



Desempenho econômico-financeiro das empresas distribuidoras de energia elétrica ao longo do período de 2006 até 2019 no Brasil

Palavras-chave: análise econômico-financeira, empresas distribuidoras de energia elétrica, regulação.

Aluno: Paulo Eduardo Alves Germano | Instituto de Economia da Unicamp

Orientador: Prof. Dr. Miguel Juan Bacic | Instituto de Economia da Unicamp

OBJETIVOS DA PESQUISA

O presente projeto de iniciação científica tratará sobre análise econômico-financeira das empresas distribuidoras de energia elétrica listadas na bolsa de valores B3. O horizonte temporal contemplado será de 2006 até 2019 e se concentrará nos impactos dos ciclos de revisão tarifária sobre a margem de lucratividade Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) e no indicador de geração de valor Economic Value Added (EVA). A hipótese central a ser estudada é se os referidos ciclos de revisão tarifária sobre o setor auxiliaram positivamente a margem EBIT e o EVA durante o período analisado.

As empresas estudadas serão a CPFL, Ampla, EDP, CELESC, Light, Energisa, Elektro, Cosern, Copel, Coelba, Coelce, Cemig, Cemar, Equatorial, Celpe e Celg.

Palavras-chave: análise econômico-financeira, empresas distribuidoras de energia elétrica, regulação.

METODOLOGIA

A metodologia utilizada consiste no uso de indicadores que visam representar, em especial, a geração de caixa das empresas estudadas e suas respectivas gerações de valor.

Indicadores contábeis

O processo de avaliação que será aqui proposto tem como função sintetizar e apontar os resultados de decisões de financiamento e de aplicação de recursos financeiros em seus ativos, mas também servir de base de apoio para previsão de tendências e na melhor condução das finanças corporativas e da regulação dessas empresas (NETO, 2014). Destacado isso, pontua-se que para se conduzir um processo consistente e significativo de avaliação, devemos nos concentrar em utilizar mais de um índice para se obter uma visão holística da dinâmica econômico-financeira e fazer uma comparação temporal de 3 a 5 anos com os principais agentes desse setor. De acordo com Neto (2014) e Póvoa (2012), quanto a complementaridade supracitada entre os índices, podemos classificá-los em seis grupos:

- **Liquidez:** Buscam aferir a capacidade de pagamento da empresa. Possuem a fraqueza de não revelar a magnitude e nem os prazos dos bens, direitos e obrigações da empresa estudada. Os principais indicadores são o índice de liquidez corrente, seca e geral;
- **Atividade:** Visam quantificar o ciclo operacional da empresa, isto é, a quantidade de dias entre o desembolso para a compra de mercadorias e/ou insumos até o recebimento das vendas realizadas. As principais métricas são o Prazo Médio de Estocagem, Prazo Médio de Pagamento, Prazo Médio de Recebimento e ciclo de caixa;
- **Análise de ações ou múltiplos:** Auxiliam a avaliar e a refletir o desempenho da empresa. Seus principais índices são o lucro por ação e o preço/lucro.

- Lucratividade: Representa a habilidade da empresa em converter vendas em lucros. Os principais índices são a Margem Bruta, Margem Operacional ou EBIT e Margem Líquido;
- Endividamento: Buscam representar a composição e o grau de comprometimento da estrutura de financiamento das empresas. Os principais índices dessa classe são a relação capital de capital de terceiros frente ao capital próprio e a relação capital de terceiros e passivo total;
- Rentabilidade: Representam o objetivo de todas as empresas listadas na bolsa de valores e constituem o cerne da geração de valor que será aqui estudada. Os principais índices dessa classe são o Retorno sobre o Ativo e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido;

Contudo, é necessário estudar também a geração de valor para os acionistas e esta geração se baseia na avaliação que vai além da cobertura dos custos e despesas explícitas, incluindo assim o custo de oportunidade da operação. Isso se deve, em especial, aos progressos feitos na gestão das empresas que buscam oferecer um retorno superior, ou pelo menos igual, à taxa de juros livre de risco somada a uma taxa que representem o risco assumido em investir naquela empresa em específico (NETO, 2014).

Atendendo as considerações anteriores, deve-se comparar o valor desse retorno frente ao custo do capital utilizado nas decisões de investimento tomadas pela empresa. Nessa análise, também é relevante dar um foco nos direcionadores de valor, que compreendem as variáveis fundamentais na geração de valor, como a evolução dos índices citados anteriormente, mas também em conjunto com a situação do setor e das vantagens competitivas presentes. Uma das formas de se quantificar essa criação (ou destruição) de valor é pelo Economic Value Added e seu estimador é dado por:

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{Net Operating Profit After Taxes (Equação I)}$$

Caso o EVA seja maior que zero, interpreta-se que a remuneração dada ao capital investido dos acionistas é superior ao custo exigido pelos seus proprietários, significando assim que o todo do negócio vale mais que a soma das suas partes constituintes em termos de geração de valor (COSTA, L. G. T. A. et al, 2011). Ressalta-se a importância dessa métrica, uma vez que ela leva em consideração fatores que a Contabilidade Gerencial não inclui como o custo de oportunidade, e não puramente a existência ou não de lucro líquido.

Estudo da dinâmica competitiva do setor

Málaga (2019) pontua que para se conduzir uma análise rigorosa, deve-se atentar para um estudo detalhado da dinâmica setorial, do entendimento dos princípios contábeis e da busca da compreensão de fatos relevantes no passado e possíveis tendências para o futuro. Sendo assim, para se entender a dinâmica setorial, mostra-se necessário compreender os produtos e/ou serviços oferecidos, quem são os principais concorrentes, os clientes, os fornecedores e fatores institucionais da gestão das empresas.

De acordo com Málaga (2019) esse processo deve ser iniciado no estudo geral das particularidades das principais demonstrações financeiras das empresas em questão, como a demonstração de resultado do exercício, o balanço patrimonial, a demonstração do fluxo de caixa, as notas explicativas e por fim os relatórios da diretoria e pareceres dos auditores.

Com isso feito, poderá ser entendido a dinâmica e evolução das decisões de investimento e financiamento e seus resultados, mas também os riscos inerentes do negócio, a geração de caixa e o potencial futuro de crescimento dessas empresas.

Ainda no campo qualitativo, pretende-se destacar também os fatores positivos e negativos do segmento de distribuição elétrica em função de razões externas e internas do setor e as forças que regem esse mercado por meio da metodologia SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats) e por meio da análise das forças de Porter.

A primeira metodologia surgiu entre os anos de 1960 e 1970 e foi desenvolvida por Albert Humphrey em uma pesquisa promovida pela Universidade de Stanford (GOUVÊA, 2019). Sua proposta se baseia na avaliação dos fatores positivos e negativos que podem afetar o desempenho, posicionamento e capacidade de competição das empresas - sendo que as forças e fraquezas se encontram circunscritos ao ambiente interno das firmas enquanto os vetores de oportunidade e ameaças são de cunho externo, já que são variáveis exógenas ao controle das firmas (GOUVÊA, 2019).

Cabe ressaltar que, nessa avaliação serão considerados fatores econômicos, operacionais, ambientais e regulatórios e sempre colocando em evidência que estes são de caráter dinâmico. Já com a segunda metodologia, as cinco forças de Porter pretendem avaliar os vetores que orquestram o mercado de distribuição elétrica e estas são: o poder de barganha com clientes, o poder de negociação com fornecedores, a rivalidade entre dentro do setor, a ameaça de produtos e serviços substitutos e a ameaça de novos entrantes (THEISS, 2003). Esta metodologia, desenvolvida por Michael Porter, busca esquematizar a elaboração das estratégias competitivas do passado e na montagem de planos de execução para o futuro.

Essa junção entre fatores quantitativos e qualitativos, espera-se uma melhor compreensão da dinâmica dos mercados estudados e para verificar se o desempenho das empresas aqui estudadas no período proposto agregou valor para os acionistas.

RESULTADOS E DISCUSSÃO

Com isso posto, temos as seguintes considerações sobre o segmento de distribuição no Brasil durante o período analisado:

- Forças: Um sistema integrado permite uma maior previsibilidade dentro do setor e uma maior margem para as empresas planejarem investimentos; o agente privado possui uma base mínima para equilíbrio econômico-financeiro, sendo cabível, a depender do evento, a possibilidade de reavaliação econômico-financeira; não existe concorrência na área de concessão.

- Fraquezas: Judicializações no setor elétrico pode ocorrer, principalmente, mas não exclusivamente, em duas frentes: i) incidência de tributos e ii) legalidade ou não do corte de energia elétrica. A legislação não permite que: i) distribuidoras comprem energia de geradoras do mesmo grupo econômico para suprir o mercado cativo e ii) participem de transações no mercado livre e que tenha participações em geradoras e comercializadoras;
- Ameaças: O desenvolvimento dos biocombustíveis pode impactar negativamente a demanda total por energia elétrica; o avanço dos Recursos Energéticos Distribuídos e dos subsídios a Geração Distribuída, as distribuidoras de energia elétrica passarão a ter mais complexidade operacional (INSTITUTO ACENDE BRASIL, 2021); mudanças regulatórias podem vir em um tom desfavorável no futuro, em especial em termos de elevação do WACC regulatório para o segmento; O movimento de concentração de mercado via fusões e aquisições pode impactar negativamente o estabelecimento de parâmetros para o fomento à competição por comparação, isto é, o modelo benchmarking. Mudanças climáticas podem impactar negativamente os resultados de todos os elos do setor de energia, em especial o brasileiro visto sua predominância de hidrelétricas em sua matriz energética.
- Oportunidades: PNE 2030 aponta a região Norte como potencial última fronteira de exploração hidráulica (GUIMARÃES, 2013); Implementação de redes inteligentes para um melhor desenho de manutenções e de reparos causados por danos físicos nas redes elétricas.

Em termos de dinâmica competitiva, segue-se uma avaliação em termos de importância sobre os principais pontos de concorrência no segmento de distribuição elétrica no Brasil no período analisado:

- Barreiras de entrada: Políticas governamentais além das especificidades da institucionalidade brasileira; acesso mais barato ao custo da dívida em mercados internacionais por empresas estrangeiras. Soma-se a isso os entraves financeiros de tamanho da empresa/consórcio, compromissos de aportes de capital próprio etc. e de expertise mínima nos editais, fazendo

com que apenas players qualificados e com propostas críveis participem do processo.

- Clientes: Com os marcos da lei nº 10.848/2004 e demais incentivos desenhados nos últimos anos, tem-se desde então um crescimento forte de transações no ACL, abrindo assim espaço para uma queda nas receitas das empresas de distribuição.
- Fornecedores: A energia elétrica é única, dando assim maior poder aos seus fornecedores, ponto este que é administrado via regulação estatal;
- Produtos substitutos: As formas de conversão de energia estão criando tendências de melhoria na relação custo-benefício frente ao serviço ofertado pela rede tradicional de energia elétrica.
- Rivalidade: De acordo com Oliveira et al. (2018), entre janeiro de 2016 e junho de 2018 o setor elétrico presenciou um forte crescimento inorgânico de empresas estrangeiras via operações de fusões e aquisições, impactando a rivalidade das empresas no setor e a competição nos leilões.

Com essa visão holística, temos uma compreensão do estado de competição que foi vivenciado durante o período aqui estudado e os seus impactos sobre o potencial de lucro final do setor.

Já ao se observar os indicadores financeiros, temos:

- Liquidez: Na média, os indicadores de liquidez ficaram acima de um, mostrando um posicionamento consistente das empresas analisadas;
- Atividade: Em termos de ciclo de caixa, nota-se uma considerável melhora dessa métrica, sendo esse avanço explicado majoritariamente por uma queda no prazo médio de recebimento de vendas. Ressalta-se que tal indicador foi acompanhado com uma maior eficiência em termos de giro do ativo por receita.
- Lucratividade: Margem Bruta e Margem EBIT: Queda acentuada desses indicadores, mostrando um crescimento mais acelerado dos custos frente às receitas totais das empresas; Margem Líquida: Com pico em 2007, assim como na margem EBIT, a tendência primária

desse indicador é de queda no período analisado. Contudo, reforça-se que a partir de 2016 o setor aponta para uma recuperação aos níveis anteriores de lucratividade líquida. Adicionalmente, tem-se que o desvio padrão desse indicador também apresentou uma forte queda.

- Endividamento: Evolução consistente da utilização de capital de terceiros na estrutura de capital das empresas estudadas, ponto este que impactou de modo positivo na queda do WACC real específico. Em termos gerais, os perfis das dívidas assumidas no período ficaram cada vez mais alongadas, algo positivo para o setor como um todo. Apesar disso, o Lucro Operacional / Despesas financeiras: apresentou uma folga das empresas em termos de geração de resultado para honrar os serviços financeiros das dívidas.
- Rentabilidade: Retorno sobre o Ativo, Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e Retorno sobre o Capital Investido (ROIC): Todos os indicadores acompanharam o mesmo padrão: atingiram um pico em 2007, com um declínio consecutivo até 2015, retomando a trajetória rumo ao patamar inicial das observações.
- Análise de ações ou múltiplos: Dividendo por ação: Um grande pico em 2010 e com uma leve tendência de alta entre o início e o fim da série; Preço/lucro por ação, EV/EBITDA e Preço/Patrimônio Líquido: Apresentaram um encarecimento das ações, sendo que o P/L e o EV/EBITDA aumentaram em aproximadamente mais de 2x no período estudado.

Dado o que foi exposto, foi utilizado na presente iniciação científica duas taxas de desconto. A primeira taxa de desconto é o WACC real dos ciclos de revisão tarifária das distribuidoras de energia elétrica, divulgada pela ANEEL, e o segundo se trata do WACC real específico para cada empresa. A razão para tal reflete na questão de que a taxa de desconto utilizada pela ANEEL é a de referência geral, não captando assim as especificidades das empresas aqui estudadas.

Em termos gerais, a diferença entre os EVAs calculados com o WACC real regulatório e específicos apontam para uma abertura positiva, demonstrando que na média as empresas de distribuição criaram valor – em especial a partir de 2016.

CONCLUSÕES

As principais conclusões durante frente a análise qualitativa e quantitativa do segmento de distribuição elétrica no Brasil no período analisado foram:

1. Apesar da melhora do ciclo de conversão de caixa do segmento, os custos enfrentados aliado a uma queda dos WACCs reais corroeu de modo significativo as margens das distribuidoras de energia elétrica;
2. Dado os ciclos de revisões, o cenário macroeconômico e concorrencial do período, as empresas se alavancaram mais e esticaram suas dívidas no longo prazo. Tal efeito impactou de modo positivo os WACCs reais específicos, permitindo uma maior criação de valor frente aos WACCs reais regulatórios. Reforça-se que essa maior presença de capital de terceiros na estrutura de capital do segmento não pressionou de modo significativo a capacidade das empresas de honrarem suas obrigações financeiras;
3. Somado ao que foi dito anteriormente, o ROIC do setor caiu mais que proporcionalmente que os WACC real regulatório e os específicos, impactando negativamente o EVA geral do segmento de distribuição elétrica;
4. Em termos de análise SWOT, as ameaças de longo prazo do setor se destacam, em especial no que toca ao desenvolvimento dos Recursos Energéticos Distribuídos e mudanças climáticas;
5. Nas forças que dirigem a massa de lucro do segmento, notadamente as barreiras de entrada se elevaram com o movimento de fusões e aquisições aliado a presença de players internacionais e a rivalidade entre as distribuidoras caiu. Tais movimentos contribuíram positivamente para uma aceleração do crescimento do lucro líquido do setor, saindo da média de R\$ 8 bi de reais ao ano para atingir R\$ 14,3 bi em 2019.

Posto isso, conclui-se que a hipótese central estudada não é verdadeira, visto que que os referidos ciclos de revisão tarifária sobre o setor não auxiliaram positivamente a margem EBIT e o EVA durante o período analisado. Contudo, em termos de competição, as forças de rivalidade e de barreiras a entrada sustentaram uma forte elevação do lucro líquido do setor no período analisado.

BIBLIOGRAFIA

- AMARAL FILHO, José Bonifácio de S.; BACIC, Miguel Juan. Modelos de custos na regulação da indústria de distribuição de energia elétrica. In: Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC. 2008.
- BRUNER, Robert F. et al. The portable MBA. John Wiley & Sons, 2003.
- CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA. A evolução do setor elétrico rumo à sustentabilidade / Confederação Nacional da Indústria, Fórum de Meio Ambiente do Setor Elétrico – Brasília : CNI, 2017.
- COSTA, L. G. T. A. et al. Análise econômico-financeira de empresas. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2011.
- GUIMARÃES, Lucas Noura de Moraes Rêgo. Regulação da exploração da eletricidade: compatibilidade com as leis da natureza e com a ordem econômica constitucional. Editora CRV, 2013.
- INSTITUTO ACENDE BRASIL. O Plano Nacional de Energia 2050, cenários e sinais de longo prazo. White Paper 25, São Paulo, 2021.
- QUEIROZ, Helder et al. Economia Da Energia. Elsevier Brasil, 2017.
- MÁLAGA, Flávio K. Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial: para empresas não financeiras. Saint Paul, 2019.
- Mintzberg, H., Lampel, J., Quinn, J. B., & Ghoshal, S. (2006). O processo da estratégia (4a ed.). Porto Alegre: Bookman.
- NETO, Alexandre Assaf. Finanças corporativas e valor. 7ª edição. São Paulo: Atlas, 2014.
- OLIVEIRA, Gesner et al. Análise do ambiente concorrencial do setor elétrico no Brasil. 2018.
- PIGNATARO, Paul. Financial modeling and valuation: a practical guide to investment banking and private equity. John Wiley & Sons, 2013.
- PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, D. L. Microeconomia, sexta edição. Robert S. Pindyck, Daniel L. Rubinfeld, 2007.
- PÓVOA, Alexandre. Valuation. Elsevier Brasil, 2012.
- SALOTTI, Bruno Meirelles; LIMA, Gerlando A. S. F. de; MURCIA, Fernando Dal-Ri; MALACRIDA, Mara Jane C; PIMENTEL, Renê Coppe. Contabilidade financeira. São Paulo: Atlas, 2019.
- THEISS, Irineu et al. Inteligência competitiva: uma proposta de implementação no setor elétrico. 2003.