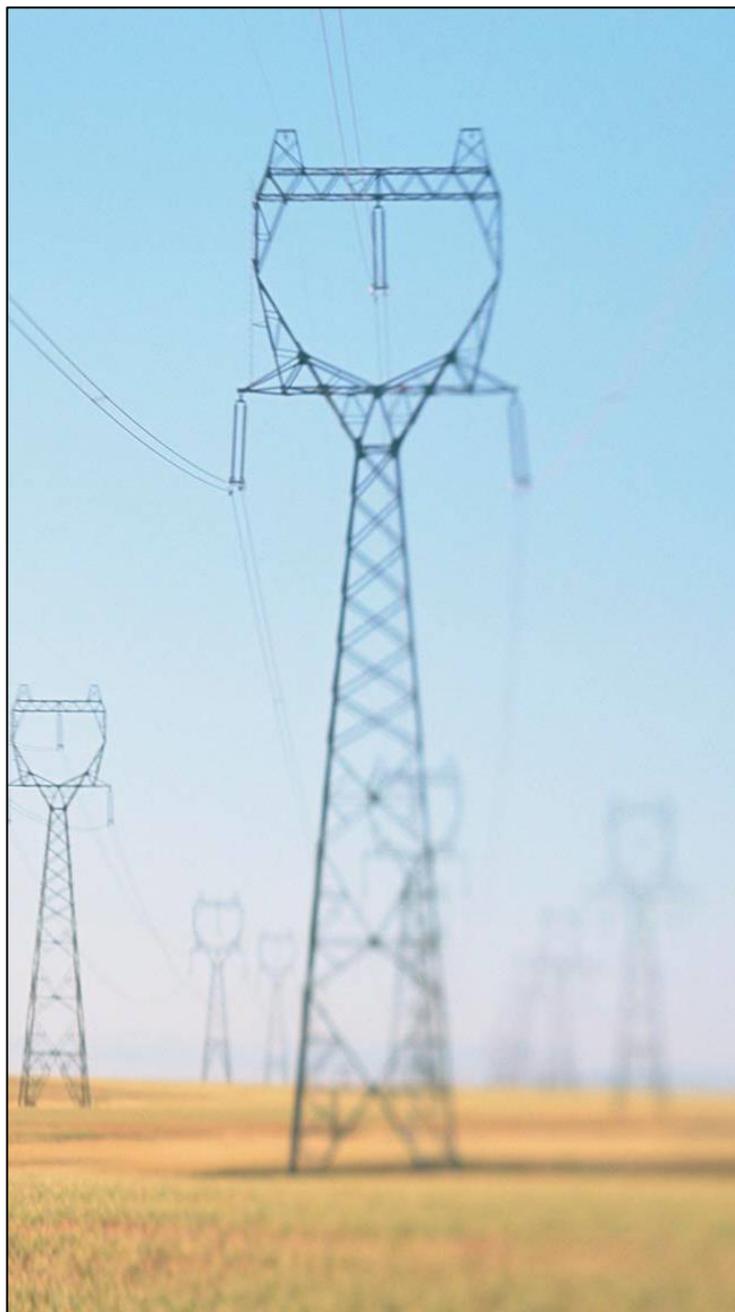


# 2016

**LMDM**  
CONSULTORIA EMPRESARIAL

**Ranking LMDM de Eficiência  
Financeira e Potencial  
Regulatório das distribuidoras  
de energia elétrica  
(ano-base 2015)**



### **Sobre a LMDM**

*A LMDM é uma empresa de consultoria especializada em serviços públicos, com foco em energia elétrica, saneamento básico e distribuição de gás.*

*Com sede em Curitiba – Paraná, conta com um corpo técnico composto por engenheiros de diferentes especialidades, economistas, advogados e contadores.*

*Desde 2010 nos envolvemos em projetos que somaram mais de R\$40 bilhões em investimentos, atuando tanto ao lado dos poderes concedentes (governo federal, estadual ou municipal) quanto ao lado de agências reguladoras e concessionárias, sempre buscando o equilíbrio econômico-financeiro “ótimo” das concessões e contribuindo para o desenvolvimento da infraestrutura nacional.*

*Acesse [www.lmdm.com.br](http://www.lmdm.com.br) e conheça nossas linhas de serviço.*

**Coordenador-Geral do Estudo**

Diogo Mac Cord de Faria, sócio de Regulação Econômica de Serviços Públicos

[Linked In](#)

**Revisor**

Carlos Werlang Lebelein, sócio de Auditoria, Riscos e Avaliações Econômicas

[Linked In](#)

**Responsável Técnico**

Leandro Ferreira, Consultor

[Linked In](#)

**Curitiba, 2 de maio de 2016**



## 1. INTRODUÇÃO

Os negócios regulados guardam particularidades com relação aos demais, principalmente com relação à definição de sua receita. As distribuidoras de energia elétrica possuem uma tarifa definida de forma discricionária pela Agência Reguladora, isto é, os valores cobrados pela prestação do serviço não são fixos por unidade de consumo (como ocorre com as geradoras, que determinam no leilão um valor por MWh produzido), tampouco constituem uma receita anual fixa (como ocorre com as transmissoras, que no leilão ofertam a menor receita anual para todo o período de concessão<sup>1</sup>).

No caso de uma tarifa discricionária, a cada intervalo periódico (“ciclos de revisão tarifária”) a ANEEL revisa por completo o nível tarifário das empresas, buscando seu equilíbrio econômico-financeiro. O nível tarifário, também chamado de “receita requerida”, é o faturamento anual teórico das empresas, e é segregado em Parcela A, ou apenas “PA” (custos “não gerenciáveis”, também chamados de “*pass-through*” por serem integralmente repassados a terceiros) e Parcela B, ou “PB” (ou custos “gerenciáveis”). Enquanto a PA, em tese, é neutra (a concessionária recebe a integralidade daquilo que gastou com compra de energia, transmissão de energia e encargos setoriais obrigatórios) a PB é regulatória, isto é, definida conforme parâmetros de eficiência. A PB é dividida em OPEX (que são os custos operacionais regulatórios “referenciais”) e CAPEX (que é o investimento realizado pela empresa, compreendendo uma parcela de amortização do principal – chamada de “quota de reintegração regulatória” – e uma parcela de remuneração do capital ainda não amortizado). Outros fatores que influenciam a receita das empresas são as perdas comerciais (também definidas de forma regulatória, onde quem tem perdas acima do limite deve arcar com a compra de energia necessária para este suprimento “ineficiente”) e a qualidade do fornecimento (que é sentida pela concessionária por meio das compensações financeiras dadas ao consumidor automaticamente na sua conta de luz, como uma punição pelas infrações nos indicadores individuais e, ao mesmo tempo, por uma penalização no OPEX pelo posicionamento da empresa no ranking global de qualidade realizado pela ANEEL).

Assim, compreender (ou não) o contexto regulatório, sabendo exatamente qual deveria ser o lucro “teórico” da empresa, comparando-o com seu lucro real, é fundamental para que sejam tomadas medidas de adequação gerencial, sabendo onde a distribuidora está, de fato, perdendo: seu custo operacional real pode ser maior do que o regulatório; sua base de remuneração pode ser menor do que a necessária para uma empresa daquele porte; suas perdas comerciais podem ser acima das regulatórias; e seu esforço na melhoria de qualidade pode estar aquém do exigido pela ANEEL.

---

<sup>1</sup> Investimentos adicionais não previstos nos contratos de concessão são reconhecidos nos processos tarifários ordinários.  
[www.lmdm.com.br](http://www.lmdm.com.br)

Cumpramos ressaltar que neste relatório não será avaliado se os procedimentos propostos pela ANEEL no processo tarifário são ou não justos. Por exemplo: muitas concessionárias apontam que as metas de perdas comerciais definidas pela ANEEL são inatingíveis; que sua área de concessão guarda particularidades não-cobertas pelo cálculo do OPEX regulatório; etc.

Com relação a estes pontos, a LMDM tem, nos últimos anos, publicado diferentes relatórios (abertos ao mercado ou fechados aos seus clientes) que abordam pontualmente estas questões. No presente estudo, serão considerados os valores regulatórios como as metas a serem atingidas, independente se são ou não “justas” ao concessionário.

Todas as informações utilizadas neste relatório são públicas, e acessadas por meio de fontes oficiais (ANEEL ou balanços divulgados pelas empresas). Apenas as 20 maiores distribuidoras do país, em tamanho de mercado (GWh / ano), e que somam 82,61% do mercado nacional, foram consideradas na análise, a saber:

**Tabela 1: 20 maiores distribuidoras do Brasil, em % de mercado**

#	Concessionária	Controlador	Mercado %
1	Eletropaulo	AES	10,69%
2	Cemig	Cemig	7,81%
3	Copel	Gov. Paraná	7,09%
4	CPFL Paulista	CPFL	6,47%
5	Light	Indiretamente controlada pela CEMIG, que detém diretamente 26,06% do capital, mais 26,06% indireto pela RME e Luce Participações <sup>2</sup>	6,30%
6	Coelba	Neoenergia (49,01% Previ, 11,99% Banco do Brasil e 39% Iberdrola)	4,97%
7	Celesc	Gov. Santa Catarina	4,66%
8	Elektro	Iberdrola	3,73%
9	Celg	Eletrobras	3,55%
10	Celpe	Neoenergia (49,01% Previ, 11,99% Banco do Brasil e 39% Iberdrola)	3,36%
11	Coelce	Endesa	2,95%
12	Ampla	Endesa	2,88%
13	Bandeirante	EDP	2,72%
14	CPFL Piratininga	CPFL	2,69%
15	Celipa	Equatorial	2,40%
16	CEEE	Gov. Rio Grande do Sul	2,26%
17	AES Sul	AES	2,14%
18	Cemat	Energisa	2,05%
19	RGE	CPFL	1,98%
20	Escelsa	EDP	1,91%

Fonte: ABRADÉE. Ano-base 2015.

<http://abradee.org.br/arquivos/Dados-de-Mercado-distribuidoras-Associadas-Abradee-2016-ref-2015.zip>

<sup>2</sup> <http://oglobo.globo.com/economia/luce-exerce-opcao-de-venda-cemig-amplia-fatia-na-light-2941926>  
[www.lmdm.com.br](http://www.lmdm.com.br)

## **2. METODOLOGIA**

A avaliação das empresas neste estudo se dá por meio de três análises distintas: (a) A relação lucro real / lucro regulatório da empresa, verificando se a distribuidora conseguiu atingir o lucro teórico, definido em seu nível tarifário – com peso de 50% na nota final; (b) O potencial de investimento que a concessionária ainda possui, como forma de verificar se ainda há espaço para investir na concessão (e, por consequência, aumentar seu lucro futuro) – com peso de 25% na nota final; e (c) A evolução dos investimentos nos últimos três anos, buscando entender se um eventual resultado positivo nos anos anteriores se deu por meio do desinvestimento da empresa (recomposição do ativo inferior à depreciação contábil) – com peso de 25% na nota final.

Cada item, individualmente, foi avaliado com base 10, onde 10 foi a empresa mais eficiente, e 0 a menos eficiente em cada critério de análise.

É importante ressaltar que a PA, apesar de teoricamente neutra, pode trazer às empresas despesas financeiras não cobertas pela metodologia tarifária. Isso porque uma concessionária pode ter que arcar com um custo maior de geração de forma “descasada” com seu calendário tarifário, gerando o que se chama de “componente financeiro” (um direito a ser recuperado no próximo evento tarifário). Como os reajustes ocorrem anualmente, concessionárias podem ter que levar por até 11 meses um eventual desbalanço, sendo que os componentes financeiros são atualizados pela SELIC – e seu custo real de capital pode ser superior. Esta diferença entre custo de capital e taxa SELIC gera uma perda financeira não coberta pela metodologia atualmente vigente, e pode ser maior ou menor dependendo de cada empresa. Novamente, é importante frisar que não serão consideradas neste estudo as eventuais falhas regulatórias, já que estas incidem em maior ou menor nível sobre as diferentes empresas (inclusive, com algumas podendo se beneficiar destas falhas). Assim, como serão avaliados apenas os lucros teóricos regulatórios *versus* o real, será possível verificar quais empresas ficaram acima, e quais ficaram abaixo deste limite. Como forma de mitigar eventuais distorções causadas pela PA, demonstrar-se-á uma janela de três anos (2013, 2014 e 2015), onde mais importante do que o resultado pontual de um ano é a trajetória de resultados da empresa.

A seguir exploramos o método empregado nas análises.

## 2.1 Lucro Líquido Regulatório / Lucro Líquido Real

Como explicado anteriormente, há no nível tarifário das distribuidoras uma única parcela referente à remuneração do capital investido. Ela se chama “remuneração do capital” (RC), e é calculada pela multiplicação entre a Base de Remuneração Líquida ( $BRR_{liq}$ ) e a taxa WACC, que é o custo médio poderado de capital periodicamente definido pela ANEEL<sup>3</sup>. O WACC considerado já é o “líquido”, isto é, após os impostos.

Toma-se como exemplo o caso da Elektro (4º Ciclo de Revisão Tarifária – 27 de agosto de 2015), demonstrado na Tabela 2 a seguir. É possível observar que a parcela de Remuneração de Capital soma R\$353.797.654,54 por ano, ou 5,87% do Nível Tarifário total da empresa.

Apesar deste ser o “lucro teórico” da Elektro, ela pode ter um valor real maior ou menor do que este, pois: (a) Pode ter tido um ganho ou uma perda financeira na Parcela A, como anteriormente demonstrado; (b) Pode ter tido um OPEX real maior ou menor do que o regulatório; (c) Pode ter sido mais eficiente na gestão de seu ativo imobilizado, como demonstrado no Caderno Tarifário n. 5 da LMDM (“A Estratégia com foco na Revisão Tarifária”, de setembro de 2013); (d) Pode ter tido um ganho adicional ao previsto com “outras receitas”; etc.

**Tabela 2: Composição do Nível Tarifário da Elektro (4CRTP - 2015)**

<b>ENCARGOS</b>	<b>1.650.561.901,12</b>
Reserva Global de Reversão – RGR	0,00
Conta de Consumo de Combustíveis – CCC	0,00
Taxa de Fisc. de Serviços de E.E. – TFSEE	6.380.708,05
Conta de Desenvolvimento Energético – CDE	1.350.928.585,35
Compensação financeira - CFURH	0,00
Encargos Serv. Sist. - ESS e Energ. Reserv. - EER	141.335.872,47
PROINFA	101.879.417,94
P&D e Eficiência Energética	49.871.359,35
Contribuição ONS	165.957,96
<b>TRANSPORTE</b>	<b>334.585.090,43</b>
Rede Básica	131.595.871,73
Rede Básica Fronteira	106.532.478,15
Rede Básica ONS (A2)	5.604.810,24
Rede Básica Export. (A2)	0,00
MUST Itaipu	29.108.397,84
Transporte de Itaipu	13.798.682,59
Conexão	28.387.954,83
Uso do sistema de distribuição	19.556.895,06
<b>ENERGIA</b>	<b>2.693.550.838,78</b>
<b>VALOR FINAL DA PARCELA A</b>	<b>4.678.697.830,33</b>
<b>Custo de Administração, Operação e Manutenção (CAOM)</b>	<b>732.609.098,35</b>
Custos Operacionais (CO)	701.728.971,97
Receitas Irrecuperáveis - Encargos Setoriais (Vi)	8.432.071,24
Demais Receitas Irrecuperáveis (Vse)	22.448.055,14

<sup>3</sup> O recálculo do custo de capital a cada 3 anos, com revisão da metodologia a cada 6 anos.  
[www.lmdm.com.br](http://www.lmdm.com.br)

<b>Custo Anual dos Ativos (CAA)</b>	<b>628.330.347,51</b>
Remuneração do Capital (RC)	353.797.654,54
Quota de Reintegração Regulatória (QRR)	211.589.373,76
Custo anual das instalações móveis e imóveis (CAIMI)	62.943.319,20
<b>Parcela B (VPB)</b>	<b>1.360.939.445,85</b>
Índice de Produtividade da Parcela B	1,28%
Mecanismo de Incentivo à Qualidade	0,00%
<b>VALOR FINAL DA PARCELA B</b>	<b>1.343.472.190,18</b>
<b>Receita Requerida (RR)</b>	<b>6.022.170.020,51</b>

É importante observar que cada concessionária possui uma data de Revisão Tarifária, que pode ser a qualquer momento do ano. Assim, considerando que os balanços são fechados utilizando o período de janeiro a dezembro, certamente as empresas terão dois valores regulatórios distintos a serem observados. Para mitigar este problema, o nível tarifário foi proporcionalizado por mês (e pro-rata por dia), porém valendo-se de uma distribuição linear que não é totalmente correta. Isso porque o mercado anual não é linear ao longo dos meses, isto é, há diferenças de consumo ao longo do ano. Por isso, novamente é importante frisar que a consistência dos resultados só é eficaz se analisada em sua série histórica, onde a tendência é mais importante que o resultado em si.

Assim, o lucro teórico foi comparado com o lucro real da mesma empresa, demonstrando se ela conseguiu ou não atingir / superar sua meta regulatória. Foi criada uma relação entre o lucro real e o teórico, **tomando-se o cuidado de, no lucro teórico, descontar o custo “regulatório” dos juros de capital de terceiros, conforme submódulo 2.4 dos Procedimentos de Regulação Tarifária - Proret** (considerando 48,76% de capital de terceiros, a um custo líquido real de 5,14%). Em seguida, foi feita uma relação entre a distribuidora melhor classificada e a pior classificada, onde a melhor ficou com a nota 10 e a pior com a nota zero.

É importante ressaltar que empresas com melhor gestão sobre seu OPEX (isto é, com custos operacionais regulatórios superiores aos custos reais) estarão, provavelmente, melhor classificadas no *ranking*, já que conseguiriam aumentar seu lucro regulatório teórico (pois, além do WACC incidindo sobre sua Base de Remuneração Líquida, terão ainda um delta de OPEX como ganho).

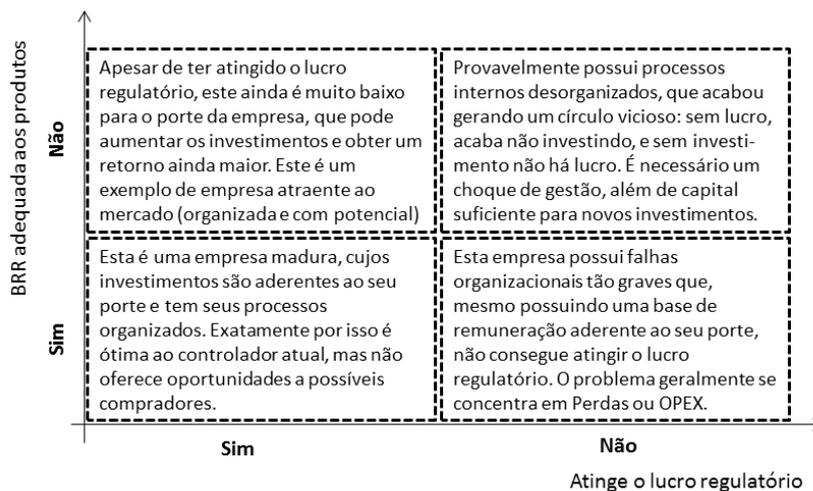
## 2.2 Potencial de Crescimento

Foram feitas três análises distintas, valendo-se da Base de Remuneração Líquida (BRRLíq) das empresas analisadas: BRRLíq / UC (28% de peso); BRRLíq / Km total de rede (12% de peso); BRRLíq / MWh (60% de peso). Os pesos são aqueles utilizados pela ANEEL no 3º ciclo para explicar a evolução dos custos operacionais das empresas.

Desta forma, exemplifica-se duas empresas: uma com uma BRRLíq de R\$1.000,00 por Unidade Consumidora (UC), e outra com R\$500,00. Como neste caso é considerado quem consegue ter o maior retorno pela menor Base de Remuneração (isto é, quanto menor a base por produto, maior o potencial de expansão daquela empresa), a nota deste critério é calculada por (MIN / REF), sendo que a segunda empresa ficaria com 1, e a primeira empresa ficaria com 0,5. Como o peso dado às Unidades Consumidoras é de 28%, a primeira ficaria com 1,4 ponto e a segunda com 2,8. O mesmo princípio é adotado com os demais produtos (km total de rede e mercado, em MWh / ano), chegando em uma nota final de base 10.

Este teste é importante pois demonstra se uma empresa ainda consegue expandir seus investimentos de maneira consistente e “prudente”. Isso porque avaliar se as empresas atingiram 100% de seu “lucro regulatório” não é suficiente, já que sua base de remuneração pode ser muito baixa. A figura a seguir demonstra os casos extremos.

**Figura 1: Matriz de gestão de ativos regulatórios (BRR)**



Assim, supondo duas empresas “empatadas” na nota atribuída ao Lucro Líquido Regulatório / Lucro Líquido Real (1º teste deste estudo), a que tiver o maior potencial de crescimento (2º teste deste estudo) terá a melhor nota final, pois além de estar com a “casa em dia”, ainda pode crescer e aumentar seu lucro (em valor absoluto). Este é um ponto importante a ser avaliado por potenciais compradores de empresas atualmente à venda, como as distribuidoras do Grupo Eletrobras.

Evidentemente, a maior parte das empresas estará em um cenário intermediário dos extremos citados; no entanto, a figura serve para que se entenda o porquê de haver uma dimensão específica para mensurar a base de remuneração da empresa frente ao seu porte – ressaltando-se, novamente, que não foram comparados os valores absolutos das bases de remuneração, o que não seria razoável pelos diferentes portes das empresas; todas as análises foram realizadas considerando os produtos da concessão: Unidades Consumidoras, Km de Rede e Mercado).



### 2.3 Evolução dos Investimentos

Esta 3ª etapa surge como uma ponderação a respeito da 1ª etapa, já que o fato da empresa ter ganhos reais acima do regulatório não necessariamente é um indicador “perfeito”, pois ela pode estar atingindo este resultado em detrimento à perpetuidade dos negócios, investindo menos do que sua depreciação contábil e transformando em resultado parte da quota de reintegração que recebe (para mais informações sobre este ponto, [verificar este estudo](#)).

Isso porque a única forma “direta” de lucro das concessionárias de distribuição de energia elétrica é a taxa WACC aplicada sobre sua Base de Remuneração Líquida. Este produto é chamado de Remuneração do Capital (RC), e representa – após dedução dos juros sobre capital de terceiros – o lucro que a empresa poderia auferir. Este lucro pode ser eventualmente maior ou menor dependendo dos resultados da empresa quanto aos custos operacionais, perdas comerciais, outras receitas, etc – no entanto, o principal fator a ser acompanhado é justamente a Base de Remuneração Líquida da empresa.

Assim, esta fase de análise entra no mérito da evolução dos valores de Base de Remuneração da empresa, observando aquelas que conseguiram investir mais nos últimos três anos. Esta análise foi feita considerando-se a soma dos ativos financeiro e intangível dos balanços patrimoniais publicados, lembrando que as concessionárias são obrigadas a contabilizar os valores regulatórios de seus ativos (reavaliação compulsória). Isso significa que as concessionárias que passaram pelo processo de Revisão Tarifária neste período já deveriam ter refletido em seus balanços eventuais variações (positivas ou negativas) entre o valor novo de reposição aprovado pela ANEEL e seus valores históricos contábeis. Já aquelas que não passaram pelo processo possuem apenas os valores históricos contábeis, podendo sofrer ajustes nos anos seguintes decorrentes da fiscalização pela ANEEL.

Com o objetivo de verificar se as empresas compreendem bem esta realidade, e mantêm um investimento robusto ao longo dos anos, buscou-se a trajetória de investimentos ao longo de uma janela de três anos, identificando aquelas que mais evoluíram neste quesito (comparando o ativo de 2015 com o de 2013).

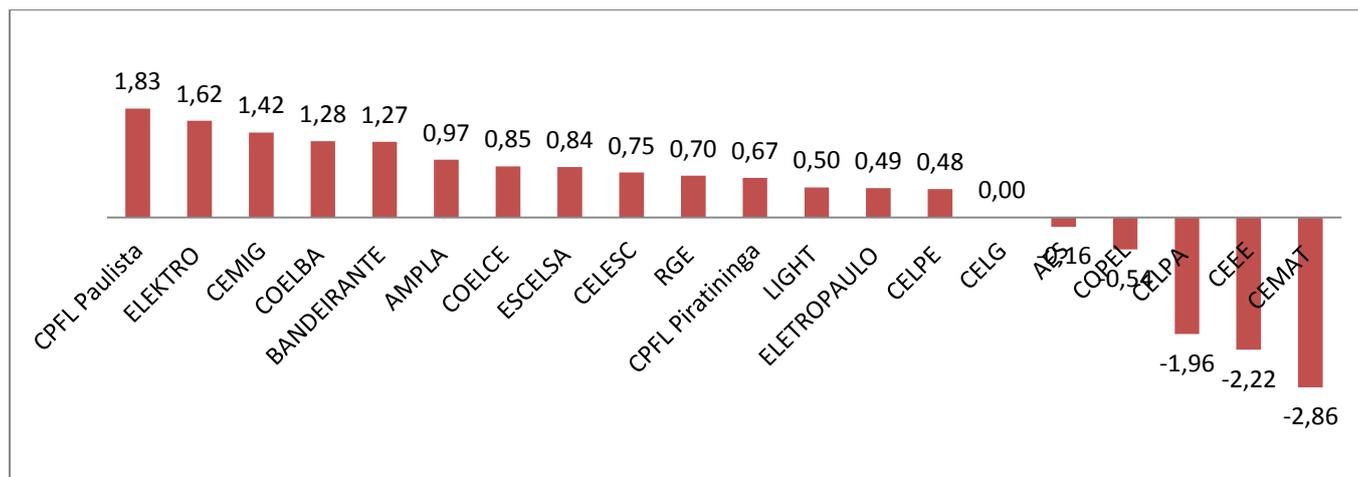
Foi dado um peso de 25% a esta análise, que consideramos fundamental para avaliar a continuidade da empresa. Ressalta-se que um investidor que eventualmente queira se desfazer de seus ativos trabalhará na contramão deste conceito, investindo menos do que a depreciação contábil (que é dada pela ANEEL via tarifa, sob o nome de “quota de reintegração”), distribuindo aos acionistas a diferença – como se lucro fosse.

### 3. RESULTADOS PARCIAIS

#### 3.1 Lucro Líquido Real / Lucro Líquido Regulatório

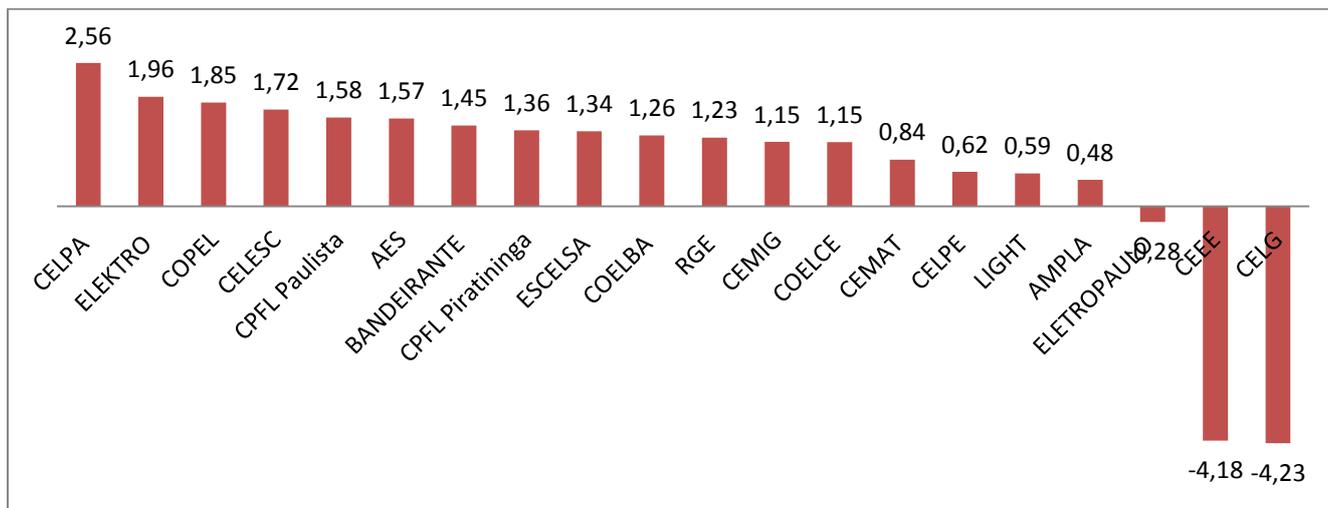
Ao fazer a divisão do Lucro Líquido Real (contábil) pelo Lucro Líquido Regulatório (remuneração do capital menos juros sobre capital de terceiros), temos um índice que demonstra quantas vezes o Lucro Líquido Real foi maior, ou não, que o Lucro Regulatório. Se esse índice for maior que um, significa que o lucro líquido contábil foi maior e, portanto, a concessionária foi mais eficiente do que a previsão regulatória. Se o índice for um valor maior que 0, porém menor que 1, significa que, apesar do resultado contábil positivo, este foi menor do que seu potencial ganho. Um índice negativo demonstra que a concessionária teve um prejuízo contábil. No gráfico abaixo, é possível visualizar o índice para as concessionárias que tiveram o Terceiro Ciclo de Revisão Tarifária Periódica no ano de 2013 ou em anos anteriores.

**Gráfico 1: Lucro Líquido Contábil sobre Lucro Líquido Regulatório por Concessionária (2013)**



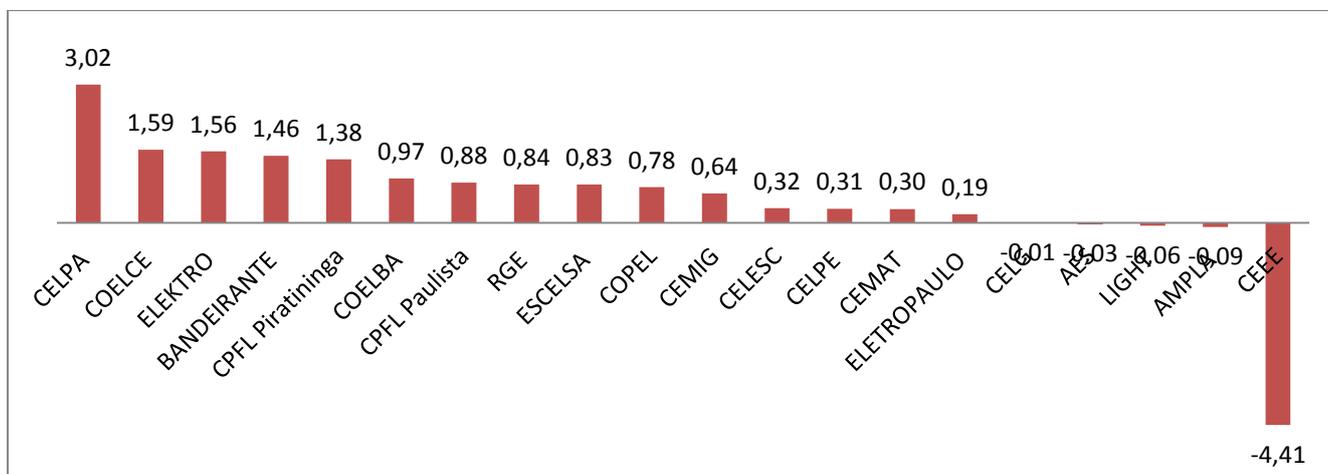
Desta forma, é possível notar que das 20 distribuidoras analisadas, cinco conseguiram lucros reais superiores aos regulatórios; dez não fecharam prejuízo, mas obtiveram retornos inferiores aos possíveis; e cinco fecharam com prejuízos, destacando-se a CEMAT, a CEEE e a Celpa. Ressalta-se que no final de 2012 a Celpa foi comprada pelo Grupo Equatorial, que em 2013 começou um programa de remodelagem administrativa na empresa, cujo resultado pode ser visto somente a partir de 2014. O mesmo vale para a Cemat, cuja compra pelo grupo Energisa foi anuída pela ANEEL em janeiro de 2013.

**Gráfico 2: Lucro Líquido Contábil sobre Lucro Líquido Regulatório por Concessionária (2014)**



Assim, em 2014 observa-se uma significativa melhora dos resultados tanto da Celpa quanto da Cemat, mantendo-se resultados muito ruins para a CEEE (que ficaram ainda piores em 2015). A Celg, que em 2013 havia fechado na iminência do prejuízo, em 2014 teve uma sensível piora em seu resultado financeiro.

**Gráfico 3: Lucro Líquido Contábil sobre Remuneração do Capital por Concessionária (2015)**



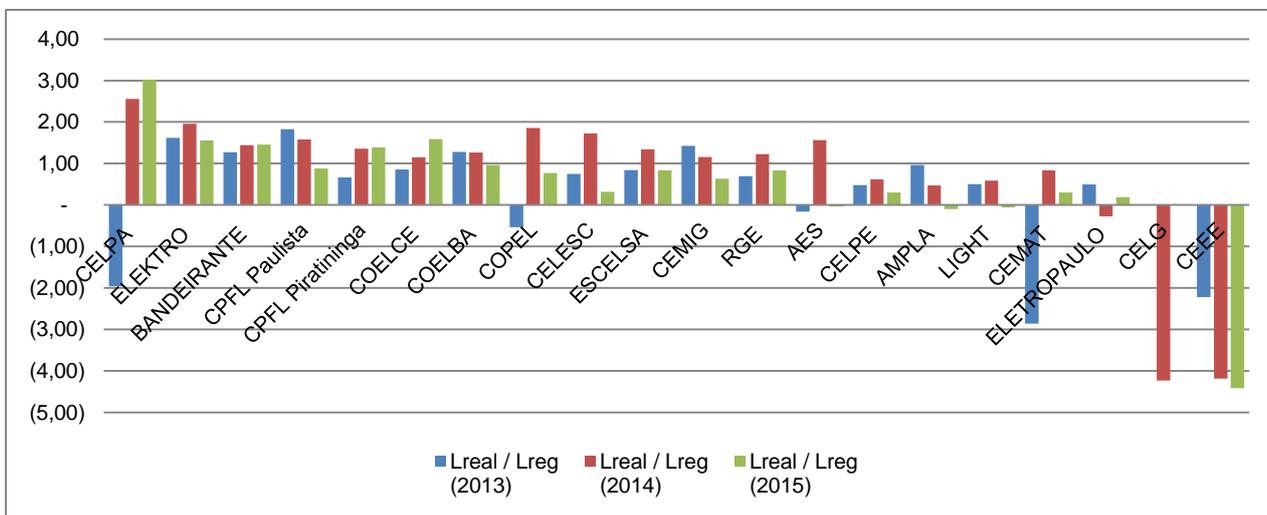
Demonstra-se na tabela a seguir o resultado consolidado, numérico, das 20 distribuidoras analisadas, bem como a média destes indicadores do período.

**Tabela 3: Índices (Lucro Real / Lucro Regulatório) consolidados, ordenados pela MPT\* do período (maior a menor)**

Concessionária	Lreal / Lreg (2013)	Lreal / Lreg (2014)	Lreal / Lreg (2015)	Média Simples	Tendência	Média pela tendência
CELPA	1,96	2,56	2,33	0,98	Melhora	1,73
ELEKTRO	1,62	1,96	1,43	1,67	Estável	1,73
BANDEIRANTE	1,27	1,45	1,47	1,39	Estável	1,42
CPFL Paulista	1,83	1,58	0,88	1,43	Piora	1,39
CPFL Piratininga	0,67	1,36	1,33	1,12	Melhora	1,23
COELCE	0,85	1,15	1,43	1,14	Melhora	1,19
COELBA	1,28	1,26	0,97	1,17	Piora	1,17
COPEL	0,54	1,85	0,78	0,70	Melhora	1,10
CELESC	0,75	1,72	0,32	0,93	Piora	1,09
ESCELSA	0,84	1,34	0,83	1,01	Estável	1,09
CEMIG	1,42	1,15	0,64	1,07	Piora	1,03
RGE	0,70	1,23	0,84	0,92	Estável	1,01
AES	0,16	1,57	0,03	0,46	Estável	0,75
CELPE	0,48	0,62	0,31	0,47	Piora	0,49
AMPLA	0,97	0,48	0,09	0,45	Piora	0,37
LIGHT	0,50	0,59	0,06	0,34	Piora	0,36
CEMAT	2,86	0,84	0,30	0,57	Melhora	0,04
ELETROPAULO	0,49	0,28	0,19	0,13	Piora	0,01
CELG	0,00	4,23	0,01	1,41	Melhora	2,12
CEEE	2,22	4,18	4,41	3,61	Piora	3,93

\* MPT = Média Pela Tendência. A média entre 2015 e 2014 tem 2/3 de peso; a média entre 2014 e 2013 tem 1/3 de peso. Desta forma, há um peso maior para os resultados mais próximos, observando-se a tendência de melhora ou piora da empresa.

**Gráfico 4: Evolução do Lucro Real / Lucro Regulatório entre 2013 e 2015**



Fica evidente a trajetória de melhora dos indicadores na Celpa, e um pouco menos evidente – mas que merece destaque – no caso da Copel. Já na Bandeirante, Coelce e CPFL Piratininga a melhora também foi notada, apesar de mais tímida. Já a Cemat, aparentemente, ainda luta para organizar seus processos após a troca de controle, e a Celg, apesar de ter apresentado um melhor desempenho em 2015 (em comparação com 2014), ainda possui resultados absolutos muito ruins. A CEEE é, notoriamente, a concessionária com mais problemas no grupo avaliado.

Pela metodologia de ranking apresentada anteriormente, a empresa melhor posicionada no ranking obteve nota 10; já a pior posicionada obteve nota zero. Todas as intermediárias receberam uma nota proporcional ao seu resultado. Ao fim, a Celpa apresentou a trajetória mais consistente, tendo sido, portanto, a empresa-modelo no quesito “Lucro Real / Lucro Regulatório”, demonstrando sua habilidade em gerir bem sua Parcela B (já que consegue, de forma sistemática, obter ganhos reais acima dos regulatórios). A empresa foi seguida por Elektro, Bandeirante e CPFL Paulista. Cabe apontar o resultado deslocado das duas últimas colocadas, Celg e CEEE, muito abaixo da Eletropaulo, em 18ª colocação.

**Tabela 4: Nota por Índice - Consolidado**

<b>Concessionária</b>	<b>#</b>	<b>Nota Final (Base 10)</b>
CELPA	1	10,00
ELEKTRO	2	9,99
BANDEIRANTE	3	9,46
CPFL Paulista	4	9,40
CPFL Piratininga	5	9,12
COELCE	6	9,05
COELBA	7	9,01
COPEL	8	8,88
CELESC	9	8,88
ESCELSA	10	8,87
CEMIG	11	8,76
RGE	12	8,73
AES	13	8,26
CELPE	14	7,81
AMPLA	15	7,59
LIGHT	16	7,57
CEMAT	17	7,02
ELETROPAULO	18	6,96
CELG	19	3,21
CEEE	20	0,00

### 3.2 Potencial de Crescimento

A partir das análises citadas no item 2.2, buscou-se o potencial que cada distribuidora ainda possui no crescimento da base de seus ativos. Esta análise se soma ao ponto seguinte, já que a idéia é, primeiro, compreender quais empresas possuem espaço para crescer – e, depois, avaliar quem, de fato, aproveita este potencial.

Observa-se que, das 20 empresas analisadas, a Ampla, a Celpa e a Light apresentam as menores notas (ou seja, possuem os maiores “índices de saturação” e, por consequência, os menores potenciais de crescimento já que, proporcionalmente ao tamanho de sua concessão, possuem atualmente as maiores bases de remuneração do mercado). Por outro lado, Copel e Celg possuem os maiores potenciais de crescimento, já que (proporcionalmente às suas concessões) possuem atualmente as menores bases de remuneração do mercado.

**Tabela 5: Ranking Potencial de Crescimento**

Concessionária	BRR-Liq em 2015	Valores Absolutos			Relação BRR Líq / Produto			Nota Rede	Nota MWh	Nota Consumid.	Nota Ponderada	Nota Final Base 10
		Km Rede	MWh / ano	Consumidores	Km Rede	MWh / ano	Consumidores					
COPEL	3.169.238.651	229.901	27.165.146	3.916.934	13.785	117	809	9,63	9,85	9,21	9,64	10,00
CELG	1.760.381.630	205.800	11.775.144	2.528.057	8.554	149	696	10,00	8,73	10,00	9,24	9,51
BANDEIRANTE	1.701.084.092	28.056	15.173.346	1.743.418	60.633	112	976	6,36	10,00	8,05	9,02	9,24
CEMIG	6.508.373.189	497.527	44.470.524	7.424.052	13.081	146	877	9,68	8,84	8,74	8,91	9,11
CPFL Paulista	3.908.912.789	123.851	30.116.028	3.813.597	31.561	130	1.025	8,39	9,40	7,70	8,80	8,98
CELESC	2.814.040.030	147.067	21.143.771	2.431.092	19.134	133	1.158	9,26	9,29	6,78	8,58	8,71
CPFL Piratininga	1.944.112.022	25.777	15.291.573	1.613.682	75.421	127	1.205	5,33	9,49	6,45	8,14	8,17
CEEE	1.489.549.197	72.138	8.249.658	1.513.711	20.649	181	984	9,15	7,68	7,99	7,94	7,93
ELETROPAULO	6.350.013.698	41.871	45.750.136	6.701.929	151.655	139	947	0,00	9,10	8,24	7,77	7,71
CELPE	2.566.324.156	131.092	11.806.573	3.230.898	19.577	217	794	9,23	6,43	9,32	7,57	7,48
ELEKTRO	2.964.655.041	112.053	16.690.544	2.450.996	26.458	178	1.210	8,75	7,78	6,41	7,51	7,41
ESCELSA	1.828.312.038	60.031	10.369.692	1.342.147	30.456	176	1.362	8,47	7,82	5,35	7,21	7,03
RGE	1.818.930.706	81.435	9.503.922	1.335.146	22.336	191	1.362	9,04	7,31	5,34	6,97	6,74
COELCE	2.877.132.585	137.834	11.356.416	3.279.602	20.874	253	877	9,14	5,21	8,74	6,67	6,38
AES	1.757.694.331	65.767	8.756.085	1.236.043	26.726	201	1.422	8,73	7,00	4,93	6,62	6,32
COELBA	4.617.879.550	252.262	16.422.538	5.169.237	18.306	281	893	9,32	4,27	8,62	6,09	5,68
CEMAT	2.007.713.238	117.051	7.175.118	1.159.665	17.152	280	1.731	9,40	4,31	2,77	4,49	3,73
LIGHT	7.630.244.447	65.366	28.067.183	3.587.576	116.731	272	2.127	2,44	4,58	0,00	3,04	1,96
CELPA	3.242.468.026	124.231	7.965.534	2.204.971	26.100	407	1.471	8,77	0,00	4,59	2,34	1,10
AMPLA	4.482.189.602	55.564	11.333.562	2.462.214	80.667	395	1.820	4,96	0,39	2,14	1,43	0,00

Fonte: Planilhas SPARTA (ANEEL) dos processos de Revisão Tarifária e Notas Técnicas dos reajustes (para a mutação da Parcela B).

Isso significa que, hoje, caso a Celpa ou a Ampla queiram implantar um grande programa de investimentos, provavelmente terão dificuldades em tê-los considerados como “prudentes” pela ANEEL, devendo comprovar em detalhes os benefícios de se aumentar ainda mais sua base de remuneração. Por outro lado, Copel e Celg tem um grande potencial de avanço, havendo espaço para investir muito nos próximos anos.

Esta etapa da análise é fundamental para os investidores que queiram entrar em uma das empresas citadas, de forma a compreender se há ou não espaço de crescimento na concessão, observando-se que existem dois tipos de concessionárias: aquelas que, de fato, conseguiram fazer “mais com menos”, atendendo seu mercado com um

investimento menor, e aquelas que simplesmente pararam de investir de forma sistêmica, terminando por administrar uma rede antiga e muito depreciada.

Não demonstraremos neste estudo a segregação dos grupos, para manter uma análise mais simples e objetiva. Porém, esta é uma investigação que precisa ser realizada aos potenciais investidores (já que a “qualidade” da oportunidade de crescimento é maior quando os ativos já estão depreciados, posto que sua substituição não implica em justificativas para a ANEEL, e provavelmente resulta em redução do custo operacional pela renovação da rede).

### 3.3 Evolução dos Investimentos

Para verificar qual empresa apresentou o maior crescimento de seus ativos regulatórios, verificou-se nos balanços patrimoniais de cada concessionária a mutação que houve entre 2013 e 2015, considerando a soma de seus ativos financeiro e intangível. Interpreta-se os dados da seguinte forma: aquelas empresas que reduziram seus ativos investiram menos do que a depreciação média de redes de distribuição (geralmente entre 3,5% e 4% ao ano). Já aquelas que apresentaram aumento no valor, investiram mais do que a depreciação. **É importante frisar que os números de 2013 e 2014 foram atualizados até dez/2015 pelo IGP-M.**

**Tabela 6: Empresas com o maior crescimento proporcional de sua Base de Remuneração de 2013 a 2015**

Concessionária	Valores Atualizados						Nota Final (Base 10)	Posição 2015/2013
	2013	2014	2015	Δ 2014/2013	Δ 2015/2014	Δ 2015/2013		
CEEE	1.555.552	1.822.299	1.919.446	17,15%	5,33%	23,39%	10,00	1
CEMIG	7.992.084	8.501.735	9.038.341	6,38%	6,31%	13,09%	7,09	2
CELPE	2.639.304	2.848.746	2.959.099	7,94%	3,87%	12,12%	6,81	3
COPEL	4.962.591	5.534.982	5.555.652	11,53%	0,37%	11,95%	6,76	4
CELPA	3.308.543	3.530.182	3.565.391	6,70%	1,00%	7,76%	5,58	5
CPFL Piratininga	1.590.668	1.643.508	1.682.795	3,32%	2,39%	5,79%	5,02	6
AMPLA	4.576.609	4.490.189	4.792.822	-1,89%	6,74%	4,72%	4,72	7
COELBA	6.019.045	6.181.140	6.276.374	2,69%	1,54%	4,28%	4,59	8
LIGHT	6.734.810	7.060.465	6.987.290	4,84%	-1,04%	3,75%	4,44	9
ELEKTRO	2.630.552	2.683.340	2.690.419	2,01%	0,26%	2,28%	4,02	10
CEMAT	2.841.876	2.796.586	2.905.034	-1,59%	3,88%	2,22%	4,01	11
RGE	2.606.758	2.605.919	2.577.915	-0,03%	-1,07%	-1,11%	3,07	12
CPFL Paulista	3.819.829	3.796.874	3.740.135	-0,60%	-1,49%	-2,09%	2,79	13
BANDEIRANTE	1.457.260	1.401.294	1.424.535	-3,84%	1,66%	-2,25%	2,75	14
CELESC	3.336.458	3.288.388	3.252.204	-1,44%	-1,10%	-2,53%	2,67	15
ESCELSA	1.613.709	1.619.187	1.556.623	0,34%	-3,86%	-3,54%	2,38	16
AES	2.432.954	2.409.554	2.300.521	-0,96%	-4,53%	-5,44%	1,84	17
COELCE	2.723.226	2.513.340	2.555.579	-7,71%	1,68%	-6,16%	1,64	18
CELG	2.096.418	2.140.188	1.966.226	2,09%	-8,13%	-6,21%	1,62	19
ELETROPAULO	8.135.294	7.767.071	7.163.176	-4,53%	-7,78%	-11,95%	0,00	20

Verifica-se que a CEEE foi a empresa que mais investiu nos últimos dois anos, cabendo ressaltar que, como a empresa ainda não passou pela fiscalização de BRR da ANEEL, pode haver alteração do valor contábil. A empresa aumentou sua BRR, em termos reais (isto é, fora a inflação e a depreciação), em 23,4% no período, sendo acompanhada por Cemig (aumento de 13%) e Celpe (aumento de 12%).

### 4. RANKING FINAL - MELHORES DISTRIBUIDORAS 2016

Finalmente, levando em conta os três pilares apresentados e empregando a cada um deles um peso que compreende a 50% para o item 3.1 (Lucro Líquido Real / Lucro Líquido Regulatório), 25% para o item 3.2 (Potencial de Crescimento) e 25% para o item 3.3 (Evolução dos Investimentos). Desta forma chega-se ao ranking final por distribuidora 2016, conforme tabela abaixo.

**Tabela 7: Ranking Final**

Concessionária	#T01		#T02		#T03		NOTA FINAL	
	Posição	Nota	Posição	Nota	Posição	Nota	Posição	Nota
COPEL	8	8,88	1	10,00	4	6,76	1	8,63
CEMIG	11	8,76	3	9,11	2	7,09	2	8,43
ELEKTRO	2	9,99	11	7,04	10	4,02	3	7,76
CPFL Piratininga	5	9,12	8	7,63	6	5,02	4	7,72
CPFL Paulista	4	9,40	4	8,97	13	2,79	5	7,64
BANDEIRANTE	3	9,46	5	8,79	14	2,75	6	7,61
CELPE	14	7,81	9	7,51	3	6,81	7	7,49
CELESC	9	8,88	6	8,68	15	2,67	8	7,28
COELBA	7	9,01	16	5,72	8	4,59	9	7,08
RGE	12	8,73	13	6,72	12	3,07	10	6,81
ESCELSA	10	8,87	12	7,01	16	2,38	11	6,78
CELPA	1	10,00	19	0,50	5	5,58	12	6,52
COELCE	6	9,05	15	6,20	18	1,64	13	6,49
AES Sul	13	8,26	14	6,30	17	1,84	14	6,17
CEMAT	17	7,02	17	3,69	11	4,01	15	5,44
LIGHT	16	7,57	18	1,91	9	4,44	16	5,37
ELETROP PAULO	18	6,96	10	7,41	20	0,00	17	5,33
AMPLA	15	7,59	20	0,00	7	4,72	18	4,98
CEEE	20	0,00	7	7,93	1	10,00	19	4,48
CELG	19	3,21	2	9,53	19	1,62	20	4,39

Este estudo reflete as empresas que podem ser consideradas “os melhores negócios” do setor elétrico, por reunirem três características fundamentais: eficiência operacional, entendimento “das regras do jogo” e potencial futuro.

Assim, a LMDM demonstra, de forma técnica e matemática, que Copel (1ª colocação), Cemig (2ª colocação) e Elektro (3ª colocação) apresentam-se como as empresas que melhor equilibram os resultados atuais com o potencial de crescimento, sob a ótica financeira e regulatória.

### ***Estudos Complementares***

A LMDM trabalha com estudos sob demanda para investigação de aspectos complementares das distribuidoras de energia, incluindo:

- Aprofundamento da origem das variações (positivas ou negativas) identificadas no resultado das empresas, analisando os custos operacionais, perdas, qualidade, outras receitas, inadimplência e outras variáveis com impacto direto no resultado;
- Avaliação da qualidade dos investimentos realizados, sob a ótica financeira e regulatória;
- Entendimento da qualidade do endividamento das empresas, quanto a prazo, custo e alavancagem;
- Simulações de fluxo de caixa, mercado, projeção de receitas e despesas, variáveis ambientais e outros aspectos com influência direta ou indireta no resultado de médio e longo prazo;
- Análise dos principais riscos regulatórios setoriais e seus impactos no mercado e nas empresas, de forma individual;
- Parecer quanto ao resultado de fiscalizações econômico-financeiras da ANEEL nas diferentes empresas, identificando o impacto esperado no curto, médio e longo prazo das determinações realizadas;
- Avaliação do estágio de compreensão regulatória das distribuidoras, buscando identificar se a administração caminha na direção certa para garantir um melhor resultado de longo prazo.

**Para saber mais sobre serviços e estudos oferecidos pela LMDM, escreva para [contato@lmdm.com.br](mailto:contato@lmdm.com.br).**

