



RELATÓRIO DIVIDENDOS

RELATÓRIO COM INDICAÇÃO DE AÇÕES
PAGADORAS DE DIVIDENDOS

INDICADO PARA INVESTIDORES INICIANTES E EXPERIENTES

EX | CAPITAL

DIVIDENDOS

TAESA

Julho/Agosto de 2018

Sobre a Companhia

A Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. ou simplesmente TAESA, é uma Companhia voltada para a concessão de linhas de transmissão, e se intitula como um dos *maiores grupos privados de transmissão de energia elétrica do Brasil em termos de Receita Anual Permitida (RAP)*. Seu objeto é a construção e operação de linhas de transmissão, que segundo informação disponibilizada pela Companhia, atualmente conta com 35 concessões, sendo que as primeiras vencerão em 2.030 por terem sido contratadas em 2.000, ano em que a TAESA iniciou as suas atividades.

Para uma Companhia, 18 anos de vida pode ser considerado pouco, mas nesse período ela se mostrou digna de confiança, entregando bons resultados. De qualquer forma, por estar em um ambiente

de concessão, há evidente necessidade de se monitorar de perto o trabalho e o desenvolvimento de projetos para alcançar novas concessões, e assim tornar o negócio perene e sustentável. Diferente do que ocorre em outros setores, a TAESA precisará estar sempre na busca de novas concessões para continuar existindo.

Na B3, suas ações são negociadas como units (TAEE11), como também isoladamente em ordinárias (TAEE3) e preferenciais (TAEE4), essas últimas com pouquíssima liquidez. Diferente do que tratamos para Sanepar no último relatório, não há diferença de preço entre as preferenciais e as units que justifique o risco de comprar ações com tão pouca liquidez. Em sendo assim, nosso trabalho neste relatório estará considerando os números para TAEE11.

Um dado importantíssimo difere a análise desta empresa para outras que já estudamos, e esse elemento é o RAP (Receita Anual Permitida), que consiste em uma receita mínima que é atualizada anualmente pelo IGP-M ou IPCA, a depender do contrato de concessão, sendo que tal receita é, também a depender do contrato, reduzida a metade quando a concessão atinge metade de sua vida útil. A TAESA, por exemplo, sofreu uma redução significativa de sua receita em razão de ter alcançado o 16º ano de algumas concessões importantes, então este dado é fundamental para a análise da Companhia.

A maior acionista da Companhia é a CEMIG, estatal mineira de distribuição de energia, que vem em um programa de desinvestimento se desfazendo de parte de suas ações, mas mantendo o controle em conjunto com a ISA Investimentos e Participações do Brasil: as duas detém mais de 68% do capital votante. A Isa Investimentos é uma *holding* de investimento que tem como sócia controladora com 99% das ações a empresa Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P., multinacional colombiana.

Existe a possibilidade de, no futuro, termos algum conflito na disputa pelo controle, o que pode parecer ruim, mas na verdade poderá provocar o aumento substancial no valor das ações ordinárias, que fazem parte da composição das units. Independente dessa possibilidade, não há razão para o investidor adquirir ações ordinárias isoladamente, exceto em havendo alguma distorção no preço e mesmo assim, com a aquisição de pequenos lotes.

A Companhia tem como Diretor Presidente (CEO), Raul Lycurgo Leite, com mestrado pela Universidade de Washington e pós-graduado pela FGV (Direito e Política Tributária). Trabalhou na Advocacia-Geral da União até 2017. Em 2015 assumiu a Diretoria Jurídica da CEMIG, saindo em 2017 para ocupar o cargo atual, de Presidente da TAESA.

Dos Modelos de Concessão

Existem três modelos de negócio envolvendo a energia elétrica: a geração, transmissão e distribuição de energia. Geração basicamente se constitui em usinas, a transmissão “transportam” a energia das usinas às distribuidoras, e as distribuidoras fornecem a energia aos consumidores, empresas e pessoas físicas.

O órgão responsável por gerenciar isso tudo é a ANEEL, e especificamente no caso da transmissão é o Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS).

Todos esses serviços são próprios da administração pública, que por sua vez pode conceder à iniciativa privada o direito de exploração, e isso ocorre mediante leilões, no caso das linhas de transmissão não é diferente, e em regra vence quem oferece a menor RAP, que já vimos ser um valor mínimo pago às

concessionárias de transmissão em cada concessão, que é calculada de acordo com os investimentos necessários, custo, qualidade, entre outros elementos.

No caso da TAESA a RAP é reajustada anualmente, mas sofre uma redução de 50% na metade do prazo da concessão (em regra 30 anos). Decorrido o prazo total da concessão, a TAESA tem a obrigação de devolver ao ente público a linha de transmissão, podendo ou não envolver compensações a depender dos investimentos efetuados e avaliações dos bens revertidos ao poder concedente.

A RAP funciona como uma espécie de garantia de receita, porque as concessionárias recebem pela disponibilidade de suas instalações, e não pelo volume de energia que é transmitido. Isso ocorre porque para investimentos dessa envergadura associada a ordenação feita pela administração pública, a concessionária não pode simplesmente deixar de auferir qualquer renda porque em determinado período a sua linha não foi utilizada. Isso é bom para o sistema, porque fomenta o investimento e traz

segurança aos investidores, mas lembrando, a RAP é reduzida a metade na metade da concessão, reduzindo significativamente a receita da Companhia.

Dentre os modelos de concessão existentes, três se destacam: (i) antes de 1998; (ii) entre 1999 e 2006; e (iii) depois de 11/2006. Nas primeiras, a RAP é reajustada pelo IGP-M, e não há redução; a intermediária são contratos de 30 anos, tem redução da RAP e podem ser reajustas pelo IGP-M ou IPCA; as últimas são reajustas pelo IPCA e estão sujeitas a revisão tarifária, também em contratos de 30 anos.

Números

Relatório de dividendos deve ter uma Companhia que remunera bem os seus acionistas. Pois bem, a TAESA oferece uma ótima remuneração aos acionistas na forma de JCP (Juros sobre Capital Próprio) e dividendos. Em abril de 2017 foi informada a distribuição de dividendos, mas referente ao ano de 2016,

que não estaremos considerando em nosso cálculo. Em maio foi informada a distribuição de R\$0,517 para TAE11; em agosto R\$0,202; em novembro R\$0,268; e em dezembro R\$0,27; soma-se ainda R\$0,462 anunciado em abril/2018 referente a 2017. Sendo assim, no ano de 2017 foram distribuídos entre JCP e dividendos um total de R\$1,71. O total distribuído em 2017 representa um DY de 8% para a cotação do final do ano, e pela cotação atual (R\$19,57) representa um *dividend yield* de 8,73%, tendo chegado a 9,2% quando a cotação estava a R\$18,57. É sem dúvida alguma, ao menos pelo valor distribuído, uma Companhia que merece ser bem examinada pela Ex | Capital.

Este ano, além da remuneração de abril referente a 2017, já foi informada a distribuição de R\$0,736, valor bem superior ao informado em maio de 2017, o que nos anima bastante, em especial por força dos melhores resultados deste ano.

Considerando o lucro de pouco mais de R\$648 milhões em 2017, a distribuição de dividendos no período representa um *payout* de 90,86%. Isso

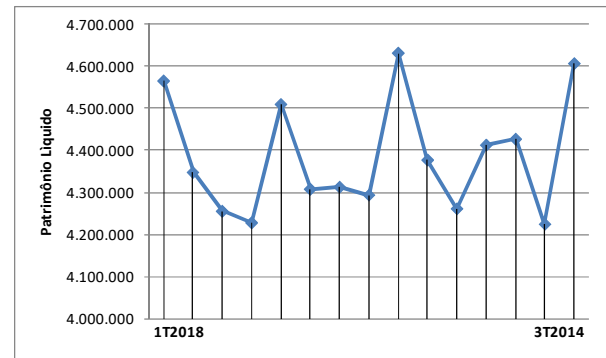
pode parecer muito bom para o investidor, mas na verdade tem o seu lado ruim. Com menos recursos, a Companhia fica menos competitiva em futuros leilões, e atualmente o mercado está sofrendo muito com a concorrência, em especial da Indiana Sterlite, que foi a grande vencedora no último certame. A Enel também já se manifestou pelo interesse de participar de novos leilões de transmissão.

Como já noticiado antes, de fato não adianta ganhar um leilão para ter prejuízo ou um retorno insuficiente para remunerar o capital na taxa exigida, mas a Companhia precisa se preparar para um futuro mais difícil. A situação da TAESA é semelhante a da COMGÁS, com a grande diferença que a TAESA não detém o monopólio e precisa continuar contratando para recompor as perdas com a extinção de concessões no futuro. Lá e cá, suas maiores acionistas precisam de caixa, e a política de distribuição de dividendos elevados representa recursos que são muito bem vindos.

Sendo assim, gordos dividendos não são por si só, motivo de compra, é

preciso acompanhar de perto os seus números e os efeitos que a perda de recursos está impactando novos projetos.

O gráfico abaixo mostra a evolução do patrimônio líquido nos últimos anos, e comprova o que estamos escrevendo:



O ROE médio¹ é de aproximadamente 17,12% e o lucro médio² por ação (cotação atual) é de 11,59%. O ROE é bom, mas considerando a taxa de retenção, temos que, neste caso, levar em conta muito mais o lucro por ação do que o ROE. Fazendo então o cálculo do retorno do acionista, considerando o ROE médio, temos ele

¹ Retorno sobre o patrimônio líquido: a média fizemos com base nos últimos 36 meses, dando maior peso ao último ano e principalmente ao último trimestre que foi anualizado.

² Mesmo critério para apuração da média apontada acima

mercado em 12,14%, e ao considerarmos os números apenas do último ano, 14,91%, um lucro por *unit* de R\$1,88 (9,6%), e neste caso o retorno do acionista seria de 10,22%;

O lucro da companhia nos últimos meses vem sendo impactado pela redução do IPCA e também, em grande medida, pela redução na RAP em algumas concessões, mas ao anualizar o último trimestre o resultado foi muito bom, com um ROE na ordem de 19%.

Lembrando, o ROE (*Return on Equity*) é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, ou seja, o quanto o patrimônio dos sócios é remunerado. No entanto, como foi possível observar pelo cálculo anterior, a rentabilidade para o acionista não é o ROE, tampouco o lucro por ação, mas uma espécie de média ponderada entre esses dois indicadores.

Com a redução da RAP, as margens no ano de 2017/2018 caíram bastante, mas esse impacto já era esperado.

Considerando que daqui por diante nossa expectativa é que novas concessões sejam mais difíceis, e quando alcançadas, o resultado não deva ser tão promissor, estamos considerando que a evolução do lucro nos próximos anos deva se restringir a média de 4%, mesma estimativa feita para o aumento dos dividendos. Não há margem para aumento maior na distribuição dos dividendos, ainda que em maio deste ano a distribuição tenha sido maior que do ano anterior.

A relação cotação valor patrimonial está em 147%, ou seja, paga-se hoje pela Companhia quase 50% mais que o seu patrimônio líquido, o que não é exagerado considerando os seus retornos.

Especificamente quanto ao endividamento, este é de 0,81x em relação ao patrimônio líquido, o que representa um indicador muito bom, principalmente para o setor elétrico. Estamos considerando haver margem nesse aspecto para novos investimentos com capital de terceiro, o que reduz o risco de distribuição de dividendos em patamares tão altos. Considerando a dívida líquida, ou seja, deduzido o valor em caixa, a

Companhia informou no relatório do primeiro trimestre de 2018 que sua estrutura de capital é de 34% de capital de terceiro e 66% de capital dos acionistas.

Retorno Exigido

Para saber se devemos ou não comprar TAEE11, precisamos avaliar qual é o retorno exigido para este investimento, e comparar tal retorno com o que ele entrega. Já sabemos que entrega em média 12,14% ao ano, mas que em 2017 ficou em 10,22%;

Podemos estimar o retorno exigido ou custo do capital próprio com base no CAPM e nos demais elementos já identificados, o que nos leva a estimar o retorno exigido em 8%. O retorno exigido é tão baixo, porque o papel performou muito bem nos últimos 5 anos, com pouca variação.

Considerando que o retorno exigido é menor que o retorno entregue, o papel se mostra uma boa opção de compra.

Preço Justo

Como já mencionado, acreditamos que a companhia continuará pagando bons dividendos, mas sem margens para aumento exceto recompor a inflação, e considerando que 90% dos recursos são distribuídos na forma de dividendos sendo a outra parte reinvestida a taxa ROE, estimamos o preço justo em R\$21,58, com uma margem de erro de 10%, fazendo o preço justo variar entre R\$19,42 a R\$23,73. O topo histórico do papel está marcado em R\$22,30.

É claro que estamos sendo conservadores nessa estimativa, já que existe uma possibilidade real do valor dos dividendos este ano ser bem maior que do ano passado, mas também precisamos considerar que tal aumento substancial pode refletir uma política da Companhia voltada para gerar caixa as suas principais

acionistas, e não necessariamente à saúde financeira da TAESA. Sendo assim, estamos sendo conservadores na estimativa do preço para que em havendo surpresa no futuro, ela seja preferencialmente mais benéfica ao investidor.

ATENÇÃO: Estabelecer o preço justo não significa que o valor apontado será alcançado ou superado pelo mercado, sendo apenas uma estimativa, que leva em consideração vários fatores, inclusive de ordem subjetiva.

RISCOS

Como qualquer investimento em renda variável, as ações da TAESA também incorporam certo risco. Como já mencionamos, a análise dos últimos cinco anos poderia fazer com que acreditássemos, erroneamente, não haver risco, ou melhor, um risco equivalente ao investimento em títulos da dívida pública, mas na verdade os riscos são bem maiores.

Temos que considerar que a maior acionista da TAESA é a CEMIG, uma sociedade de economia mista do Estado de Minas Gerais, que atualmente é governado pelo PT.

Temos que considerar também a redução na RAP de outras concessões, bem como riscos inerentes a qualquer atividade regulada com tarifas também sujeitas a políticas públicas que, nem sempre, respeitam o ato jurídico perfeito.

Existe o risco também da Companhia entrar em uma “guerra” com suas concorrentes para arrematação em futuros leilões de projetos inviáveis ou com retorno abaixo do exigido, o que comprometeria os resultados futuros. Por outro lado, a ausência da TAESA em futuros leilões também comprometerá os seus resultados futuros, mas é claro, em parcela menor do que se aventurar em concessões que venham a causar prejuízo.

A tendência natural, tal como ocorreu com as concessões em rodovias, é que no começo haja poucas oportunidades, mas é preciso ter uma visão de longo

prazo e esperar que no futuro melhores oportunidades se apresentem, até porque as concorrentes que se aventuram em projetos deficitários tendem a abandoná-los ou simplesmente não participar de outros com os mesmos parâmetros.

Sendo assim, trata-se de uma ação com risco bem menor que de outras Companhias, seja porque sua receita é “garantida”, seja porque o seu nível de endividamento é baixo, mas é importante enfatizar que o preço das ações em curto prazo pode variar bastante, então o risco está intimamente ligado ao prazo da expectativa de retorno.

Conclusão

A TAESA é praticamente uma unanimidade no mercado, por entregar: (i) bons dividendos; (ii) ser uma companhia bastante segura; (iii) entregar lucros recorrentes e consistentes; (iv) pouco endividada; (v) e estar dentro do preço justo diante de todos os benefícios indicados anteriormente.

Nos últimos anos, observamos no gráfico de preços a seguinte evolução:



Fonte: Bradesco Corretora

Ao comparar o gráfico semanal da TAEE11 com o IBOV, fica fácil perceber que desde 2013 o papel vem performando melhor, sentindo menos os movimentos do mercado em momentos de baixa, assim como evoluindo menos em momentos de euforia, o que demonstra de modo empírico, o que já havíamos falado sobre o beta e baixo risco do papel.

Sendo assim, nossa recomendação é de compra de TAEE11 até o valor de R\$21,58. Lembrando que nossa sugestão é, independente da recomendação de compra, que maiores aportes só ocorram com o papel atingindo o piso da margem de erro em R\$19,42, associando a diversificação de sua carteira e com

atenção especial aos resultados que serão publicados em breve.

No início de agosto (06/08) a TAEE11 vai divulgar os seus resultados do segundo trimestre, o que também justifica menor exposição no momento, mas sem perder a oportunidade de já se posicionar. Mesmo que seja divulgado um resultado menor que do trimestre anterior, isso por si só não justificará a venda, mas é importante sempre monitorar os resultados para que em havendo algum elemento adicional que possa justificar maior ou menor exposição, os ajustes sejam feitos.

S.M.J. São esses os elementos que justificam a nossa recomendação.

Disclaimer

Este relatório é um conjunto de informações públicas organizadas de acordo com a opinião do analista, não podendo ser utilizado como único elemento para compra ou venda do ativo analisado. Não representa, pois, compromisso com resultados futuros, cuja intenção é auxiliar o investidor na tomada de decisão, mas sem qualquer vinculação.

O Investidor foi cientificado quando da contratação dos riscos que o mercado de renda variável representa, por sua própria natureza, podendo sujeitar o investidor a perdas significativas e, por isso, deve estar sempre respaldado pelo conhecimento e diversificação.

O analista responsável por este relatório é Antonio Marcus Ermida, certificado CNPI número 1949, observando o cumprimento da instrução CVM 598/2018*, tendo sido elaborado de modo independente, sem qualquer ingerência ou sugestão de terceiros, representando as opiniões pessoais do responsável e seus colaboradores.

Fotografias, gráficos e outros elementos retirados de livros, sites, revistas ou outras fontes, são reproduções parciais autorizadas por lei cuja fonte está indicada, em regra, logo após a informação ou imagem utilizada.

ATENÇÃO: O INVESTIMENTO EM RENDA VARIÁVEL É ARRISCADO, PODENDO HAVER PERDAS SIGNIFICATIVAS. RESULTADOS PASSADOS NÃO GARANTEM RENTABILIDADE FUTURA.

- <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst598.pdf>