

Investidor de longo prazo e o setor elétrico

SALES, Claudio; MONTEIRO, Eduardo Muller; COIMBRA, Paulo Guilherme. "Investidor de longo prazo e o setor elétrico". *O Estado de São Paulo*. São Paulo, 27 de outubro de 2019.

Conclusões robustas sobre a rentabilidade das empresas do setor elétrico ou de outros setores de infraestrutura, caracterizados por serem altamente intensivos em capital, exigem escolha cuidadosa do indicador econômico-financeiro, porque a rentabilidade medida por indicadores mais conhecidos, como o lucro líquido e o Ebitda (acrônimo em inglês que expressa a capacidade de geração de caixa operacional de uma empresa), não incorpora o peso dos investimentos que precisam ser aportados para que tais lucros ou fluxos de caixa sejam gerados.

A fim de expressar a relevância da intensividade de capital no setor elétrico, o Instituto Acende Brasil, em parceria com a KPMG, acaba de lançar um estudo sobre a rentabilidade do setor elétrico adotando como indicador o EVA (Economic Value Added ou Valor Econômico Agregado) para o horizonte de 2011 a 2018.

O EVA foi adotado exatamente por expressar, na sua formação, o peso tanto do capital próprio (aportado pelos acionistas) quanto o do capital de terceiros (aportado por financiadores), e é por essa razão que ele é capaz de estabelecer a conexão entre quanto capital foi necessário investir para que fosse possível gerar os resultados obtidos.

O estudo compreendeu a análise dos dados financeiros de 47 empresas que atuam nos três elos físicos da cadeia de valor do setor (geração, transmissão e distribuição de eletricidade) e está disponível em www.acendebrasil.com.br/estudos.

Os resultados obtidos permitem várias conclusões que, inclusive, requereram a separação em dois cenários: um Cenário Base, que contém resultados de todas as 47 empresas; e um Cenário sem Eletrobrás e suas subsidiárias.

Uma primeira conclusão é atrelada à diferença de desempenho entre empresas estatais e privadas: quando são somados os EVAs dos oito anos do estudo, enquanto no cenário "com a Eletrobrás" houve um EVA negativo total de R\$ 145 bilhões, no cenário "sem a Eletrobrás" o resultado negativo cai para cerca de R\$ 70 bilhões, ou para menos da metade. Isso quer dizer que, apesar de todos os esforços do novo presidente da Eletrobrás, que assumiu a empresa em julho de 2017, a janela de tempo do estudo (com dados até 2018) ainda não captou os resultados das iniciativas adotadas pela nova gestão para livrar a estatal dos fenômenos perversos que afligem a Eletrobrás há décadas e que começam a ser removidos: interferência política, cultura ineficiente e captura por grupos de pressão internos e externos.

Uma segunda conclusão importante se refere ao perfil dos investidores e como eles acreditam no potencial de longo prazo do setor elétrico: entre 2017 e 2018, apesar de o lucro líquido ter subido 8,2%, o capital investido subiu 13%, de R\$ 410 bilhões para R\$ 463 bilhões. Além de indicarem compromisso com o futuro, esses números também revelam aumento de investimentos para modernização dos ativos e

melhoria dos serviços. Importante notar que, apesar de ter havido lucro líquido nestes dois anos, o EVA permaneceu negativo.

Como terceira conclusão, a constatação de EVA negativo em todos os anos do estudo – ou seja, retorno de capital inferior ao custo de capital – abre caminho para sérias reflexões sobre as escolhas metodológicas e a dosimetria a serem adotadas pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel) na calibragem dos retornos regulados do setor por meio da estimação dos custos de capital regulatórios, parâmetros que acabam de entrar em audiência pública a ser concluída no início de dezembro.

Claudio Sales, Eduardo Muller Monteiro e Paulo Guilherme Coimbra são, respectivamente, presidente e diretor executivo do instituto Acende Brasil e Sócio de Corporate Finance da KPMG.