

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Monografia de Conclusão de Curso

**Fundamentos da Análise Empresarial:
um Estudo de Caso da TAESA**

Matheus Liberato Luz

Matrícula: 1710897

Departamento de Economia PUC-Rio

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Coordenador de Monografia: Márcio Garcia

Rio de Janeiro

02 de Julho de 2021

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE CONCLUSÃO DE CURSO

“FUNDAMENTOS DA ANÁLISE EMPRESARIAL:
UM ESTUDO DE CASO DA TAESA ”

Matheus Liberato
Matrícula: 1710897

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

Matheus Liberato Luz

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

Agradecimentos

À minha família, que sempre esteve presente ao meu lado e nunca duvidou da minha capacidade. Especialmente ao meu irmão Thiago, minha mãe Ana, meus avós Nora e Paulo e meu tio Bernardo, que tiveram papel fundamental para a minha evolução acadêmica e pessoal.

Aos meus amigos, que tive a sorte de encontrar durante a minha trajetória, e com quem pude compartilhar momentos inesquecíveis.

Aos professores e funcionários do departamento de Economia da PUC-Rio, que me estimularam a buscar e aprender sobre a Economia e enxergar o mundo de outra forma. Especialmente à minha orientadora, professora Maria Nazareth, que foi essencial para a minha trajetória na PUC-Rio.

*“If you had one shot or one opportunity, to seize
everything you ever wanted, in one moment.*

Would you capture it or just let it slip?”

- Eminem (2002)

Índice

1. Introdução.....	7
2. Revisão teórica.....	8
2.1 Avaliação qualitativa: mercado, competição, <i>business</i>	8
2.2 Avaliação quantitativa: análise de demonstrativos contábeis.....	12
2.3 Avaliação quantitativa: <i>valuation</i>	15
2.4 Fluxo de caixa descontado.....	15
2.5 <i>Restated Net Assets + Goodwill</i>	18
3. O setor de transmissão de energia elétrica no Brasil.....	21
3.1 Panorama atual e histórico do setor.....	21
3.2 Estrutura e entidades reguladoras.....	22
3.3 Concessão de lotes de transmissão.....	22
3.4 Análise qualitativa de mercado.....	24
3.5 Análise qualitativa de competição.....	25
4. O <i>business</i> da Taesa.....	28
4.1 Histórico e contexto atual.....	28
4.2 O <i>business model</i>	31
4.3 Análise qualitativa da companhia.....	33
5. Avaliação quantitativa dos Demonstrativos Financeiros.....	34
5.1 Análise do <i>Income Statement</i>	34
5.2 Análise do <i>Balance Sheet</i>	44
5.3 Análise do <i>Cash Flow Statement</i>	47
6. Avaliação quantitativa: <i>Valuaton</i>	49
6.2 Projeções das linhas do <i>Income Statement</i>	49
6.3 Projeções das linhas do <i>Balance Sheet</i>	53
6.4 Fluxo de caixa descontado.....	54
6.5 <i>Restated Net Assets + Goodwill</i>	58
8. Conclusão.....	60

1. Introdução

Desde muito tempo, no mundo capitalista, existiram empresas que obtiveram sucesso e prosperaram, trazendo incontáveis inovações e gerando valor aos indivíduos. Valores através de serviços prestados e produtos vendidos, que foram responsáveis por construir novas experiências e mudar radicalmente as sociedades. Por outro lado, a grande maioria das companhias encontrou um fim rápido, e não conseguiu alcançar o sucesso das demais. E isso pode ser justificado por um único fator: essas empresas não souberam/conseguiram gerar valor suficiente, quando comparadas às suas concorrentes.

Dessa maneira, evidencia-se que a percepção de valor gerado pelas empresas, frente aos seus clientes, é fator fundamental para o sucesso de uma companhia. E essa percepção vem há muito sendo precificada no mercado financeiro, na forma das ações de companhias abertas em bolsa, no preço das empresas em operações de fusão e aquisição, e no volume financeiro de aporte por fundos de investimentos em participação.

Quando se observou o cenário mundial em 2020, fica claro a queda abrupta nos preços mundiais de ativos no início do ano. Obviamente, isso se deve à crise do covid-19, que trouxe incerteza e medo para o dia a dia do mundo todo, e no Brasil, não foi diferente. As ações listadas na B3 sofreram fortemente com a crise, como é o exemplo dos papéis da companhia de transmissão de energia elétrica Taesa, que apresentou queda de mais de 20% do preço do início de 2020 até final de março. Um setor que outrora fora considerado praticamente livre de risco, apresentou volatilidade excessiva e quedas relevantes frente à pandemia do novo coronavírus, fortalecendo mais ainda o cenário de incerteza no mercado de ativos.

Dessa forma, o estudo tem por objetivo realizar uma análise qualitativa e quantitativa do *business* da Taesa, a fim de compreender o seu funcionamento e diferencial gerador de valor, além de calcular o preço justo por ação da companhia para compará-lo com a prática de mercado.

O trabalho será dividido em seis partes principais: a primeira sendo uma revisão teórica dos métodos de análise qualitativa e quantitativa a serem empregados; a segunda, onde será explicada a dinâmica do setor e realizada a análise do mercado e da competição; a terceira sendo a análise do *business* da Taesa; a quarta, onde será realizada a análise dos demonstrativos financeiros; a quinta sendo o *valuation* por fluxo de caixa descontado e por RNA e *Goodwill*; e a última seção de conclusão frente aos resultados obtidos.

2. Revisão Teórica

Há diversas formas de se avaliar uma companhia. Existem os métodos qualitativos, que se baseiam em informações sobre o ambiente no qual a empresa se encontra, os principais concorrentes, suas contribuições aos clientes, o modelo de negócio, dentre outros. Por outro lado, há também os métodos quantitativos, que buscam utilizar as informações contábeis das empresas para produzir análises operacionais, de saúde financeira, geração de caixa e, finalmente, o valor intrínseco de uma *corporate*.

Para construir o arcabouço a ser utilizado em análises futuras, cabe compreender os principais métodos qualitativos de análise empresarial. Estes são: análise do setor onde a companhia se encontra, por meio da metodologia *PESTEL*; análise do ambiente competitivo, por meio das Forças de Porter e empresas comparáveis; e análise do *business* da companhia, por *SWOT*, governança e risco.

Para utilizar os métodos quantitativos, é importante revisar os principais métodos de análise de demonstrativos contábeis, bem como os principais métodos de *valuation*, como múltiplos, *DCF* e *RNA*.

2.1 Avaliação qualitativa: mercado, competição, *business*

A avaliação qualitativa de uma empresa pode ser dividida em inúmeros focos de análise. Nesse estudo, serão consideradas as análises de mercado, competição, e *business*. Cada uma dessas análises busca entender como são as dinâmicas da companhia em diferentes esferas de magnitude.

A análise de mercado serve para entender como o setor da empresa se comporta frente a efeitos de maior escala, e para isso, será utilizada a metodologia *PESTEL* (Político, Econômico, Sociocultural, Tecnológico, Ecológico, Legal). A princípio, o método se restringia ao *ETPS*, como no estudo de Francis Aguilar (1967). No entanto, com o passar do tempo, o método foi sendo complementado, ao ponto em que se adicionaram mais duas dimensões: a ecológica e a legal.

O primeiro aspecto a se considerar na metodologia é o aspecto político, com o qual analisa-se o quão exposta está a empresa frente a mudanças na política do país, no caso, qual a expectativa para a política brasileira e qual o impacto isso terá no setor de transmissão.

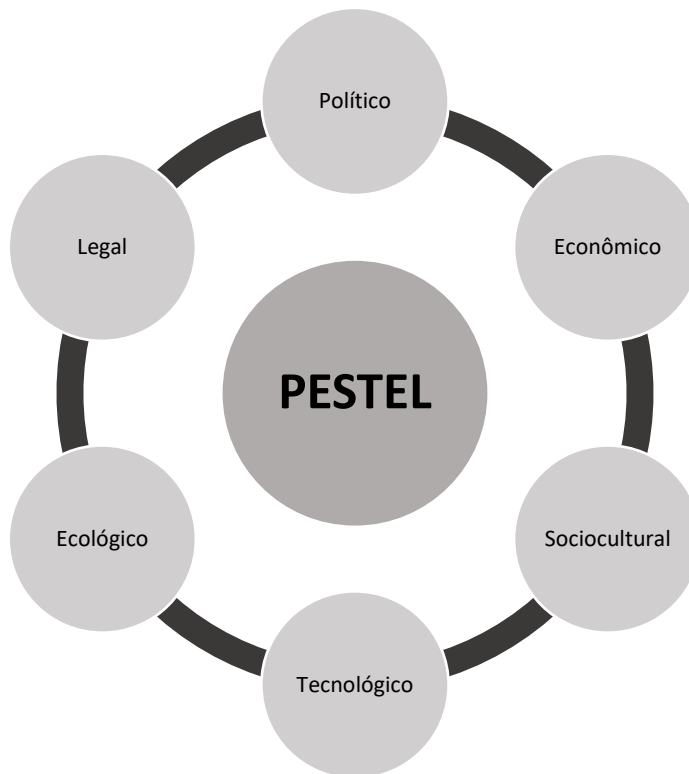
O segundo aspecto é o econômico, pelo qual analisa-se o cenário macroeconômico em questão, ou seja, como que as movimentações de câmbio, inflação, juros e renda impactam o setor da empresa.

Pelo próximo aspecto, o lado sociocultural, analisa-se como o ambiente sociocultural influencia no setor, por exemplo, se a construção de uma linha de transmissão estará sujeita à pressão popular por cruzar uma comunidade indígena etc.

No lado tecnológico, o próximo aspecto a se considerar, busca-se compreender como as inovações caminham para a evolução do setor em questão. São facilitadoras ou dificultadoras?

Mais além, pelo lado ecológico, tão em voga graças à recente febre ESG, observa-se os impactos ecológicos que a empresa gera, e se existe algum empecilho ambiental que impeça o crescimento da companhia.

Finalmente, pelo aspecto legal, analisa-se como estão evoluindo as leis que regem o setor em questão, e se houve algum marco novo que alterou significativamente a dinâmica da indústria.

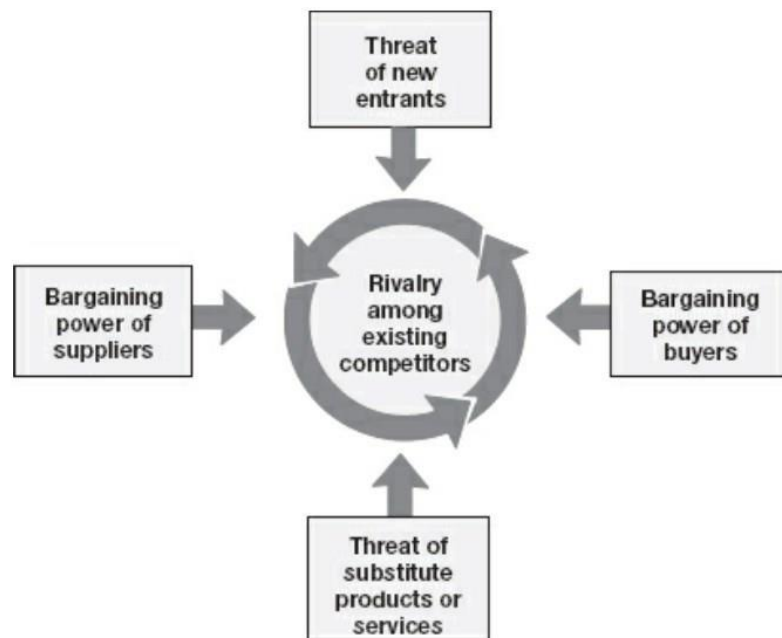


A análise da competição foca em descobrir se a empresa possui vantagem competitiva frente às concorrentes. E para isso, utiliza-se principalmente a análise do business de concorrentes

com percepção de mercado, por meio das forças de Porter, objetivando entender e lidar com a o cenário competitivo.

Porter (1979) define cinco forças que moldam o cenário competitivo:

- **Ameaça de novos entrantes.** Existem barreiras de entrada para novas empresas entrando na indústria? O quão forte são essas barreiras?
- **Ameaça de serviços/produtos substitutos.** Existem produtos/serviços capazes de substituir a atual oferta da companhia? O quão fácil é essa substituição?
- **Poder de barganha dos compradores.** Qual a magnitude do poder de barganha dos clientes diretos da empresa? Eles conseguem negociar preço com facilidade?
- **Poder de barganha dos fornecedores.** Qual a magnitude do poder de barganha dos fornecedores diretos da empresa? Eles conseguem negociar preço dos insumos com facilidade?
- **Rivalidade entre competidores existentes.** A atual estrutura competitiva é acirrada, ou existem espaços que impedem o choque direto entre companhias?



Porter five forces model analysis

E. PORTER, Michael. The Five Competitive Forces That Shape Strategy. HBR, 2008

Chegando ao nível micro da análise qualitativa, há a análise do funcionamento da própria companhia: fontes de receita, custos, qual o modelo de negócio, serviços/produtos, etc. Além disso, há de se compreender como as características da companhia configuram suas forças, fraquezas, e permitem-na aproveitar oportunidades do mercado, ao mesmo tempo que a expõe a certas ameaças. Assim, utiliza-se a análise SWOT (*Strengths, Weakness, Opportunity, Threat*), visando analisar cada uma dessas quatro dimensões, como detalhado em inúmeras obras da literatura, incluindo o suspeito criador do termo, Albert Humphrey (Humphrey, 2005).

Pelas forças, analisa-se quais são os pontos mais fortes e geradores de valor da companhia, frente aos concorrentes. Dessa forma, entende-se como os clientes absorvem mais valor da empresa em questão, do que das demais.

Pelas fraquezas, analisa-se quais são seus pontos fracos que devem ser melhorados para aumentar a geração de valor. Por essa dimensão, entende-se em que situações os clientes perdem valor ao usufruir dos produtos/serviços da companhia.

Externamente, analisa-se as oportunidades conjunturais da empresa, e como elas podem alavancar seu *business*. Essa análise deve dialogar com as principais tendências observadas no setor onde ela está inserida.

Por último, observa-se, também externamente, as ameaças às quais a companhia está exposta, além de como tais ameaças podem prejudicar o *business* da companhia.

Internal Factors	STRENGTHS	WEAKNESSES
External Factors	OPPORTUNITIES	THREATS
	Helpful	Harmful

SWOT Analysis

Editado, disponível em <https://www.stratechi.com/swot-analysis/>

2.2 Avaliação quantitativa: análise de demonstrativos contábeis

A análise de demonstrativos contábeis busca entender três aspectos importantes de uma companhia: eficiência operacional, saúde financeira, geração de caixa. Por esse motivo, tais análises concentram-se nos demonstrativos de: Resultado do Exercício (também conhecido como DRE, ou do inglês *Income Statement*), Balanço Patrimonial (do inglês *Balance Sheet*) e Fluxo de Caixa (do inglês *Cash Flow*).

Para analisar cada um desses demonstrativos, é comum utilizar três métodos complementares: a análise horizontal, a análise vertical, análise de *ratios*. A análise horizontal baseia-se na variação de uma mesma linha entre períodos. Por exemplo, é por meio da análise horizontal que se identifica descasamentos entre contas nos demonstrativos: quando uma despesa apresenta um crescimento entre períodos desproporcionalmente maior do que o crescimento da receita no mesmo intervalo, é capaz de haver algum fator relevante que tenha resultado no descasamento das contas. O mesmo vale para quando o mercado se aquece, impulsionando o crescimento da receita, que apresentará maiores na análise horizontal.

A análise vertical busca entender como as contas se relacionam dentro de um mesmo período. É comumente conhecida como análise de margens, pois calcula-se a margem das principais linhas da DRE com relação à receita líquida, por exemplo. Uma margem bem comum de se calcular é a margem bruta, calculada como a razão entre lucro bruto e receita líquida. Outro bom exemplo é a margem EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) que consegue evidenciar rapidamente o nível de eficiência operacional de uma empresa, uma vez que o EBITDA é o que sobra depois da operação principal de uma empresa, antes dos itens não operacionais. Ou seja, é uma boa métrica para entender se a empresa é eficiente fazendo o que ela é feita para fazer.

Já os *ratios*, servem para propósitos bem específicos na análise, como calcular a alavancagem de uma empresa, ou o nível de solvência, ou o retorno sobre investimento, tempo médio de recebimento dos pagamentos a prazo, etc. Por meio deles, pode-se determinar as características operacionais e financeiras significantes de uma empresa (Hampton, 2003). Com isso, é possível obter análises mais profundas sobre uma companhia, conforme Nissim & Pennan (2001).

Dentro da demonstração de resultados do exercício, existem algumas análises mais comuns a serem realizadas, e se baseiam principalmente em lucratividade e capacidade operacional. A tabela 2.1 resume algumas análises, bem como o método de realização e significado dos resultados.

Nome	Cálculo	Interpretação
Margem Bruta	Lucro Bruto / Receita Líquida	Permite observar a magnitude do impacto gerado pelos custos diretos no resultado
Margem EBITDA	EBITDA / Receita Líquida	Permite observar o desempenho operacional da companhia
Margem NOPAT	NOPAT / Receita Líquida	Permite observar o desempenho operacional após impostos e considerando D&A como <i>non-cash</i>
Margem Líquida	Lucro Líquido / Receita Líquida	Permite observar a eficiência final da empresa em gerar o resultado do exercício

Tabela 2.1: Análises de lucratividade pela DRE

Já no balanço de pagamentos, o principal objetivo é a saúde financeira da companhia. Por essa razão, são mais comuns análises de liquidez, solvência e estrutura de capital. Assim como com as análises de DRE, pode-se observar um resumo de algumas metodologias na tabela 2.2.

Nome	Cálculo	Interpretação
Liquidez corrente	Ativo circulante / Passivo circulante	A liquidez da companhia evidencia a capacidade de pagamento no curto prazo
Liquidez seca	(Ativo circulante – estoque) / Passivo Circulante	Evidencia a capacidade de pagamento no curto prazo, desconsiderando itens menos líquidos como estoques
Alavancagem	Dívida líquida / Equity	Evidencia a parcela da estrutura de capital formada por dívida
Solvência geral	Ativo total / Dívida total	Evidencia a capacidade da companhia arcar com as dívidas de curto e longo prazo, considerando seus ativos

Tabela 2.2: Análise de saúde financeira pelo Balanço Patrimonial

Por fim, o objetivo com o fluxo de caixa é comparar a geração de caixa operacional da companhia com a sua política de investimento e financiamento. Dessa maneira, deve-se passar do regime de competência da DRE e Balanço para a análise via regime de caixa, isto é, o dinheiro que realmente fica na companhia. Da mesma maneira, a tabela 2.3 resume alguns métodos e interpretações.

Nome	Cálculo	Interpretação
Margem de caixa operacional	Geração de caixa operacional / Receita líquida	Evidencia quanto da receita líquida vira caixa no final do exercício
Caixa operacional para CAPEX	Geração de caixa operacional / CAPEX	Evidencia quanto da geração de caixa operacional consegue pagar o CAPEX
Cobertura pelo caixa operacional	Geração de caixa operacional / Dívida total	Evidencia quanto da geração de caixa operacional consegue pagar a dívida total

Tabela 2.3: Análise de geração de caixa pelo DFC

2.3 Avaliação quantitativa: *valuation*

O *valuation* é todo método quantitativo utilizado para se obter o valor intrínseco de uma companhia. Existem inúmeros modelos, e um dos mais simples é por meio da avaliação por múltiplos, que busca avaliar uma companhia com base em empresas comparáveis, através de uma mesma métrica. Múltiplos bem comuns são P/E (*price to earnings*) e EV/EBITDA.

Além do *valuation* por múltiplos, existe também o fluxo de caixa descontado, que resgata a ideia de finanças clássica de que todo ativo é o quanto ele consegue gerar de valor em períodos futuros, descontado a um fator estocástico (Brunnermeier, 2001). No modelo mais usual, desconta-se o fluxo de caixa projetado a valor presente.

Por último, existem inúmeros modelos de *valuation* menos utilizados, como o *real options*, e o próprio *Restated Net Assets*, com foco em empresas pesadas em ativos, que será utilizado mais a frente no trabalho.

2.4 Fluxo de caixa descontado

O método do fluxo de caixa descontado é o mais aceito no mercado, devido à sua forte ligação com a teoria de finanças. É um conceito simples: o valor intrínseco da companhia será a soma de seus fluxos de caixa futuros descontados a valor presente.

Existem duas formas principais de se realizar um *valuation* por DCF: via fluxo de caixa de *equity* ou fluxo de caixa da firma. No primeiro caso, calcula-se o fluxo de caixa que vai exclusivamente para os *shareholders*, isto é, o que depende apenas do *equity* da companhia: FCFE, conforme equação 1, adaptado de Damodaran (2007). Nesse caso, o fluxo é descontado pelo custo de se conseguir *equity*, e resultará no *equity value* (também conhecido como *market capitalization*), que é o valor da empresa frente aos acionistas. Acrescenta-se a isso a dívida líquida da companhia, e obtém-se o valor da empresa (comumente chamado de *Enterprise Value – EV*). O EV é justamente o resultado do *valuation* quando realizado pelo fluxo de caixa da firma – FCFF conforme equação (2), adaptado de Damodaran (2007) – uma vez que considera todos os *stakeholders*, e por isso deve ser descontado pelo custo ponderado médio de se obter capital (*equity* e dívida), como em Póvoa (2012). Nesse caso prático, será utilizado o método de FCFF, uma vez que o objetivo é analisar a empresa como um todo.

$$\begin{aligned}
 FCFE &= \text{Lucro líquido} + \text{Depreciação e Amortização} - \text{CAPEX} \\
 &- \text{Variação na necessidade de capital de giro} + \text{Variação da dívida}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 FCFE &= \text{NOPAT} + \text{Depreciação} - \text{CAPEX} \\
 &- \text{Variação na necessidade líquida de capital de giro}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

Onde:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - t) \quad | \quad t = \text{taxa efetiva de imposto}$$

Para a taxa de desconto, utiliza-se o custo ponderado de capital (conhecido como WACC), que nada mais é do que a média ponderada entre o custo de se obter *equity* e captar dívida, já considerando a estrutura de capital da empresa e o benefício do endividamento.

$$WACC = K_e \times (\% \text{ Equity}) + K_d \times (\% \text{ Dívida}) \times (1 - t)
 \tag{3}$$

Onde:

K_e = Custo do *Equity*

K_d = Custo da dívida

$\% \text{ Equity}$ = Parcela da estrutura de capital representada por *equity*

$\% \text{ Dívida}$ = Parcela da estrutura de capital representada por dívida

t = taxa efetiva de imposto

O custo de dívida é bem direto para se obter, basta utilizar uma média ponderada dos custos mais recentes de se captar dívida incorridos pela companhia em questão. Já o custo de *equity* é bem mais complicado, e ainda não existe um modelo totalmente aceito que responda essa pergunta.

Nesse estudo de caso, tal custo será calculado com base na teoria moderna do portfolio, onde o retorno esperado de um ativo é uma taxa livre de risco mais um prêmio de risco de mercado multiplicado por uma medida de risco sistêmico relativo ao mercado. Tal modelo é conhecido como CAPM (*capital asset pricing model*), e pode-se considerar o retorno esperado de um ativo como a

taxa de *equity* exigida pelos investidores. De acordo com Damodaran (2007), a taxa livre de risco tem que ser um título público de longo prazo, isento de risco de *default* e de reinvestimento. Já o prêmio de risco de mercado, mede o *spread* entre investir em um ativo livre de risco e investir no mercado de ações. Por último, o multiplicador do risco sistêmico de mercado (*beta*) é fruto de uma regressão linear por MQO entre os retornos do ativo e o retorno do índice referência. E também pode ser calculado como o beta desalavancado mediano do setor, realavancado para a estrutura de capital da empresa em questão. Cálculo do custo de *equity* pode ser observado na equação (4), conforme Damodaran (2007).

$$Ke = Rf + \beta x (ERP) \quad (4)$$

Por último, ainda há o cálculo do valor da perpetuidade. Após descontar todos os fluxos projetados a valor presente, deve-se adicionar um valor terminal, isto é, o quanto vale a empresa nos anos após a projeção, considerando que ela irá crescer a uma taxa constante ao longo do tempo. O modelo mais comum para esse cálculo é o modelo de *gordon-shapiro* (Gordon e Shapiro, 1956), como especificado na equação 5.

$$Present Value of Perpetuity = \frac{FCF_T x (1+g)}{(r-g)} \quad (5)$$

A soma dos fluxos descontados resulta no *Equity Value*, em caso de *valuation* por FCFE, ou no *Enterprise Value*, quando usado o FCFF (equações 6 e 7 conforme Damodaran, 2007).

$$Market Cap = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+Ke)^t} + PV of perpetuity \quad (6)$$

$$Enterprise Value = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + PV of perpetuity \quad (7)$$

$$Enterprise Value = Market Cap + Net Debt \quad (8)$$

A parte mais complexa dessa metodologia, e a que melhor dialoga com as análises qualitativas, é projetar as diferentes linhas dos demonstrativos financeiros da companhia, de modo que existam fluxos futuros confiáveis para serem descontados.

2.5 Restated Net Assets + Goodwill

O segundo modelo a ser utilizado no estudo é menos usual, uma vez que é mais voltado a empresas pesadas em ativos. Tal metodologia baseia-se no fato de que, quando uma companhia é adquirida por outra empresa ou investidor, o valor pago é a união entre o valor tangível de uma companhia e seu *goodwill*. Dessa forma, o valor justo de uma empresa seria a soma desse *goodwill* com o valor tangível, calculado através de ajustes no ativo líquido.

Krzysztof Janas (2013), define a principal premissa do modelo como sendo a de que o valor de uma empresa pode ser determinado pelo valor de mercado dos seus ativos líquidos, sendo *Net Assets = Assets – Liabilities*. Na tabela 2.4, pode-se observar os principais ajustes para a obtenção do RNA, levando sempre em consideração o *tax-shield*.

Categoria	Exemplo	Ajuste
<i>Non-Values</i>	Custos de <i>start up</i>	Exclusão
Intangíveis	Marcas, patentes, R&D	Exclusão
Ativos fixos	Edifícios próprios	Em caso de ativo passível de venda, ajustar o ganho/perda do <i>book value</i> comparado ao valor de mercado Em caso de ativo necessário à operação, ajustar apenas em caso de perda por provisão contra <i>impairment</i>
Outros ativos	Ativos financeiros	Ajuste de ganho/perda do <i>book value</i> comparado ao valor de mercado
Passivo financeiro	Dívidas	Ajuste do valor presente da dívida em taxa fixada comparado ao valor presente da dívida com a taxa vigente em mercado
Outros passivos	Provisões	Adicionar quando o risco do evento provisionado desapareceu

Tabela 2.4: Principais ajustes no ativo líquido

Além do RNA, deve-se calcular o RNI (*restated net income*) com base no lucro líquido projetado anteriormente pelo método de DCF. Este é um lucro com risco, que deve ser diminuído da receita livre de risco, calculada conforme equação 9, resultando no chamado *superprofit*. De acordo com P.D. Lake (1921), *superprofit* é “*the amount by which revenue, increase of value, or other advantage received exceeds any and all economic expenditure incidental to its production*”. O cálculo do *superprofit* segue esse racional, e é calculado conforme equação 10.

$$\text{Risk-free revenue} = \text{RNA} \times \text{Risk-free rate} \quad (9)$$

$$\text{Superprofit}_t = \text{RNI}_t - \text{Risk-free revenue} \quad (10)$$

A projeção de cinco anos do *superprofit* descontada a valor presente pelo custo de *equity*, conforme no modelo de FCFE. Esse somatório resulta no *goodwill*, conforme equação 11 que, somado ao RNA obtido anteriormente, perfaz o valor justa da companhia.

$$\mathbf{Goodwill} = \sum_{t=1}^T \frac{\mathbf{Superprofit}_t}{(1+Ke)^t} \quad (11)$$

$$\mathbf{Company Valuation} = \mathbf{RNA} + \mathbf{Goodwill} \quad (12)$$

Ao passo que a parcela do valor referente ao RNA é oriunda exclusivamente da saúde financeira histórica, o componente do *goodwill* é obtido via projeção financeira. Assim, esse método de *valuation* considera, também, o crescimento esperado da companhia e, consequentemente, as análises qualitativas.

3. O setor de transmissão de energia elétrica no Brasil

Para analisar o setor de transmissão de energia elétrica no Brasil, é preciso dedicar um espaço para recapitular a história do setor com o panorama atual, compreender a estrutura e entidades reguladoras, e entender o processo de concessão e as principais características. Por fim, além desses pilares, pode-se elaborar uma análise qualitativa do setor de forma mais abrangente, e também do ambiente competitivo.

3.1 Panorama atual e histórico do setor

O setor de transmissão de energia elétrica no Brasil possui uma história de mudanças relevantes nas últimas décadas, principalmente nos anos 90. Essas mudanças foram responsáveis por moldar o mercado de transmissão que conhecemos hoje, tornando-o competitivo e atrativo para diversos tipos de investimentos.

Na década de 90, dois anos relevantes para a história do setor foram 1995 e 1998. No primeiro, foi definida uma nova lei – Lei 9.074 – que definia que todas as concessões de instalações de transmissão, localizadas na Rede Básica de energia, deveriam ser conduzidas por meio de processos de licitação. Isso abriu portas para diversas empresas expandirem suas atuações no sistema de rede elétrica. Posteriormente, em 1998, a compra e venda de energia passou a ser feita de forma discriminada do acesso e uso dos sistemas de transmissão e distribuição, o que foi imposto pela nova lei criada – Lei 9.648. Isso individualizou o setor, o que o tornou mais atrativo do ponto de vista de investimento. Dessa maneira, o movimento de aumento da competitividade e produtividade no setor foi alavancado.

No ano de 2020, uma nova regra pela ANEEL passou a vigorar, proibindo que os vencedores dos leilões vendessem os ativos (linhas de transmissão) sem estarem performados, isto é, construídos. Dessa maneira, muitos investidores menores aventureiros, que eram incentivados a entrar no negócio, estão aos poucos se afastando do business, o que o torna mais competitivo nas mãos certas: os grandes agentes com capacidade de investimento para levantar os projetos e manter a eficiência da transmissão energética. Atualmente, o mercado nacional é composto por diversas companhias, sendo dominado por algumas principais como: Taesa, State Grid, Furnas, Cteep, Eletrosul, Alupar e Eletronorte.

3.2 Estrutura e entidades reguladoras

A fim de regularizar o setor de transmissão elétrica, e torná-lo mais organizado perante a empreendedores, foram criados órgãos reguladores que cuidam de diferentes pilares do mercado. Os principais são a ANEEL e o ONS.

A Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL – atua na regularização de toda a cadeia energética nacional, fiscalizando geração, transmissão, distribuição e a comercialização de energia. Além de regularizar os nós da cadeia energética, a ANEEL também deve: intermediar as relações entre consumidores de energia e os atuantes do sistema, estabelecer tarifas e regras de reajustes a serem pagos pelos agentes, outorgar concessões, conceder autorização para a prestação dos serviços e empreendimento energético, aprovar regras e procedimentos para a comercialização de energia, implementar as diretrizes governamentais para exploração energética, dentre outros.

O Operador Nacional do Sistema – ONS – é um órgão para coordenar e controlar a operação das instalações de geração e transmissão de energia elétrica conectadas no Sistema Interligado Nacional. A principal função do ONS na coordenação das operações é buscar a otimização dos custos do sistema de transmissão, porém, ele também é responsável por garantir o acesso igual, dos agentes, à rede de transmissão de energia elétrica.

O sistema de transmissão energética do Brasil pode ser dividido em dois sistemas principais: o SIN e o sistema isolado. O Sistema Interligado Nacional – SIN – é uma ampla rede de instalações, ativos e malhas de transmissão para suprimento de energia elétrica no país, e abrange a região Sul, Sudeste, Centro-Oeste e parte da Norte, perfazendo quase a totalidade da circulação energética no Brasil. Por outro lado, o sistema isolado, localizado na região Norte, por diversas características geográficas não possui conexão com o SIN – por mais que exista um projeto para a expansão do SIN para a região isolada.

3.3 Concessão de lotes de transmissão

Os lotes de transmissão de energia elétrica são concedidos por meio de leilões, e não há uma frequência pré-definida para sua realização, uma vez que são definidos pelo ONS e Ministério de Minas e Energia. Para cada lote leiloadado, é feito um amplo estudo de custos associados, como construção, operação, e manutenção, para estipularem o pagamento justo para o agente operador.

O pagamento da concessão é feito por meio de uma Receita Anual Permitida – RAP – que é uma receita líquida fixa anual e objeto final de oferta no leilão.

Para ser definido um vencedor do *bid*, compara-se a RAP proposta pelos concorrentes e é escolhido aquela com o maior deságio em relação à RAP teto do leilão. O caminho até o *bid* final de um agente engloba estudos técnicos e conhecimento de mercado, sendo o principal ponto de estresse o custo com capital fixo – CAPEX. Isto é, o trabalho importante gira em torno de buscar alternativas para reduzir ao máximo a necessidade de CAPEX, a fim de se obter uma maior taxa de retorno dos projetos e, conseqüentemente, suportar uma RAP menor, tornando o *bid* mais competitivo. Quando um agente é escolhido vencedor do leilão, ele tem que cumprir com a construção do empreendimento no prazo estipulado nas regras do edital, além de manter as linhas disponíveis para operação a todo momento.

Por esse motivo, a remuneração da RAP está condicionada à disponibilidade da linha de transmissão, punindo com reduções quaisquer agentes que operem com menos de 100% da disponibilidade da linha. No entanto, como a receita de uma linha de transmissão não depende da operação, e sim apenas da disponibilidade, o business transmissão de energia elétrica é considerado o mais seguro dentro do escopo energético, e é muitas vezes tido como um setor resiliente a impactos econômicos.

Normalmente, as concessões duram 30 anos, o que torna o empreendimento em linhas de transmissão um jogo de longo prazo. No entanto, nem todas as concessões possuem características idênticas. Na verdade, existem três categorias de concessão de linhas de transmissão com características individuais, que variam de acordo com o ano da outorga da linha.

A categoria 1 refere-se aos ativos outorgadas antes de 1999. Essas concessões foram renovadas por mais 30 anos em 2012, tornando o período de concessão superior ao das demais categorias. A partir de 2013, a RAP passou a ser ajustada anualmente ao IPCA, buscando manter constante a receita real da transmissora. Além disso, a cada 5 anos há uma revisão tarifária da RAP, com base no custo de capital estimado na época da concessão e o custo de capital corrente.

A categoria 2 refere-se aos ativos outorgados entre 1999 e novembro de 2006. Essas concessões, ao contrário da categoria 1, possuem um prazo de 30 anos, durante os quais a RAP deve ser ajustada anualmente conforme o IGP-M. Ademais, não há revisão tarifária dessa RAP, e ela é obrigatoriamente reduzida em 50% no 16º ano de operação.

Por último existe a categoria 3, cujos ativos foram / serão leiloados a partir de novembro de 2006. Assim como na categoria 1, a RAP deve ser corrigida anualmente pelo IPCA, e como na categoria 2, possui um período de concessão de 30 anos. Há revisão tarifária de 5 em 5 anos, sendo restritas a 3 revisões ao longo da concessão.

A revisão tarifária imposta pela ANEEL é um mecanismo de ajuste da RAP para manter justo a relação de custo de capital imposta sobre o agente. Para isso, a ANEEL calcula um custo ponderado de capital na data da concessão, bem como um investimento que zera o fluxo de desembolsos considerando o custo calculado. De 5 em 5 anos, a ANEEL recalcula esse custo de capital e o compara ao custo no momento da concessão. Se esse custo está maior, significa que o agente está pagando mais caro pelo acesso ao capital e, por esse motivo, a sua RAP deve ser incrementada de acordo. Da mesma forma, caso o custo ponderado de capital for menor no presente, significa que o agente está pagando mais barato pelo acesso ao capital e, assim, sua RAP deve ser reduzida de acordo.

3.4 Análise qualitativa de mercado

Como apresentado anteriormente, o melhor jeito para se analisar de forma mais ampla o mercado onde uma companhia está inserida, é por meio da análise PESTEL. Aplicada ao setor de transmissão de energia, pode-se organizar as informações gerais discutidas de modo a atingir uma conclusão mais assertiva sobre o setor.

No viés político “P”, percebe-se que o setor possui uma forte influência política, uma vez que é extremamente regulado e vinculado a órgãos públicos. No entanto, a influência política acarreta mudanças pouco voláteis no panorama atual, principalmente porque todas as concessões outorgadas hoje em dia duram 30 anos. Isso significa que, em tese, o desenvolvimento dos atuais empreendimentos seria pouco afetado por mudanças políticas, e qualquer alteração demoraria um longo tempo para refletir no mercado.

No lado econômico “E”, conforme apontado anteriormente, o setor de transmissão de energia elétrica é um setor defensivo, uma vez que a remuneração depende da disponibilidade, e não é impactada por oscilações de demanda. No entanto, existe uma influência no reajuste tarifário da RAP, uma vez que o custo de capital para o reajuste depende da taxa de juros vigente, mesmo

que essa influência não seja tão significativa a ponto de representar uma exposição a turbulências econômicas.

Pelo viés social “S”, a relação é baixa. Transmissão de energia não possui conexão direta de serviço com a sociedade, uma vez que é o meio do caminho entre a geração e a distribuição. No entanto, pode-se assumir que existe a possibilidade de impactos descorrelacionados ao serviço prestado, como por exemplo a construção de linhas de transmissão cortando uma comunidade. Porém, mesmo que isso possa causar tais impactos, são necessárias inúmeras autorizações, como da prefeitura, para que tais construções sejam realizadas.

No aspecto tecnológico “T”, novas tecnologias que se mostrem eficazes são positivas, uma vez que aumentariam a eficiência de custos, permitiriam construções menos dispendiosas, e abririam portas para novos empreendimentos, uma vez que seria necessária a constante atualização das atuais tecnologias empregadas.

Ao observar o viés ecológico “E”, o impacto é na mesma linha que o social, sendo um pouco mais acentuado. Nesse caso, é possível haver o risco de ultrapassar reservas ecológicas ou mesmo causar poluição visual e atrapalhar o equilíbrio de fauna local. No entanto, existem inúmeros órgãos que buscam justamente evitar esses acontecimentos, e suas autorizações são necessárias para dar andamento aos empreendimentos, o que reduz a ocorrência de impactos ambientais.

Por último, analisando o viés legal “L”, ratifica-se que o setor é fortemente regulado e sustentado por leis, o que implica que as atividades devem ser conduzidas em *compliance* às normas estabelecidas e são constantemente reguladas pelos órgãos responsáveis. Dessa maneira, é mais difícil haver fortes impactos legais, uma vez que a regulação é constante.

Assim, conclui-se que o setor de transmissão de energia elétrica é bastante seguro, e pouco sujeito a turbulências de qualquer tipo. Dessa forma, é o ideal para conferir um componente defensivo ao *portfolio* dos investidores.

3.5 Análise qualitativa de competição

A fim de analisar a competição dentro do setor de transmissão de energia, é possível utilizar o *framework* das 5 Forças de Porter, de acordo com a teoria mencionada anteriormente.

Em primeiro lugar, o poder de barganha dos compradores não se aplica a essa análise do setor de transmissão, uma vez que a RAP da concessão é fixa e independe da demanda, apenas da disponibilidade. Isto é, não há negociação do preço a ser pago.

Em segundo lugar, o poder de barganha dos fornecedores deve levar em consideração os fornecedores de serviços e matéria-prima para dispêndios com CAPEX. Nesse quesito, existe um nível razoável de poder de barganha, uma vez que a maioria dos fornecedores de matéria-prima também possuem diversos outros clientes, o que permite negociar preço. No entanto, essa não é uma negociação desvantajosa, uma vez que da mesma forma que existem mais de um cliente, também há mais de um possível fornecedor de matéria-prima, produtos de baixo valor agregado.

Em terceiro lugar, a ameaça de produtos substitutos é consideravelmente baixa, praticamente inexistente. Isso ocorre porque o setor é fortemente regulado e porque as concessões duram muito tempo, o que inviabiliza qualquer vantagem competitiva bruta advinda de mudança drástica de tecnologia. Pelo contrário, essas mudanças tenderiam a ocorrer de forma mais paulatina.

Em quarto lugar, a ameaça de novos entrantes não é considerável por alguns motivos. Primeiramente, o setor é concentrado em algumas empresas maiores, conforme figura 3.1, o que dificulta a entrada de novos *players* com potencial de desestabilizar a competição atual. Além disso, o fato de ser obrigado construir o empreendimento ao ganhar o leilão, desestimula os empreendedores aventureiros que fazem propostas de RAP muito abaixo do esperado, buscando a chance de um rápido ganho de capital sem consequências.

Em quinto e último lugar, a competição entre os *players* atuais é considerável. Conforme figura 3.1, percebe-se que o setor é concentrado nas mãos de poucas empresas, mas que são o suficiente para gerar um nível de competitividade mediano. É certa a presença dessas empresas nos leilões da ANEEL e sempre buscando formas de expandir sua atuação atual, por meio dos leilões, ou também através de parcerias estratégicas com outras companhias – normalmente menores via aquisição.

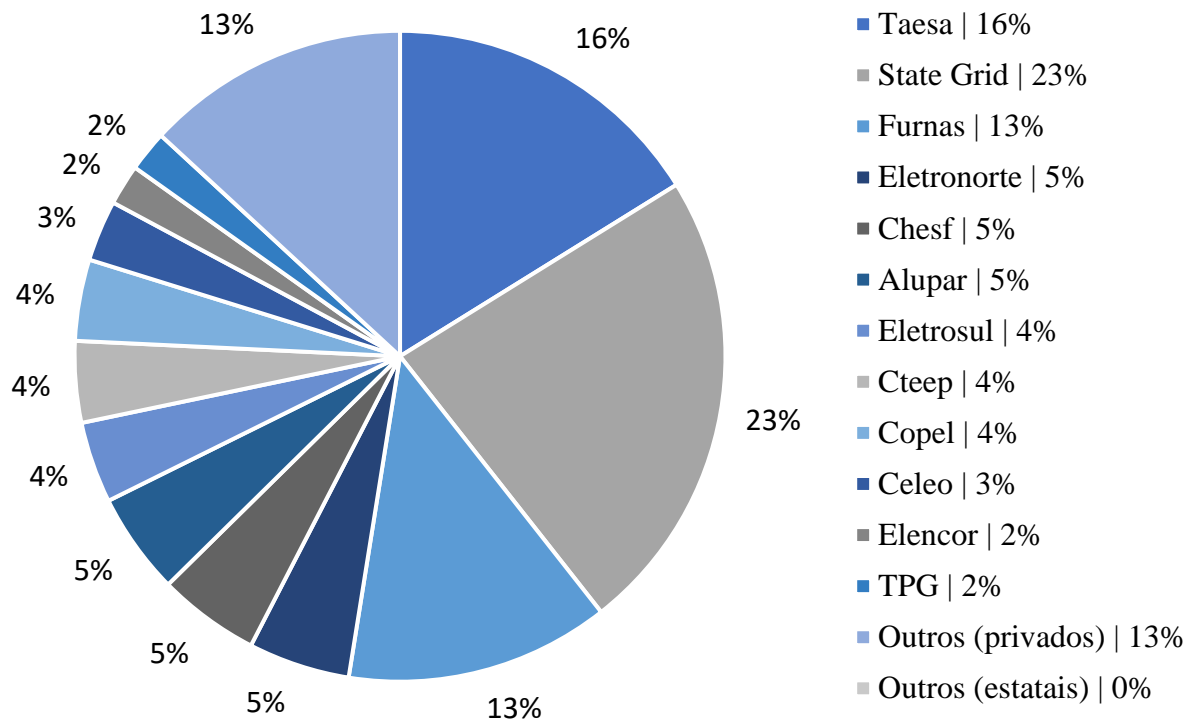


Figura 3.1: *Market Share* das Companhias de Transmissão no Brasil (% RAP operacional total)

Fonte: Relação com Investidores TAESA

4. O *business* da Taesa

Para analisar o *business* da Taesa, é necessário considerar o histórico e a formação da companhia, bem como a sua estrutura interna e posicionamento externo. Com isso, é possível traçar um panorama claro sobre a empresa para realizar, por fim, uma análise qualitativa dos pontos fortes e fracos da companhia.

4.1 Histórico e contexto atual

A formação da Taesa é advinda de uma grande operação estruturada envolvendo um fundo de participações (FIP) e outras empresas do setor de transmissão. Em 2000, a ANEEL realizou o leilão 002/2000 que era composto por 3 lotes de transmissão. Um dos lotes foi vencido pela Novatrans, enquanto que outro foi vencido pela Transmissora Sudeste Nordeste. Em 2003, a empresa italiana Terna adquiriu o controle das duas empresas e posteriormente criou uma holding no Brasil, a qual foi vendida em 2009 para o fundo de investimento em participações Coliseu e para a Cemig Geração e Transmissão, e passou a se chamar Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. (TAESA). O esquema da operação pode ser encontrado na figura 4.1.

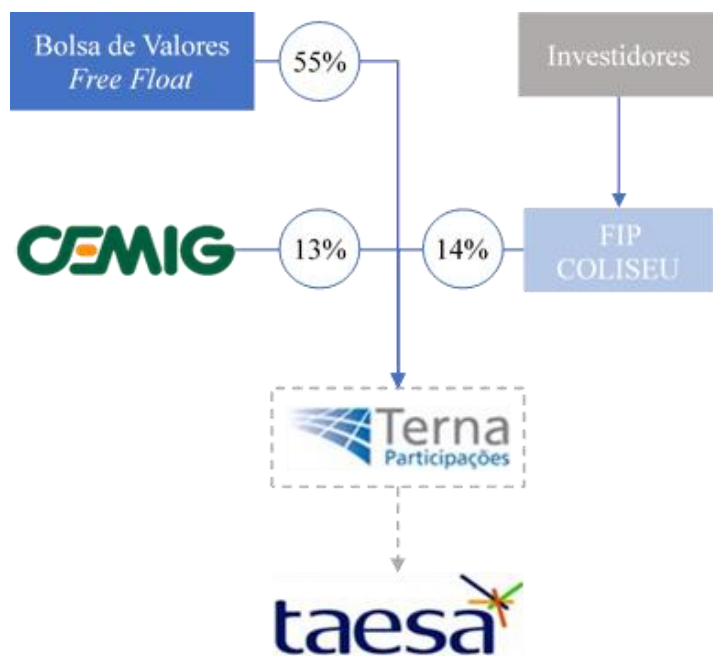


Figura 4.1: Criação da Taesa – Operação Estruturada

Fonte: Análise própria

A companhia atua desde a sua criação com a operação e manutenção das linhas de transmissão de energia elétrica. Atualmente a companhia conta detém 39 concessões, sendo 10 as concessões que compõe a *holding*, 10 que são as investidas integrais, e outras 19 que são participações. As concessões da *holding* são: TSN, Novatrans, ETEO, GTESA, PATESA, Munirah, NTE, STE, ATE e ATE II. As investidas integrais são: Brasnorte, ATE III, São Gotardo, Mariana, Miracema, Janaúba, Sant'Ana, São João, São Pedro e Lagoa Nova. As investidas parciais são: ETAU, Transmineiras e grupos AIE e TBE.

No consolidado, essas linhas operam em 11,062 km de linhas construídas, com ainda 2,514 km em construção, perfazendo 13,576 km com 97 subestações. A extensão da companhia expande por todas as 5 regiões do território nacional, em 18 estados mais o Distrito Federal. Na figura 4.2, é possível observar a extensão geográfica das linhas da Taesa, discriminando entre linhas operacionais e linhas em construção. Dessa forma, é possível analisar visualmente a presença da Taesa nas regiões do país. É interessante notar que há pouca presença na região norte, e isso se deve à dificuldade de se conectar ao sistema isolado de energia, localizado nessa região, como mencionado anteriormente na análise do setor.

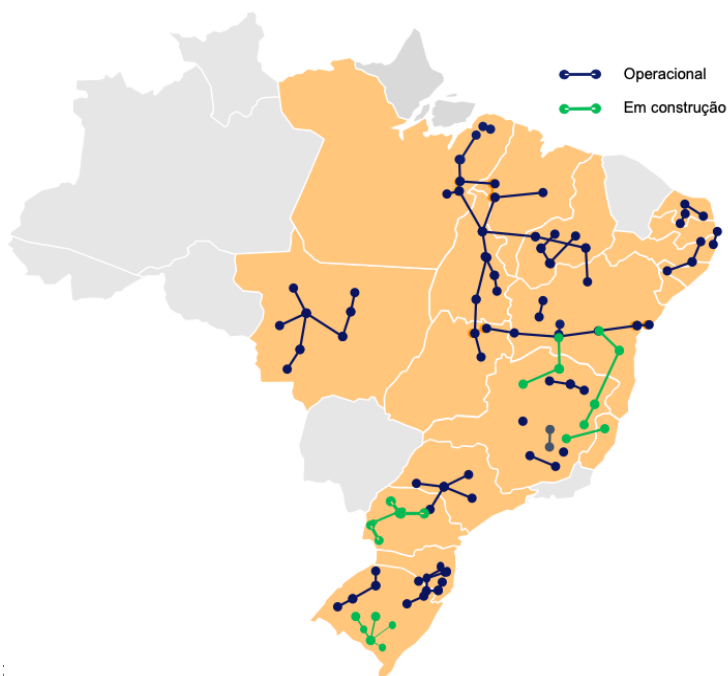


Figura 4.2: Presença geográfica das concessões da Taesa

Fonte: Relação com Investidores TAESA

Por último, cabe analisar a estrutura acionária da companhia, uma vez que ela é aberta em bolsa e possui acionistas relevantes que são outras empresas do mesmo setor. A Taesa é aberta na B3, e possui ações ordinárias (TAEE3) e ações preferenciais (TAEE4), sendo que a precificação considerada nesse estudo é a da *unit* da Taesa (1 *Unit* = 1 ON + 2 PN). O controle da empresa é composto pela CEMIG (Companhia Energética de Minas Gerais) e a ISA Brasil, que possuem 63% das ações ordinárias, e conseqüentemente, do capital votante. Na tabela 4.1, retirada do site de relações com investidores da companhia, é possível conferir o número de ações de cada grupo acionário, e o percentual de cada um para as ações preferenciais, ordinárias e totais.

Acionista	Qtde. Ações Ordinárias	% ON	Qtde. Ações Preferenciais	% PN	Qtde. Total de Ações	% Total
CEMIG	218.370.005	36,97	5.646.184	1,28	224.016.189	21,68
ISA	153.775.790	26,03	-	-	153.775.790	14,88
Mercado	218.568.274	37,00	437.136.468	98,72	655.704.742	63,45
Total	590.714.069	100,00	442.782.652	100,00	1.033.496.721	100,00

Tabela 4.1: Estrutura acionária da Taesa

Fonte: Relação com Investidores TAESA

O bloco de controle da companhia é o responsável por eleger os membros do conselho fiscal e conselho de administração, este último que supervisiona as áreas da companhia. São elas, a área de estratégia, governança e recursos humanos, a área financeira, a área de auditoria, e a área de implantação e novos negócios, conforme evidenciado na figura 4.3. Todas elas juntas servem para girar a roda da companhia, e manter a eficiência na prestação dos serviços.

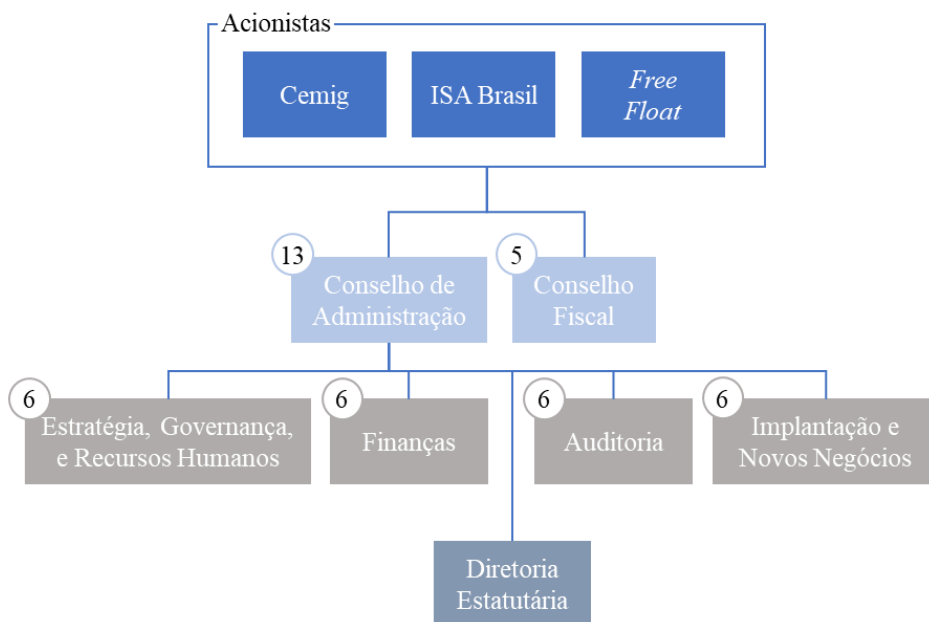


Figura 4.3: Estrutura de áreas da Taesa

Fonte: Relação com Investidores TAESA

4.2 O Business Model

Como mencionado anteriormente, a Taesa possui como modelo de negócio a operação de linhas de transmissão de energia, sendo remunerada por meio da receita anual permitida (RAP) para cada concessão da empresa. Um ponto importante do *business* é que a empresa busca potencializar ganhos de escala e sinergia, através da operação de linhas próximas e complementares, que permitem aumentar a eficiência de custos e despesas.

No geral, a operação é consideravelmente simples. Uma vez que a Taesa ganha uma nova concessão de linha de transmissão, ela é a responsável, pela construção, operação e manutenção do empreendimento, sendo remunerada com uma receita anual fixa e indexada ao IPCA ou IGP-M. Para as linhas as quais a Taesa é dona de 100%, a remuneração da RAP é integral dependendo apenas da disponibilidade. Para as demais linhas as quais a companhia não é dona integral, a remuneração via RAP é proporcional à participação. Considerando o histórico de alta disponibilidade das linhas, conforme figura 4.4, e o caráter fixo da remuneração, pode-se afirmar que a receita desse modelo de negócios é altamente previsível, o que torna a empresa naturalmente segura.

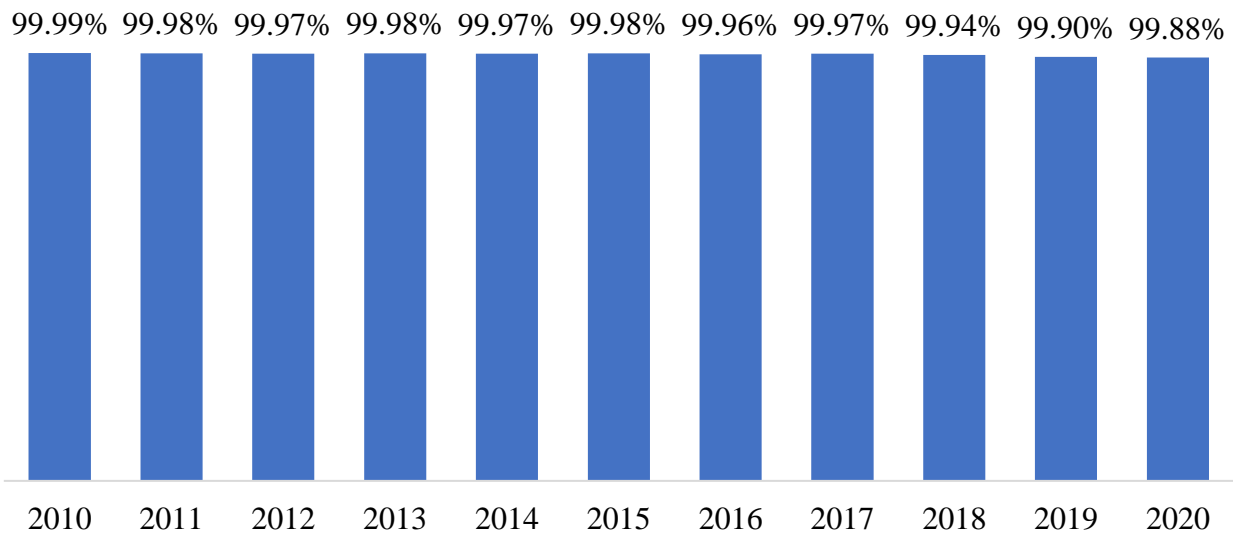


Figura 4.4: Disponibilidade das linhas de transmissão da Taesa (%)

Fonte: Relação com Investidores TAESA

Os custos e despesas da companhia consistem principalmente em custos de pessoal, custo de material e serviços de terceiros. O custo com pessoal engloba todos os salários, benefícios e encargos sociais necessários para remunerar os colaboradores CLT, tanto da parte de construção e manutenção, quanto os profissionais administrativos e de gestão. O custo com materiais engloba todas as despesas com materiais para manutenção e construção das linhas, ou seja, destinados à atividade central da Taesa. Por fim, os custos com serviços de terceiros são oriundos de todas as despesas com pessoal específico para operação e manutenção de linhas, vigilância, segurança, auditoria etc, que são contratados como terceiros sem vínculo celetista com a Taesa.

Vale ressaltar que a constante avaliação de oportunidades de M&A é parte fundamental da estratégia da Taesa. Atualmente, é uma das maiores empresas do setor em RAP total, e existem companhias que configuram como bons potenciais *targets* de aquisição, e que permitiram ampliar seu *Market Share*. Historicamente, a companhia possui um *track-record* comprovado de consolidação no mercado secundário, comprovando a *expertise* e capacidade da empresa conduzir operações que potencializem seu ganho de escala e geração de sinergias.

4.3 Análise qualitativa da companhia

Como conclusão da análise da companhia, cabe uma análise qualitativa utilizando o *framework* SWOT, como antecipado no capítulo de revisão literária. Por meio dessa metodologia, conseguiremos analisar importantes forças, fraquezas, oportunidades e ameaças à companhia.

Primeiramente, quando se analisam as forças da Taesa, fica evidente que a forte e comprovada experiência no *business* contribui para a evolução da empresa. Juntamente com a previsibilidade de faturamento e certas despesas, pode-se concluir que as forças da Taesa contribuem para torná-la um *business* consideravelmente seguro.

Ainda com um viés positivo, agora analisando as oportunidades da companhia, certamente há potencial para expansão da atuação via alianças estratégicas ou aquisições, que podem ser alavancados pelo bom posicionamento geográfico da empresa, permitindo o ganho de escala e sinergia entre as linhas.

Por outro lado, ao analisar as fraquezas da empresa, fica claro que existe uma debilidade atual nos leilões da Aneel, uma vez que a empresa não ganha novas linhas há algum tempo, de forma que o processo de expansão por meio de vitórias em leilões não esteja eficiente.

Por último, como consequência da fraqueza da companhia, existe a ameaça que outros *players* ganhem os leilões da Aneel, e arrematem lotes de transmissão que poderiam ser importantes na geração de valor via sinergia para o atual *portfolio* da Taesa.

Assim, como conclusão à análise da companhia, evidencia-se que a Taesa é uma das líderes no setor e desempenha seu papel com alta eficiência, sendo apoiada por outros nomes importantes do setor. Existem certos pontos a serem melhorados, e ameaças a serem evitadas, mas que não invalidam os pontos positivos, permanecendo a imagem positiva sobre a companhia e o seu *business* atualmente.

5. Avaliação quantitativa dos Demonstrativos Financeiros

O próximo passo na avaliação econômico-financeira da Taesa é realizar uma análise dos principais demonstrativos financeiros da companhia: Demonstração de Resultados (*Income Statement*), Balanço Patrimonial (*Balance Sheet*), e Demonstração de Fluxo de Caixa (*Cash Flow Statement*). Dessa maneira, é possível ter uma imagem clara da evolução da companhia por meio de três óticas distintas, porém complementares: a operação, os usos e recursos, e a geração de caixa; estabelecendo pilares que embasarão o *valuation*. Para realizar a análise financeira, optou-se por utilizar demonstrativos em ardência ao IFRS (*International Financial Reporting Standards*), que é o padrão internacional de *report* financeiro. Existem certas diferenças com relação à contabilização regulatória, porém, para fins de análise financeira, o IFRS permite estabelecer uma base de comparação entre outras empresas e setores.

5.1 Análise do *Income Statement*

A análise do *Income Statement* se baseará na visão geral da demonstração de resultados, e a partir dela, serão traçadas conclusões sobre a operação da companhia, através dos métodos de análise da DRE descritos anteriormente (referenciar revisão literária). Na página seguinte, é possível ter uma visão detalhada do *Income Statement* da Taesa, com resultados desde 2011 até 2020, conforme tabela 5.1.

DRE (R\$ MM)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRU	1,026	1,227	1,567	1,632	1,699	1,544	1,214	1,808	2,030	3,875
Disponibilização do sistema de transmissão	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Operação e Manutenção	263	346	415	456	486	523	554	573	607	676
Remuneração do ativo contratual de concessão	761	884	1,050	1,127	1,193	641	577	508	505	658
Correção monetária do ativo contratual	-	-	-	-	-	339	(23)	347	164	1,008
Implementation of Infrastructure	-	20	112	64	39	58	89	415	753	1,524
Outras Receitas	1	(24)	(10)	(15)	(19)	(18)	26	(15)	16	32
Parcela Variável	-	-	-	-	-	-	(9)	(20)	(15)	(23)
Deduções da receita operacional bruta	(73)	(100)	(119)	(137)	(157)	(153)	(137)	(173)	(190)	(313)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	953	1,127	1,448	1,496	1,542	1,391	1,077	1,635	1,840	3,561
CUSTOS DOS BENS E/OU SERVIÇOS VEND.	(105)	(165)	(306)	(243)	(222)	(256)	(319)	(507)	(706)	(1,201)
Pessoal	(46)	(54)	(74)	(92)	(99)	(111)	(119)	(124)	(134)	(167)
Material	(21)	(27)	(133)	(89)	(58)	(74)	(119)	(281)	(478)	(922)
Serviços de Terceiros	(28)	(66)	(76)	(42)	(45)	(44)	(53)	(58)	(62)	(73)
Depreciação e Amortização	(2)	(2)	(2)	(1)	(2)	(3)	(4)	(6)	(13)	(15)
Gerais e Administrativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras despesas Operacionais	(9)	(15)	(20)	(18)	(18)	(23)	(24)	(38)	(19)	(24)
Ganho na remensuração na aquisição	-	45	-	-	-	-	-	-	-	-
Ganhos (perdas) nas aquisições de empresas	-	-	-	-	-	-	-	-	10	-
EBIT	849	1,007	1,142	1,253	1,321	1,135	758	1,129	1,144	2,361
Resultado de equivalência patrimonial	-	44	179	263	217	236	169	301	370	834
RECEITAS (DESPESAS) FINANCEIRAS	(179)	(247)	(369)	(414)	(468)	(401)	(223)	(211)	(259)	(476)
Renda de aplicação financeira	54	133	105	57	61	58	70	63	97	39
Despesas Financeiras	(232)	(380)	(474)	(471)	(529)	(459)	(292)	(274)	(356)	(514)
Empréstimos e financiamentos	-	-	-	(81)	(236)	59	(18)	(59)	(29)	(141)
Variações monetárias e cambiais	(28)	(42)	(134)	(5)	-	-	-	-	-	-
Instrumentos financeiros derivativos	-	-	-	28	187	(127)	(16)	24	6	87
Atualização a valor justo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Debêntures	-	-	-	(414)	(476)	(383)	(250)	(238)	(316)	(446)
Arrendamento	-	-	-	-	-	-	-	-	(3)	(3)
Outras Receitas (Despesas) Financeiras	(2)	(1)	(25)	1	(4)	(9)	(9)	(8)	(14)	(12)
EBT	670	804	952	1,101	1,069	970	704	1,219	1,255	2,719
Imposto de renda e contribuição social	(175)	(215)	(59)	(197)	(160)	(108)	(55)	(147)	(149)	(456)
RESULTADO DO EXERCÍCIO	495	589	893	905	909	862	648	1,071	1,106	2,263
Participação dos acionistas não-controladores	-	-	-	-	-	-	-	-	0	-
EBITDA	850	964	1,144	1,254	1,322	1,139	762	1,135	1,157	2,376

Tabela 5.1: *Income Statement* detalhado da Taesa (2011 a 2020)

Fonte: Relação com Investidores TAESA

A análise das receitas da companhia, em face ao IFRS, deve levar em consideração a composição dessa receita. Conforme figura 5.1, a receita da companhia é bem dividida em 5 pilares, e é importante ressaltar que todos esses pilares são divisões apenas para critérios de IFRS, uma vez que todas referem-se às receitas pela disponibilidade de linha de transmissão. A grande diferença para a contabilização regulatória, é a correção monetária do ativo contratual, feita com base nos índices de preço e presente somente no IFRS.

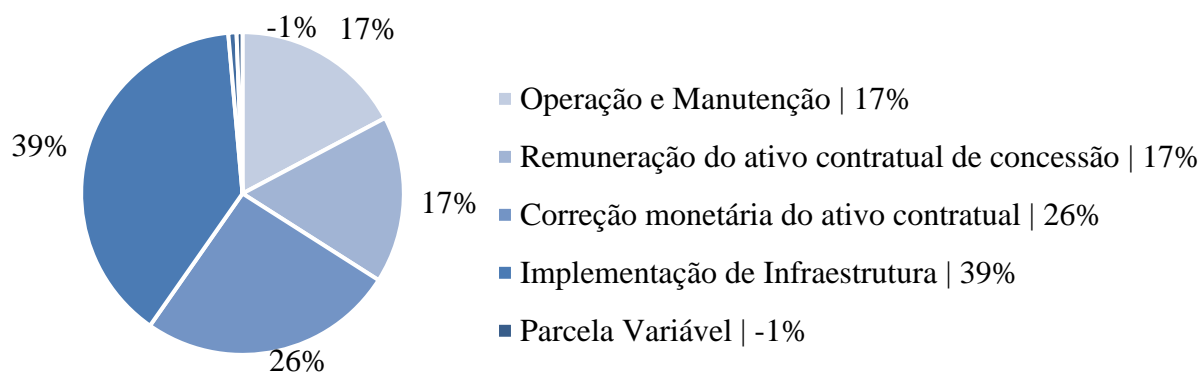


Figura 5.1: *Breakdown* de receitas (% da receita total em 2020)

Fonte: Relação com Investidores TAESA

Por outro ângulo, ao analisar os custos e despesas da Taesa, fica evidente que a maior parte é referente a Material e Pessoal, 77% e 14% respectivamente, conforme explícito na figura 5.2. Custos com Materiais referem-se principalmente aos custos de implementação da infraestrutura, além de custos com operação e manutenção, e outros. Custos com Pessoal, por outro lado, referem-se a tudo relativo aos empregados da Taesa, como remuneração direta, FGTS, INSS e benefícios. Demais custos não representam nem 10% das despesas, e incluem depreciação e amortização de imobilizado e intangível, serviços de terceiros, dentre outros.

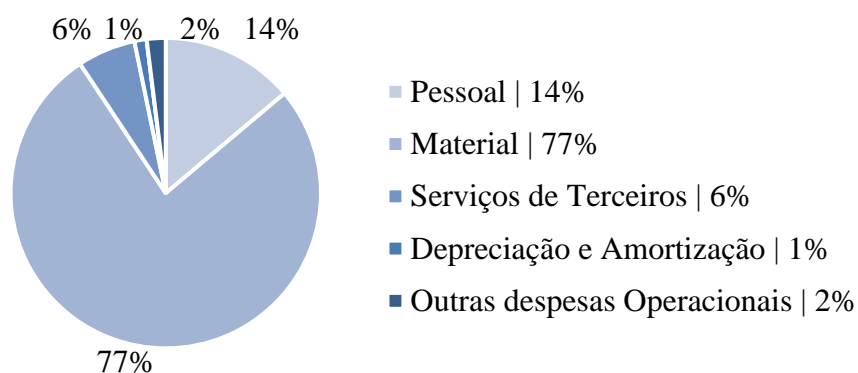


Figura 5.2: *Breakdown* de custos e despesas (% dos custos e despesas totais em 2020)

Fonte: Relação com Investidores TAESA

Após obter-se um detalhamento dos componentes das principais linhas operacionais da companhia, faz-se necessário analisar a relevância dos resultados frente ao faturamento líquido, bem como a evolução ao longo do tempo. Para isso, elabora-se as análises verticais e horizontais conforme as tabelas 5.2 e 5.3.

DRE (Análise Vertical - %)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
CUSTOS DOS BENS E/OU SERVIÇOS VEND.	(11%)	(15%)	(21%)	(16%)	(14%)	(18%)	(30%)	(31%)	(38%)	(34%)
Pessoal	(5%)	(5%)	(5%)	(6%)	(6%)	(8%)	(11%)	(8%)	(7%)	(5%)
Material	(2%)	(2%)	(9%)	(6%)	(4%)	(5%)	(11%)	(17%)	(26%)	(26%)
Serviços de Terceiros	(3%)	(6%)	(5%)	(3%)	(3%)	(3%)	(5%)	(4%)	(3%)	(2%)
Depreciação e Amortização	(0%)	(0%)	(0%)	(0%)	(0%)	(0%)	(0%)	(0%)	(1%)	(0%)
Gerais e Administrativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras despesas Operacionais	(1%)	(1%)	(1%)	(1%)	(1%)	(2%)	(2%)	(2%)	(1%)	(1%)
Ganho na remensuração na aquisição	-	4%	-	-	-	-	-	-	-	-
Ganhos (perdas) nas aquisições de empresas	-	-	-	-	-	-	-	-	1%	-
EBIT	89%	89%	79%	84%	86%	82%	70%	69%	62%	66%
Resultado de equivalência patrimonial	-	4%	12%	18%	14%	17%	16%	18%	20%	23%
RECEITAS (DESPESAS) FINANCEIRAS	(19%)	(22%)	(26%)	(28%)	(30%)	(29%)	(21%)	(13%)	(14%)	(13%)
Renda de aplicação financeira	6%	12%	7%	4%	4%	4%	6%	4%	5%	1%
Despesas Financeiras	(24%)	(34%)	(33%)	(32%)	(34%)	(33%)	(27%)	(17%)	(19%)	(14%)
Empréstimos e financiamentos	-	-	-	(5%)	(15%)	4%	(2%)	(4%)	(2%)	(4%)
Variações monetárias e cambiais	(3%)	(4%)	(9%)	(0%)	-	-	-	-	-	-
Instrumentos financeiros derivativos	-	-	-	2%	12%	(9%)	(1%)	1%	0%	2%
Atualização a valor justo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Debêntures	-	-	-	(28%)	(31%)	(28%)	(23%)	(15%)	(17%)	(13%)
Arrendamento	-	-	-	-	-	-	-	-	(0%)	(0%)
Outras Receitas (Despesas) Financeiras	(0%)	(0%)	(2%)	0%	(0%)	(1%)	(1%)	(0%)	(1%)	(0%)
EBT	70%	71%	66%	74%	69%	70%	65%	75%	68%	76%
Imposto de renda e contribuição social	(18%)	(19%)	(4%)	(13%)	(10%)	(8%)	(5%)	(9%)	(8%)	(13%)
RESULTADO DO EXERCÍCIO	52%	52%	62%	60%	59%	62%	60%	66%	60%	64%
Participação dos acionistas não-controladores	-	-	-	-	-	-	-	-	0%	-
EBITDA	89%	86%	79%	84%	86%	82%	71%	69%	63%	67%

Tabela 5.2: Análise de margens da DRE

Fonte: Análise própria

DRE (Análise Horizontal - %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRU	20%	28%	4%	4%	(9%)	(21%)	49%	12%	91%
Disponibilização do sistema de transmissão	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Operação e Manutenção	31%	20%	10%	7%	8%	6%	3%	6%	11%
Remuneração do ativo contratual de concessão	16%	19%	7%	6%	(46%)	(10%)	(12%)	(0%)	30%
Correção monetária do ativo contratual	-	-	-	-	-	(107%)	(1,600%)	(53%)	513%
Implementation of Infrastructure	-	449%	(42%)	(40%)	51%	52%	368%	81%	102%
Outras Receitas	(2,236%)	(56%)	49%	21%	(5%)	(246%)	(157%)	(206%)	108%
Parcela Variável	-	-	-	-	-	-	124%	(25%)	51%
Deduções da receita operacional bruta	38%	19%	15%	15%	(3%)	(11%)	27%	10%	65%
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	18%	28%	3%	3%	(10%)	(23%)	52%	13%	94%
CUSTOS DOS BENS E/OU SERVIÇOS VEND.	57%	86%	(20%)	(9%)	15%	25%	59%	39%	70%
Pessoal	19%	36%	25%	7%	12%	8%	4%	9%	24%
Material	30%	389%	(33%)	(35%)	29%	60%	136%	70%	93%
Serviços de Terceiros	139%	15%	(45%)	8%	(3%)	20%	9%	7%	18%
Depreciação e Amortização	12%	(0%)	(14%)	21%	90%	18%	63%	106%	16%
Gerais e Administrativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras despesas Operacionais	68%	38%	(9%)	(1%)	28%	4%	56%	(49%)	22%
Ganho na remensuração na aquisição	-	(100%)	-	-	-	-	-	-	-
Ganhos (perdas) nas aquisições de empresas	-	-	-	-	-	-	-	-	(100%)
EBIT	19%	13%	10%	5%	(14%)	(33%)	49%	1%	106%
Resultado de equivalência patrimonial	-	311%	47%	(18%)	9%	(29%)	79%	23%	126%
RECEITAS (DESPESAS) FINANCEIRAS	38%	49%	12%	13%	(14%)	(44%)	(5%)	23%	84%
Renda de aplicação financeira	148%	(21%)	(45%)	6%	(4%)	20%	(10%)	54%	(60%)
Despesas Financeiras	64%	25%	(1%)	12%	(13%)	(36%)	(6%)	30%	45%
Empréstimos e financiamentos	-	-	-	192%	(125%)	(130%)	232%	(51%)	394%
Variações monetárias e cambiais	50%	216%	(96%)	(100%)	-	-	-	-	-
Instrumentos financeiros derivativos	-	-	-	568%	(168%)	(88%)	(254%)	(77%)	1,478%
Atualização a valor justo	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Debêntures	-	-	-	15%	(20%)	(35%)	(5%)	33%	41%
Arrendamento	-	-	-	-	-	-	-	-	(12%)
Outras Receitas (Despesas) Financeiras	(61%)	2,458%	(104%)	(510%)	147%	(3%)	(11%)	81%	(13%)
EBT	20%	18%	16%	(3%)	(9%)	(27%)	73%	3%	117%
Imposto de renda e contribuição social	23%	(73%)	234%	(19%)	(32%)	(49%)	166%	1%	207%
RESULTADO DO EXERCÍCIO	19%	52%	1%	1%	(5%)	(25%)	65%	3%	105%
Participação dos acionistas não-controladores	-	-	-	-	-	-	-	-	(100%)
EBITDA	13%	19%	10%	5%	(14%)	(33%)	49%	2%	105%

Tabela 5.3: Análise horizontal da DRE

Fonte: Análise própria

Dentre as principais linhas a serem analisadas, a receita líquida é a mais relevante, uma vez que é a remuneração direta pelos serviços prestados pela companhia. Ao considerar as análises verticais e horizontais, observa-se que a receita líquida manteve um patamar em 2014 e 2015, reduzindo 10% e 23% em 2016 e 2017, respectivamente. A partir de 2018, a companhia vem apresentando crescimento de receita ano a ano, com aumento de mais de 50% em 2018, e altíssimos 94% em 2020, conforme figura 5.3. Novamente, como os demonstrativos analisados consideram o método contábil do IFRS, existem ajustes necessários que impactam o resultado. No caso de 2020, houve um aumento relevante da receita advinda de correções monetárias do ativo contratual, que impactou consideravelmente o resultado da empresa.

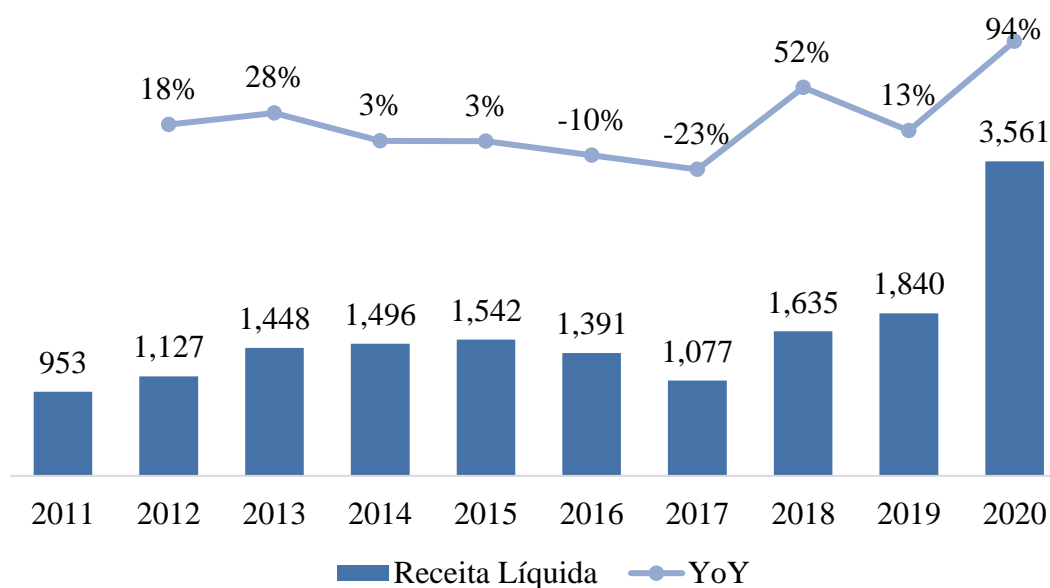


Figura 5.3: Receita Líquida e Crescimento YoY (R\$ MM; %)

Fonte: Análise própria

Ao observar os custos e despesas, conforme figura 5.4, percebe-se que a companhia manteve um patamar estável durante os anos de 2014 a 2017, aumentando 25% nesse último ano, o que vai contra o observado nas receitas da companhia, que reduziram em 2017. Dessa maneira, é seguro afirmar que a Taesa experimentou uma queda de eficiência de custos e despesas nos anos até 2017, o que posteriormente será corroborado pela análise de margens. Nos anos de 2018, 2019, e 2020, em linha com o aumento das receitas, houve um aumento das despesas e custos, em maior

magnitude em 2018 e 2019, recuperando parte da eficiência em 2020, quando o aumento dos custos e despesas foi menos intenso que o crescimento da receita.

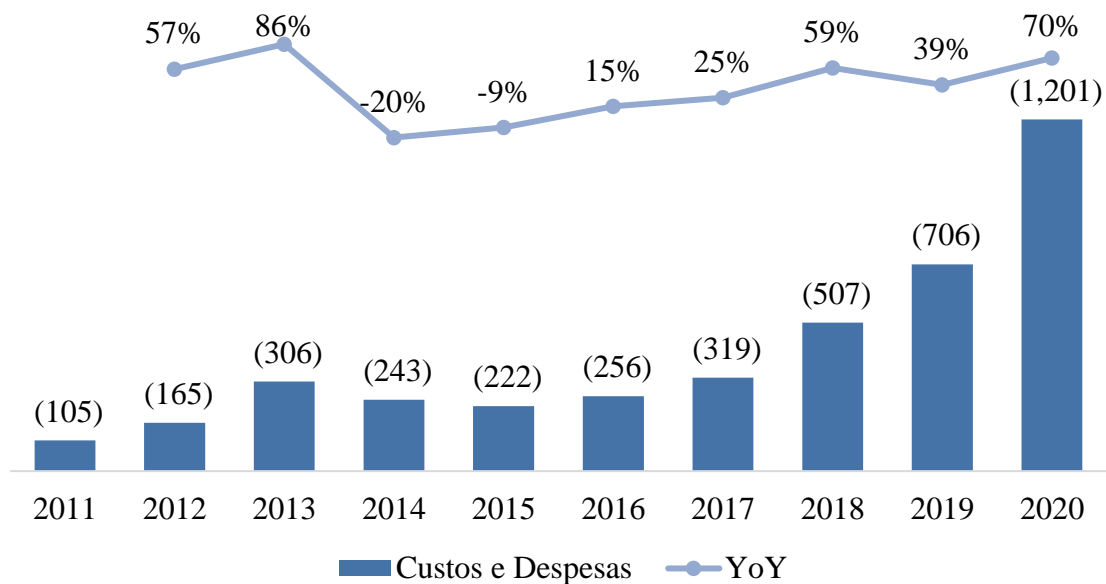


Figura 5.4: Custos e Despesas e Crescimento YoY (R\$ MM; %)

Fonte: Análise própria

Historicamente, a Taesa apresentou resultado financeiro negativo, conforme figura 5.5, o que significa que todas as despesas financeiras superam as receitas com aplicações financeiras. Esse montante negativo de resultado apresentou uma redução de 2015 a 2017, também em linha com a redução de receita observada no mesmo período. No entanto, ainda se observa uma redução em 2018, seguido de aumentos menos relevantes em 2019 e 2020, implicando um ganho de eficiência da Taesa, advinda do melhor aproveitamento de seus passivos financeiros.

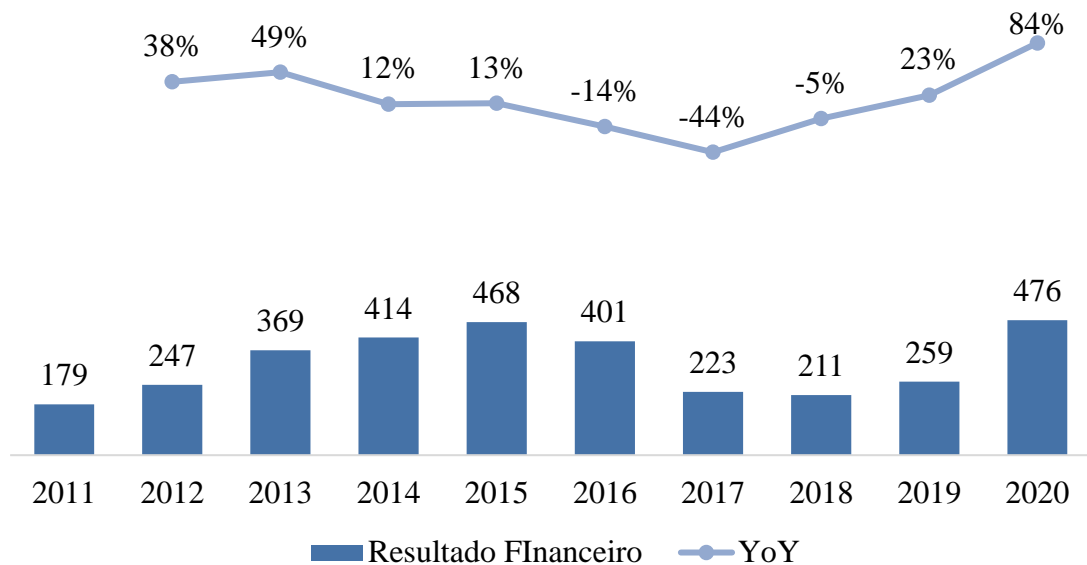


Figura 5.5: Resultado Financeiro e Crescimento YoY (R\$ MM; %)

Fonte: Análise própria

O EBITDA da Taesa permite corroborar as análises prévias de despesas e custos, uma vez que se observa uma redução significativa de margem desde 86% em 2015, até 63% em 2019. Isso significa que a geração de caixa operacional da companhia (uma aproximação do EBITDA) sofreu com perda de eficiência nesse período, como já mencionado na análise das despesas. Por outro lado, no ano de 2020 realmente houve uma leve recuperação da eficiência operacional, com um aumento da margem de 63% para 67%. No entanto, uma vez que o faturamento da companhia aumentou consideravelmente em 2020, o EBITDA acompanhou.

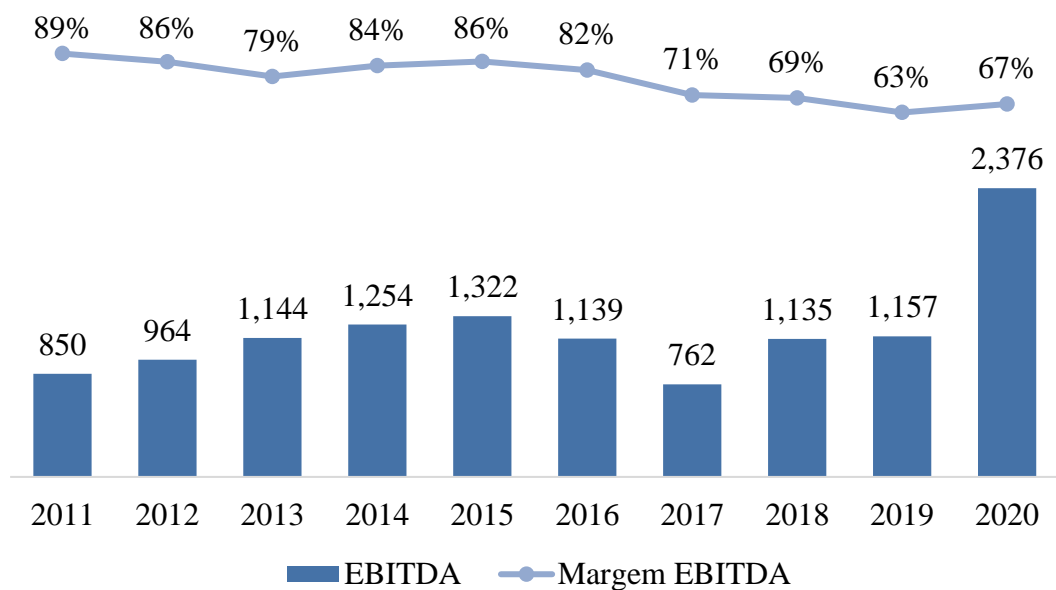


Figura 5.6: EBITDA e Margem EBITDA

Fonte: Análise própria

Finalmente, ao analisar a margem líquida oriunda do lucro líquido da empresa, percebe-se um nível constante ao longo do tempo, por volta de 60% a 66%, conforme figura 5.7. Esse patamar estável vai de encontro às análises de eficiência, uma vez que todas apresentaram uma redução até 2019, com leve aumento em 2020. No entanto, o motivo dessa manutenção de eficiência de lucro líquido é o aumento considerável do resultado advindo de equivalência patrimonial, isto é, resultado das empresas coligadas, controladas e controladas em conjunto, conforme figura 5.8. Essa fonte de receita passou a apresentar uma margem de 23% sobre a receita líquida no ano de 2020, contribuindo para a manutenção das margens de lucro líquido.

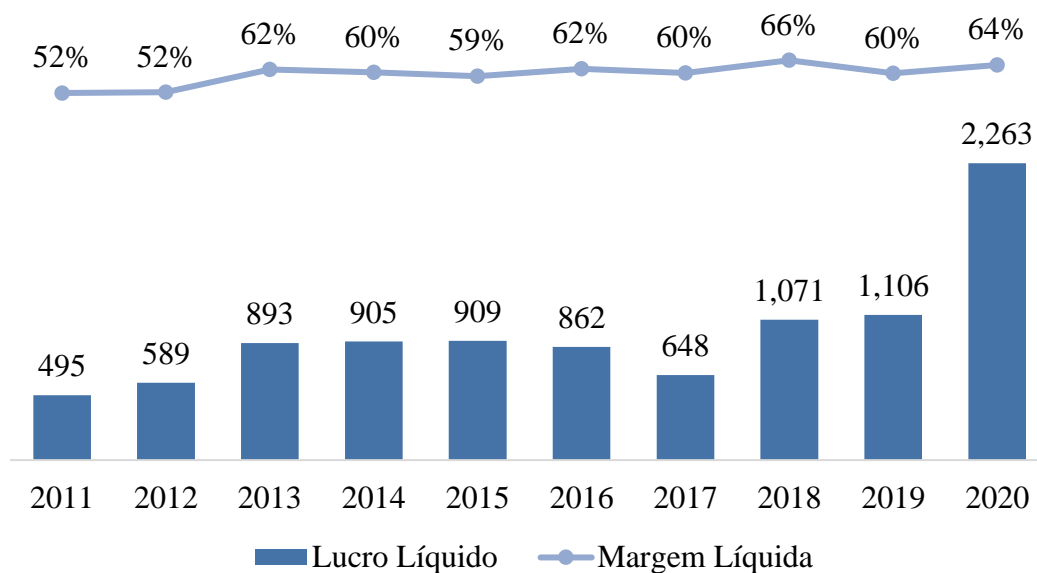


Figura 5.7: Lucro Líquido e Margem Líquida

Fonte: Análise própria

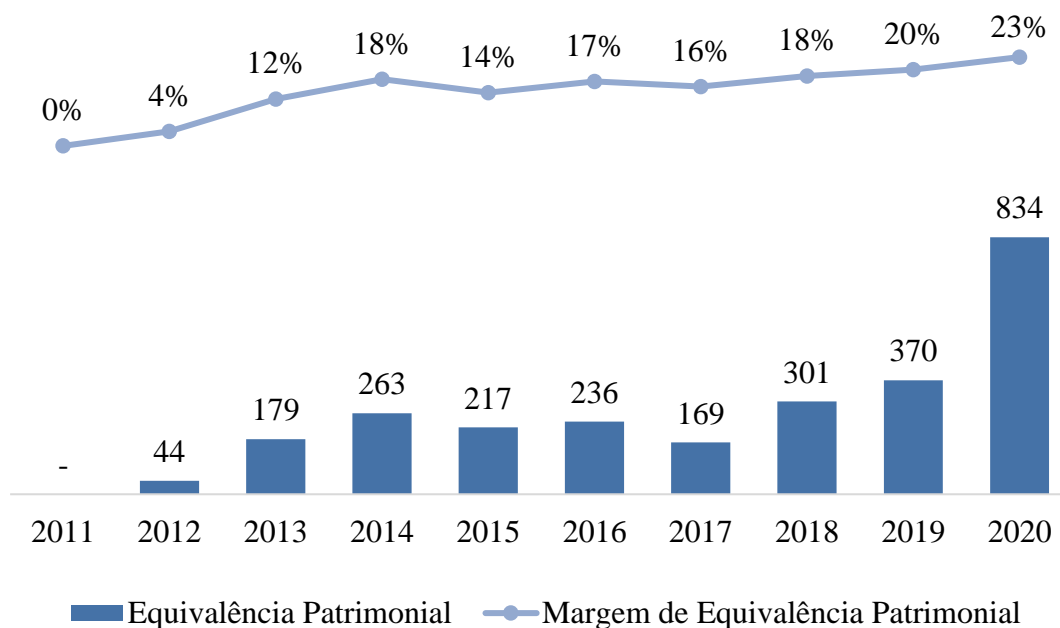


Figura 5.8: Equivalência Patrimonial e Margem de Equivalência Patrimonial

Fonte: Análise própria

5.2 Análise do *Balance Sheet*

Uma vez que a análise operacional foi feita por meio da DRE, o próximo passo é realizar a análise da liquidez e solvência da companhia através do balanço patrimonial. Com isso, é possível compreender a estrutura de capital da empresa e a posição de liquidez e solvência. Na tabela 5.4, pode-se observar o Balanço Patrimonial da Taesa, de 2011 a 2020.

No ativo circulante e não circulante, percebe-se que a principal linha se refere ao “Ativo Contratual de Concessão”, que reúne as concessões da empresa e leva em consideração as mutações entre períodos. Nesse caso, consideram-se as adições, aquisições, correção monetária, remuneração e recebimentos.

Ainda no ativo não circulante, a linha referente a investimentos também é relevante no total do ativo, representando 25% da parcela não circulante. Esses investimentos referem-se às subsidiárias da Taesa (com 100% das ações ou não) donas de linhas de transmissão. Da mesma maneira, leva-se em consideração a mutação do ativo em 2019 com base na aquisição de empresas, aumento de capital, dividendos e equivalência patrimonial.

Por outro lado, ao analisar o Passivo da Taesa, percebe-se um montante relevante de passivo financeiro referente a debêntures emitidas pela companhia. Como a debênture é uma maneira de buscar financiamento no mercado de capitais, pode ser considerada como parte da dívida da companhia, e conseqüentemente da sua estrutura de capital.

Balço	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ativo	6,491	9,636	9,154	8,659	8,862	8,411	8,055	8,616	11,230	14,105
Total do Ativo Circulante	1,566	3,784	1,788	1,787	2,082	1,955	1,947	1,922	3,568	2,360
Caixa e equivalentes de caixa	502	543	121	102	132	102	57	21	83	896
Títulos e valores mobiliários	-	1,939	309	85	83	262	570	799	2,337	-
Clientes	959	158	157	207	165	173	175	159	128	190
Ativo contratual de concessão	-	1,024	1,066	1,164	1,240	1,294	1,028	864	856	1,015
Impostos e contribuições sociais	61	71	81	97	128	64	47	36	102	124
Estoque	3	-	-	-	-	-	-	-	-	0
Cauções e depósitos vinculados	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos e JCP a Receber	-	-	12	13	39	20	19	0	0	50
Instrumentos financeiros derivativos	-	4	-	65	258	-	-	-	-	9
Outros Ativos Circulantes	41	46	42	53	37	41	52	44	63	75
Total do Ativo Não Circulante	4,925	5,852	7,366	6,872	6,780	6,456	6,108	6,694	7,662	11,746
Títulos e valores mobiliários	59	151	104	4	5	4	4	4	5	10
Ativo contratual de concessão	4,215	5,357	5,162	5,071	4,965	4,623	4,206	4,592	5,240	8,357
Instrumentos financeiros derivativos	-	-	-	-	-	-	-	30	44	157
Impostos e Contribuições Sociais Diferidos	620	281	136	23	-	-	0	-	-	-
Impostos e Contribuições Sociais	-	19	12	2	-	-	0	0	-	-
Investimentos	-	-	1,885	1,702	1,726	1,730	1,781	1,918	2,167	2,953
Contas a receber de concessionárias e permissionárias	-	-	11	11	13	14	14	14	19	20
Depósitos judiciais	10	13	14	13	14	18	27	28	33	45
Outras contas a receber	1	7	11	8	13	20	17	18	19	42
Recebíveis de concessão de serviços	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Imobilizado	14	17	23	24	23	22	23	23	23	45
Intangível	6	7	8	13	21	25	36	66	79	90
Direito de uso	-	-	-	-	-	-	-	-	34	29
Total do Passivo e do Patrimônio Líquido	6,491	9,636	9,154	8,659	8,862	8,411	8,055	8,616	11,230	14,105
Total do Passivo Circulante	1,658	653	1,098	752	1,008	1,074	645	647	997	842
Fornecedores	33	27	34	37	34	37	39	58	91	85
Impostos e contribuições sociais	14	22	11	12	24	25	79	45	41	55
Empréstimos e financiamentos	1,281	166	460	120	628	9	9	11	10	121
Debêntures	33	263	482	485	236	900	393	418	724	319
Passivo de arrendamento	-	-	-	-	-	-	-	-	9	9
Instrumentos financeiros derivativos-swap	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos e JCP a pagar	214	100	25	0	0	0	0	0	0	106
Taxas regulamentares	39	52	61	66	55	67	74	69	69	63
Outras contas a pagar	43	23	25	31	30	36	51	47	53	83
Total do Passivo Não Circulante	2,580	4,886	3,751	3,682	3,477	3,029	3,062	3,397	5,307	7,238
Empréstimos e financiamentos	581	922	336	475	56	364	360	410	415	923
Debêntures	1,435	3,420	3,089	2,765	2,752	2,017	2,244	2,462	4,159	4,858
Passivo de arrendamento	-	-	-	-	-	-	-	-	27	22
Instrumentos financeiros derivativos	-	-	-	-	-	45	34	-	1	47
Tributos diferidos	188	326	312	349	321	308	275	287	335	764
Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos	346	167	-	-	193	169	97	164	309	525
Provisões fiscais, Previdenciárias, trabalhistas e cíveis	1	3	3	1	1	10	15	28	31	44
Provisão para desmobilização de ativos	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
Fornecedores	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40
Outras contas a pagar	30	49	11	93	154	116	38	47	29	14
Patrimônio líquido	2,252	4,097	4,305	4,225	4,377	4,308	4,348	4,572	4,927	6,026
Capital social Realizado	1,313	3,042	3,042	3,042	3,042	3,042	3,042	3,042	3,042	3,042
Reserva de Capital	595	595	595	595	595	595	595	595	599	599
Reserva de Lucros	345	201	523	333	418	496	552	654	1,224	1,944
Dividendos intercalares e JCP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos adicionais propostos	-	260	146	255	323	175	159	282	62	456
Ajuste de avaliação patrimonial	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(15)
Reserva AFAC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prejuízos Acumulados	-	-	-	-	-	-	-	-	(0)	-

Tabela 5.3: *Balance Sheet* detalhado da Taesa (2011 a 2020)

Fonte: Relação com Investidores TAESA

Para a análise da estrutura de capital da Taesa, considera-se todas as dívidas e o patrimônio líquido da companhia. Para as dívidas, deve se considerar que todas as obrigações de pagamento com penalidades contratualmente negociadas são consideradas dívidas. Dessa maneira, isso inclui os empréstimos e financiamentos, as debêntures emitidas pela Taesa, e os *leasings* (arrendamentos). Como resultado, figura 5.9, pode-se perceber que a Taesa possui 49% do seu capital advindo do Patrimônio Líquido da própria companhia, enquanto que os restantes 51% são oriundos das captações via dívida.

Ao realizar uma quebra mais detalhada da dívida da empresa, observa-se que 72% das dívidas são indexadas ao IPCA e 28% ao CDI, conforme figura 5.10. A indexação ser majoritariamente com relação ao IPCA é um fator positivo à companhia, uma vez que em metade das linhas da Taesa o ajuste da RAP é feito com base no IPCA, de modo que exista uma mitigação do risco do indexador nessas captações. Em paralelo, a companhia possui boas métricas de liquidez e solvência, como demonstrado a frente, de modo que a associação de *ratings* Moody's conferiu à Taesa o *rating* em escala global de Ba1 com perspectiva estável, e em escala nacional brasileira Aaa.br, também com perspectiva estável, ratificando a segurança de crédito da Taesa.

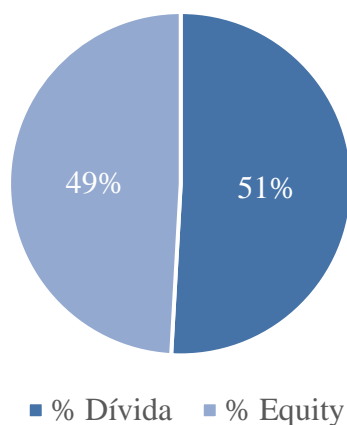


Figura 5.9: Estrutura de capital (%)
Fonte: Relação com Investidores TAESA

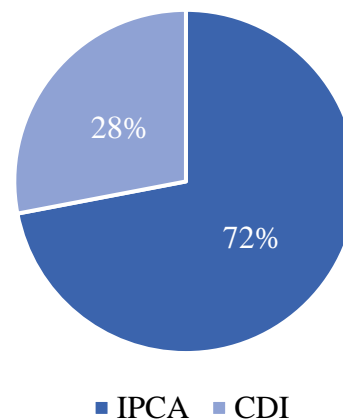


Figura 5.10: Indexadores da Dívida (%)
Fonte: Relação com Investidores TAESA

Finalmente, ao realizar o cálculo dos principais *ratios* de liquidez e solvência, conforme tabela 5.5, observa-se que a Taesa possui cerca de duas vezes Dívida Líquida / EBITDA, o que significa que, nos patamares atuais de EBITDA, a empresa demoraria dois anos para quitar toda a dívida. Essa métrica é bem razoável, uma vez que a maioria das dívidas da Taesa possuem *maturity* em mais de 1 ano, de modo que ter o suficiente para pagar todo o endividamento em 2 anos é positivo.

Ademais, seguindo na análise dos *ratios*, fica evidente que a Taesa possui uma boa posição de liquidez, com o índice de liquidez corrente em torno de 2.8x, o que significa que o total de ativos que a companhia tem direito no curto prazo supera os passivos de curto prazo em 1.8x. Assim, torna-se claro que a companhia possui uma posição confortável de liquidez.

Mais além, percebe-se que a alavancagem da companhia é menor do que 1x, por mais que a maior parte da sua estrutura de capital seja composta por dívida. Isso ocorre porque a Taesa possui uma posição de caixa suficiente de modo que a sua dívida líquida seja 0.8x seu patrimônio líquido, corroborando a situação favorável de financiamento.

Por fim, ao analisar a capacidade de pagamento da companhia no longo prazo (solvência), novamente fica claro a capacidade da Taesa de arcar com seus empréstimos. Com 2.4x seus ativos sobre dívida total, a companhia necessitaria de captar 2.4x a dívida atual para esgotar totalmente os ativos de um ano para o pagamento.

<i>Ratios</i>	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dívida Líquida / EBITDA	3.3x	2.1x	3.0x	2.5x	2.4x	1.8x	2.6x	1.8x	1.9x	2.1x
Liquidez corrente	0.9x	5.8x	1.6x	2.4x	2.1x	1.8x	3.0x	3.0x	3.6x	2.8x
Alavancagem	1.2x	0.5x	0.8x	0.8x	0.7x	0.5x	0.5x	0.5x	0.4x	0.8x
Solvência Geral	2.0x	2.1x	2.4x	2.6x	2.6x	3.5x	3.1x	3.0x	2.4x	2.4x

Tabela 5.5: Principais *Ratios* de liquidez e solvência (x)

Fonte: Análise própria

5.3 Análise do *Cash Flow Statement*

A análise do *Cash Flow Statement* busca compreender se a geração de caixa da companhia é eficiente, e se é suficiente para arcar com despesas de investimentos e dívidas da companhia. Para

esse objetivo, pode-se analisar a geração operacional de caixa conforme tabela 5.6, na qual foi elaborada um fluxo de caixa pelo método indireto apenas para a operação.

Caixa Operacional	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Lucro Líquido	905	909	862	648	1,071	1,106	2,263
(+) D&A	1	2	3	4	6	13	15
(-) Var Capital de Giro	(47)	38	(5)	1	35	64	(68)
(-) Receita Financeira	(57.2)	(60.9)	(58.4)	(69.8)	(62.9)	(96.9)	(38.8)
(+) Despesa Financeira	471.3	529.1	459.3	292.3	274.1	355.7	514.3
(-) Resultado de Equivalência Patrimonial	(263.0)	(216.9)	(235.8)	(168.6)	(301.3)	(369.8)	(833.9)
Fluxo de Caixa das Operações	1,010.7	1,200.6	1,025.7	706.8	1,022.2	1,072.2	1,851.5

Tabela 5.6: Fluxo de caixa das operações (R\$ MM)

Fonte: Análise própria

Na tabela 5.7, evidenciam-se os principais indicadores da *performance* de caixa da companhia. Em primeiro lugar, a margem de caixa operacional busca refletir o quanto da receita de um período consegue ser convertida em caixa, e é possível perceber um declínio da margem ao longo do tempo, alcançando 52% em 2020. Isso é natural, uma vez que a geração de caixa tende a acompanhar o EBITDA. Em segundo lugar, o caixa operacional sobre CAPEX representa quantas vezes o caixa da companhia consegue sustentar os investimentos em imobilizado. Esse indicador também vem diminuindo ao longo do tempo, entretanto isso se dá pelo aumento considerável do CAPEX da empresa, que busca investir mais pesadamente em novos empreendimentos. Por último, o índice de cobertura por volta de 31% significa que a companhia arcaria com toda a sua dívida com aproximadamente 3 anos de geração operacional de caixa, o que é positivo e aumenta a confiabilidade no *business*.

Indicadores de Caixa	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Margem de Caixa Operacional	68%	78%	74%	66%	63%	58%	52%
Caixa Operacional sobre CAPEX	336.9x	240.1x	46.6x	6.5x	4.9x	1.5x	1.2x
Índice de Cobertura pelo Caixa Operacional	30%	35%	43%	27%	35%	23%	31%

Tabela 5.7: Principais *Ratios* de geração de caixa

Fonte: Análise própria

6. Avaliação quantitativa: *Valuation*

Finalmente, para realizar o *valuation* da Taesa foram consideradas duas metodologias de cálculo diferentes, abordadas na revisão literária desse estudo: o método do Fluxo de Caixa descontado, e o método dos Ativos Líquidos ajustados mais *goodwill*. A fim de utilizar tais metodologias, primeiramente é necessário projetar os dados financeiros da Taesa para os próximos anos, e foi considerada a data base de janeiro de 2021 para o cálculo de tais projeções.

Vale ressaltar que para realizar as projeções é necessário utilizar as demonstrações regulatórias da Taesa, em oposição às demonstrações IFRS utilizadas para as análises de DFs. Isso é necessário porque a projeção se torna mais simples, e próxima à realidade operacional, uma vez que não há a necessidade de nenhum ajuste para a conciliação com o IFRS. Além disso, é dessa maneira que o mercado costuma realizar as projeções, de forma que seja mais assertiva a comparação com outros *players* do setor.

6.1 Projeções das linhas do *Income Statement*

A fim de projetar as linhas da DRE, deve-se começar pela projeção da receita da companhia. Como adiantado anteriormente, a receita da Taesa depende da disponibilidade das linhas de transmissão, e é remunerada por meio da receita anual permitida (RAP) para cada concessão. Além da parcela da RAP, existe a receita variável, que se refere a uma perda oriunda de indisponibilidade da linha, pausas para consertos etc. É importante mencionar que a receita é automaticamente líquida de impostos diretos e outras taxas, e para se obter a receita bruta é necessário realizar um *gross-up* com base na receita líquida, alíquotas tributárias de PIS e COFINS, taxa de fiscalização dos serviços, taxa ao ONS e contribuição a pesquisa e desenvolvimento.

Conforme a tabela 6.3, evidencia-se a capacidade operacional de alto nível da Taesa, uma vez que a taxa de disponibilidade das linhas foi de 99.88% em 2020, o que significa que a remuneração advinda da RAP (também presentes na tabela 6.3) será praticamente integral para a companhia. Além disso, foi considerada uma parcela variável da receita de 1% apenas, referente a quaisquer eventos que possam paralisar momentaneamente a disponibilidade da linha.

A fim de se obter informações sobre a receita bruta, é necessário realizar o *gross-up* de taxas, como mencionado anteriormente. A TFSEE (Taxa de fiscalização dos serviços de energia

elétrica) é de 0.4%, 0.1% de taxa para pesquisa e desenvolvimento do setor de energia elétrica, e a taxa para ONS também é de 1%. Essas taxas são fixas, no entanto ainda é necessário considerar os impostos PIS e COFINS, que dependem do regime tributário de cada concessão, seja Lucro Presumido, seja Lucro Real. Na tabela 6.3, pode-se consultar quais são as linhas tributadas no regime de Lucro Presumido e quais estão no de Lucro Real.

Os custos e despesas da Companhia são as próximas projeções a serem realizadas, e foram divididas entre custos e despesas da controladora e das subsidiárias. Para ambas, foi considerada a média histórica de 5 anos do percentual da receita líquida relativo a cada custo e despesa. Dessa maneira, a margem sobre esses custos foi mantida em linha com o histórico. Os percentuais utilizados estão conforme a tabela 6.1.

Custos e Despesas	% da Receita Líquida (Média dos últimos 5 anos)
Pessoal	7.9%
Material	0.1%
Serviços de terceiros	3.1%
Outras despesas operacionais	1.6%

Tabela 6.1: % Receita Líquida por linha de Custo e Despesa

Fonte: Análise dos demonstrativos Taesa

Após as projeções de receita, custos e despesas, é possível montar um demonstrativo de resultado regulatório da Taesa, até o EBITDA, conforme tabela 6.2. Com a projeção de depreciação (referenciar projeções do *balance sheet*) calcula-se também o EBIT, que servirá para o cálculo do NOPAT e início do fluxo de caixa da firma.

DRE (R\$ MM)	2021	2022	2023	2024	2025
Receita Consolidada	2,102.7	2,524.8	2,798.7	2,893.6	2,980.4
Controladora	1,629.7	1,816.1	1,948.1	2,017.4	2,078.0
RAP	1,646.2	1,834.5	1,967.7	2,037.8	2,099.0
Parcela Variável	(16.5)	(18.4)	(19.7)	(20.4)	(21.0)
Subsidiárias	473.0	708.6	850.7	876.2	902.5
RAP	473.0	708.6	850.7	876.2	902.5
Deduções	(139.4)	(173.4)	(195.4)	(201.9)	(207.9)
Receita Líquida	1,963.4	2,351.3	2,603.3	2,691.8	2,772.5
Custos e Despesas	(271.3)	(314.9)	(348.1)	(359.9)	(370.7)
Controladora	(207.4)	(231.1)	(247.9)	(256.7)	(264.4)
Pessoal	(128.8)	(143.5)	(153.9)	(159.4)	(164.2)
Material	(2.0)	(2.2)	(2.4)	(2.4)	(2.5)
Terceiros	(51.1)	(56.9)	(61.0)	(63.2)	(65.1)
Outras	(25.6)	(28.5)	(30.6)	(31.7)	(32.6)
Subsidiária	(63.9)	(83.8)	(100.2)	(103.2)	(106.3)
Pessoal	(42.4)	(52.0)	(62.2)	(64.1)	(66.0)
Material	(0.5)	(0.8)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
Terceiros	(14.0)	(20.6)	(24.7)	(25.4)	(26.2)
Outras	(7.0)	(10.3)	(12.4)	(12.7)	(13.1)
EBITDA	1,692.1	2,036.4	2,255.2	2,331.8	2,401.8
(-) D&A	(62.9)	(53.9)	(43.9)	(43.1)	(44.4)
EBIT	1,629.2	1,982.5	2,211.3	2,288.7	2,357.4

Tabela 6.2: Demonstração de resultados projetados

Fonte: Modelagem financeira

Concessão	Indexador	RAP 20/21	Participação (%)	Disponibilidade da Linha	Categoria	Início da Concessão	Fim da Concessão
Aimores	IPCA	40.4	50.00%	99.88%	3	2017	2047
ATE I	IGPM	115.1	100.00%	99.88%	2	2004	2034
ATE II	IGPM	275.5	100.00%	99.88%	2	2005	2035
ATE III	IPCA	127.7	100.00%	99.88%	2	2006	2036
BRASNORTE	IPCA	28.1	100.00%	99.88%	3	2008	2038
EATE	IGPM	130.6	49.98%	99.88%	2	2001	2031
EBTE	IPCA	36.4	74.49%	99.88%	3	2008	2038
ECTE	IGPM	10.8	19.09%	99.88%	2	2000	2030
EDTE	IPCA	35.2	49.99%	99.88%	3	2016	2046
ENTE	IGPM	67.3	49.99%	99.88%	2	2002	2032
ERTE	IGPM	15.3	49.99%	99.88%	2	2002	2032
ESDE	IPCA	7.2	49.98%	99.88%	3	2009	2039
ESTE	IPCA	57.2	49.98%	99.88%	3	2017	2047
ETAU	IGPM	29.9	75.62%	99.88%	2	2002	2032
ETEO	IGPM	105.4	100.00%	99.88%	2	2000	2030
ETEP	IGPM	29.4	49.98%	99.88%	2	2001	2031
ETSE	IPCA	4.1	19.09%	99.88%	3	2012	2042
GTESA	IGPM	5.9	100.00%	99.88%	2	2002	2032
Ivaí	IPCA	149.8	50.00%	99.88%	3	2017	2047
Janauba	IPCA	197.7	100.00%	99.88%	3	2017	2047
Lagoa Nova	IPCA	12.9	100.00%	99.88%	3	2013	2043
Lumitrans	IGPM	12.7	39.99%	99.88%	2	2004	2034
Mariana	IPCA	16.4	100.00%	99.88%	3	2014	2044
Miracema	IPCA	67.9	100.00%	99.88%	3	2016	2046
Munirah	IGPM	29.0	100.00%	99.88%	2	2004	2034
NVT	IGPM	352.5	100.00%	99.88%	2	2000	2030
NTE	IGPM	92.1	100.00%	99.88%	2	2002	2032
Paraguaçu	IPCA	60.4	50.00%	99.88%	3	2017	2047
PATESA	IGPM	17.4	100.00%	99.88%	2	2002	2032
Sant'Ana	IPCA	62.1	100.00%	99.88%	3	2019	2049
São Gotardo	IPCA	5.5	100.00%	99.88%	3	2012	2042
São João	IPCA	49.8	100.00%	99.88%	3	2013	2043
São Pedro	IPCA	46.5	100.00%	99.88%	3	2013	2043
STC	IPCA	19.2	39.99%	99.88%	2	2006	2036
STE	IGPM	50.6	100.00%	99.88%	2	2002	2032
Transirapé	IGPM	22.2	54.00%	99.88%	2	2005	2035
Transleste	IGPM	19.3	54.00%	99.88%	2	2004	2034
Transudeste	IGPM	16.3	54.00%	99.88%	2	2005	2035
TSN	IGPM	325.1	100.00%	99.88%	2	2000	2030

Tabela 6.3: Concessões de Linhas de Transmissão da Taesa

Fonte: Relação com Investidores TAESA

6.2 Projeções das linhas do *Balance Sheet*

Dentro do *Balance Sheet*, as projeções que impactarão o modelo financeiro são os investimentos em imobilizado, a depreciação, e o capital de giro.

Em primeiro lugar, como mencionado anteriormente, a variação do capital de giro, quando subtraído do fluxo de caixa, é responsável por passar do regime de competência para o regime caixa. Por esse motivo, é necessário realizar a projeção do capital de giro da empresa, e para isso, utilizam-se os prazos de recebimentos e pagamentos das contas a receber (clientes) e contas a pagar (fornecedores). Com base nos prazos e na receita e despesas, calcula-se os ativos e passivos circulantes, e o capital de giro. Para a projeção, considerou-se um nível constante de dias de recebimento e pagamento, 38 e 17 dias respectivamente, referentes aos valores do ano de 2020.

Em segundo lugar, a projeção do CAPEX e depreciação da Taesa consideram os investimentos para a construção de novas linhas de transmissão. Atualmente, existem 6 concessões em construção com prazos de término distintos. São elas: Janaúba, ESTE, Aimorés, Paraguaçu, Ivaí e Sant’Ana. Todas possuem prazo da Aneel para fevereiro de 2022, exceto Sant’Ana que terminará de ser construída em março de 2023. Com base nos prazos de construção, no montante construído, e no CAPEX total dos empreendimentos, estimou-se uma curva de desembolso para os próximos anos. Além disso, estimou-se um CAPEX de manutenção dos investimentos de 2% da receita bruta anual.

A depreciação relativa a esse ativo imobilizado foi projetada pelo método de depreciação linear, considerando que a depreciação ocorre 100% em 15 anos (metade do período total de concessão), o que acarreta uma taxa anual de 6.7% dos investimentos. A estimativa de CAPEX anual e a depreciação associada até 2025 podem ser encontrados na tabela 6.4.

CAPEX e Depreciação (R\$ MM)	2021	2022	2023	2024	2025
CAPEX	2,017.2	859.4	93.5	60.6	62.4
Controladora	456.0	265.6	76.5	43.1	44.4
Subsidiárias	1,561.2	593.8	17.0	17.5	18.0
Depreciação	(192.3)	(140.2)	(95.5)	(94.8)	(96.3)
Controladora	(62.9)	(53.9)	(43.9)	(43.1)	(44.4)
Subsidiárias	(129.3)	(86.3)	(51.6)	(51.7)	(51.9)

Tabela 6.4: Projeção de CAPEX e Depreciação associada até 2025

Fonte: Modelagem financeira

6.3 Fluxo de caixa descontado

Uma vez que as projeções necessárias já foram realizadas, é possível estruturar o método de *valuation* desejado. No primeiro momento, o modelo a ser utilizado é o Fluxo de Caixa descontado, que considera que o valor da companhia é a soma dos fluxos descontados a valor presente. Para isso, cabe projetar os impostos sobre o lucro, e modelar a taxa de desconto.

A projeção dos impostos deve levar em consideração, não só o regime tributário (Lucro Real ou Presumido), como também os incentivos fiscais exclusivos de cada linha. Os incentivos podem ser SUDAM ou SUDENE, que reduzem a alíquota de imposto em 75%. Nos casos em que a Taesa não possui 100% das linhas, o cálculo foi realizado de forma proporcional. Abaixo, na tabela 6.5, é possível conferir quais linhas possuem o benefício e se eles são SUDAM ou SUDENE.

Para o cálculo da taxa de desconto, foi necessário buscar o WACC, uma vez que o fluxo de caixa a ser descontado é o *Free Cash Flow to Firm*. Para isso, foi considerada uma taxa livre de risco de 0.9% referente ao mercado americano, obtida como a *yield* de um T-Bond americano de 10 anos, e um *Equity Risk Premium* de país maduro igual a 4.7%, de acordo com Aswath Damodaran – NYU Stern. Para o caso específico da Taesa, foi considerado um beta mediando do setor de 0.5, também obtido no estudo da NYU Stern conduzido por Aswath Damodaran. Por fim, adiciona-se um *Risk Premium* específico para o país Brasil de 2.9%, em linha com o spread do CDS do país, obtendo-se um *Cost of Equity* (K_e) dolarizado de 6.2%, que quando trazido à moeda real torna-se 7.2%.

Uma vez que já se obteve o custo de capital próprio, é necessário calcular o custo de capital de terceiros para ponderar na taxa WACC. Para isso, buscou-se a debênture mais recente emitida pela companhia, e considerou a sua taxa de remuneração como o custo da dívida, DI + 2.85%, em torno de 6.9% para o ano de 2021. Quando aplicado o *tax-shield* sobre esse custo, há uma redução para 4.5%. Dessa maneira, ponderou-se os custos com base na estrutura de capital da empresa dividida entre a dívida líquida (R\$ 5,205.7 MM) e o valor de mercado do *equity* (R\$ 10,596.8), para se obter o custo final do capital da companhia de 6.4%.

O cálculo completo do custo ponderado de capital pode ser encontrado na tabela 6.6.

Concessão	Participação (%)	Tributação	Benefício Fiscal
Aimores	50.00%	Lucro Real	SUDENE
ATE I	100.00%	Lucro Real	-
ATE II	100.00%	Lucro Real	SUDENE
ATE III	100.00%	Lucro Real	SUDAM
BRASNORTE	100.00%	Lucro Real	SUDAM
EATE	49.98%	Lucro Real	SUDAM
EBTE	74.49%	Lucro Real	SUDAM
ECTE	19.09%	Lucro Real	-
EDTE	49.99%	Lucro Real	SUDENE
ENTE	49.99%	Lucro Real	SUDAM
ERTE	49.99%	Lucro Presumido	-
ESDE	49.98%	Lucro Presumido	-
ESTE	49.98%	Lucro Real	SUDENE
ETAU	75.62%	Lucro Real	-
ETEO	100.00%	Lucro Real	-
ETEP	49.98%	Lucro Real	SUDAM
ETSE	19.09%	Lucro Presumido	-
GTESA	100.00%	Lucro Real	SUDENE
Ivaí	50.00%	Lucro Real	-
Janauba	100.00%	Lucro Real	SUDENE
Lagoa Nova	100.00%	Lucro Presumido	-
Lumitrans	39.99%	Lucro Presumido	-
Mariana	100.00%	Lucro Presumido	-
Miracema	100.00%	Lucro Presumido	SUDAM
Munirah	100.00%	Lucro Real	SUDENE
NVT	100.00%	Lucro Real	SUDAM
NTE	100.00%	Lucro Real	-
Paraguaçu	50.00%	Lucro Real	SUDENE
PATESA	100.00%	Lucro Real	SUDENE
Sant'Ana	100.00%	Lucro Presumido	-
São Gotardo	100.00%	Lucro Presumido	-
São João	100.00%	Lucro Presumido	-
São Pedro	100.00%	Lucro Presumido	-
STC	39.99%	Lucro Presumido	-
STE	100.00%	Lucro Real	-
Transirapé	54.00%	Lucro Presumido	-
Transleste	54.00%	Lucro Presumido	-
Transudeste	54.00%	Lucro Presumido	-
TSN	100.00%	Lucro Real	SUDENE

Tabela 6.5: Linhas de Transmissão e Benefício fiscal

Fonte: Relação com Investidores TAESA

Wacc	
Ke Nominal - USD	6.2%
Taxa Livre de Risco - Rf	0.9%
Beta - β	0.5
Equity Risk Premium - USA	4.7%
Country Risk Premium	2.9%
Nominal Cost of Equity Ke - BRL	7.2%
Price Index - BRL	3.6%
Price Index - USA	2.6%
Nominal Cost of Debt after taxes - BRL	4.5%
Custo de Dívida BRL (Kd)	6.9%
Corporate tax rate	34.0%
Capital Structure	
E/(D+E)	67.1%
D/(D+E)	32.9%
Debt	5,205.7
Equity	10,596.8
Wacc Nominal BRL	6.4%
Price Index BRL	3.6%
Wacc Real BRL	2.6%

Tabela 6.6: Cálculo do WACC

Fonte: Modelagem Financeira

A projeção do fluxo da firma foi estruturada da seguinte maneira. Em um primeiro momento foi projetado o fluxo operacional e de investimentos da controladora por 30 anos, uma vez que esse é o período de concessão das linhas de transmissão. Posteriormente, foi adicionado ao fluxo principal a projeção individual do fluxo das seis principais subsidiárias, obtendo-se, assim, o fluxo consolidado. Uma amostra de 5 anos de projeção pode ser observada na tabela 6.7.

Free Cash Flow to Firm (R\$ MM)	2021	2022	2023	2024	2025	...
EBIT	1,359.4	1,531.1	1,656.2	1,717.6	1,769.1	...
(-) Imposto de Renda (t x EBIT)	(253.9)	(273.5)	(435.4)	(452.3)	(470.1)	...
NOPAT	1,105.5	1,257.6	1,220.8	1,265.3	1,299.0	...
(+) D&A	62.9	53.9	43.9	43.1	44.4	...
(-) Variação do Capital de Giro	26.6	(28.4)	(20.1)	(10.6)	(9.2)	...
Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais	1,194.9	1,283.1	1,244.6	1,297.9	1,334.2	...
(-) CAPEX	(456.0)	(265.6)	(76.5)	(43.1)	(44.4)	...
Fluxo de Caixa das Atividades de Investimen	(456.0)	(265.6)	(76.5)	(43.1)	(44.4)	...
Fluxo de Caixa da Firma - Controladora	739.0	1,017.5	1,168.2	1,254.8	1,289.8	...
(+) Fluxo de caixa da Firma - Subsidiárias	(468.6)	164.2	507.1	538.5	532.5	...
Aimorés	(73.7)	16.8	31.5	33.0	34.0	...
Ivaí	(453.6)	(223.5)	77.2	93.7	96.6	...
Paraguaçu	(109.5)	27.6	49.9	52.2	53.8	...
ETAU	17.9	18.4	19.0	19.6	20.1	...
Transmineiras	28.9	21.4	19.1	19.6	20.1	...
TBE	121.5	303.3	310.5	320.4	307.9	...
Fluxo de Caixa da Firma - Consolidado	270.4	1,181.7	1,675.3	1,793.3	1,822.3	...

Tabela 6.7: Fluxo de Caixa da Firma

Fonte: Modelagem Financeira

Além do fluxo explícito projetado acima, é necessário utilizar o método de *Gordon-Shapiro* para projetar o crescimento na perpetuidade. Esse crescimento foi estimado em 5%, uma aproximação para as expectativas de inflação mais o crescimento do PIB. Com isso, o fluxo explícito descontado, somado ao valor presente da perpetuidade retorna um *Enterprise Value* de R\$ 17,567 MM. Ao subtrair a dívida líquida, obtém-se o valor para os acionistas de R\$ 12,361 MM, resultando em um valor por ação de R\$ 35.9, 16.6% acima do valor de janeiro de 2021, conforme a tabela 6.8.

Valuation - FCFF

Valor Presente do Fluxo Descontado	16,567.9
Valor Presente da Perpetuidade	999.0
EV	17,566.8
<hr/>	
(-) Dívida Líquida	5,205.7
Equity Value	12,361.1
<hr/>	
Número de Units	344,498,907.0
Preço Target (R\$)	35.9
<hr/>	
Preço em 01/01/2021	30.8
Upside	16.6%

Tabela 6.8: *Valuation* por DCF

Fonte: Modelagem Financeira

6.4 Restated Net Assets + Goodwill

O cálculo do valor da companhia pelo método de *RNA + Goodwill* utilizou como base as projeções já realizadas para o lucro da companhia, bem como a taxa de desconto calculada para o *equity*. Apenas foi necessário ajustar os ativos líquidos da companhia (Ativo – Passivo) retirando todos os intangíveis, resultando em um *RNA* de R\$ 2,746.9 MM. Como a receita livre de risco é o produto do *RNA* pela *Risk-Free Rate*, obtém-se R\$ 54 MM .

Dessa maneira, subtraindo-se a receita livre de risco do *RNI (Restated Net Income)*, obtém-se o *superprofit* para calcular o *Goodwill*, cujo valor obtido foi de R\$ 6,374 MM. A partir de todos esses componentes, pode-se calcular o valor da companhia como sendo a soma do *RNA* com o *Goodwill*, resultando em R\$ 9,121 MM, conforme tabela 6.9.

Valuation (RNA + Goodwill)		2021	2022	2023	2024	2025
RNA	2,746.9					
<i>Risk-Free Rate</i>	2.0%					
Risk-Free Revenue	54.2					
<i>RNI</i>		1,284.5	1,655.9	1,695.0	1,755.1	1,782.9
Superprofit		1,230.4	1,601.7	1,640.9	1,700.9	1,728.8
<i>Discounted Superprofit</i>		1,147.2	1,392.5	1,330.1	1,285.6	1,218.4
Goodwill	6,373.8					
Valuation (RNA + Goodwill)		9,120.7				

Tabela 6.9: *Valuation* por RNA + Goodwill

Fonte: Modelagem Financeira

Sintetizando os dois métodos diferentes de *valuation* dentro de um único resultado, utiliza-se uma ponderação de 80% para o método de Fluxo de Caixa descontado, e 20% para o método de RNA + Goodwill. Dessa forma, o valor obtido para o *equity* da companhia é de R\$ 11,713 MM, com um preço alvo de R\$ 34 e *upside* de 10.5%, conforme tabela 6.10.

Valuation - Média Ponderada	
<i>DCF</i>	12,361.1
<i>RNA + Goodwill</i>	9,120.7
Pesos	100%
<i>DCF</i>	80%
<i>RNA + Goodwill</i>	20%
Equity Value - Final	11,713.1
Número de Units	344,498,907.0
Preço Target (R\$)	34.0
Preço em 01/01/2021	30.8
Upside	10.5%

Tabela 6.10: *Valuation* ponderado

Fonte: Modelagem Financeira

8. Conclusão

Em síntese, esse trabalho buscou entender como realizar uma análise empresarial detalhada, abordando desde os aspectos setoriais macro e aspectos micro da companhia, realizando por fim uma análise quantitativa e o *valuation* da empresa.

Os aspectos setoriais foram importantes para entender o funcionamento do setor de transmissão de energia elétrica, e a dinâmica das concessões que moldam o serviço da Taesa, bem como o cenário competitivo que impulsiona as estratégias de expansão da empresa.

Os aspectos micro do *business* da empresa foram relevantes para traçar um perfil do negócio, e firmar a Taesa como uma empresa forte no ramo, com anos de experiência e alto potencial de gestão de empreendimentos de transmissão elétrica.

A análise dos demonstrativos contribuiu para o entendimento da atividade operacional da empresa, assim como a capacidade de pagamento de suas obrigações e a sua eficiência de geração de caixa. Com essas informações, ficou claro que a companhia não só apresenta uma eficiência considerável na sua atuação operacional, como também possui uma posição confortável frente aos credores.

Por fim, o *Valuation* realizado para a companhia, levando em consideração duas metodologias distintas, corroborou as boas conclusões dos capítulos precedentes, uma vez que resultou em um *upside* de 10.5% para o preço da *unit*, considerando a data base de janeiro de 2021.

Assim, a Taesa aparenta ser uma empresa sólida, com forte *expertise* no setor, e com um posicionamento estratégico favorável ao crescimento, de forma que tal conclusão seja embasada por fortes argumentos fundamentalistas presentes nesse estudo.

Bibliografia

- E. PORTER, Michael. The Five Competitive Forces That Shape Strategy. Harvard Business Review, 2008
- E. PORTER, Michael. Estratégia Competitiva. Atlas, 2005
- DAMODARAN, Aswath. Avaliação de empresas. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- PÓVOA, Alexandre. Valuation: Como precificar ações. Elsevier, 2012
- CARSBURG, B. The Contribution of P.D. Lake to the Theory of Goodwill Valuation. Journal of Accounting Research, p. 1-15, 1966
- RATIU, Raluca Valeria; TUDOR, Adriana Tiron. The Theoretical Foundation of Goodwill – A Chronological Overview. Elsevier, 2013
- YAHYA, Farzan; ALI, Syed Atif; MIR, Zarak; YAQOOP, Mariam; KHAN, Usman Ahmad. Significant Analysis for Financial Statements: An Empirical Study of National and Unilever Foods. Research Journal of Finance and Accounting, 2013
- JANAS, Krzysztof. Enterprise Valuation Using the Adjusted Net Assets Methodology – Case Study. Nauki o finansach Financial Sciences, 2013
- GÜREL, Emet; TAT, Merba. SWOT Analysis: A theoretical review. The journal of international social research, 2017
- GORDON, M. J.; SHAPIRO, Eli. Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. Management Science, 1956
- AGUILAR, Francis. Scanning the Business Environment. Macmillan, 1967
- CASTRO, N.; MARTINI, S.; BRANDÃO, R.; LUDOVIQUE, C. O papel dos leilões na expansão do segmento de transmissão do setor elétrico brasileiro. GESEL – Grupo de Estudos do Setor Elétrico UFRJ, 2018
- ANBIMA - <https://www.anbima.com.br>
- ANEEL - <https://www.aneel.gov.br>
- Damodaran Data - http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html
- ONS - <http://www.ons.org.br>
- TAESA Relação com Investidores - <https://ri.taesa.com.br/sobre-a-taesa/setor-de-transmissao/>
- U.S. DEPARTMENT OF TREASURY - <https://www.treasury.gov>