www.abdib.org), composta pelas maiores companhias/empresários na área de infraestrutura, com investimento em concessões públicas e licenças para energia elétrica, óleo e gás, logística, saneamento e sistemas de telecomunicações. Fabricantes de equipamentos, empresas de engenharia e construtoras são também membros da ABDIB.
- **José Luiz de Godoy Pereira – Diretor Vice-Presidente e CFO:** Bacharel em engenharia civil pela Universidade Mackenzie. Possui mais de 17 anos de experiência no setor de construção, infraestrutura e energia. Atuou na área de engenharia da Cia. Técnica, com atuação nas áreas de prestação de serviços de engenharia e TV a cabo. Ocupa o cargo de diretor Vice-Presidente e diretor administrativo financeiro na Alupar desde 11 de julho de 2007, tendo também ocupado o cargo de diretor de relações com investidores entre 25 de setembro de 2007 e 7 de novembro de 2011. Em 20 de maio de 2014 assumiu o cargo de Diretor de Relações com Investidores.
- **Ênio Luigi Nucci – Diretor Comercial e Diretor Técnico:** Formado pela Universidade de Mogi das Cruzes e pós-graduado na Fundação Getúlio Vargas em Infraestrutura. Possui mais de vinte e cinco anos de experiência no setor de infraestrutura e energia, tendo atuado na Schahin Engenharia, Eletromontagens Engenharia e Cia. Técnica, extinta e sucedida por incorporação pela Guarupart, em 31 de dezembro de 2008. Experiência Profissional: Alupar Investimento S.A – desde 2006 – atuando como Diretor Comercial e Diretor Técnico. Companhia Técnica de Engenharia Elétrica – de 2000 a 2006 atuando como Diretor Comercial. Eletromontagens Engenharia Ltda. – de 1991 a 2000 – Diretor Comercial e Planejamento e Gerente de Planejamento.

- **José Luiz de Godoy Pereira** – Diretor Vice-Presidente e CFO
- **Paulo Roberto de Godoy Pereira** – Diretor Presidente
- **Ana Helena Godoy Pereira de Almeida Pires** - Formada pela Pace University, Lubin School of Business, New York, NY. Especializada em Mercados Financeiros pela New York University, School of Continuing Education, New York, NY, foi gerente assistente do Citibank N.A. – Divisão de “Private Banking”, nos anos 90 e 91, tendo como responsabilidade a elaboração e implantação da Unidade de Atendimento ao Cliente. Desde 2004 é Diretora da NGP. Foi membro do Conselho da Administração (Efetivo) da Companhia até 2020. Irmã do José Luiz
- **Marcelo de Almeida Pires** – Formado no Insper. Intercâmbio acadêmico na Columbia University de NY cursando Economia, Ciências Computacionais e Ciências Sociais. Atualmente atua como Analista de Investimentos na Rafter Investimentos e teve passagem pela Nucleo Capital. Filho da Ana Helena
- **Fernando Carvalho de Godoy Pereira** - Graduiu-se em Administração de Empresas na Fundação Getúlio Vargas (FGV EAESP) em 2017 com duas especializações em Marketing Digital pela São Paulo Digital School (2017) e ComSchool (2016), possuindo 5 anos de experiência em relações com investidores e finanças. Filho do Paulo Roberto
- **Marcelo Tosto de Oliveira Carvalho** - Administrador de empresas formado pela FAAP em 1980. Desde 2000 atua como Diretor Administrativo e Financeiro das seguintes empresas: EATE; ETEP; ENTE; ERTE; ECTE; EBTE; STC; ESDE e ETSE.
- **Oswaldo Errerias Ortega** - Formado em Ciências Econômicas e cursou o CEADE/USP/ Eletrobras. Possui 46 anos de experiência no setor elétrico, tendo atuado na CPFL e na CESP, no MME e Comissão Nacional de Energia em Brasília. Atual Diretor da ETES, ETEM, ETVG e TME.
- **Humberto Falcão Martins** - Graduado em Administração (UnB, 1986), Mestre em Administração Pública (EBAPE/FGV, 1995), Especialista em Políticas Públicas e Gestão Governamental (Enap, 1996) e Doutor em Administração (EBAPE/FGV, 2003). Já ocupou posições executivas em empresas privadas e na administração pública, em especial no Ministério da Administração e Reforma do Estado e no Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, onde foi Secretário de Gestão, delegado do Brasil no Comitê de Gestão Pública da OCDE e Presidente da Rede de Gestão Pública e Transparência do BID. Lecionou durante 20 anos em instituições de ensino superior em cursos de graduação e pós graduação, em particular junto à Fundação Getulio Vargas. Atualmente, é professor da EBAPE, da Fundação Dom Cabral e de escolas de governo no Brasil e no exterior. É palestrante, autor de publicações e consultor junto a organismos internacionais em temas relacionados à gestão pública.
- **Rogério Paulo Calderón Peres** - Administrador de empresas formado pela Fundação Getulio Vargas – SP e em Ciência Contábeis pela Fundação Paulo Eiró – SP. Diversos cursos de pós-graduação em instituições internacionais. Experiência profissional: Atuou de 1981 a 2003, como sócio na PricewaterhouseCoopers, nas áreas de Auditoria, Consultoria e Tributária, e prestou serviço para Alpargatas, Bunge, Colgate, Danone, Johnson & Johnson, Klabin, Netlé, Rhodia, Santista Textil, Seara, Syngenta e Votorantim. Atuou de 2003 a 2005 nas empresas Fosfertil, Ultrafertil e Fertifos como membro do conselho de administração. Atuou de 2006 a Junho de 2007 no Grupo Bunge. Atuou de setembro de 2007 a outubro de 2014 como Diretor no Itaú Unibanco S.A. Atualmente no board da Via, Nubank e Alupar.

- Principais acionistas:
 - Família Controladora (52,2%)
 - Opportunity (8,4%)
 - Sharp (3,7%)
- Acordo de acionistas? Não, desde a saída do FI-FGTS
- Gatilho de OPA? Apenas no caso de aquisição de controle
- Conselho Fiscal Instalado? Não
- Comitês do Conselho:
 - Comitê de Auditoria
 - Comitê de Finanças e Contratação de Partes Relacionadas
 - Comitê de Governança, Sucessão e Remuneração
- Auditoria interna e área de compliance? Sim
- Política de negociação e gerenciamento de riscos? Sim

Remuneração do Conselho e Diretoria

| Mix de Remuneração (%) | Fixa | | Variável | | TOTAL |
|---------------------------|---------|------------|----------|---------------|--------|
| | Salário | Benefícios | Variável | Stock Options | |
| Conselho de Administração | 60.1% | 39.9% | – | – | 100.0% |
| Diretoria Estatutária | 48.5% | 16.1% | 35.4% | – | 100.0% |

| Remuneração (R\$ / ano / pessoa) | Fixa | | Variável | | TOTAL |
|----------------------------------|-----------|------------|-----------|---------------|-----------|
| | Salário | Benefícios | Variável | Stock Options | |
| Conselho de Administração | 158,354 | 105,304 | – | – | 263,658 |
| Diretoria Estatutária | 2,016,695 | 667,204 | 1,472,553 | – | 4,156,451 |

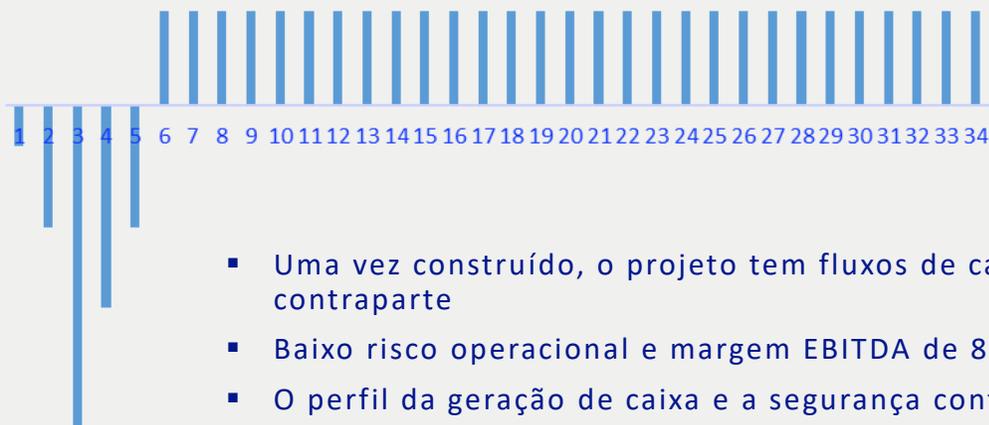
Scorecard Qualitativo

| Score Total | | | |
|--|-------------|------------------------|-------------|
| 0.93 | | | |
| Score Micro | 0.90 | Score Técnico | 0.03 |
| Assimetria de valuation | 2 | Liquidez | -1 |
| Qualidade do negócio | 2 | Posicionamento técnico | 1 |
| Risco de execução | 2 | Qualidade dos holders | 1 |
| Qualidade da governança | 1 | | |
| Qualidade dos executivos | 2 | | |
| Momento Operacional | 1 | | |
| Riscos (setoriais; governamentais; regulatórios) | 0 | | |
| Narrativa (long-term case; growth opp) | 1 | | |
| Triggers de curto prazo | 0 | | |
| Alavancagem | 0 | | |

- Resumo da Tese
- Visão Geral
- Governança Corporativa
- ▶ Geração de Valor e Diferenciais Competitivos
- Oportunidades e Riscos
- Projeções Financeiras e Valuation

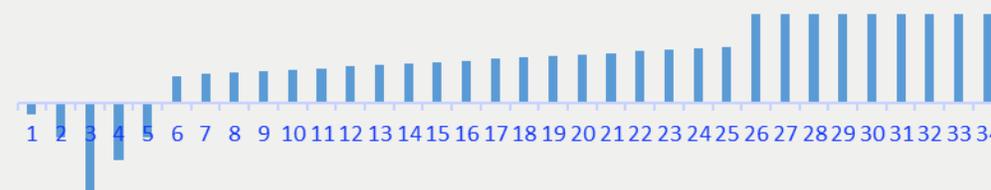
Perfil de um Projeto de Transmissão Padrão

FCFF



FCFE

(assumindo 70% de alavancagem por 20 anos)



- Uma vez construído, o projeto tem fluxos de caixa estáveis, corrigidos por IPCA e sem risco de volume ou contraparte
- Baixo risco operacional e margem EBITDA de 85%+
- O perfil da geração de caixa e a segurança contratual permite níveis de alavancagem de 70%+
- Quando não há consolidação do balanço, o projeto comporta alavancagens até superiores sem estourar covenants (ICSD)

NPV gerado para cada R\$ 1 bi de equity investido (Ke @ 9% real)

(R\$ 1 bi de equity = R\$ 3,3 bi de capex, considerando uma alavancagem de 70% e Kd de IPCA+6,5%)

| | TIR real alavancada | | | | | | | | | | | |
|-------------|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 9% | 10% | 11% | 12% | 13% | 14% | 15% | 16% | 17% | 18% | 19% | 20% |
| NPV (R\$ M) | - | 69 | 143 | 218 | 298 | 379 | 462 | 547 | 633 | 719 | 805 | 892 |
| RAP/CAPEX | 9.7% | 10.1% | 10.5% | 11.0% | 11.5% | 12.1% | 12.6% | 13.1% | 13.7% | 14.2% | 14.7% | 15.3% |

Histórico de Alocação de Capital

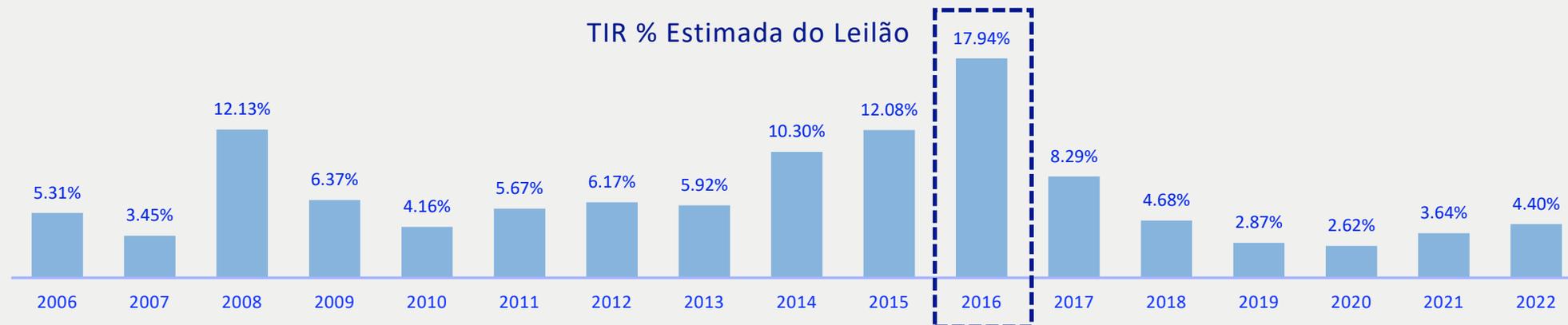
| | Participação em Leilões | Lotes vencidos pela Alupar | WACC Regulatório (%) | Capex Aneel ¹ (R\$ MM) |
|-------------------|-------------------------|----------------------------|----------------------|-----------------------------------|
| 1999 | ✓ | - | N/D | - |
| 2000 | ✓ | 3 | N/D | 3.213 |
| 2001 | ✓ | - | N/D | - |
| 2002 | ✓ | 2 | N/D | 1.338 |
| 2003 | ✓ | 3 | N/D | 2.061 |
| 2004 | ✓ | 2 | N/D | 344 |
| 2005 | ✓ | 1 | N/D | 420 |
| 2006 | ✓ | 1 | 8,2% | 96 |
| 2007 | ✓ | - | 7,5% | - |
| 2008 | ✓ | 1 | 7,1% | 697 |
| 2009 | ✓ | 3 | 6,6% | 980 |
| 2010 | ✓ | 1 | 6,0% | 58 |
| 2011 | ✓ | 2 | 6,6% | 2.190 |
| 2012 | ✓ | - | 5,8% | - |
| 2013 | ✓ | - | 5,8% | - |
| 2014 | ✓ | 1 | 6,6% | 418 |
| 2015 | ✓ | - | 8,0% | - |
| 2016 ² | ✓ | 7 | 9,8% | 5.296 |
| 2017 | ✓ | 1 | 9,7% | 1.167 |
| 2018 | ✓ | - | 7,9% | - |
| 2019 | ✓ | - | 7,8% | - |
| 2020 | ✓ | - | 6,0% | - |
| 2021 | ✓ | - | 6,0% | - |
| LT Aneel 01.2022 | ✓ | - | 6,3% | - |

- Desde que começou a avaliar o setor de transmissão, ainda em 1999, a companhia participou de todos os leilões realizados pela Aneel
- Apesar de analisar, e bidar, por diversos lotes, a companhia nunca abriu mão de níveis satisfatórios de retorno. Quando a competição era alta e/ou o retorno prospectivo era baixo, não avançava
- Quando os retornos prospectivos se mostraram excepcionais (2016), foram agressivos na alocação de capital

Exemplo: Leilão de Dez/17

| | # Bids | Winner disc. vs. auction cap RAP | Alupar Bid |
|---------|--------|----------------------------------|------------|
| Lote 1 | 4 | -35% | -2% |
| Lote 2 | 12 | -53% | -30% |
| Lote 3 | 5 | -36% | -2% |
| Lote 4 | 10 | -47% | -15% |
| Lote 5 | 19 | -54% | -40% |
| Lote 6 | 14 | -45% | -20% |
| Lote 7 | 8 | -35% | -16% |
| Lote 9 | 16 | -48% | -21% |
| Average | | -44% | -18% |

Histórico do retorno estimado dos leilões de transmissão



Projetos vencidos pela Alupar

| Ativo | Início de operação | Redução % Capex Aneel | Capex | RAP | Deságio % | IRR real (%) | IRR alavancado (%) | NPV @ Ke = 13.3% | % Alupar | NPV Alupar |
|-------|--------------------|-----------------------|--------------|------------|-----------|--------------|--------------------|------------------|----------|--------------|
| ETAP | 2020 | 49.0% | 145 | 48 | 11.0% | 17.9% | 31.9% | 145 | 100.0% | 145 |
| ETC | 2020 | 19.0% | 122 | 28 | – | 13.0% | 20.2% | 59 | 100.0% | 59 |
| TPE | 2021 | 17.0% | 1,053 | 215 | 18.9% | 11.8% | 19.8% | 425 | 65.7% | 279 |
| TCC | 2021 | 10.0% | 629 | 146 | – | 13.7% | 24.1% | 361 | 65.7% | 237 |
| ESTE | 2022 | 8.5% | 445 | 101 | – | 12.6% | 21.5% | 213 | 50.0% | 107 |
| TSM | 2022 | 33.0% | 596 | 99 | 48.0% | 7.3% | 11.0% | 45 | 65.7% | 29 |
| ETB | 2021 | 13.0% | 627 | 122 | 14.1% | 11.4% | 18.7% | 227 | 65.7% | 149 |
| EDTE | 2020 | 18.0% | 302 | 60 | 15.1% | 10.9% | 15.5% | 86 | 25.1% | 22 |
| | | | 3,918 | 819 | | 12.0% | 20.0% | 1,561 | | 1,027 |

Geração de Caixa e Investimentos

Alupar Consolidado

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | TOTAL |
|------------------------------|------------|--------------|------------|-----------|------------|--------------|----------------|--------------|--------------|------------|------------|
| Fluxo de caixa operacional | 508 | 300 | 1,085 | 872 | 829 | 622 | 1,023 | 1,065 | 1,423 | 1,891 | 9,619 |
| Aumento de capital | 788 | 11 | (111) | 350 | 803 | 44 | 104 | 100 | 1 | 27 | 2,116 |
| Aumento da dívida bruta | 178 | 730 | 456 | (150) | 372 | 1,473 | (773) | 1,441 | 478 | 196 | 4,399 |
| Capex | (651) | (516) | (543) | (419) | (567) | (562) | (1,895) | (2,422) | (1,284) | (368) | (9,225) |
| Dividendos | (87) | (432) | (220) | (185) | (116) | (222) | 4 | (121) | (314) | (438) | (2,132) |
| Pagamento de juros da dívida | (262) | (278) | (390) | (441) | (353) | (328) | (412) | (419) | (625) | (815) | (4,322) |
| Outros | 5 | 2 | (23) | (5) | (2) | 368 | (1) | 6 | 22 | (20) | 354 |
| TOTAL | 479 | (182) | 254 | 22 | 966 | 1,395 | (1,950) | (351) | (297) | 473 | 810 |

- Desde seu IPO, os ativos consolidados da companhia geraram cerca de R\$ 9,6 bi de caixa, investiram R\$ 9,2 bi em novos projetos e pagaram cerca de R\$ 2 bi em dividendos

- Além da geração própria de caixa, as fontes de financiamento foram de R\$ 2,1 bi por meio de aumento de capital e R\$ 4,3 bi de enviduamento

- Durante o período de maiores investimentos, após os leilões de 2016, o dividend yield se reduziu bastante, para o mínimo regulatório

- Caso a companhia não encontre boas oportunidades de alocação de capital, a expectativa é retomar para o patamar de dois dígitos de dividend yield

Dividendos e DY (ALUP11)



Alocação de Capital

- Em projetos *greenfield* de transmissão, são apenas 3 as variáveis sob controle do management da empresa que definem a geração de valor para a companhia:
 - RAP ofertada nos leilões
 - Eficiência na execução de capex e opex
 - Estrutura de capital e custo de funding
- Para uma estratégia bem sucedida de alocação de capital, é necessário ter uma **cultura, pessoas e incentivos que privilegiem a boa tomada de decisão**. É preciso que os executivos tenham tranquilidade para deixar passar o que os outros chamam de oportunidade, quando a análise proprietária indica o contrário.
- O ambiente corporativo tradicional, no entanto, não favorece esse tipo de atitude. Depois de meses despendidos analisando todos os detalhes dos projetos, é comum observar a frustração de engenheiros, advogados e executivos quando não saem vencedores do processo competitivo.
- **Poucas são as empresas que tem a cultura de que ser vencedor em um leilão não é apresentar um envelope ganhador durante o certame, mas sim apresentar o envelope correto**. Esse é um diferencial relevante da Alupar.

Expertise na execução de obras de transmissão e geração

- A origem da empresa se deu no segmento de construção, trazendo um **forte DNA de engenharia**.
- **A maior área da empresa é a de projetos**, permitindo que a companhia atue como seu próprio EPCista. Isso reduz potenciais gargalos de prestadores de serviços e traz muito mais **agilidade e flexibilidade**. Histórico de execução de capex com custo ~16% inferior ao banco de preços da Aneel.
- Considerando o volume de investimentos previstos para os próximos leilões, estão estuando verticalizar ainda mais, executando parte das obras

Parcerias

- A expertise da companhia no segmento permite que atraia **parceiros de qualidade**, seja para diluir o risco de execução de projetos mais complexos e com alto volume de investimentos, seja para reduzir o impacto imediato na estrutura de capital
- Um bom exemplo de parceria de sucesso foi com a Perfin, que entrou como sócia nos leilões de 2016-2017. A estrutura funcionou da seguinte forma: participação inicial de 50%/50%, com a Alupar tendo uma call para aumentar sua participação para 65,7% pagando IPCA+7,3% sobre o capital integralizado. A Perfin, em contrapartida, tinha uma put a IPCA+5%.
- Nos últimos leilões a Alupar também tem contado com a parceria da Equatorial na maior parte dos lances

Projetos de Transmissão Operacionais

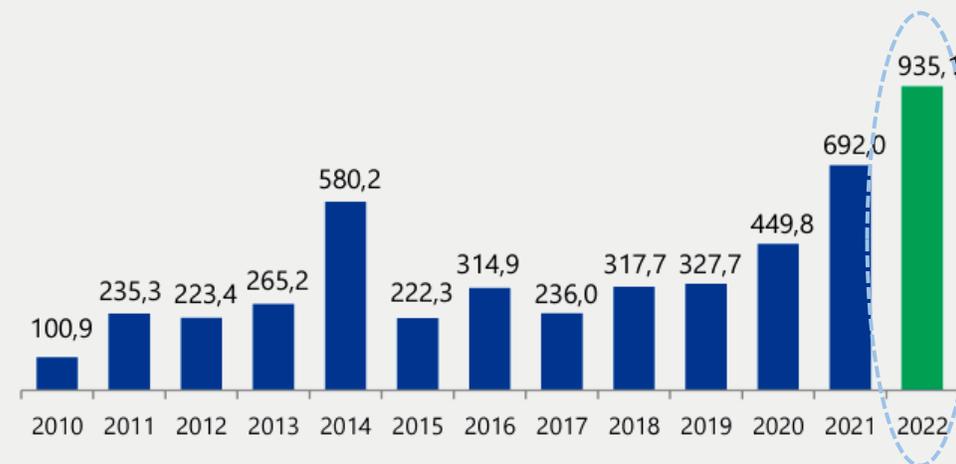
- Após investir **mais de R\$ 5 bi em projetos de transmissão e geração nos últimos anos** – montante esse 16% inferior à referência da Aneel – e de executar a construção com eficiência, antecipando a entrada em operação em cerca de 9 meses, hoje a companhia possui um *cash cow*
- Devido às características dos projetos de transmissão, com **receitas estáveis, corrigidas por inflação e sem risco de contraparte**, esses ativos comportam um alto grau de alavancagem a taxas bastante baixas, servindo como **funding para a alocação em outras oportunidades**
- Assumindo uma alavancagem de 70%, R\$ 1 bi de geração de caixa poderia financiar R\$ ~3,3 bi em outros projetos

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 | 2034 | 2035 | 2036 | 2037 | 2038 | 2039 | 2040 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT | 1,419 | 1,563 | 1,622 | 1,781 | 1,878 | 1,967 | 2,073 | 2,168 | 2,233 | 2,149 | 2,108 | 2,030 | 2,194 | 2,196 | 2,300 | 2,388 | 2,452 | 2,438 |
| (-) Impostos | (274) | (339) | (364) | (466) | (510) | (534) | (563) | (608) | (650) | (691) | (684) | (659) | (701) | (701) | (728) | (772) | (799) | (796) |
| (=) NOPAT = EBIT*(1-T) | 1,145 | 1,224 | 1,258 | 1,315 | 1,368 | 1,433 | 1,510 | 1,560 | 1,583 | 1,458 | 1,424 | 1,371 | 1,492 | 1,494 | 1,572 | 1,616 | 1,653 | 1,642 |
| (+/-) Resultado financeiro líquido | (697) | (778) | (641) | (722) | (686) | (648) | (654) | (659) | (655) | (610) | (588) | (595) | (580) | (590) | (601) | (612) | (610) | (615) |
| (+/-) Efeito fiscal sobre resultado financeiro | 135 | 172 | 147 | 189 | 187 | 176 | 178 | 184 | 192 | 196 | 192 | 193 | 187 | 189 | 192 | 196 | 199 | 194 |
| (=) Lucro Líquido | 584 | 619 | 764 | 782 | 869 | 961 | 1,034 | 1,085 | 1,119 | 1,044 | 1,028 | 968 | 1,099 | 1,094 | 1,164 | 1,200 | 1,242 | 1,221 |
| (+) Depreciação e Amortização | 169 | 178 | 187 | 198 | 189 | 192 | 179 | 173 | 168 | 162 | 152 | 143 | 138 | 129 | 123 | 118 | 113 | 108 |
| (+/-) Δ Capital de giro | 41 | (4) | 1 | 8 | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | 2 | 15 |
| Fluxo de caixa operacional | 793 | 793 | 952 | 988 | 1,057 | 1,152 | 1,212 | 1,258 | 1,287 | 1,206 | 1,179 | 1,110 | 1,236 | 1,222 | 1,286 | 1,316 | 1,356 | 1,344 |
| (-) Capex | (842) | (474) | (425) | (25) | (26) | (27) | (28) | (29) | 5 | 129 | 97 | (27) | 143 | 12 | 31 | 15 | 185 | 72 |
| Fluxo de caixa de investimentos | (842) | (474) | (425) | (25) | (26) | (27) | (28) | (29) | 5 | 129 | 97 | (27) | 143 | 12 | 31 | 15 | 185 | 72 |
| (+/-) Δ Dívida bruta | 1,707 | 464 | 392 | 79 | 85 | 78 | 70 | 73 | (61) | (627) | (313) | 99 | (217) | 123 | 139 | 128 | (46) | 57 |
| Fluxo de caixa de financiamento | 1,707 | 464 | 392 | 79 | 85 | 78 | 70 | 73 | (61) | (627) | (313) | 99 | (217) | 123 | 139 | 128 | (46) | 57 |
| FCFF | 513 | 925 | 1,022 | 1,496 | 1,530 | 1,597 | 1,660 | 1,703 | 1,756 | 1,749 | 1,672 | 1,485 | 1,773 | 1,634 | 1,726 | 1,747 | 1,953 | 1,837 |
| FCFE | 805 | 784 | 919 | 1,043 | 1,116 | 1,203 | 1,255 | 1,302 | 1,232 | 708 | 963 | 1,182 | 1,163 | 1,357 | 1,456 | 1,459 | 1,496 | 1,473 |

Dividendos Declarados (Alupar => Acionistas)



Dividendos Recebidos (Controladas => Alupar)



Conforme se encerra a necessidade de capex em novos projetos e reduz-se a alavancagem, a companhia passa a ter elevada capacidade de distribuição de dividendos
Caso o fluxo de caixa das controladas para a Alupar fosse integralmente distribuído, o dividend yield seria da ordem de 10%

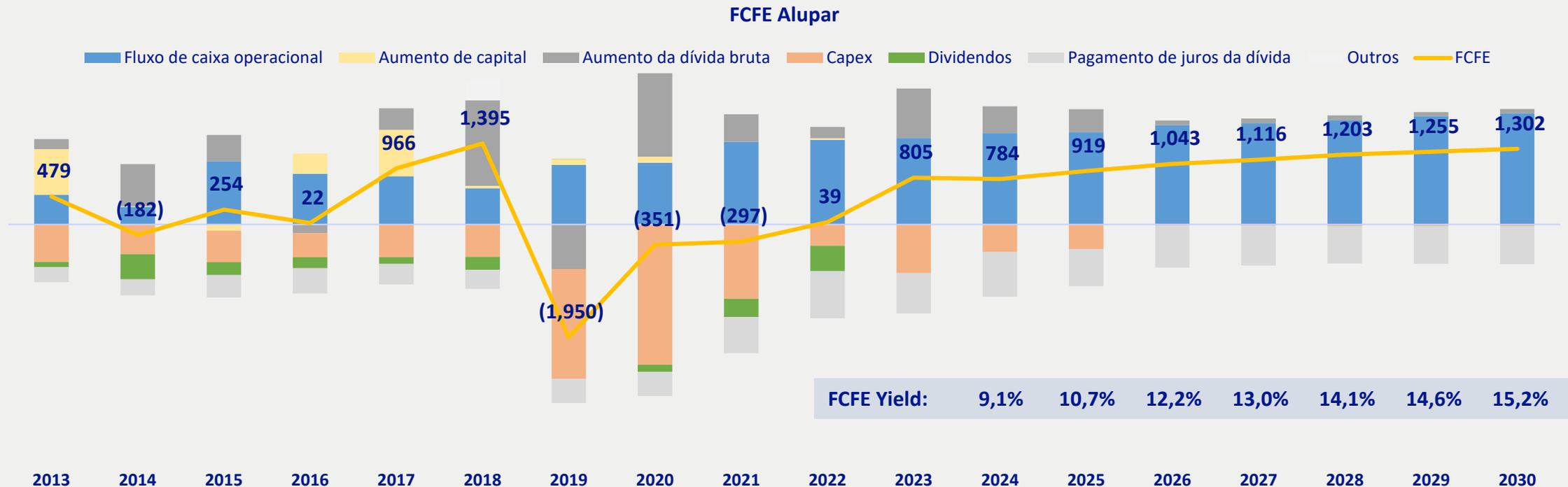
Nova Política de Dividendos

Política aprovada em Nov/22 alinhada à Disciplina de Capital da Companhia

- **Periodicidade:** Trimestral, com pagamento em até **60 dias** da data de cada deliberação
- **Transparência:** Payout mínimo **50% do Lucro Líquido Regulatório Anual**

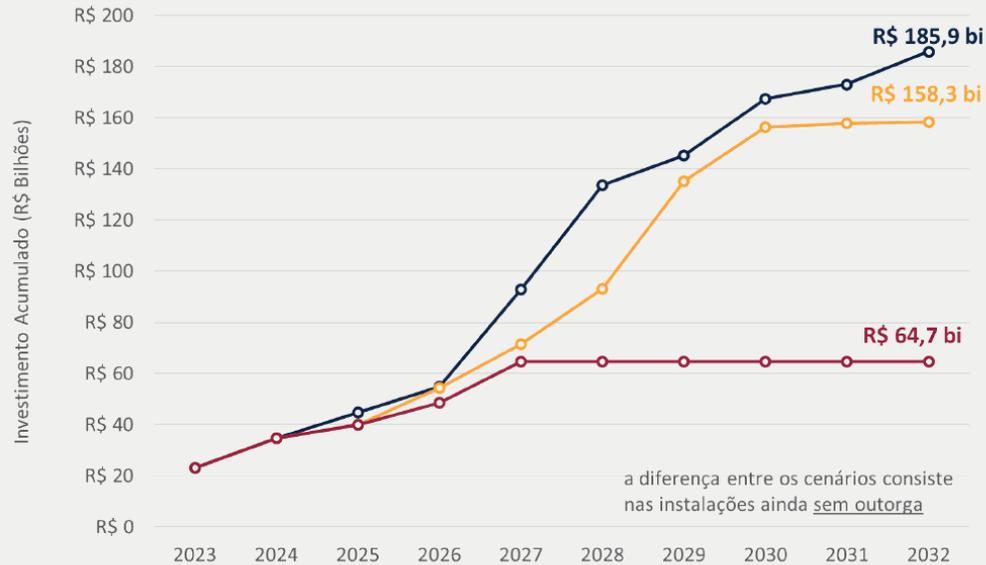
Capacidade de Pagamento de Dividendos

- Conforme encerra-se o ciclo de investimentos da companhia, a Alupar entrará em uma fase de elevada geração de caixa
- Há, então, dois cenários para os próximos anos: (i) novas alocações de capital com retornos interessantes – o que está pouco sob controle da companhia; ou (ii) elevação do patamar de distribuição de dividendos
- Vemos hoje na Alupar a capacidade de distribuições relevantes nos próximos anos, levando a um *dividend yield* potencial da ordem de dois dígitos



- Resumo da Tese
- Visão Geral
- Governança Corporativa
- Geração de Valor e Diferenciais Competitivos
- ▶ Oportunidades e Riscos
- Projeções Financeiras e Valuation

Expansão Projetada de Transmissão



a diferença entre os cenários consiste nas instalações ainda sem outorga

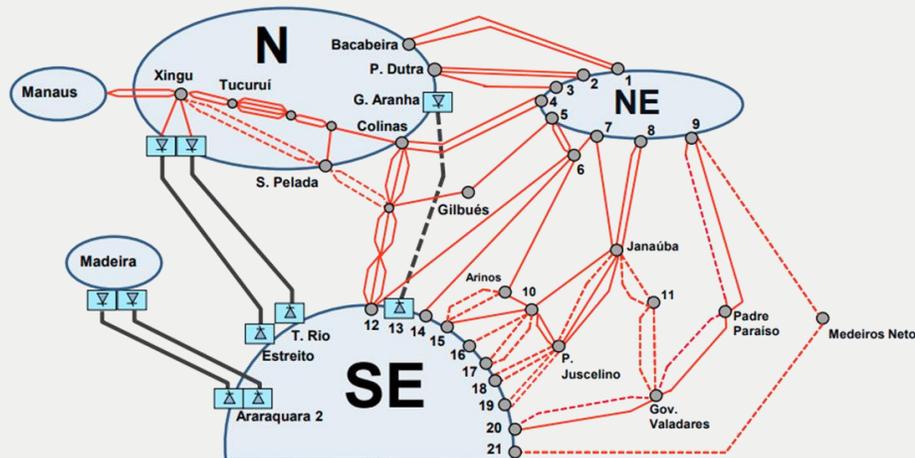
*Não contempla os investimentos potenciais associados aos ativos em final de vida útil.

Motivação para a expansão (PDE 2032)

- Expressiva expansão de geração renovável prevista para se concretizar nas regiões Norte e Nordeste nos próximos anos
- Para que esses projetos possam contribuir para a segurança energética e para o aumento da competição na oferta de geração de energia, é primordial preparar o sistema de transmissão

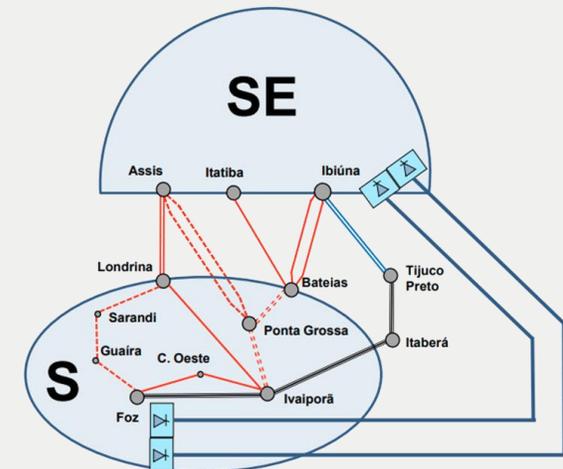
Requisitos da rede de transmissão:

- Prover a integração segura da geração prospectiva projetada
- Proporcionar o atendimento seguro da demanda do SIN em múltiplos cenários operativos futuros



Legenda

- LT CC em operação
- LT 500kV em operação
- LT 500kV com entrada em operação **até 2025**
- LT 500kV com entrada em operação **até 2027**
- LT 500kV com entrada em operação **até 2031**
- LT CC com entrada em operação **até 2031**



Leilões Previstos para 2023-2024

1 leilão já realizado:

- Leilão de Jun/23: 9 lotes com capex de **R\$ 15,8 bi**

+ 2 leilões previstos:

- Leilão de Dez/23: 3 lotes de linhas de corrente contínua com investimentos da ordem de **R\$ 22 bi**
- Leilão do 1T24: Investimentos previstos da ordem de **R\$ 10-12 bi**

O leilão de junho se mostrou mais uma vez muito competitivo

| Lote | Local | Construção (meses) | Início de operação | Capex (R\$ M) | RAP teto (R\$ M) | RAP leilão (R\$ M) | Deságio (%) | % RAP / Capex | IRR real (%) | NPV @ Ke = 9.0% real | Vencedor |
|------|------------|--------------------|--------------------|-----------------|------------------|--------------------|--------------|---------------|--------------|----------------------|---------------------|
| 1 | BA, MG | 66 | Mar-29 | 3,156 | 515 | 174 | 66.2% | 5.5% | 3.2% | (829.0) | Consórcio Gêneseis |
| 2 | BA, MG | 66 | Mar-29 | 4,351 | 710 | 348 | 51.0% | 8.0% | 6.0% | (281.9) | Rialma |
| 3 | MG | 60 | Sep-28 | 921 | 148 | 71 | 52.1% | 7.7% | 6.5% | (16.8) | Cymi |
| 4 | MG | 60 | Sep-28 | 787 | 127 | 69 | 45.8% | 8.7% | 5.4% | (112.3) | Furnas (Eletrobras) |
| 5 | BA, MG, ES | 66 | Mar-29 | 2,667 | 436 | 249 | 42.8% | 9.3% | 6.2% | (133.9) | Engie |
| 6 | BA, SE | 60 | Sep-28 | 1,203 | 193 | 100 | 48.2% | 8.3% | 5.6% | (126.1) | Celeo Redes Brasil |
| 7 | MG, RJ | 66 | Mar-29 | 2,301 | 376 | 219 | 41.8% | 9.5% | 6.2% | (133.5) | CTEEP |
| 8 | PE | 66 | Mar-29 | 259 | 44 | 20 | 55.4% | 7.5% | 5.7% | (25.8) | Consórcio Gêneseis |
| 9 | SP | 36 | Sep-26 | 94 | 15 | 7 | 50.4% | 7.9% | 4.1% | (19.6) | CTEEP |
| | | | | 15,740.2 | 2,562.8 | 1,256.5 | 51.0% | 8.0% | 5.5% | (1,678.7) | |

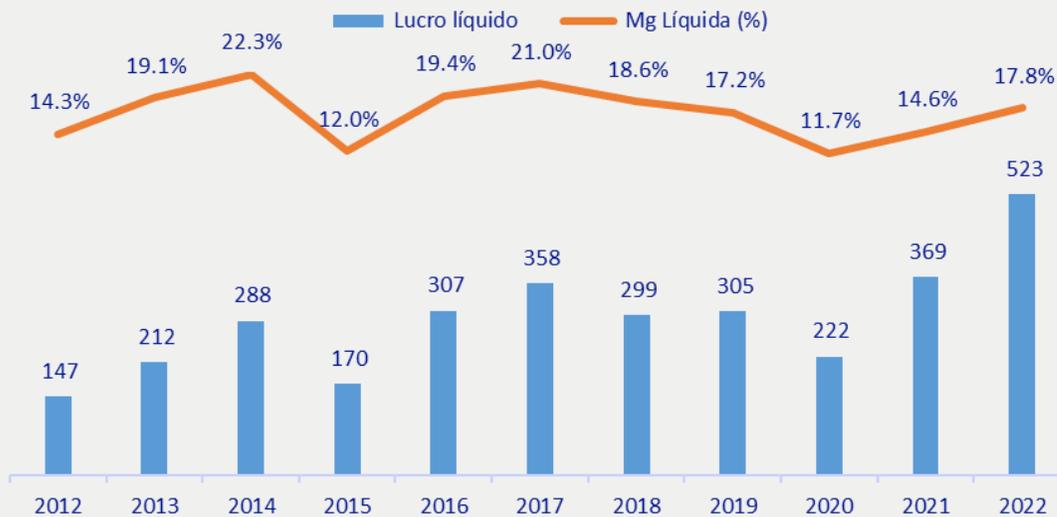
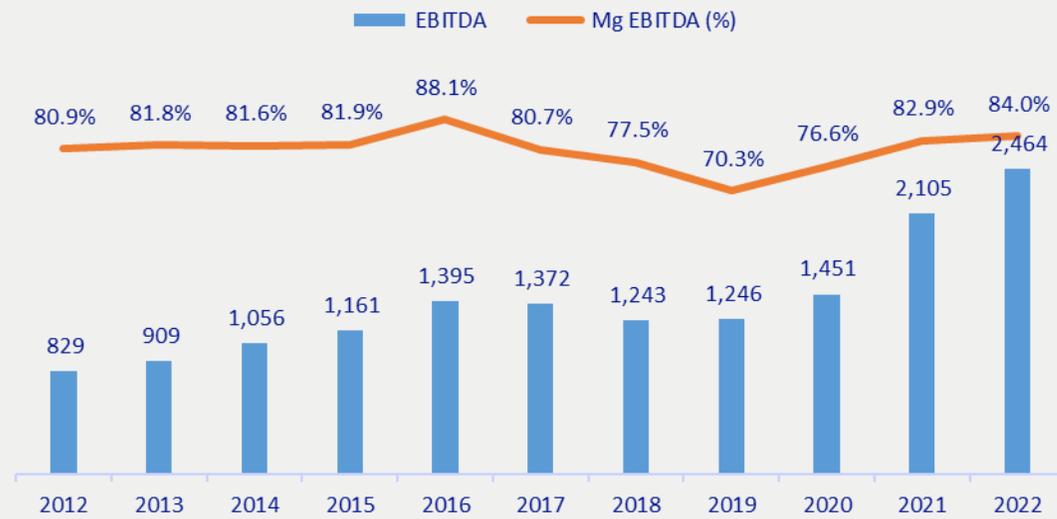
- Os tamanhos dos certames deverão afastar aventureiros (especialmente após o caso do Consórcio Gêneseis, no leilão de junho) e estimular parcerias. **Conforme aumenta o compromisso de capex das empresas, a competição deveria ser sequencialmente menor**
- Não existe mão de obra suficiente no Brasil hoje para executar R\$ ~50 bi de obras. **Capacidade in-house de execução será um diferencial**
- Concorrentes potenciais: Taesa, Cteep, Eletrobras, CPFL, Energisa, Sterlite, etc.
- Alavancagem de curto prazo não deve ser um problema, já que a maior parte do capex só começa em cerca de 2 anos

- Além do Brasil, a Alupar possui **times dedicados avaliando oportunidades de investimento** em outros países, em especial em **LatAm**
- Apesar de serem países **geograficamente menores**, o que naturalmente **reduz a demanda** por grandes projetos de transmissão, as características dos projetos são interessantes:
 - **Receitas dolarizadas, corrigidas pelo PPI**
 - Concessões longas e, muitas vezes, **perpétuas**
 - Capacidade de **captação em dólares**, com demanda global pelos títulos, o que reduz a taxa final de financiamento
- A companhia estima oportunidades da ordem de **R\$ 7,5 bi (\$ 1,5 bi)** em capex entre 2023 e 2024
- Exemplo: em agosto de 2023 a companhia sagrou-se vencedora de um leilão no Peru. O projeto é simples (subestações), com investimento estimado de \$ 39 M, receita de 4,9 M, correção anual pelo PPI, prazo de 30 anos, e taxa de financiamento de SOFR+3,5%. **A taxa de retorno estimada para esse projeto é de 10% em dólar (em termos reais)**
- Adicionalmente, **a companhia tem começado a avaliar oportunidades também nos EUA**. Com a crescente demanda por fontes limpas no contexto da descarbonização e transição energética, o papel das linhas de transmissão será cada vez mais essencial. Afinal, com fontes renováveis costuma haver um maior distanciamento entre os locais onde a energia é gerada e os centros de consumo. Com isso, **a expectativa é que sejam necessários investimentos da ordem de \$ 200-300 bi apenas no EUA**

- **Competição** – Em diversos momentos do passado, a depender das condições de mercado, o ambiente competitivo se intensifica de tal forma que os retornos implícitos nos leilões tornam-se insuficientes para uma geração de valor adequada para os acionistas. Considerando que a companhia será prudente e não participará desse tipo de competição, o efeito prático é que reduzem-se as oportunidades de crescimento
- **Redução do retorno regulatório** – O regulador e o Poder Concedente, por meio do MME, são os responsáveis por definir os retornos regulatórios de cada certame, o que dá origem às tarifas teto do leilão. Caso os retornos definidos não sejam suficientes para atração de demanda, os lotes podem “dar vazio”, sem atrair qualquer interessado
- **Execução das obras** – O elevado volume de obras previsto para os próximos anos pode levar a um gargalo de mão de obra especializada. Notícias recentes já indicam que há uma limitação do número de EPCistas disponíveis no mercado. A forma de a companhia mitigar esse risco é por meio de seu robusto time de projeto, que atua como um EPCista interno
- **Deterioração nas condições de financiamento** – Uma das variáveis mais importantes para a definição da taxa final de retorno de um projeto de transmissão é a estrutura de financiamento. Um aumento nas taxas de juros e/ou uma deterioração nos spreads de crédito podem alterar significativamente os retornos de novos projetos
- **Alterações das normas tributárias** – No contexto da reforma tributária, é possível que mudanças afetem adversamente algumas das operações da companhia que operam no Lucro Presumido – apesar de ser bastante pequeno esse impacto hoje. Adicionalmente, mudanças sobre a isenção de tributação na distribuição de dividendos pode reduzir a atratividade da empresa conforme ela entra em um ciclo de maior volume de distribuições

- Resumo da Tese
- Visão Geral
- Governança Corporativa
- Geração de Valor e Diferenciais Competitivos
- Oportunidades e Riscos
- ▶ Projeções Financeiras e Valuation

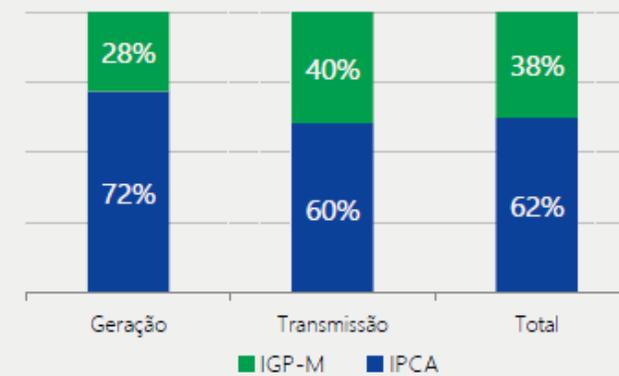
Destques Financeiros



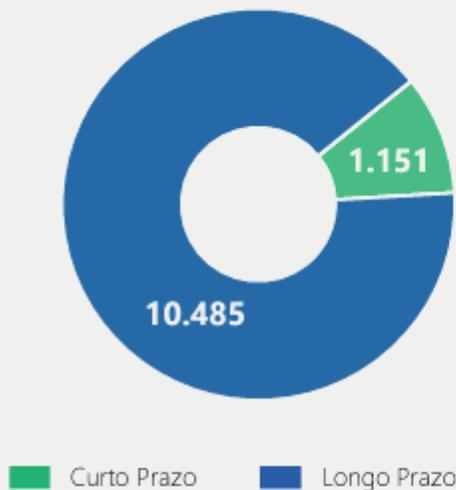
- Contratos de longo prazo reajustados pela inflação
- Risco de contraparte praticamente inexistente
- Contratos com prazo médio até 2040

OBS: A queda do EBITDA em 2017-2018 foi em decorrência da redução de 50% da RAP de determinados projetos, de acordo com suas regras contratuais (redução de 50% após 15 anos de operação)

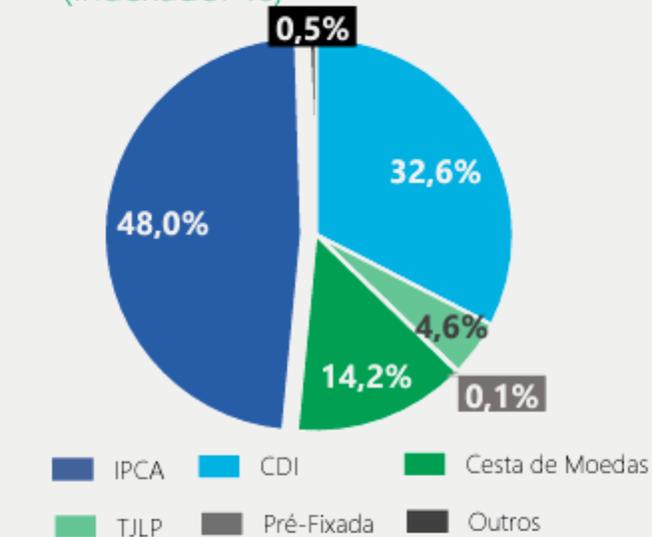
Reajuste contratual das receitas



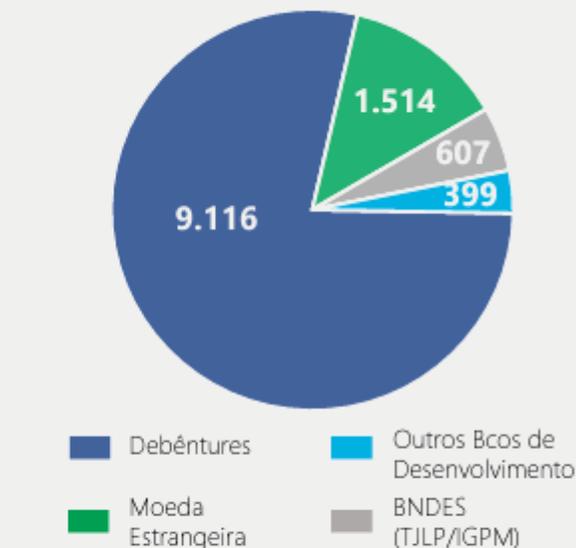
Perfil da Dívida
(R\$ milhões)



Composição da Dívida
(Indexador %)



Composição da Dívida
(R\$ milhões)



Dívida Total

(-) Caixa e equivalentes de caixa

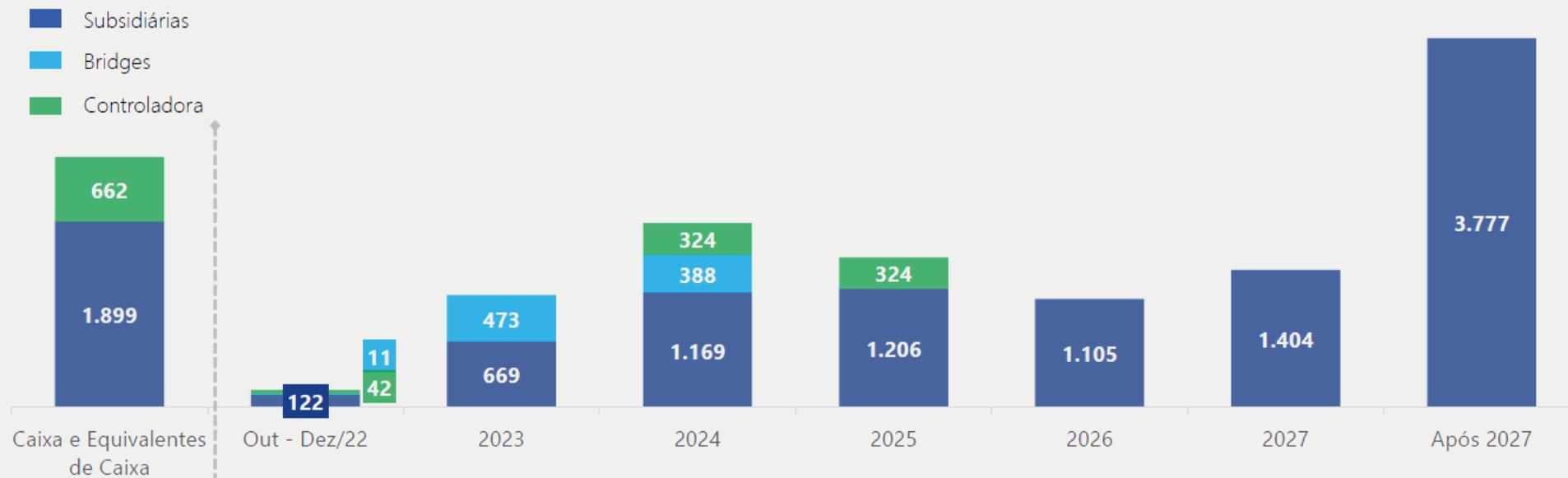
(=) Dívida Líquida

R\$ 11.636,1 MM

R\$ 2.825,2 MM

R\$ 8.810,9 MM

Cronograma de Amortização e Evolução da Dívida

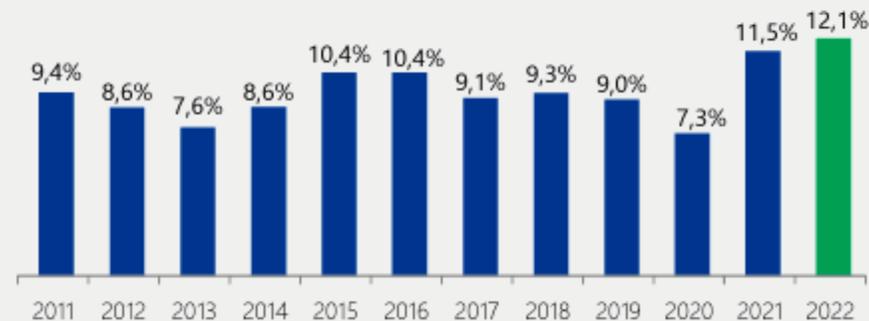


EBITDA e Margem EBITDA



Custo médio da dívida

% valores nominais



Valuation

| Segmento | País | Projeto | Vencimento | % Alupar | NPV 100% | NPV Alupar | |
|-----------|--------------------|--------------|--------------------|--------------|-----------------|-----------------|---------|
| 1 | Transmissão | Brasil | TRANSUDESTE | 2035 | 33.7% | 135.5 | 45.7 |
| 2 | Transmissão | Brasil | TRANSLESTE | 2034 | 33.7% | 206.6 | 69.7 |
| 3 | Transmissão | Brasil | TRANSIRAPÉ | 2035 | 33.7% | 212.1 | 71.5 |
| 4 | Transmissão | Brasil | EBTE | 2038 | 25.5% | 369.6 | 94.3 |
| 5 | Transmissão | Brasil | STC | 2036 | 60.0% | 195.9 | 117.6 |
| 6 | Transmissão | Brasil | LUMITRANS | 2034 | 55.0% | 106.4 | 58.6 |
| 7 | Transmissão | Brasil | EATE | 2031 | 50.0% | 1,312.5 | 656.5 |
| 8 | Transmissão | Brasil | ETEP | 2031 | 50.0% | 231.3 | 115.7 |
| 9 | Transmissão | Brasil | ESDE | 2039 | 50.0% | 140.6 | 70.3 |
| 10 | Transmissão | Brasil | ECTE | 2030 | 50.0% | 154.9 | 77.5 |
| 11 | Transmissão | Brasil | ETSE | 2042 | 50.0% | 305.7 | 152.9 |
| 12 | Transmissão | Brasil | ENTE | 2032 | 50.0% | 959.0 | 479.6 |
| 13 | Transmissão | Brasil | ERTE | 2032 | 50.0% | 269.7 | 134.9 |
| 14 | Transmissão | Brasil | ETES | 2037 | 100.0% | 116.4 | 116.4 |
| 15 | Transmissão | Brasil | ETEM | 2040 | 62.8% | 157.0 | 98.6 |
| 16 | Transmissão | Brasil | STN | 2034 | 51.0% | 1,008.8 | 514.5 |
| 17 | Transmissão | Brasil | ETVG | 2040 | 100.0% | 166.0 | 166.0 |
| 18 | Transmissão | Brasil | TME | 2039 | 60.0% | 261.6 | 157.0 |
| 19 | Transmissão | Brasil | TNE | 2055 | 33.5% | 934.5 | 313.0 |
| 20 | Transmissão | Brasil | ELTE | 2044 | 100.0% | 102.8 | 102.8 |
| 21 | Transmissão | Brasil | ETC | 2046 | 100.0% | 239.7 | 239.7 |
| 22 | Transmissão | Brasil | ETAP | 2046 | 100.0% | 534.8 | 534.8 |
| 23 | Transmissão | Brasil | TPE | 2047 | 65.7% | 1,736.3 | 1,140.8 |
| 24 | Transmissão | Brasil | TCC | 2047 | 65.7% | 1,204.2 | 791.2 |
| 25 | Transmissão | Brasil | ESTE | 2047 | 50.0% | 753.0 | 376.7 |
| 26 | Transmissão | Brasil | TSM | 2047 | 65.7% | 713.2 | 468.6 |
| 27 | Transmissão | Brasil | ETB | 2046 | 65.7% | 875.7 | 575.3 |
| 28 | Transmissão | Brasil | EDTE | 2046 | 25.1% | 514.7 | 129.0 |
| 29 | Transmissão | Brasil | AETE | 2034 | 32.1% | 137.0 | 43.9 |
| 30 | Transmissão | Colômbia | TCE | Perpétua | 100.0% | 550.2 | 550.2 |
| 30 | Transmissão | Total | | 57.9% | 14,605.7 | 8,463.1 | |
| 1 | UHE | Brasil | FOZ | 2046 | 100.0% | 58.5 | 58.5 |
| 2 | UHE | Brasil | IJUÍ | 2046 | 100.0% | 417.2 | 417.2 |
| 3 | UHE | Brasil | FERREIRA_GOMES | 2047 | 100.0% | 576.8 | 576.8 |
| 4 | PCH | Brasil | QUELUZ | 2038 | 68.8% | 208.1 | 143.2 |
| 5 | PCH | Brasil | LAVRINHAS | 2038 | 61.0% | 211.7 | 129.1 |
| 6 | PCH | Brasil | VERDE_08 | 2044 | 85.0% | (19.5) | (16.6) |
| 7 | PCH | Brasil | ÁGUA_LIMPA | 2049 | 90.0% | 71.8 | 64.6 |
| 8 | EOL | Brasil | ENERGIA DOS VENTOS | 2047 | 100.0% | 243.6 | 243.6 |
| 9 | PCH | Colômbia | RISARALDA | Perpétua | 100.0% | 212.6 | 212.6 |
| 10 | UHE | Peru | LA_VIRGEN | Perpétua | 84.6% | 239.1 | 202.2 |
| 11 | EOL | Brasil | AGRESTE POTIGUAR | 2055 | 100.0% | 107.4 | 107.4 |
| 12 | SOL | Brasil | PITOMBEIRA | 2055 | 100.0% | (5.5) | (5.5) |
| 11 | Geração | Total | | 91.9% | 2,321.8 | 2,133.2 | |
| 9 | Holdings | Total | | | (70.0) | (81.9) | |
| 41 | TOTAL | | | 62.4% | 16,857.6 | 10,514.4 | |

% NPV

| | |
|-------------|--------|
| Transmissão | 80.5% |
| Geração | 20.3% |
| Holdings | (0.8%) |
| | 100.0% |
| Brasil | 91.7% |
| Exterior | 8.3% |
| | 100.0% |

Premissas

| | |
|----------------------------|--------|
| Inflação | 4.0% |
| Ke real | 8.0% |
| Ke nominal | 12.3% |
| % D/(D+E) | 70.0% |
| Alavancagem | 3.00 x |
| Renovar SUDAM / SUDENE? | Não |
| Ajustar RAP TNE? | Não |
| Corrigir indenização PP&E? | Sim |

Cenários @ 28.10 / ALUP11

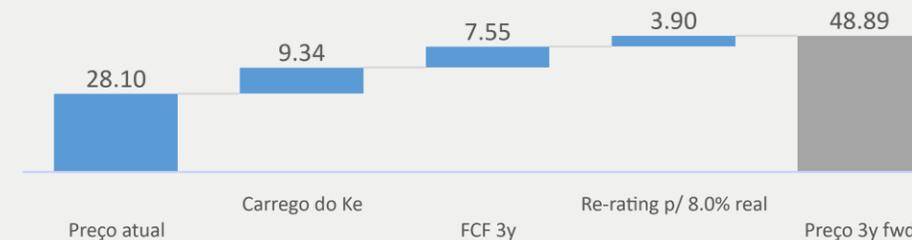
| | TNE atual | TNE revisado | TNE atual | TNE revisado |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| SUDENE | SUDENE | SUDENE | SUDENE | SUDENE |
| não renova | não renova | renova | renova | renova |

| | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Duration | 6.6 | 6.7 | 6.8 | 6.9 |
| TIR | 11.1% | 11.3% | 12.0% | 12.2% |

3YR Total Return: 20,3% a.a.

(assumindo saída @ 8% real)

3 YR TR CAGR = 20,3%



BTG Pactual (15-Set-23)

Utilities IRR & ERP

Source: Tesouro Direto, Bloomberg and BTG Pactual as of 15-Sep-2023

| As of 15-Sep-2023 | IRR (%) | ERP (%) |
|-------------------|---------|---------|
| Ambipar | 15.0% | 9.6% |
| Eletrobras | 14.5% | 9.1% |
| Orizon | 12.2% | 6.8% |
| Copel | 11.3% | 5.8% |
| Omega | 10.7% | 5.3% |
| Energisa | 10.7% | 5.3% |
| Neoenergia | 10.3% | 4.9% |
| Eneva | 10.3% | 4.8% |
| Auren | 10.2% | 4.7% |
| Sanepar | 9.9% | 4.5% |
| Sabesp | 9.8% | 4.4% |
| Equatorial | 9.7% | 4.3% |
| Light | 9.4% | 4.0% |
| CPFL | 9.3% | 3.9% |
| Cemig | 9.2% | 3.8% |
| Copasa | 8.7% | 3.2% |
| AES Brasil | 8.5% | 3.1% |
| Engie Brasil | 8.5% | 3.0% |
| Alupar | 7.5% | 2.0% |
| Isa CTEEP | 7.1% | 1.6% |
| Taesa | 6.6% | 1.1% |
| NTN-B 10-y | 5.4% | |
| Median | 9.8% | |
| Average | 10.0% | |

Itaú BBA (15-Set-23)

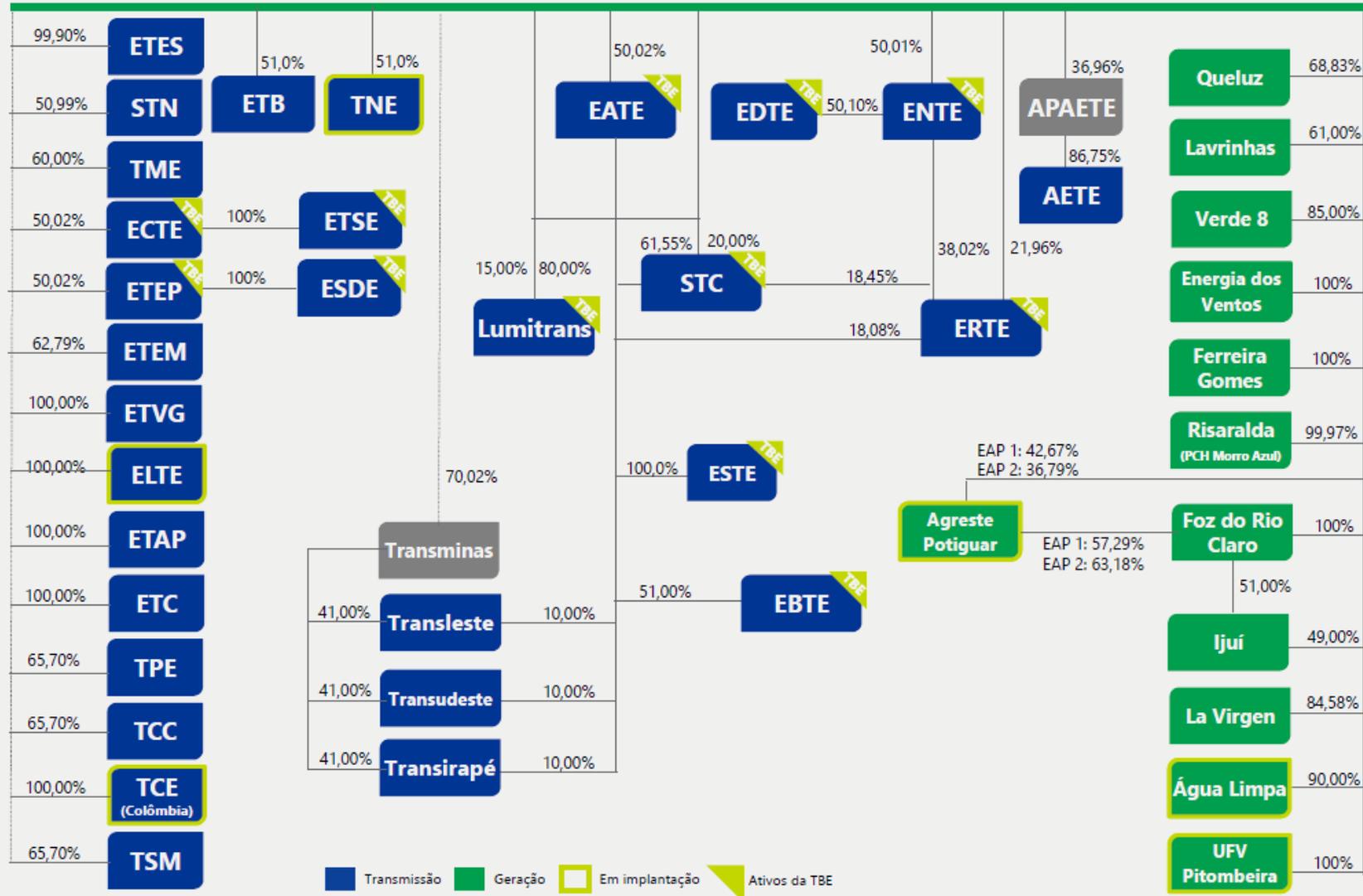
Valuation Table

| Company | Sector | Ticker | Rating | BRL/Sh | Mkt Cap | IRR Real |
|----------------------|------------|--------|--------|--------|---------|----------|
| Alupar | Integrated | ALUP11 | OP | 29.6 | 8,683 | 11.10% |
| Cemig | | CMIG4 | MP | 12 | 28,178 | 11.00% |
| Copel | | CPLE6 | OP | 9.1 | 24,766 | 11.10% |
| CPFL Energia | | CPFE3 | OP | 35.6 | 41,032 | 11.70% |
| Eletrobras | | ELET3 | OP | 35.9 | 82,499 | 16.70% |
| Neoenergia | | NEOE3 | OP | 19.4 | 23,523 | 12.80% |
| Auren | Genco | AURE3 | MP | 14 | 14,020 | 10.40% |
| AES Brasil | | AESB3 | UP | 11.6 | 6,951 | 5.20% |
| Omega Energia | | MEGA3 | MP | 10.8 | 6,725 | 8.50% |
| Eneva | | ENEV3 | OP | 12.4 | 19,581 | 10.50% |
| Engie | | EGIE3 | OP | 42.9 | 35,003 | 10.40% |
| Taesa | Transco | TAEE11 | UP | 35.2 | 12,126 | 8.80% |
| ISA CTEEP | | TRPL4 | MP | 24 | 15,833 | 8.90% |
| Equatorial | Disco | EQTL3 | OP | 33.9 | 38,282 | 9.90% |
| Energisa | | ENGI11 | OP | 50.3 | 20,463 | 11.80% |
| Sabesp | Others | SBSP3 | OP | 59.8 | 40,840 | 12.30% |
| Ambipar | | AMBIP3 | OP | 22 | 2,481 | 24.10% |
| Orizon | | ORVR3 | OP | 38.4 | 3,187 | 14.50% |

| | |
|--|--|
| Valuation | TIR real de 11% no caso base, sem assumir crescimento. Fluxo de caixa bastante estável, com risco limitado de downside. |
| Governança Corporativa | Empresa de controle familiar, ainda com participação bastante relevante, e alinhada para o sucesso de longo prazo da companhia. Nenhum histórico de prejuízo aos minoritários. |
| Gestão (histórico do management e estrutura de incentivos) | Excelente histórico de alocação de capital. Prudência em ambientes mais competitivos e agressividade quando surgem boas oportunidades. |
| ROIC/ROE e dinâmica da geração de caixa | Retornos elevados (quando encontram boas oportunidades nos leilões e/ou M&As). Geração de caixa totalmente estável, corrigida pela inflação e sem risco de contraparte. |
| Alocação de capital | Histórico de prudência e geração de valor nas alocações de capital. |
| Posicionamento competitivo (dominância de mercado, diferenciais competitivos, moat) | Ambiente competitivo hoje é acirrado. Diversos players grandes e capitalizados em busca de bons projetos, comprimindo os retornos dos leilões. Na margem, considerando o tamanho dos projetos futuros, é possível que a competição seja menos intensa. |
| Tamanho do mercado (oportunidades de crescimento e opcionalidades) | Cerca de R\$ 50 bi de investimentos previstos no setor entre 2023 e 2024 e mais de R\$ 100 bi nos próximos 10 anos. |
| Riscos políticos / regulatórios / contratuais | Para os projetos já em operação, risco praticamente inexistente. Para novos projetos, é possível que os retornos regulatórios não sejam interessantes, limitando a capacidade de crescimento. |
| Estrutura de capital | Alavancagem confortável (3,6x) e com bastante geração de caixa. Há espaço para alavancar mais. |
| Dinâmica de resultados de curto prazo | Resultados crescentes com a entrada em operação dos últimos projetos em andamento. Geração de caixa e distribuição de dividendos deve chegar a um yield de 2 dígitos nos próximos anos, caso não aloquem capital. |

anexos

Estrutura Corporativa



TBE consiste de 12 companhias de transmissão EATE, EBTE, ECTE, ENTE, ERTE, ESDE, ETEP, ETSE, LUMITRANS, STC, ESTE e EDTE



Assinatura do **Aditivo** ao Contrato de Concessão

- **Assinatura:** jan/21
- **Entrada em Operação:** jan/24
- **Término da Concessão:** set/44
- **Receita Anual Permitida:** R\$ 84,1 mm
- **Subestações:** Domênico Rangoni (345/138 kV) / Manoel da Nóbrega (230/88 kV)
- **Linha de Transmissão:** 40 km de linha de transmissão (230 kV).



Emissão **das Licenças Ambientais**

- **Subestação Manoel da Nóbrega**
- **Emissão da Licença de Instalação:** 30.11.2021
- **Subestação Domênico Rangoni**
- **Emissão da Licença de Instalação:** 16.12.2022
- **Linha de Transmissão CD Henry Borden – Manoel da Nóbrega 230 kV**
- **Emissão da Licença de Instalação:** 08.05.2023

O sistema irá reforçar as redes das distribuidoras, além de atender o aumento demanda de energia elétrica da região da baixada santista, composta por nove municípios.



Assinatura do **Aditivo** ao Contrato de Concessão

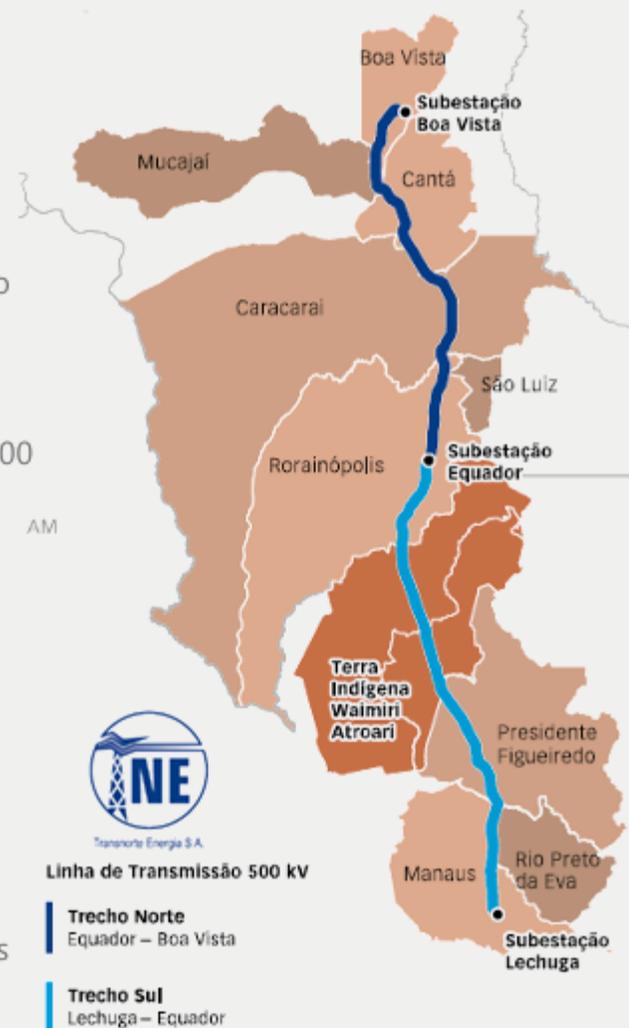
- **Assinatura:** set/2021
- **Entrada em Operação:** set/2024
- **Receita Anual Permitida:** R\$ 380,3 mm*
- Inclusão de cláusula de compromisso arbitral para o estabelecimento RAP
- **Linha de Transmissão:** 715 km de linha de transmissão (500 kV)
- **Subestações:** SE Lechuga (500 kV) / SE Equador (500 kV) / SE Boa Vista (500 kV)

*(Base Ciclo 2023/24): Valor a ser definido em arbitragem



Emissão da Licença Ambiental de Instalação

- **Emissão:** set/2021
- **Órgão:** Instituto Brasileiro do Meio Ambiente e dos Recursos Naturais Renováveis (IBAMA)







Assinatura do **Contrato de Concessão**

- **Assinatura:** nov/16
- **Entrada em Operação:** jul/24
- **Término da Concessão:** Perpétua
- **Receita Anual Permitida:** R\$ 123,4* mm
- **Linha de Transmissão:** 235km (500 kV).

*USD 1,0 – BRL 4,82 (Base junho/2023).



Emissão **das Licenças Ambientais**

- **Emissão:** jan/2021 (contempla 98% do projeto).
- **Órgão:** Autoridad Nacional de Licencias Ambientales (“ANLA”)

Estrutura de Capital
100% Alupar

A TCE é composta por uma linha de transmissão de 500kV ligando a Subestação Nueva Esperanza (próximo à Bogotá) e a Subestação La Virginia (próximo à Pereira).

A TCE recebeu o direito de faturar a RAP integral a partir de dezembro/2021, sendo reconhecida como receita diferida no passivo não circulante, dessa maneira, não transitando pelo resultado. Adicionalmente, em razão de novos atrasos na obtenção de licença ambiental de parte do projeto, em 30 de junho de 2023, foi aprovada via Resolução nº 40.447 publicada pelo Ministerio de Minas y Energía nova prorrogação de prazo, estabelecendo nova data de entrada em operação do projeto para julho/2024.

Características do Empreendimento

Localização: **RN – Município Jandaíra**

Participação Alupar: **100%**

Composição: **7 parques eólicos**

Potência total: **214,2 MW**

Garantia Física: **110,5 MW (P90)**

Fator de Capacidade: **51,6%**



AEROGERADOR
WEG – 4,2 MW

| | Parque | Potência (MW) | Aerogeradores |
|-----------------------|----------------|---------------|---------------|
| ⚡ Fase 1 ¹ | Santa Régia | 37,8 | 9 |
| | São João | 25,2 | 6 |
| ⚡ Fase 2 | Cruzeiro | 37,8 | 9 |
| | Nova Arizona | 21,0 | 5 |
| ⚡ Fase 3 | Olho D'água I | 25,2 | 6 |
| | Olho D'água II | 37,8 | 9 |
| | São Miguel | 29,4 | 7 |
| | Total | 214,2 | 51 |

⚡ Fase 1¹
(Implantação)

- Potência Instalada: 63,0 MW
- Garantia Física: 35,8 MW (P90)
- Início Implantação: Set/21
- Entrada em Operação: 3T23³
- Capex (Estimado): R\$ 445,0² mm
- Licença de Instalação: Mar/21

¹Valores de potência conforme alteração de Outorga solicitada em 27/04/21 ²R\$ 95 mm para conexão da fase 1, 2 e 3

³AW São João: Entrada em Operação em Julho de 2023

Características do Empreendimento

- Potência total: **61,68 MWp/ 47,25 MWac**
- Garantia Física: **14,9 MWm (P50)**
- Fator de Capacidade (ac): **31,53%**
- Fator de Capacidade (Pico): **24,16%**



Localização: CE – Município Aracati

Participação Alupar: **100%**



MÓDULO
Jinko – 540 Wp



Fornecimento
Internacional **100% Concluído**
(Módulos e Inversores)



Fornecimento Local
Em andamento
(Equipamentos de Subestação 100% contratados
e Trackers 100% fabricados)

⚡ Etapas de Implantação

Set 22

Protocolo do
Pedido de
Habilitação do
REIDI (RFB)

Dez 22

Início da
Implantação

Dez 23

Início
Operação
Comercial

● Previsto

Pipeline – Geração



⚡ 119,5 MW / 41,3 MWm



Fontainha: **33,6 MW / 15,5 MWm**



Aracati: **85,9 MW / 26,6 MWm**



⚡ 864,9 MW / 274,8 MWm



Pedro Avelino: **239,4 MW / 99,8 MWm**



Jandaíra: **625,5 MW / 175,0 MWm**



Notas:

- Eólicas: P90 / Fotovoltaicas: P50
- Outorgas solicitadas antes de 01/03/22, no âmbito da Lei 14.120 (fim do desconto da TUST)

Desde 2016, a parceria entre Perfin e Alupar culminou em investimentos em 5 ativos *greenfields* de transmissão – sendo três por meio de participação em leilões e dois por meio de aquisições – e mais 2 ativos operacionais do mesmo segmento.

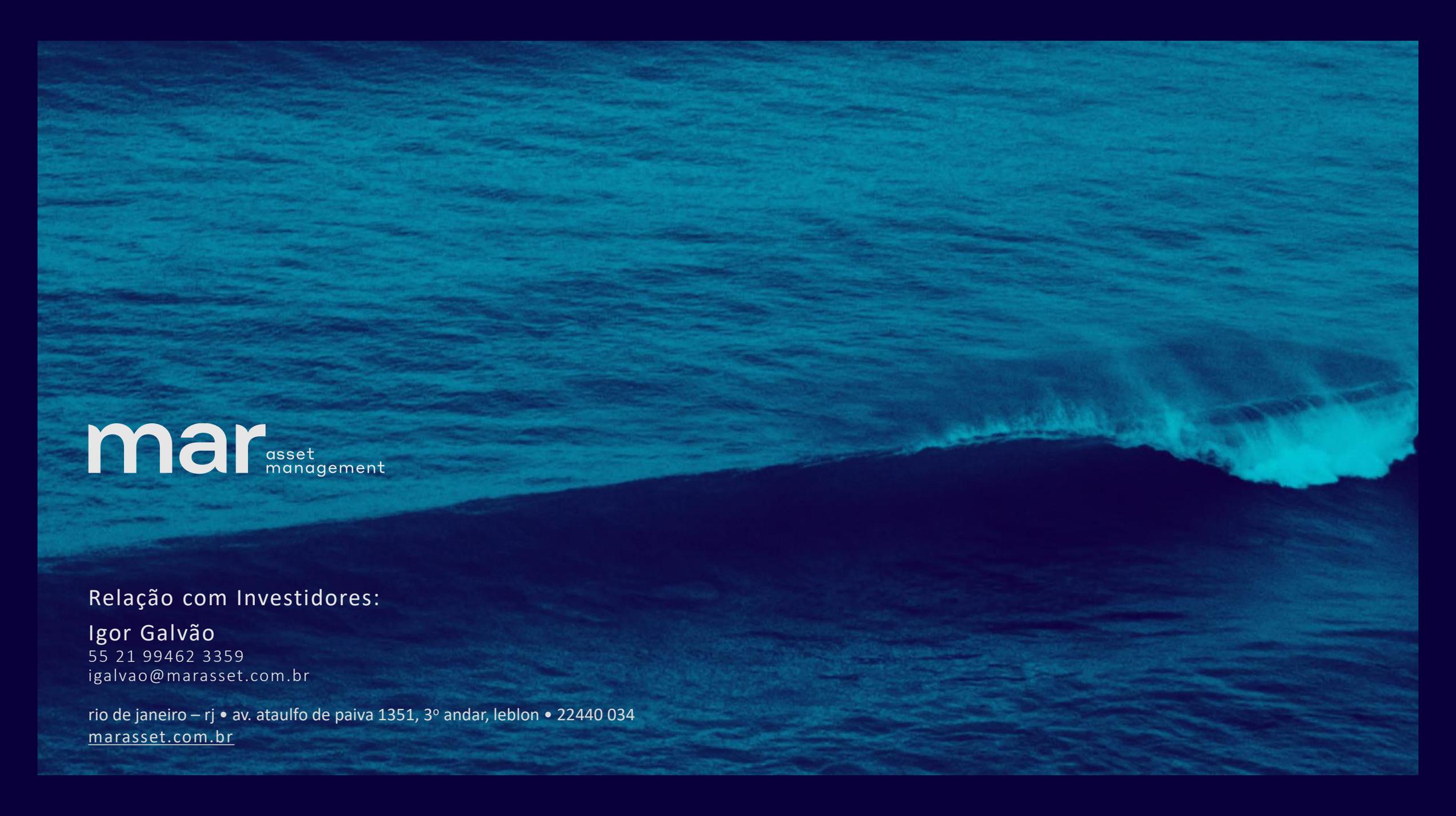
- Em 2016, o consórcio venceu 2 lotes no Leilão ANEEL 13/2015 – 2ª Etapa (TPE e TCC)
- Em 2017, o consórcio venceu 1 lote no Leilão ANEEL 05/2016 (TSM) e as companhias parceiras adquiriram participações nos ativos IB SPE (atual EDTE) e BJL (atual ETB), licitados no Leilão ANEEL 13/2015 – 1ª Etapa, de abril de 2016
- Em 2018, o consórcio venceu o lote no Leilão Eletrobrás nº 01/2018 para adquirir 49% de participação na AETE. Em 2019, anunciou, até o momento, a aquisição de mais cerca de 38% de participação neste mesmo ativo, por meio de aquisição de outros acionistas.
- Em 2019, a investida do Apollo 15 FIP-IE anunciou a aquisição de 35% de ações da TME detidas pela Alupar, que venceu o lote do Leilão Eletrobras nº 01/2018 para aquisição de 49% das ações deste ativo.

Tese de Investimento:

- Ativos de Transmissão: geração e fluxo de caixa com alta previsibilidade, receita fixa indexada por inflação, com margens sólidas Fluxo de dividendos sólido
- Antecipação da entrada em operação
- Previsão de Capex inferior ao previsto pela ANEEL
- Financiamento de longo prazo com taxas atrativas
- Contratos de concessão de longo-prazo, com vida média remanescente de mais de 26 anos
- Investimentos em Ativos de Transmissão de Energia, com Perfil de Longo-prazo: o Fundo foi constituído com ativos de transmissão com possibilidade de investimentos futuros em geração de energia
- Gestão Ativa da Gestora na Carteira de Ativos: a Gestora terá atuação de fato nas tomadas de decisões dos ativos do Fundo, com assento no conselho de cada SPE, participando de negociação de serviços, contratos, além de possuir direito de voto e veto em decisões de investimentos e desinvestimentos, enquanto perdurarem os Acordos de Acionistas
- Portfólio de ativos operados pela Alupar: o Fundo possui um ativo operacional e cinco ativos pré-operacionais com conclusão no curto-prazo, garantindo crescimento de receita e dividendos já contratados. Todos os ativos são em parceria com a Alupar, companhia com extenso histórico em operação e construção de ativos de transmissão

Criação de Valor:

- Identificação de oportunidades para aquisição privada
- Auxílio à administração com negociações de dívida



mar asset
management

Relação com Investidores:

Igor Galvão

55 21 99462 3359

igalvao@marasset.com.br

rio de janeiro – rj • av. ataulfo de paiva 1351, 3º andar, leblon • 22440 034

marasset.com.br