

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

Mateus Tavares Bodaneze

**ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DE EMPRESA DE CAPITAL
ABERTO DE GERAÇÃO DE ENERGIA ALTERNATIVA
RENOVÁVEL**

Porto Alegre

2011

Mateus Tavares Bodaneze

**ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DE EMPRESA DE CAPITAL
ABERTO DE GERAÇÃO DE ENERGIA ALTERNATIVA
RENOVÁVEL**

Trabalho de conclusão de curso de graduação em Administração, apresentado ao departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientador: Oscar Claudino Galli

Porto Alegre

2011

Mateus Tavares Bodaneze

**ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DE EMPRESA DE CAPITAL
ABERTO DE GERAÇÃO DE ENERGIA ALTERNATIVA
RENOVÁVEL**

Trabalho de conclusão de curso de graduação em Administração, apresentado ao departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Aprovado em 06 de Julho de 2011.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Oscar Claudino Galli

Prof Luis Felipe M. do Nascimento

RESUMO

A proposta deste trabalho é verificar se o investimento em ações de uma empresa de capital aberto de geração de energia alternativa renovável pode trazer retorno para os interessados neste setor. Para fazer esta constatação, foi utilizado o método de análise de empresas chamado de análise fundamentalista que proporciona uma abordagem abrangente sobre a situação de uma empresa. A empresa escolhida para ser estudada foi a Renova Energia S.A. que abriu capital em 2010 tornando-se a primeira empresa de geração de energia essencialmente renovável a ser negociada na Bolsa de Valores do Brasil.

Para analisar a empresa foram feitas as análises macroeconômicas e setoriais e coletadas informações relevantes em todas as fontes de informação disponíveis sobre a empresa. Com os dados coletados foram feitas análises retrospectivas dos demonstrativos financeiros da empresa, esses demonstrativos foram analisados e projetados para um horizonte de tempo viável de projeção.

Por fim foram utilizadas todas as análises realizadas para projetar o valor da empresa trazido para o presente pelo método do Fluxo de Caixa Descontado e com isso pode-se constatar-se o valor justo para o preço das ações da companhia.

AGRADECIMENTOS

É difícil listar quantas pessoas importantes passam por nossas vidas durante o período que passamos dentro de uma universidade e quais são as pessoas fundamentais para você chegar a uma universidade se manter nela e fazer parte de uma pequena parte da população que consegue se formar em uma universidade.

Primeiramente gostaria de agradecer ao meu pai que é uma dessas pessoas fundamentais para a minha vida e sempre esteve do meu lado em todas as etapas do meu desenvolvimento e em todas as situações que passei me ensinando valores morais e éticos que foram importantes para a minha formação. A minha mãe, que mesmo distante, sempre me deu apoio nas minhas decisões. A minha irmã pelo carinho e ao meu irmão pelo exemplo de superação de obstáculos e perseverança para atingir seus objetivos.

A todos os meus amigos, que são uma segunda família, por todos os bons momentos que aproveitamos, pelo apoio em todas as horas, pelos bons exemplos e por todas as coisas indescritíveis que já fizemos.

Dentro da universidade gostaria de agradecer aos colegas com os quais vivi bons momentos e que me deram exemplos e lições de vida e a alguns professores que realmente me ensinaram e se dedicam para isso, em especial ao professor Luis Felipe Nascimento que foi meu primeiro contato acadêmico mais forte por me proporcionar a oportunidade de trabalhar com ele, apreender muito e enraizar a questão ambiental em meu pensamento. Gostaria de agradecer também ao Professor Oscar Claudino Galli por ter aceitado ser meu orientador, me ajudar a desenvolver o presente trabalho e por sua compreensão e flexibilidade em todos os momentos do desenvolvimento.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<i>Figura 1: Ciclos Financeiros</i>	29
<i>Figura 2 Análise de capital de giro</i>	32
<i>Figura 3: Estrutura Societária</i>	42
<i>Figura 4: Estágios da concepção de projetos de PCHs</i>	45
<i>Figura 5: Estágios da concepção de projetos de energia eólica</i>	46
<i>Figura 6: Projeção da capacidade (MW)</i>	47
<i>Figura 7: Evolução das units desde a oferta inicial</i>	51
<i>Figura 8: Taxa de crescimento da NCGxCDG</i>	68

LISTA DE TABELAS

<i>Tabela 1: Quadro-resumo dos Índices</i>	28
<i>Tabela 2: Composição Acionária</i>	43
<i>Tabela 3: Potencial portfólio de projetos de PCHs</i>	45
<i>Tabela 4: Total de PCHs em operação</i>	45
<i>Tabela 5: Potencial portfólio de projetos de energia eólica</i>	46
<i>Tabela 6: Quadro resumo d os 14 parques eólicos contratados no LER 2009</i>	47
<i>Tabela 7: Quadro resumo dos parques eólicos contratados no LER 2010</i>	47
<i>Tabela 8: Prazo para amortização do empréstimo do BNDES</i>	50
<i>Tabela 9: Energia eólica e PCHS na Matriz energética</i>	55
<i>Tabela 10: Empreendimentos em construção e outorgados</i>	55
<i>Tabela 11: Demanda por Energia</i>	58
<i>Tabela 12: Projeção da evolução da capacidade instalada</i>	59

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	10
2. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	11
3. JUSTIFICATIVA.....	12
4. OBJETIVOS.....	14
4.1. Objetivo Geral.....	14
4.2. Objetivos Específicos.....	14
5. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	15
5.1. Coleta de Dados.....	15
5.2. Análise dos dados.....	15
5.3. Organização e Apresentação dos Dados.....	16
6. REVISÃO TEÓRICA.....	17
6.1. Análise Fundamentalista.....	17
6.1.1. Análise Macroeconômica.....	18
6.1.2. Análise Setorial.....	20
6.1.3. Análise Financeira Retrospectiva.....	21
6.1.3.1. Análise das Demonstrações Financeiras.....	21
6.1.3.2. Análise Horizontal.....	22
6.1.3.3. Análise Vertical.....	23
6.1.3.4. Índices Econômico-Financeiros.....	24
6.1.3.4.1. Índices de Estrutura de Capital.....	25
6.1.3.4.2. Índices de Liquidez.....	26
6.1.3.4.3. Índices de Rentabilidade.....	28
6.1.3.5. Análise do Ciclo Operacional.....	30
6.1.3.5.1. Índices de Rotação.....	31
6.1.3.6. Análise do Capital de Giro.....	32
6.1.4. Análise Financeira Prospectiva.....	34
6.1.4.1. Projeções de Demonstrativos Financeiros.....	34
6.1.5. Análise e Cálculo de Valor.....	35
6.1.5.1. Modelo de Desconto do Fluxo de Caixa (DCF).....	36
6.2. Governança Corporativa.....	41
7. APRESENTAÇÃO DA EMPRESA.....	42
7.1. Visão Geral.....	42
7.2. Histórico.....	44

7.3. <i>Portfólio de projetos</i>	46
7.4. <i>Informações Adicionais</i>	49
8. ANÁLISE MACROECÔNOMICA.....	52
8.1. <i>Situação Global</i>	52
8.2. <i>Situação do País</i>	53
9. ANÁLISE SETORIAL.....	55
9.1. <i>Investimentos em energia alternativa renovável no mundo</i>	57
9.2. <i>Concorrência</i>	58
9.3. <i>Demanda por Energia</i>	59
9.4. <i>Oferta de Energia</i>	60
10. ANÁLISE FINANCEIRA RETROSPECTIVA.....	62
10.1 <i>Análise Vertical e Horizontal</i>	62
10.2. <i>Análise de Índices Econômico-financeiros</i>	66
10.3 <i>Análise do Capital de Giro</i>	69
11. ANÁLISE FINANCEIRA PROSPECTIVA.....	70
11.1. <i>Projeção do Demonstrativo de Resultados</i>	71
11.2. <i>Projeção do Balanço Patrimonial</i>	73
12. ANÁLISE DO VALOR.....	75
13. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	78
14. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	80
ANEXOS:.....	82

1. INTRODUÇÃO

A geração de energia é crucial para as atividades desempenhadas em qualquer sociedade desde a mais primitiva até a mais evoluída, bem como para o desenvolvimento e evolução da mesma. A revolução industrial foi o grande marco científico e tecnológico para o modelo de geração de energia que adotamos em nossa sociedade. Esse modelo, baseado em combustíveis fósseis, como carvão e petróleo, além de não serem renováveis e limitados no longo prazo, traz um passivo ambiental de grande proporção que pode ameaçar a própria sobrevivência de inúmeras espécies vivas no planeta.

A utilização de combustíveis fósseis ainda é a grande fonte de geração de energia em nossa sociedade contemporânea e o retorno financeiro e os interesses econômicos que estão por trás da utilização desse tipo de tecnologia ainda são muito fortes e prevalecem em nossa matriz energética. Devido a questão da sustentabilidade desse tipo de modelo, surgem novas tecnologias alternativas renováveis, como eólica, solar, pequenas centrais hidroelétricas (PCHs), biocombustíveis, biomassa, geotérmica, maremotriz, entre outras.

Existe uma tendência global de migração da matriz energética atual, baseada em combustíveis fósseis, para esse novo modelo baseado em geração de energia alternativa e renovável e o investimento nesse tipo de tecnologia vêm aumentando. Diante desse contexto o presente trabalho irá analisar se o investimento em ações de uma empresa de geração de energia alternativa renovável pode trazer um bom retorno para o investidor. Para isso será usado o método de avaliação de empresas chamado de análise fundamentalista que faz uma avaliação abrangente da empresa em questão, utilizando todas as informações disponíveis relevantes para tal.

2. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Já existem no país diversas empresas de capital aberto de geração de energia por meio de fontes tradicionais, não renováveis e poluentes, com pequena parcela de seus negócios baseados em energias alternativas renováveis. Os investimentos em ações dessas companhias vêm trazendo bons retornos financeiros para os seus acionistas. Até o segundo semestre de 2010 não existiam empresas, com suas atividades baseadas puramente em geração de energia por meio de fontes alternativas e renováveis, listadas na bolsa de valores, todas empresas de setor de energia limpa não eram de capital aberto o que restringia a possibilidade de investimento nesse tipo de negócio.

O investimento em ações, que são títulos de propriedade de uma parte do capital social de empresas, pode apresentar uma rentabilidade superior à de formas tradicionais de investimentos, como poupança, CDBs, fundos de renda fixa, entre outros. Quando a empresa é lucrativa e bem administrada gera retorno por meio de dividendos, juros sobre o próprio capital, bonificação em novas ações, subscrição e retorno na própria comercialização do título quando vendido a um preço maior que o de sua compra.

O risco envolvido nesse tipo de investimento é muito maior, devido inúmeros fatores que influenciam as atividades das empresas e o valor dos títulos investidos. É nesse ponto que entra a análise fundamentalista para auxiliar na tomada de decisões, pois é baseada em análises macroeconômica, setorial, retrospectiva e prospectiva de demonstrativos e índices econômico-financeiros, valor das empresas, entre outras análises.

Sendo assim, como saber se o investimento em ações de uma empresa de capital aberto de geração de energia alternativa e renovável, pode ser um bom investimento para os acionistas utilizando a análise fundamentalista para avaliar a empresa?

3. JUSTIFICATIVA

As energias renováveis vêm ganhando força por serem limpas, trazerem um passivo ambiental muito menor, além de inúmeros outros benefícios e também como forma de proteger os governos contra a elevação dos preços do petróleo. O setor de energia alternativa e renovável está surgindo como um dos mais dinâmicos e competitivos do mundo, registrando um elevado crescimento em financiamentos e investimentos.

O Brasil ficou em sexto lugar no ranking dos maiores investidores mundiais em energia limpa. No total, os investimentos mundiais em energia limpa alcançaram o valor recorde de US\$ 243 bilhões em 2010, com alta de 30% ante 2009, segundo pesquisa divulgada pela The Pew Charitable Trusts

Existem excelentes oportunidades de investimentos no mercado de ações que muitas vezes não são aproveitadas por falta de conhecimento e profissionais qualificados que saibam desenvolver análises fundamentalistas de qualidade que são análises complexas que exigem conhecimentos multidisciplinares. Além de oportunidades de investimentos para os investidores, para as empresas é uma eficiente forma de captação de recursos para a sustentação das atividades necessárias para o desenvolvimento e o crescimento dessas empresas e conseqüentemente o aproveitamento dos benefícios envolvidos nesse processo.

O investimento em títulos de empresas, embasado em análises de qualidade fundamentadas em múltiplos conhecimentos, podem, além de gerar uma boa rentabilidade para quem investe, fazer com que essas empresas se desenvolvam, cresçam e/ou criem valor trazendo inúmeras conseqüências positivas para todos stakeholders envolvidos e para o crescimento econômico do país. Utilizar a análise fundamentalista para análise de investimento proporciona um bom entendimento da empresa ajudando na escolha de títulos que gerem valor, evitando as empresas suscetíveis a insucessos, possibilita a melhor determinação do risco específico de cada empresa dentro do setor, diferencia os diversos

tipos de negócios, minimiza perdas diante de crises e pode ser complementada pela análise técnica de ações.

O investimento de capital para o desenvolvimento e crescimento de empresas sustentáveis de geração de energia limpa no mercado de capitais, além de diminuir o passivo ambiental dos modelos tradicionais de geração de energia, movimenta positivamente a economia, pois gera emprego e renda, aumenta a atividade no mercado interno, aumenta as receitas públicas por meio da tributação, aumenta a competitividade das empresas aumentando as oportunidades de negócios globais e conseqüente aumento de exportações e superávit na balança comercial, atrai o capital de grandes corporações e investidores globais e uma série de outros fatores encadeados que auxiliam o desenvolvimento do país.

4. OBJETIVOS

4.1. Objetivo Geral

Analisar o investimento em ações de uma empresa de capital aberto de geração de energia alternativa renovável verificando a situação global da empresa e o retorno financeiro que pode trazer para todos os interessados nesse tipo de investimento.

4.2. Objetivos Específicos

- a) Analisar a empresa utilizando o método de análise fundamentalista de empresas para conhecer a situação histórica e atual da empresa, projetar os demonstrativos financeiros e fazer uma análise do valor atual e projetado da empresa;
- b) Apresentar a análise de uma maneira didática e eficaz que auxilie a tomada de decisão para qualquer interessado no investimento.
- c) Verificar se a ação da empresa é de fato uma boa oportunidade de investimento.

5. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

5.1. Coleta de Dados

Para a análise fundamentalista das empresas serão coletados:

- Relatórios macroeconômicos do Banco Central do Brasil, principais bancos do país, empresas de consultoria, jornais, revistas e na internet em sites especializados;
- Relatórios setoriais no próprio canal de relações com investidores da empresa, em sites de associações e organizações setoriais, IBGE, BNDES, revistas e sites especializados, publicações especiais, entre outras;
- Informações sobre a empresa e relatórios de administração das empresas nos canais de relacionamento com investidores;
- Demonstrativos contábeis e financeiros que são publicados pela Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro (BM&FBovespa), Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e nos canais de relacionamento com investidores.

5.2. Análise dos dados

A análise fundamentalista da empresa será feita na seguinte ordem:

1. Análise Macroeconômica considerando os aspectos mais relevantes para a empresa em questão, esta etapa será útil para a análise setorial e para as projeções de demonstrativos contábeis e financeiros e para a etapa de análise de valor.
2. Análise setorial e das informações sobre a empresa para analisar a empresa com base nas demais empresas do setor e a perspectiva de crescimento desse setor e qual a perspectiva da empresa em relação ao setor. Também será importante para a projeção dos demonstrativos contábeis e financeiros e análise de valor

3. Análise retrospectiva dos demonstrativos contábeis considerando os três últimos exercícios, nesta etapa será feita uma análise vertical e horizontal desses demonstrativos, análise dos índices econômico-financeiros, análise do capital de giro e análise do ciclo operacional da empresa com utilização de planilhas eletrônicas e software Economática.
4. Análise prospectiva fazendo a projeção de todas as análises feitas na análise retrospectiva com base nas informações da análise macroeconômica, na análise setorial, nos relatórios da administração apresentados pelas empresas em seus canais de relacionamentos com investidores e em toda a análise histórica da empresa bem como as notas explicativas dos seus demonstrativos.
5. Análise e cálculo do valor da empresa com base no método de avaliação do fluxo de caixa descontado considerando todos os aspectos das análises anteriores e verificação de como está o preço de mercado das ações em relação ao valor.

5.3. Organização e Apresentação dos Dados

Os dados coletados e analisados serão dispostos em planilhas eletrônicas utilizando todos os recursos que estas possibilitam para organização de dados e cálculos necessários para análise. A partir da organização dos dados nessas planilhas e criação de gráficos que facilitam o trabalho de análise essas informações serão analisadas separadamente e em conjunto com explicações sobre o que cada informação disponível representa e que conclusão se pode tirar dessas análises.

Serão apresentadas todas as informações relevantes coletadas, as planilhas e gráficos que foram utilizados, análises textuais de cada item da análise proposta e as conclusões chegadas a respeito da empresa.

6. REVISÃO TEÓRICA

6.1. Análise Fundamentalista

Pode-se conceituar análise fundamentalista como o estudo de toda a informação disponível no mercado sobre determinada empresa, com a finalidade de obter seu verdadeiro valor, e assim formular uma recomendação de investimento. (PINHEIRO, 2009).

Segundo o autor, o objetivo principal desta análise é avaliar o comportamento da empresa visando à determinação do valor dela. Ela parte do princípio de que as ações têm valor intrínseco, que está associado com a performance da companhia emissora e com a situação geral da economia. Estuda os fatores que explicam o valor intrínseco de uma empresa colocando em segundo plano os fatores de mercado, como preço e volume.

A escola fundamentalista trabalha com fundamentos macroeconômicos, setoriais e relativos especificamente a determinada empresa, com o objetivo de determinar o valor justo para ela (PÓVOA, 2007). Para o autor, o objetivo principal da análise fundamentalista é reduzir a “imponderabilidade” natural do valor de um ativo. Ela busca através de projeções individuais de futuro ou comparações com ativos já existentes atingir um valor justo para o objeto em questão.

Segundo Póvoa (2007), a decisão de compra de uma ação abrange diferentes análises, do tipo top down (influência diferenciada do cenário econômico nos diversos setores) e bottom-up (cálculo do preço justo de uma empresa em função das variáveis que influenciam resultados).

Pinheiro (2009) ressalta que os enfoques não são excludentes. Ele afirma que o ideal é que ambas sejam utilizadas em conjunto, até mesmo para que posteriormente se possa verificar que as conclusões eram similares ou não.

6.1.1. Análise Macroeconômica

É de fundamental importância na análise fundamentalista conhecer o ambiente econômico no qual estão inseridas as empresas e as principais variáveis macroeconômicas que afetam o mercado de ações, segundo Pinheiro (2009), as principais variáveis e seus impactos são os seguintes:

a) Crescimento Econômico

- Seu impacto é positivo e bom para o mercado, já que está correlacionado positivamente com a valorização das ações;
- Os ciclos bursáteis tendem a acompanhar os ciclos econômicos;
- A internacionalização das empresas atenua a conexão economia nacional-bolsa nacional.

b) Produção Industrial

Aumentos contínuos são um sinal de força, o que é bom para o mercado

c) Lucros Empresariais

Grandes Lucros empresariais são bons para o mercado

d) Oferta de Moeda

O crescimento moderado pode ter um impacto positivo na economia e no mercado. Mas o rápido crescimento é inflacionário, portanto, prejudicial para o mercado de ações.

e) Taxa de Juros

- É influenciada pela economia monetária;
- As taxas de juros determinam o movimento das cotações da bolsa, isto é, quando sobem as cotações tendem a cair e vice versa;
- Representa um depressor, já que as taxas crescentes tendem a ter efeito negativo no mercado de ações.
- Apesar da maioria dos analistas considerarem a taxa de juros como um dos mais significativos determinantes de tendência primária do mercado de ações; deve-se levar em consideração que existem outras variáveis que também podem determinar

o comportamento do mercado acionário e esse gap resulta no premio de risco que o mercado oferece.

f) Taxa de Câmbio

As cotações de uma bolsa valem em outros países o valor que resultar do câmbio e , por isso, valorizam ou desvalorizam-se com as respectivas moedas. Além da valorização ou desvalorização inerente a um mercado, deve-se considerar o risco cambial dos mercados onde são feitos os investimentos.

g) Gasto Público

Em princípio quanto maior for o déficit público, mais o estado terá de recorrer ao financiamento. Com o aumento de procura, as taxas de juros da dívida pública colocada no país tendem a subir e por consequência também as outras;

Superávits são bons para as taxas de juros e os preços das ações. Já os déficits podem causar inflação.

h) Inflação

O ambiente inflacionário, no curto prazo, não tem, por si, impacto nas cotações. Porém a influência indireta negativa nas taxas de juros torna o ambiente negativo para os mercados de ações;

Em detrimento dos preços das ações, a inflação mais alta leva a taxas de juros mais altas e menores multiplicadores preço/lucro, e geralmente torna as ações menos atrativas.

i) Desemprego

É um depressor já que um aumento do desemprego significa que os negócios estão começando a desacelerar.

6.1.2. Análise Setorial

Conforme Matias (2009), A análise setorial permite analisar a evolução do setor e suas perspectivas a médio e longo prazo, bem como potencializar as oportunidades e minimizar os riscos. As informações geradas pela análise setorial permitem comparar os resultados e as ações da organização com os de outras empresas similares e atuantes no mesmo ramo de atividade, avaliando-se a adequação das estratégias de diferenciação e posicionamento em relação as demais.

De forma geral, a análise setorial permite verificar e conhecer o contexto econômico em que uma determinada empresa atua, fornecendo informações e identificando tendências que possam impactar nos negócios da organização, considerando que ela é parte de um contexto maior de atividades integradas e que interagem com cadeias produtivas, arranjos concorrenciais e outros chamados condicionamentos setoriais. Adicionalmente, permite avaliar a intensidade dos impactos derivados dos resultados setoriais nas empresas e suas respectivas consequências e tendências, auxiliando no melhor planejamento e definição de estratégias que possibilitem a geração e manutenção do valor.

De acordo com Matias (2009) para a elaboração da análise setorial alguns aspectos devem ser abordados para a melhor compreensão do comportamento e das características do setor estudado. Geralmente abordam se itens como:

- O tamanho do setor (em faturamento, produção e numero de empresas);
- As características gerais do setor, tais como tendência de crescimento, unidades vendidas e mão de obra empregada;
- Os principais fatores que afetam o declínio ou crescimento do setor; dados históricos e sua variabilidade;
- As perspectivas e tendências para os próximos períodos, embasados em pesquisas e dados apresentados;
- As barreiras de entrada e saída; os concorrentes e o nível de competição apresentado;
- O efeito regulador do governo, legislação e órgãos fiscalizadores; principais sistemas de distribuição de bens e serviços utilizados;
- Impacto da tecnologia no desenvolvimento do setor e da empresa.

6.1.3. Análise Financeira Retrospectiva

6.1.3.1. Análise das Demonstrações Financeiras

Para a análise fundamentalista é necessário conhecer as demonstrações financeiras e seus principais objetivos na perspectiva da análise, conforme Pinheiro (2009) os objetivos são os seguintes:

- a) Balanço patrimonial: É uma das demonstrações contábeis que visa evidenciar, de forma sintética, a situação patrimonial da empresa e dos atos e fatos consignados na escrituração contábil.
- b) Demonstração do resultado: Destina-se a evidenciar a formação do resultado do exercício, mediante confronto de receitas, custos e despesas incorridas no exercício. Essa demonstração deve ser apresentada na posição vertical, e seus componentes discriminados de forma sequencial.
- c) Demonstração dos lucros e prejuízos acumulados: Essa demonstração possibilita a evidência clara do lucro do período, sua distribuição e movimentação ocorrida no saldo da conta Lucros ou Prejuízos Acumulados.
- d) Demonstrações das origens e aplicação de recursos: Essa demonstração, como seu próprio nome indica, tem por objetivo apresentar, de forma ordenada e sumária, principalmente as informações relativas às operações de financiamento e investimentos da empresa no exercício e evidenciar as alterações na posição financeira. Os financiamentos representam as origens dos recursos e os investimentos, as aplicações desses recursos.
- e) Demonstração das mutações do patrimônio líquido: Essa demonstração fornece a movimentação ocorrida, no exercício, nas diversas contas concorrentes do Patrimônio Líquido, faz clara indicação do fluxo de uma conta para outra e indica a origem e o valor de cada acréscimo ou diminuição no Patrimônio Líquido durante o exercício. Trata-se portanto, de informações que complementam os demais dados constantes no Balanço Patrimonial e na Demonstração do resultado do Exercício.

6.1.3.2. Análise Horizontal

A evolução de cada conta mostra os caminhos trilhados pela empresa e as possíveis tendências (MATARAZZO, 2008). Baseia-se na evolução de cada conta de uma série de demonstrações financeiras em relação a demonstração anterior e/ou em relação a uma demonstração financeira básica, geralmente a mais antiga da série (MATARAZZO, 2008).

Segundo Silva (2008) o propósito da análise horizontal (AH) é permitir o exame da evolução histórica de cada uma das contas que compõem as demonstrações contábeis.

A análise horizontal dedica-se a elucidar como esta ocorrendo a evolução de cada item ou conjunto de itens constantes das demonstrações no decorrer dos tempos. É chamada de horizontal por duas razões:

1) estabelece o primeiro ano ou ano-base para análise e a partir deste verifica qual foi a evolução nos anos seguintes;

2) preocupa-se com o crescimento ou decréscimo de itens ou conjunto de itens específicos, ou seja, não compara um item com o outro no mesmo período e sim o mesmo item a cada período.

Segundo Assaf Neto (2002), a análise horizontal é a comparação que se faz entre os valores de uma mesma conta ou grupo de contas, em diferentes exercícios sociais.

Na análise horizontal temos a evolução de cada conta de uma serie de demonstrações financeiras em relação às demonstrações anteriores ou em relação a uma demonstração financeira básica, geralmente utilizando-se a mais antiga da serie analisada. Desta forma Matarazzo (2008), afirma que “a evolução de cada conta mostra os caminhos trilhados pela empresa e as possíveis tendências”, assim como esta análise podemos saber se a empresa esta em trajetória de crescimento, em retração ou estagnada em relação aos anos anteriores.

Matarazzo (2008) define como principal objetivo desta análise “mostrar a evolução de cada conta das demonstrações financeiras e, pela comparação entre si, permitir tirar conclusões sobre a evolução da empresa”.

Para realizar-se esta análise, utiliza a técnica dos números índices no qual todos os valores do balanço base são igualados a 100.

A análise horizontal pode ser encadeada ou anual. Será encadeada quando o cálculo das variações forem em relação a um ano-base e será anual quando a análise for em relação ao ano anterior. Vale salientar que a análise anual pode trazer informações úteis, mas apesar disso, deve ser utilizada em substituição a análise encadeada.

Outro fator importante é realizar a atualização dos valores das demonstrações financeiras para que se possa comparar de forma correta a evolução dos índices.

6.1.3.3. Análise Vertical

O percentual de cada conta mostra sua real importância no conjunto. (MATARAZZO, 2008). A análise vertical baseia-se em valores percentuais das demonstrações financeiras.

Para isso se calcula o percentual de cada conta em relação a um valor-base. Por exemplo, na Análise Vertical do Balanço calcula-se o percentual de cada conta em relação ao total do Ativo, enquanto na Análise Vertical da Demonstração do Resultado calcula-se o percentual de cada conta em relação às vendas. Obviamente o valor de Vendas é igualado a 100 (MATARAZZO, 2008).

Relação Análise Horizontal/Vertical:

A aplicação da análise vertical/horizontal tem por objetivo básico a avaliação dos demonstrativos contábeis pela evolução de seus valores ao longo do tempo (análise

horizontal), e pela participação relativa de cada valor em relação a um total (análise vertical). (ASSAF NETO, 2002).

Apesar da grande importância individual de cada uma destas análises não se deve utilizá-las em separado para não ficar suscetíveis a erros de interpretação valorizando alguma conta que não tenha uma grande representatividade no balanço da empresa. Por exemplo, um item na análise horizontal pode apresentar uma variação de 500% e ser responsável apenas por 0,5% do valor total do balanço, ou seja, se tivesse se utilizado apenas a análise horizontal ter-se-ia uma visão míope da conta citada. Desta forma, as conclusões da análise vertical devem ser complementadas pela análise horizontal, lembrando que na análise de demonstração de resultados pequenos percentuais podem ser significativos, visto que o lucro líquido costuma representar também um valor pequeno em relação à receita de vendas.

É recomendável que esses dois tipos de análises, sejam usados conjuntamente. Não se deve tirar conclusões exclusivamente da análise horizontal, pois determinado item, mesmo apresentando variação alta pode continuar sendo um item irrelevante dentro da demonstração financeira a que pertence. (MATARAZZO, 2008).

Já a análise horizontal tem como objetivo mostrar a evolução de cada conta das demonstrações financeiras e, pela comparação entre si, permitir tirar conclusões sobre a evolução da empresa. (MATARAZZO, 2008).

6.1.3.4. Índices Econômico-Financeiros

Índice é a relação entre contas ou grupos de contas das Demonstrações Financeiras, que visa evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma empresa.

Os índices constituem a técnica de análise mais empregada e sua característica fundamental é fornecer visão ampla da situação econômica ou financeira da empresa. (MATARAZZO, 2008).

6.1.3.4.1. Índices de Estrutura de Capital

a) Participação de capital de terceiros (Endividamento):

Indica quanto a empresa tomou de capitais de terceiros para cada R\$ 100 de capital próprio investido. Segundo MATARAZZO (2008), o índice de Participação de Capitais de Terceiros relaciona as duas grandes fontes de capital da empresa, que são Capitais Próprios e Capitais de Terceiros. Trata-se de um indicador de risco ou de dependência a terceiros, por parte da empresa. Também podendo ser chamado Índice de Grau de Endividamento.

Quanto maior for a relação de Capitais de Terceiros/Patrimônio Líquido menor a liberdade de decisões financeiras da empresa ou maior a dependência a terceiros. É desse ângulo que é interpretado o índice. Já do ponto de vista de obtenção de lucro, pode ser vantajoso para a empresa trabalhar com capitais de terceiros, se a remuneração paga a esses capitais for menor do que o lucro conseguido com a sua aplicação nos negócios.

Portanto, temos que ter em mente que sempre que se aborda o Índice de Participação de Capitais de Terceiros, está se fazendo uma análise exclusivamente do ponto de vista financeiro.

b) Composição do Endividamento:

Indica qual o percentual de obrigações de curto prazo em relação às obrigações totais. Após conhecer o grau de Participação de Capitais de Terceiros, é preciso saber qual a composição das dívidas. Uma coisa é ter dívidas de curto prazo que precisam ser pagas com os recursos possuídos hoje, mais aquelas geradas à curto prazo; outra coisa é ter dívidas a longo prazo, pois aí a empresa dispõe de tempo para gerar recursos para pagá-las.

c) Imobilização do Patrimônio Líquido:

Indica quanto a empresa aplicou no Ativo Permanente para cada \$100 do Patrimônio Líquido. Mostra a proporção do Patrimônio Líquido investido no Ativo Permanente.

d) Imobilização dos recursos não correntes:

Indica que percentual de Recursos não correntes a empresa aplicou no Ativo Permanente. Uma consideração importante é que este índice não deve em regra ser superior a 100%. Ainda que a empresa quase tenha necessidade de Ativo Circulante, deve sempre existir um pequeno excesso de recursos não Correntes, em relação às imobilizações, destinado ao Ativo Circulante. Essa parcela de Recursos não Correntes que é destinada ao Ativo Circulante é denominada Capital Circulante Líquido (CCL).

6.1.3.4.2. Índices de Liquidez

Estes índices, assim como os de estrutura de capital, evidenciam a base da situação financeira da empresa. Estes se originam do confronto dos ativos circulantes com as dívidas e procuram medir quão sólida é a base financeira da empresa. Uma empresa que possua bons índices de liquidez tem boa capacidade de pagamento, mas pode não estar honrando suas dívidas no prazo devido a outras variáveis. Os índices de liquidez possuem como fundamental preocupação revelar como está a situação da empresa, em determinado período, para fazer frente às suas obrigações. Na realidade, talvez o índice, ou seja, os de liquidez geral, poderia satisfazer todo este grupo de índices. (MATARAZZO, 2008)

Assim, uma empresa que possui altos índices de liquidez, mas matem mercadorias estocadas por períodos elevados recebe com atraso suas vendas a prazo ou mantém duplicatas incobráveis na conta Clientes poderá ter problemas de liquidez, ou seja, poderá ter dificuldades para honrar seus compromissos nos vencimentos.

a) Liquidez Geral

Este índice retrata a saúde financeira de longo prazo da organização. Sua análise, indicará quanto a empresa possui no ativo circulante e realizável à longo prazo para cada R\$1,00 de dívida total para com terceiros.

Quando se fala em longo prazo nem sempre é possível identificar, pelas demonstrações contábeis, exatamente quando estarão vencendo as obrigações e quando os recursos do ativo poderão ser convertidos em numerário, isto é, o índice não revela

sincronização entre recebimentos e pagamentos. Via de regra, inclusive, a facilidade de “realização” ou “liquidação” do ativo é algo mais problemático do que a necessidade de pagar as dívidas.

É importante tomar cuidado no fato de que “o índice não revela a qualidade dos itens do ativo circulante”. De qualquer forma, é um índice muito valioso no sentido de se avaliar se a empresa está ou não em condições de honrar seus compromissos.

b) Liquidez Corrente:

Este quociente relaciona todos os ativos de curto prazo com os passivos de curto prazo da organização, representando o quanto de recursos está disponível no curto prazo para se liquidarem as dívidas também de curto prazo. É um dos mais populares índices de liquidez. MATARAZZO (1995) informa:

“Eis aí o significado do índice de liquidez corrente: a margem de folga para manobras de prazos visa equilibrar as entradas e saídas de caixa. Quanto maiores os recursos, maior essa margem, maior a segurança da empresa, melhor a situação financeira”.

c) Liquidez Seca:

O índice de liquidez seca assemelha-se ao de liquidez corrente, diferenciando-se apenas no fato de se excluírem os estoques a fim de se reduzir um fator de incerteza, tendo em vista que, ainda que este faça parte do ativo circulante, não se tem plena certeza do tempo da sua realização, também porque o passivo circulante é líquido e certo.

Quando do cálculo e interpretação deste indicador, é possível se verificar quanto de recursos correntes a empresa possui para fazer frente a cada R\$1,00 de suas obrigações de curto prazo. Por estas características, é possível identificar este quociente como a prova de força da empresa, já que ele vai identificar, verdadeiramente, o grau de excelência da situação financeira.

6.1.3.4.3. Índices de Rentabilidade

Os índices deste grupo mostram qual a rentabilidade dos capitais investidos, ou seja, o quanto renderam os investimentos e, portanto, qual o grau de êxito econômico da empresa. MATARAZZO (2008).

a) Giro do Ativo:

O sucesso de uma empresa depende em primeiro lugar de um volume de vendas adequado. O volume de vendas tem relação direta com o montante de investimentos. Não se pode dizer se uma empresa está vendendo pouco ou muito olhando-se apenas o valor absoluto de suas vendas.

b) Margem Líquida:

Conhecida como Margem Operacional, informa qual foi o retorno que a empresa obteve frente ao que conseguiu gerar de receitas.

c) Rentabilidade do Ativo:

Este índice indica quanto a empresa obteve de Lucro Líquido em relação ao Ativo. É uma medida do potencial de geração de lucro da parte da empresa. Segundo MATARAZZO (2008) não é exatamente uma medida de rentabilidade do capital, mas uma medida da capacidade da empresa em gerar lucro líquido e assim poder capitalizar-se. É ainda uma medida do desempenho comparativo da empresa ano a ano.

d) Rentabilidade do Patrimônio Líquido:

A verificação pura e simples do valor do lucro líquido de uma empresa não é esclarecedora. É preciso comparar esse valor com o Capital Próprio Investido. O papel do índice de rentabilidade do Patrimônio Líquido é mostrar qual a taxa de rendimento do Capital Próprio, essa taxa pode ser comparada com a de outros rendimentos alternativos no mercado, como Ações, Aluguéis, Fundos de Investimentos, etc. Com isso se pode avaliar se a empresa oferece rentabilidade superior ou inferior a essas opções.

Como o Lucro Líquido se acha expurgado da inflação, a taxa de Rentabilidade do Patrimônio Líquido é real.

Para complementar essa seção segue abaixo um quadro resumo dos índices econômico-financeiros com devidas formulas para cálculo, o que indica e interpretação adaptado de Matarazzo(2010):

ÍNDICE	FÓRMULA	INDICA	INTERPRETAÇÃO
Estrutura de Capital			
Participação de Capitais de Terceiros(Endividamento)	$(\text{Capital de Terceiros} / \text{Patrimônio Líquido}) \times 100$	Quanto a empresa tomou de capital de terceiros para cada R\$ de capital próprio	Quanto menos, melhor
Composição do Endividamento	$(\text{Passivo Circulante} / \text{Capital de Terceiros}) \times 100$	Qual o percentual de obrigações a curto prazo em relações às obrigações totais	Quanto menor, melhor
Imobilização do Patrimônio Líquido	$(\text{Ativo Não Circulante} / \text{Patrimônio Líquido}) \times 100$	Quanto R\$ a empresa aplicou no Ativo Não Circulante para cada R\$ 100 de Patrimônio Líquido	Quanto menor, melhor
Imobilização dos Recursos não Correntes	$(\text{Ativo Não Circulante} / \text{Patrimônio Líquido} + \text{Exigível a Longo Prazo}) \times 100$	Que percentual dos recursos não correntes (Patrimônio Líquido e Exigível a Longo Prazo) foi destinado ao Ativo Não Circulante	Quanto menor, melhor
Liquidez			
Liquidez Geral	$(\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}) / (\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo})$	Quanto a empresa possui de Ativo Circulante + Realizável a Longo Prazo para cada R\$ 1 de dívida total	Quanto maior, melhor
Liquidez Corrente	$(\text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante})$	Quanto a empresa possui de Ativo Circulante para cada R\$ 1 de Passivo Circulante	Quanto maior, melhor
Liquidez Seca	$(\text{Disponível} + \text{Títulos a Receber} + \text{Outros Ativos de Rápida Conversibilidade}) / \text{Passivo Circulante}$	Quanto a empresa possui de Ativo Líquido para cada R\$ 1 de Passivo Circulante	Quanto maior, melhor
Rentabilidade			
Giro do Ativo	$\text{Vendas líquidas} / \text{Ativo}$	Quanto a empresa vendeu para cada R\$ 1 de investimento total	Quanto maior, melhor
Margem Líquida	$(\text{Lucro líquido} / \text{Vendas Líquidas}) \times 100$	Quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$100 vendidos	Quanto maior, melhor
Rentabilidade do Ativo	$(\text{Lucro Líquido} / \text{Ativo}) \times 100$	Quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$100 de investimento total	Quanto maior, melhor
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	$(\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido Médio}) \times 100$	Quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$ 100 de capital próprio investido, em média, no exercício	Quanto maior, melhor

Tabela 1: Quadro-resumo dos Índices

6.1.3.5. Análise do Ciclo Operacional

Conforme Matarazzo(2008), podemos definir o ciclo operacional da empresa da seguinte forma:

$$CO=PME+PMR$$

Ele nos indica o tempo passado desde a compra da matéria-prima até o recebimento do capital pela venda do produto. Matarazzo(2008) ainda define outros dois ciclos na empresa: o ciclo econômico, como sendo o momento da compra da matéria-prima até a saída do produto, e o ciclo financeiro ou ciclo de caixa, que seria todo o momento em que a empresa deve estar financiando a operação, podemos encontrá-lo subtraindo o PMP, que é o prazo recebido pelos fornecedores, do ciclo operacional.

A Figura abaixo ilustra o ciclo operacional:

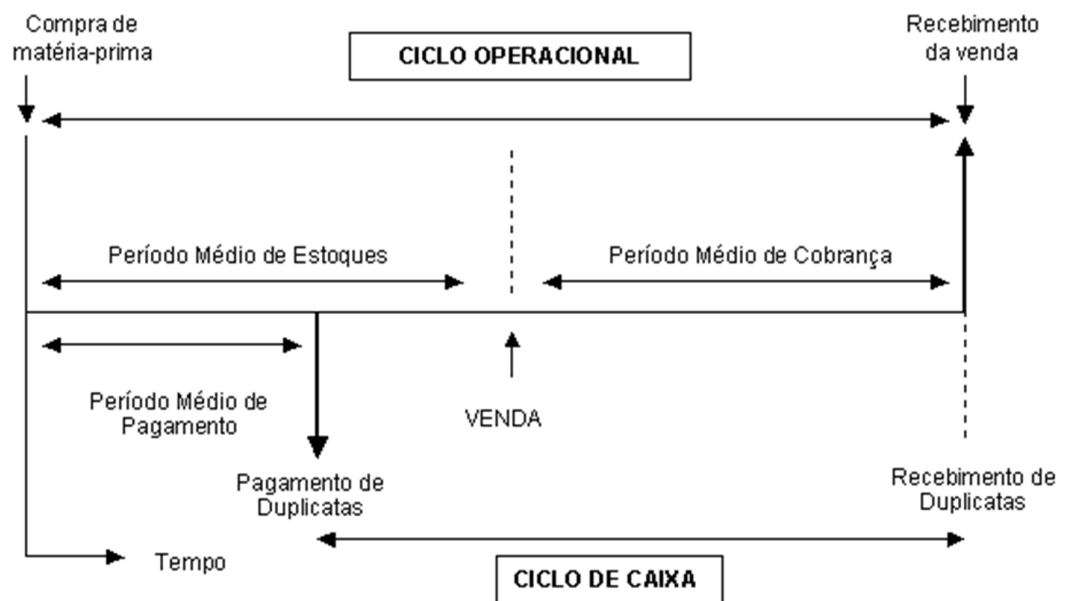


Figura 1: Ciclos Financeiros

6.1.3.5.1. Índices de Rotação

Os índices de rotação são a base para a determinação dos prazos do ciclo operacional da empresa, e também ajudam na análise da solvência e da rentabilidade. Segundo Matarazzo(2007), podemos defini-los da seguinte forma:

a) Prazo médio de rotação dos estoques:

$$PME = (EST / CMV) \times P$$

Nos ajuda a mostrar quantas vezes o estoque foi girado durante o período do resultado. Podemos multiplicar o resultado por 360 (número de dias do ano), caso o resultado seja anual e acharemos o prazo médio para cada vez que o estoque foi girado.

b) Prazo médio de recebimento das vendas:

$$PMR = [Clientes / (VL + IMP)] \times P$$

Indica o prazo médio em que a empresa recebe suas vendas em determinado período.

c) Prazo médio de pagamento das compras:

$$PMP = (FORN / C) \times P$$

Indica qual o prazo médio para pagamento das compras de mercadorias aos fornecedores.

É importante ressaltar, que todos os índices acima demonstram prazos médios, portanto o índice pode ser distorcido no caso de empresas extremamente sazonais, ou que não tenham recebimentos e pagamentos uniformes ao longo do ano, como no caso de grandes construtoras de aeronaves, por exemplo.

6.1.3.6. Análise do Capital de Giro

Segundo Povoá(2007), capital de giro (CDG) são os recursos para operações, isto é, a capacidade financeira que a empresa tem para tocar suas atividades do dia a dia. Podemos dizer que ele é formado pelos recursos da empresa que hoje estão aplicados na atividade operacional.

a) Capital Circulante Líquido (CCL):

Pode ser outra forma de identificar o capital de giro da empresa, onde utilizamos a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante para verificar qual é o capital de sobra da atividade operacional da empresa. Por muitos autores, esse não é considerado um melhor método para fazer essa verificação, e uma boa teoria seria fazer uma nova divisão entre as contas do balanço, separando as disponibilidades e os empréstimos e financiamentos de curto prazo das contas operacionais.

b) Necessidade de capital de giro (NCG):

Segundo Povoá(2007) é a necessidade de financiamento para a atividade operacional da empresa, sendo a medida da diferença de todas as contas operacionais do ativo e do passivo, podendo ser achado pela seguinte fórmula:

$NCG = \text{Ativo circulante operacional} - \text{Passivo circulante operacional}$.

c) Tesouraria (T):

É a medida que nos diz o saldo em caixa da empresa, cabendo a empresa fazer uma boa gestão da tesouraria para não ficar sem fundos e também não estagnar seu capital dentro do caixa. Pode ser encontrado pela seguinte fórmula:

$Tesouraria = \text{Ativo circulante financeiro} - \text{Passivo circulante financeiro} = NCG - CDG$

Também pode ser medida pela diferença entre o capital de giro disponível da empresa e a sua necessidade de capital de giro.

d) Efeito Tesoura:

Um aumento acentuado das vendas, no decorrer de períodos sucessivos, provoca aumento simultâneo da necessidade de capital de giro e se os lucros obtidos com este aumento não forem para cobrir o aumento da NCG, temos o chamado efeito tesoura. O Efeito Tesoura é o crescimento descontrolado da dependência de empréstimos de curto prazo, quando T é negativo.

Dentre as caudas do Efeito Tesoura podem ser citadas:

- Crescimento acelerado das vendas, causando crescimento proporcional para NCG, mas com autofinanciamento (ou captações de longo prazo) insuficientes, ocasionando um pequeno crescimento de CDG (essa situação é denominada “overtrading”);
- Investimento excessivo em imobilizações, com retorno inadequado ou prazo muito longo, causando diminuição do CDG, não acompanhando o crescimento das Vendas e da NCG.
- Crescimento da economia, causando diminuição acentuada das vendas. Por efeito de sua inércia, a redução da NCG ocorre após a redução das vendas (acúmulo de estoques, aumento de prazos ou atraso de clientes).

Abaixo um modelo de avaliação apresentado na disciplina de Administração financeira de Curto Prazo:

Tipo	CDG	NCG	T	Situação
I	-	+	-	Péssima
II	-	-	-	Muito ruim
III	+	+	-	Insatisfatória
IV	-	-	+	Razoável
V	+	+	+	Sólida
VI	+	-	+	Excelente

Figura 2 Análise de capital de giro

6.1.4. Análise Financeira Prospectiva

6.1.4.1. Projeções de Demonstrativos Financeiros

A Projeção visa prever, através de técnicas adequadas, o comportamento futuro da empresa em função das alterações nas variáveis conjunturais da economia e nas da própria empresa (SECURATO, 2002).

Segundo Matias (2009), para realizarmos a análise prospectiva teremos que primeiramente fazer a análise retrospectiva, para conhecer a empresa, seu negócio, tamanho, estrutura, liquidez, rentabilidade, nível de crescimento, desempenho e variáveis macroeconômicas cruciais ao seu negócio. Depois disso é possível estimar seus dados futuros e fazer projeções financeiras da empresa no cenário mais provável em termos conjunturais.

As projeções começam a ser feitas após a coleta de informações, a análise macroeconômica e setorial e a análise retrospectiva. Matias (2009) propõe que deve-se fazer uma projeção de vendas, do custo das mercadorias ou serviços vendidos (CMV), das contas de capital de giro, das despesas comerciais, administrativas e financeiras, dos ganhos ou perdas de equivalência patrimonial e a projeção das novas estratégias a serem adotadas pela empresa. Depois de concluídas essas etapas fazer primeiramente a projeção das Demonstrações do Resultado do Exercício (DRE), e após a projeção do Balanço Patrimonial e a projeção do Fluxo de Caixa.

Outra etapa importante na projeção das demonstrações financeiras é a análise de cenários, segundo Damodaran (2007), na análise de cenários estimam-se diversos cenários e situações com o objetivo e intenção de entender os riscos a que estão sujeitas as organizações.

6.1.5. Análise e Cálculo de Valor

Segundo Matias (2009), valor pode ser conceituado em finanças como a capacidade (qualidade) que os ativos têm de proporcionar à organização, fluxos de caixa positivos, no futuro. Dessa forma, o conceito de valor está associado ao futuro, com todos os pontos críticos relacionados a projeção de valores para o futuro, tais como mudanças de hábito de consumo, taxas de juros, alterações tributárias, dentre outras.

Existem atualmente diversos modelos para análise e cálculo de valor de uma organização, segundo Martins (2001), os modelos de avaliação de empresas vão desde técnicas comparativas de mercado, técnicas baseadas em ativos e passivos contábeis ajustados até as mais consagradas técnicas baseadas nos descontos de fluxos futuros de benefícios.

Para ilustrar seguem alguns modelos mais conhecidos de avaliação como os modelos: do Valor Contábil; do Valor Contábil Ajustado; do valor de Liquidação; do Valor Substancial; do Valor por Lucros (PER); do Valor dos Dividendos (DY); do Valor do Fluxo de Caixa (PCFR); do Preço/Valor Patrimonial Ajustado (P/VPA); do Valor por Múltiplos; do Valor Presente Ajustado (VPA), do Desconto do Fluxo de Caixa (DCF); do Valor Econômico adicionado ou agregado (EVA); de opções reais, entre outros.

Perez e Famá (2003) observam que nenhum método de avaliação de empresas, isoladamente, pode ser considerado ideal. Existem métodos de avaliação mais consistentes tecnicamente, mas a aplicabilidade deles vai depender da qualidade das informações disponíveis e das premissas adotadas. Para Martins (2001), as diversas alternativas de avaliação não são conflitantes entre si ou substitutivas umas as outras e sim, complementares, visões diferentes do mesmo objeto. Para o autor todas são na verdade distribuições na verdade do mesmíssimo fluxo de caixa.

A metodologia adotada representa pequena parte do processo de avaliação. É mais importante ter conhecimento apurado do ambiente econômico, da indústria e do negócio da empresa avaliada para que seja possível realizar projeções consistentes (COPELAND, 2002).

6.1.5.1. Modelo de Desconto do Fluxo de Caixa (DCF)

O modelo que será utilizado neste trabalho será o modelo de desconto do Fluxo de Caixa e para esta escolha tomo como base os argumentos de três consagrados autores. Primeiramente, estão os argumentos de Martins (2001). Para o autor, o modelo DCF é tido como aquele que melhor revela a efetiva geração de riqueza de determinado empreendimento.

Em segundo, Coppeland (2002) defende que a avaliação pelo método do DCF é a melhor por ser a única forma de avaliação que exige informações completas da empresa. Isto ocorre, pois segundo Young e O'Byrne (2003), no cálculo do valor de uma ação através do modelo DCF, um investidor deverá entender o negócio da empresa, traçar suas perspectivas e expectativas, estimar seus fluxos de caixa futuros e o custo médio ponderado de capital atrelado a eles.

Em terceiro, Damodaran (1997) aponta que o principal benefício do modelo DCF é de que, ao exigir informações completas sobre a empresa, explica os direcionadores de valor (value drivers), como receita líquida, investimentos em capital de giro e ativos permanentes, custos de capital e geração de fluxos de caixa, os quais formam o valor da empresa.

Segundo Matias (2009), pelo método DCF o valor é obtido através dos fluxos de caixa projetados trazidos a valor presente por uma taxa que remunere o capital investido.

De acordo com Damodaran (1997), Existem dois caminhos para a avaliação do fluxo de caixa descontado: o primeiro é avaliar o valor da empresa como um todo, incluindo além da participação acionária, a participação de todos os detentores de direitos na empresa (detentores de bônus, acionistas preferenciais, etc.); o segundo avaliar apenas a participação acionária do negócio. E segundo o autor, embora as duas abordagens utilizem definições

diferentes de fluxo de caixa e taxas de desconto, produzirão estimativas consistentes de valor, desde que o mesmo conjunto de pressuposições seja utilizado em ambas.

Segundo Matias (2009), No primeiro caso, o valor da empresa, como um todo (firm valuation), é obtido descontando os fluxos de caixa livres para a empresa (cashflow to firm). Isto significa, é obtido descontando os fluxos de caixa residuais após o pagamento de todas as despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento das dívidas, pelo custo médio ponderado de capital (WACC - Weighted Average Capital Cost). No segundo caso, o valor da empresa (equity valuation) é obtido descontando os fluxos de caixa para o acionista, (cashflow to equity), ou seja, os fluxos de caixa residuais após os pagamentos de todas as despesas, juros e principal, descontados pela taxa que remunere o capital próprio, ou pelo custo de capital próprio.

1º) DCF para a empresa:

O valor de uma empresa é formado pelo valor presente dos fluxos de caixa livres esperados. Se, por exemplo, a empresa, após n anos alcançar uma situação de equilíbrio e começar a crescer a uma taxa de crescimento estável g, o valor da empresa será descrito como (DAMODARAN, 1997):

$$\text{Valor da Empresa} = \sum [FCFF_t / (1+WACC)^t] + [(FCFF_{n+1} / WACC - g) / (1+ WACC)^t]$$

Onde:

FCFF= Fluxo de Caixa Livre da Empresa (Free Cash flow to the firm)

WACC= Custo Médio Ponderado de Capital (Weighted Average Capital Cost)

g = taxa perpétua de crescimento dos fluxos de caixa da empresa

t = ano t

A aplicação do método do DCF para a empresa requer a determinação de três componentes principais: a) os fluxos de caixa livres projetados FCFF, b) o valor residual projetado (FCFF t +1) e c) taxa de desconto (WACC):

a) fluxos de caixa livres projetados FCFF

Os fluxos de caixa para a empresa, também chamados fluxos de caixa livre projetados, (FCFF), são os fluxos de caixa que sobram após o pagamento de despesas operacionais, impostos, investimentos em capital de giro e em ativos permanentes, mas antes que sejam realizados quaisquer pagamentos a detentores de capital. De acordo com Damodaran (1997), seria o montante disponível para todos os fornecedores de recursos. É o montante gerado pela operação da empresa após a dedução de impostos, subtraído dos investimentos necessários em ativos permanentes e em capital de giro (MARTINS, 2001).

Segundo Martins et al. (2001, p.263) e Damodaran (1997, p. 618), o FCFF é apurado pela projeção e esquematização das seguintes contas futuras:

Receitas líquidas de vendas

(-) Custo das Vendas

(-) Despesas operacionais

(=) EBIT (Earnings Before Interest and Tax)

(-) Imposto de Renda / Contribuição Social

(=) NOPAT (Net Operation Profit after tax)

(+) Despesas operacionais que não provocam saída de caixa (Depreciação)

(=) Geração de caixa operacional

(-) Investimentos (ou desinvestimentos)

Ativos Fixos

Capital de Giro

(=) Free cash flow to firm – FCFF

b) O valor residual

Os fluxos de caixa são projetados em um determinado horizonte de tempo, porém é necessário estimar a agregação de valor que se pode ter após este horizonte projetado. Este montante é chamado de valor residual ou valor da perpetuidade (MATIAS, 2009). Assaf Neto (2003) explica que o horizonte de tempo adotado na avaliação de empresas é normalmente separado em dois grandes intervalos: período explícito (previsto) e período residual.

c) Taxa de desconto

A taxa de desconto do fluxo de caixa contém dois elementos:

- o valor do dinheiro no tempo – o investidor preferiria ter os fluxos de caixa hoje a tê-los amanhã e por isso deve ser remunerado pela espera; e
- o prêmio de risco – retorno incremental que o investidor requer para compensar o risco de que o fluxo de caixa possa não ocorrer.

Uma empresa se utiliza muitas vezes de várias fontes de capital, que podem ser próprios ou de terceiros (ASSAF NETO, 2003). A taxa de desconto de fluxo de caixa é formada por todas as diferentes taxas de remuneração exigida a cada uma das fontes de capital da empresa (DAMODARAN, 1997). Sendo assim, segundo Matias (2009), esta taxa de desconto corresponde a média de todos os custos de recursos utilizados pela empresa ponderados pelo montante correspondente a cada recurso.

Custo de Capital

O custo médio ponderado de capital, Weighted Average Cost of Capital (WACC), representa a taxa exigida para as operações da empresa devido a sua capacidade implícita de incorporar os riscos associados ao negócio (MARTINS,2001). O WACC corresponde ao custo médio ponderado do capital utilizado pela empresa, que é calculado pela ponderação entre custo efetivo de cada tipo de capital e sua participação percentual na empresa (ASSAF NETO, 2003). Segundo Damodaran, (1997) pode ser expresso na seguinte equação:

$$\text{WACC} = k_e [E / (E+ D)] + k_d [D/ (E+ D)]$$

Onde, k_e = custo de capital próprio

k_d = custo de capital de terceiros;

E = valor de mercado do capital próprio;

D = valor de mercado do capital de terceiros.

O custo de capital de terceiros K_d é determinado pelas taxas de juros exigidas em empréstimos, debêntures ou qualquer outra fonte de capital de terceiros. (MATIAS, 2009).

Segundo Damodaran (1997), Assaf Neto (2003) e Copeland (2002), o melhor método de medir o custo do capital próprio é através do CAPM (Capital Asset Pricing Model) ou em português o modelo de precificação de ativos de capital. No modelo, o custo de capital próprio corresponde ao custo de oportunidade de mercado, representado por um ativo livre de risco, somado ao prêmio pelo risco. O modelo do CAPM possibilita o cálculo do retorno esperado de uma ação em função do índice β (beta), da taxa livre de risco e da diferença entre o retorno de uma carteira de mercado e o retorno propiciado pela taxa livre de risco. O modelo do CAPM é representado pela equação:

$$k_e = R_f + \beta(E(R_m) - R_f) + \alpha_{BR}$$

Onde: R_f = ativo livre de risco (Risk Free)

$E(R_m)$ = retorno esperado sobre o índice de mercado – retorno médio de ações

β = risco não diversificável ou risco sistêmico

α_{BR} = Risco país

2º) DCF para o acionista

Segundo Damodaran (1997), O fluxo de caixa do acionista é, portanto, o fluxo de caixa residual após o pagamento de juros e principal e o atendimento das necessidades de desembolsos de capital, tanto para manter os ativos já existentes quanto para criar novos ativos visando a crescimento futuro.

Pelo modelo DCF para o acionista, os FCFE são descontados a taxa que remunera o capital próprio da empresa. Esta taxa pode ser calculada pelo modelo CAPM modelo de precificação de ativos de capital (DAMODARAN, 1997).

6.2. Governança Corporativa

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa,2010).

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM,2010), Governança Corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas. O IBGC ainda inclui aos princípios básicos da governança corporativa, além da transparência, a equidade e a prestação de contas, a responsabilidade corporativa.

6.3.1. IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada

Segundo a BM&FBovespa (2010), o IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BOVESPA.

Implantados em dezembro de 2000 pela antiga Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2 – são segmentos especiais de listagem desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

7. APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

As informações sobre a empresa foram retiradas de todas as fontes públicas de informação disponíveis pela própria companhia e pela CVM. O conteúdo apresentado abaixo foi retirado de prospectos, formulários de referencia CVM, demonstrativos financeiros, informações do canal de relacionamento com investidores, estudo de viabilidade encomendado pela empresa, entre outras fontes disponíveis de informação. O material foi reunido e compilado abaixo para os devidos fins desta análise.

7.1. Visão Geral

A Renova Energia atua no setor elétrico brasileiro desde 2001 por meio de sua controlada Enerbras Centrais Elétricas S.A., tendo como foco o desenvolvimento de projetos de geração de energia elétrica por meio de fontes alternativas renováveis. A empresa atua com uma abordagem diferenciada ao setor de energia alternativa, integrando estrategicamente as atividades de prospecção e desenvolvimento de projetos ao seu modelo de negócios. Privilegia a escala e a concentração geográfica na concepção dos seus empreendimentos, o que assegura a obtenção de importantes sinergias nas fases de construção e operação de ativos. Foi uma das primeiras empresas a acreditar neste mercado e uma das primeiras autorizadas a produzir energia de fontes alternativas no Brasil.

A empresa possui três Pequenas Centrais Hidroelétricas (PCHs) em operação com total de 41,8 MW: A PCH Cachoeira da Lixa, com capacidade instalada de 14,8 MW; a PCH Colino I, com capacidade instalada de 11,0 MW; e a PCH Colino II, com capacidade instalada de 16,0 MW, todas situadas no Complexo Hidrelétrico Serra da Prata, no sul do Estado da Bahia. Estas PCHs têm asseguradas contratualmente a venda de toda a energia gerada à Eletrobrás até 2028, no âmbito do Programa de Incentivo às Fontes Alternativas de Energia Elétrica - PROINFA. Possui também 20 parques eólicos em fase de implantação na Bahia, que somam 423 MW e uma carteira de projetos em desenvolvimento com cerca de 1.486,7 MW

em PCHs e 1.805 MW em parques eólicos nos Estados da Bahia, Minas Gerais, Mato Grosso, Maranhão, Goiás, Tocantins e Paraná.

Entre os sócios da Renova estão o Banco Santander, o Fundo InfraBrasil e o FIP Caixa Ambiental, administrados de forma independente pelo Banco Santander, e os fundadores da empresa através da holding RR Participações. O Fundo Infrabrazil e o FIP Caixa Ambiental, têm como quotistas importantes fundos de pensão brasileiros e instituições financeiras, e seguem estritas normas referente a questões ambientais e de boa governança em seu processo de decisão de investimentos. O Banco Santander é signatário dos Princípios do Equador, os quais exigem uma série de verificações e exigências na concessão de financiamento para projetos ambientalmente impactantes. A atual estrutura societária e composição acionária da empresa, em 30 de Abril de 2011, encontra-se abaixo :

Estrutura Societária:

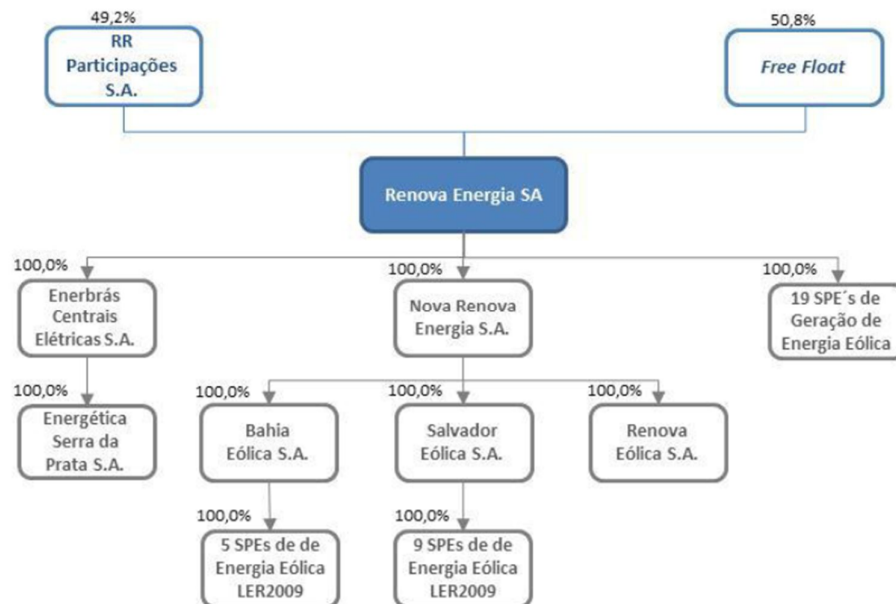


Figura 3: Estrutura Societária

Composição Acionária:

	Ações ON		Ações PN		Total de Ações	
	Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade	%
RR Participações	69.453.904	74,3%	573.416	1,2%	70.027.320	49,2%
Membros do Conselho	254.400	0,3%	507.592	1,0%	761.992	0,5%
Infrabrasil	11.651.467	12,5%	23.302.933	47,8%	34.954.400	24,6%
Santander	3.071.000	3,3%	6.142.000	12,6%	9.213.000	6,5%
FIP Caixa Ambiental	4.666.666	5,0%	9.333.332	19,2%	13.999.998	9,8%
FIP Santa Bárbara	2.580.000	2,8%	5.160.000	10,6%	7.740.000	5,4%
Outros	1.840.681	2,0%	3.681.362	7,6%	5.522.043	3,9%
TOTAL	93.518.118	100,0%	48.700.635	100,0%	142.218.753	100,0%

Tabela 2: Composição Acionária

7.2. Histórico

Em 2001, foi constituída a Enerbras, dando início à sua atuação na prospecção de aproveitamentos hidrelétricos. Em 2003, a Enerbras constituiu, juntamente com a Watermark, consórcio denominado Consórcio Enerbras & WM, para implantação, desenvolvimento e construção de 3 PCHs localizadas na região do extremo sul da Bahia, entre os Municípios de Itamaraju, Vereda e Jucuruçu. Em 2004, o referido Consórcio Enerbras & WM foi transformado em uma sociedade por ações denominada Espra, detida pela Enerbras e pela Watermark, cuja finalidade era controlar as 3 PCHs.

Em 2005, a Enerbras adquiriu a participação societária da Watermark na Espra, de forma que a Enerbras se tornou a detentora da totalidade das ações da Espra. Ainda no âmbito de reorganizações societárias realizadas pelo grupo societário, em 2004, a Enerbras assumiu a dívida da Espra com a Watermark, no montante de R\$4,1 milhões, dívida essa decorrente de serviços técnicos prestados pela Watermark. Na sequência, os acionistas indiretos, Ricardo Lopes Delneri e Renato de Amaral Figueiredo, assumiram referida dívida. Em seguida, em 2006, foi assumida a referida dívida dos acionistas indiretos e, como pagamento, foi emitida uma parte beneficiária em favor da Watermark.

Em 06 de dezembro de 2006, a Renova foi constituída, como parte de uma reorganização societária implementada pelos atuais controladores indiretos da Renova –

Ricardo Lopes Delneri e Renato do Amaral Figueiredo. A Companhia tem prazo de duração indeterminado e tem por objeto social (i) a geração e comercialização de energia elétrica em todas as suas formas; (ii) produção de combustíveis a partir de fontes naturais e renováveis; (iii) a prestação de serviços de apoio logístico a empresas ou companhias de consultoria ambiental; (iv) comercialização de créditos de carbono; e (v) a participação no capital social de outras sociedades.

O registro de companhia aberta foi concedido pela CVM em 20 de agosto de 2008. Em maio de 2009, a empresa passou por um processo de reorganização societária que envolveu (i) o aumento da participação societária detida pelo InfraBrasil, realizado por meio da Hourtin Holdings e (ii) a incorporação da holding RRI Participações, a antiga controladora direta, pela Companhia, fazendo com que a Companhia passasse a ter como principais acionistas a RR Participações, controlada por Ricardo Lopes Delneri e Renato do Amaral Figueiredo, e a Hourtin Holdings, controlada pelo InfraBrasil.

Em 2009, foi constituída as holdings Bahia Eólica, Salvador Eólica e Renova Eólica, bem como as SPEs Caetitê, Ventos do Nordeste, São Salvador, Recôncavo, Ametista, Espigão, Araçás, Prata, N. Senhora Conceição, Planaltina, Igaporã, Ilhéus, Porto Seguro, Pajéu do Vendo, Rio Verde, Alvorada, Licínio de Almeida, Serra dos Saltos, Pindaí, Candiba, Guirapá e Guanambi, exclusivamente com vistas à participação no Leilão LER 2009. Em 15 de janeiro de 2010, a Hourtin Holdings foi incorporada pela Companhia, de forma que o InfraBrasil passou a deter participação direta no capital social.

O ano de 2010 foi de grande importância para a Renova Energia e também para o setor de energia eólica no Brasil. Ao longo do ano passado a empresa deu importantes passos rumo a expansão que deve elevar nossos atuais 42 MW de capacidade instalada para quase 500 MW em 2013. Em julho, a Renova Energia foi listada no nível 2 de Governança Corporativa da Bovespa e se tornou a primeira companhia de energia alternativa a ter ações negociadas em bolsa de valores no mercado Brasileiro.

7.3. Portfólio de projetos

A Renova possui projetos de grande potencial de PCHs e Energia Eólica.

7.3.1. Pequenas Centrais Hidroelétricas (PCHs):

A Renova Energia possui 3 PCHs em operação há mais de um ano no Estado da Bahia que, em conjunto, possuem capacidade instalada de 41,8MW. O seu portfólio de projetos de PCHs conta com um potencial de capacidade instalada de 1.467,5MW. A tabela abaixo apresenta um resumo do nosso portfólio de PCHs, suas potenciais capacidades instaladas e suas respectivas fases de desenvolvimento:

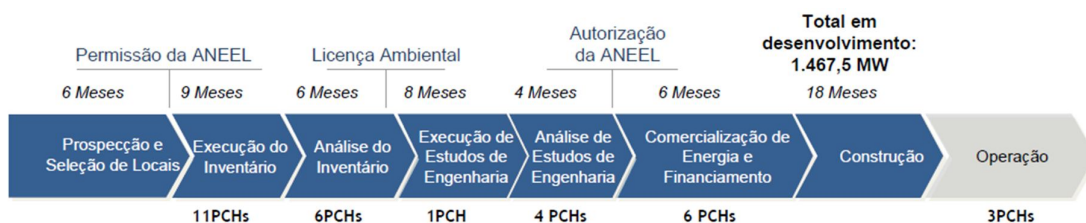


Figura 4: Estágios da concepção de projetos de PCHs

Potencial Portfólio de Projetos	Capacidade Instalada (MW)	Número de PCHs, Projetos e Inventários de rios ⁽¹⁾
Projetos com estudo de Projeto Básico entregues à ANEEL	132,9	13
Estudo de Projeto Básico em desenvolvimento	11,5	1
Projetos com estudo de inventário entregues à ANEEL	1.146,5	14
Estudo de inventário registrados na Aneel e em desenvolvimento	170,1	4
Total	1.461,0	32

Tabela 3: Potencial Portfólio de Projetos de PCHs

PCH	Local	Potência Instalada (MW)	Energia Assegurada (MW)
Cachoeira da Lixa	Bahia	14,8 MW	8,26 MW
Colino 1	Bahia	11,0 MW	7,34 MW
Colino 2	Bahia	16,0 MW	10,49 MW

Tabela 4: Total de PCHs em operação

7.3.2. Parques Eólicos:

A empresa possui 20 parques eólicos em construção que representam uma capacidade de 423MW e 71 projetos em potencial:

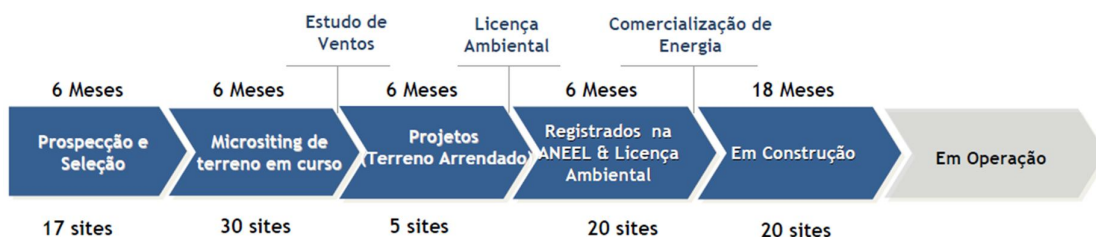


Figura 5: Estágios da concepção de projetos de energia eólica

Potencial Portfólio de Projetos	Capacidade Instalada (MW)	Número de Projetos
Projetos com registro na ANEEL, com licença ambiental e com terras arrendadas	535,5	20
Projetos com registros na ANEEL, sem licença ambiental e com terras arrendadas	126,0	5
Projetos a serem registrados na ANEEL, sem licença ambiental e com terras arrendadas	720	24
Projetos com Licença Ambiental a serem registrados na ANEEL	150	5
Projetos em fase de Micrositing e desenvolvimento com terras identificadas	510	17
Total	2.041,50	71

Tabela 5: Potencial Portfólio de Projetos de energia eólica

Foram Comercializados junto à Câmara de Comercialização de Energia Elétrica nos Leilões de Reserva de Energia LER 2009 e LER 2010 a energia a ser gerada por nossos Parques Eólicos em Implementação, pelo prazo de 20 anos contados a partir de sua entrada em operação. O início da operação comercial dos parques do LER 2009 está previsto para julho de 2012, e do LER 2010 para setembro de 2013. Os preços que foram vendidos nos Leilões, média de R\$145,80 MWh em 2009 e R\$121,25/ MWh em 2010, e considerando uma produção de energia de 127 e 78MWh médios, respectivamente, e segundo a empresa será gerada uma receita bruta anual de aproximadamente R\$245mi, a valores de hoje.

Parque	Localização	Potência Instalada (MW)	Garantia Física (MW méd.) ⁽¹⁾	Energia Contratada (MW méd.)	Receita Bruta Estimada (R\$mi) ⁽²⁾	Fator de Capacidade ⁽³⁾
Alvorada	Caetité	8,0	3,9	3,0	4,0	56,8%
Candiba	Guanambi	9,6	4,2	4,0	5,3	45,1%
Guanambi	Guanambi	20,8	8,4	8,0	10,6	47,4%
Guirapá	Guanambi	28,8	13,6	13,0	17,2	51,3%
Igaporã	Igaporã	30,0	13,9	13,0	17,2	47,5%
Ilhéus	Igaporã	11,2	5,0	5,0	6,6	47,6%
Licínio de Almeida	Guanambi	24,0	10,9	10,0	13,3	50,6%
Pajeú do Vento	Caetité	28,8	11,8	11,0	14,6	54,8%
Pindaí	Guanambi	24,0	11,0	11,0	14,6	49,8%
Planaltina	Caetité	25,6	12,2	12,0	15,9	54,6%
Porto Seguro	Igaporã	6,4	2,7	2,0	2,7	41,3%
Rio Verde	Caetité	30,0	16,6	16,0	21,2	57,0%
Serra do Salto	Guanambi	19,2	7,4	7,0	9,3	46,7%
N. S. Conceição	Igaporã	27,2	12,4	12,0	15,9	48,6%
TOTAL LER 2009		293,6	134,0	127,0	168,4	50,7%

(1) Garantia física estabelecida pelo MME

(2) Receita baseada na tarifa do leilão, ajustada até julho de 2010 por IPCA

(3) Certificado por Garrad Hassan

Tabela 6: Quadro resumo de todos os 14 parques eólicos contratados no LER 2009

Parque	Localização	Potência Instalada (MW) ⁽¹⁾	Garantia Física (MW méd.) ⁽²⁾	Energia Contratada (MW méd.)	Receita Bruta Estimada (R\$mi)	Fator de Capacidade
Dos Araças	Pindaí	30,0	15,5	13,9	14,8	52,8%
Da Prata	Igaporã	22,4	10,1	10,1	10,7	48,0%
Morrão	Guanambi	30,0	16,1	14,7	15,6	54,6%
Seraima	Guanambi	30,0	17,5	15,3	16,3	55,6%
Tanque	Guanambi	27,2	13,9	13,9	14,8	52,7%
Ventos do Nordeste	Pindaí	22,4	10,1	10,1	10,7	57,3%
TOTAL LER 2010		162,0	83,2	78,0	82,8	53,6%

(1) Considerando a potencial mudança de máquina e ampliação dos parques do LER 2010 sujeita a aprovação técnica e regulatória

(2) Garantia física estabelecida pelo MME

Tabela 7: Quadro resumo dos parques eólicos contratados no LER 2010

Projeção da capacidade instalada em MW

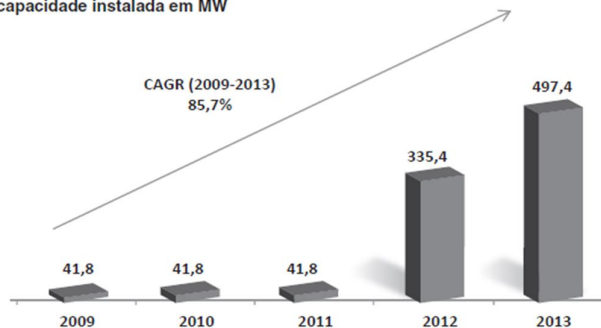


Figura 6: Projeção da capacidade (MW)

7.4. Informações Adicionais

7.4.1. Principais fatores que afetam a receita e resultados operacionais:

a) Deduções sobre as Receitas da Companhia

As principais deduções sobre as futuras receitas da Companhia são compostas de descontos e devoluções, além dos valores que a Companhia paga com relação ao PIS/COFINS (PIS de 1,65% e COFINS de 7,6%) e ICMS (aplicável somente nas eventuais operações de venda de energia a consumidor final, cuja alíquota varia de estado a estado da federação).

b) Custos Operacionais

Os principais custos associados à geração de energia elétrica são de natureza regulatória e de pessoal (manutenção e operação do ativo - "O&M"). Os encargos regulatórios são: (i) a TFSEE - Taxa de Fiscalização da ANEEL (0,05% da potência instalada do empreendimento multiplicada por fator divulgado pela ANEEL anualmente); (ii) Taxa do ONS (definida em R\$0,41 por KW instalado em 2008); (iii) Taxa da CCEE (definida em R\$0,07 por MWh gerado em 2008).

Já a geração por fontes alternativas, PCHs e parques eólicos está isenta da aplicação dos seguintes encargos regulatórios: (i) CFURH (Compensação Financeira pelo Uso de Recursos Hídricos); (ii) P&D (Programa de Pesquisa e Desenvolvimento) da ANEEL; (iii) CCC (Conta de Consumo de Combustíveis Fósseis) e CDE (Conta de Desenvolvimento Energético).

No que se refere à TUSD, a legislação prevê um desconto de 50% sobre a parcela elegível a desconto (no caso da TUSD exclui a TUSD perdas, TUSD PROINFA e TUSD CCC da TUSD Total), no caso de vendas para o mercado livre e Clientes Especiais. Similarmente, quanto à TUST, o desconto de 50% é integral para os agentes geradores de fontes alternativas de energia por PCH, parques eólicos e biomassa.

Quanto ao custo de O&M, a paga atualmente para prestação de serviços de operação e manutenção para o Complexo Hidrelétrico Serra da Prata de 42 MW de potência instalada,

no valor mensal de R\$128 mil, corrigidos pelo IGP-M, o que representa cerca de R\$36,6 por KW instalado, em linha com as premissas assumidas no Estudo de Viabilidade da Companhia.

7.4.2. Últimas Informações divulgadas pela empresa

Conforme o último release dos resultados trimestrais, Em maio de 2011, foram celebrados com o BNDES os contratos de financiamento dos 9 parques eólicos dos LER2009, o valor total dos contratos de financiamento é de R\$586,7 milhões, o que representa aproximadamente 74% do total dos investimentos nestes projetos. O financiamento possui taxa de juros de 1,92% a.a. + TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo), até dois anos de carência de juros e principal e 16 anos de prazo de amortização.

A Renova Energia cadastrou junto à EPE 424 MW em projetos eólicos para habilitar-se aos leilões de energia A-3 e de reserva a serem realizados 2011.

As despesas administrativas registradas no período apresentaram um aumento de 66% em relação ao mesmo período do ano anterior, principalmente devido ao crescimento da estrutura da Companhia. O quadro de colaboradores aumentou de 45 para 83 comparado ao mesmo período do ano anterior. A estrutura de serviços de terceiros (consultoria, serviços jurídicos e publicações legais) também compõe essa variação.

Aumento de R\$ 0,6 milhões nos encargos das dívidas devido a antecipação da quitação do empréstimo junto ao Banco Santander – IFC.

No 1T11 houve um aumento de R\$ 208,6 milhões no ativo circulante quando comparado ao mesmo período do ano anterior, este incremento corresponde a: (i) saldo remanescente da captação de R\$ 150 milhões em notas promissórias junto ao Banco Votorantim; (ii) R\$121 milhões para adiantamentos de fornecimento de equipamentos dos parques eólicos do LER 2009.

A conta de empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo com instituições financeiras encerrou o período no valor de R\$ 273,9 milhões, representando um aumento de

R\$ 124,0 milhões que representa uma variação de 83% em relação ao mesmo período do ano anterior. A variação é devida a: (i) captação de notas promissórias no valor de R\$ 150 milhões junto ao Banco Votorantim; (ii) quitação de empréstimo junto ao Banco Santander – IFC no valor de R\$ 15,3 milhões; (iii) pagamento de principal de empréstimos.

A conta de Patrimônio Líquido da Renova Energia encerrou o período em R\$ 287,0 milhões, apresentando um aumento de R\$ 145,7 milhões comparados ao mesmo período do ano anterior. A variação é referente à oferta pública de ações concluída no ano de 2010.

Ano de Vencimento:	R\$
2012	4,9
2013	5,3
2014	5,6
2015	6,0
2016	6,4
após 2016	82,9
Total	111,1

Tabela 8: Prazo para amortização do empréstimo do BNDES

As Units da Renova Energia fecharam ao preço de R\$ 32,35/Unit em 13 de maio de 2011, com um volume médio diário de R\$ 240,1 mil desde o início das negociações e R\$ 421,8 mil nos últimos 3 meses, acumulando aumento de 116% desde o IPO. Utilizando estes valores como referência e o número de ações emitidas atualmente, a Companhia alcançou valor de mercado de R\$ 1,5 bilhão no mesmo ano.

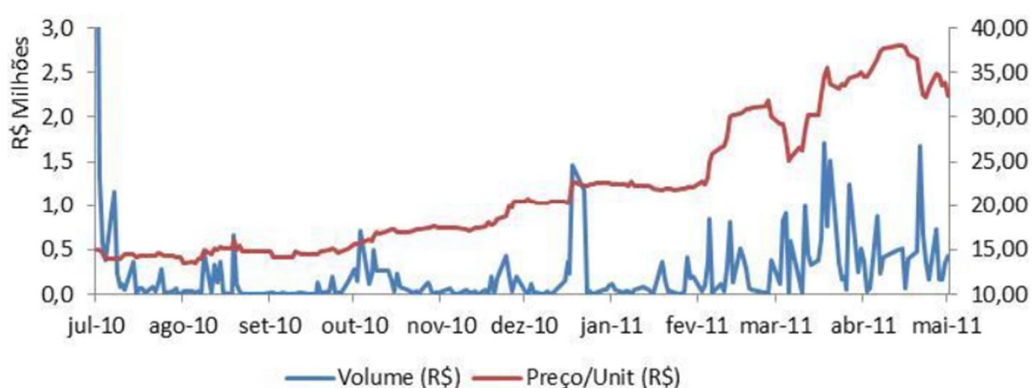


Figura 7: Evolução das units desde a oferta inicial

8. ANÁLISE MACROECÔNOMICA

8.1. Situação Global

Segundo o World Economy Outlook de abril do FMI, o crescimento global real previsto é em torno de 4,5% para os anos de 2011 e 2012, uma queda modesta ante aos 5% de 2010. A expectativa é de uma crescimento em torno de 2,5% para as economias desenvolvidas e em torno de 6,5% para as economias emergente.

A Recuperação da economia global continua ganhando força, mas o desemprego continua elevado nas economias desenvolvidas e a intervenção do público sobre a demanda privada esta avançando, diminuindo as preocupações que a diminuição dos incentivos da política fiscal poderia causar uma nova recessão. As condições financeiras continuam a melhorar, embora permaneçam frágeis. Em muitas economias de países emergentes a demanda é robusta e o superaquecimento dessas economias é uma preocupação política crescente. Nas economias em desenvolvimento, particularmente na África Subsaariana, também retomaram um crescimento rápido e sustentável.

O aumento dos preços dos alimentos e das commodities representa uma ameaça para as famílias pobres, aumentando as tensões sociais e econômicas notavelmente em países do oriente médio e norte da África. Em relação ao aumento no preço do petróleo desde janeiro de 2011 e informações sobre a sua oferta, incluindo sua capacidade de reposição, sugerem que as rupturas até então, teriam apenas efeitos leves sobre atividade econômica. Nos países desenvolvidos a situação financeira de alguns países da zona do euro continua a preocupar bem como alguns mercados imobiliários. Os riscos financeiros também são um lado negativo devido a necessidade de financiamento de grandes bancos e alguns países. A incerteza geopolítica dos conflitos globais, bem como o superaquecimento e a expansão do mercado de ativos de economias de mercado emergentes. No entanto, existe também um grande potencial que pode surpreender o crescimento no curto prazo, devido fortes resultados positivos de empresas de países desenvolvidos e a demanda aquecida em países emergentes e em desenvolvimento.

8.2. Situação do País

Foram analisados dados mais recentes sobre a atividade econômica, emprego e renda e economia monetária e financeira.

8.2.1. Atividade Econômica:

De acordo com os dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Produto Interno Bruto (PIB) encerrou o ano com uma expansão acumulada de 7,5%, sendo esta a maior desde 1986. Por trás deste bom desempenho, deve ser destacado o forte dinamismo apresentado pela absorção interna, que avançou 6,7% na comparação entre o quarto trimestre de 2010 e o mesmo período do ano anterior e 10,3% no acumulado do ano.

Conforme a carta conjuntura do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), O ciclo de crescimento iniciado no quarto trimestre de 2005, período em que a economia cresceu a uma taxa média de 1,2% na margem, foi interrompido no quarto trimestre de 2008 em decorrência do agravamento da crise financeira internacional. Os dois trimestres seguintes caracterizaram um período de recessão técnica, no qual o PIB sofreu duas quedas consecutivas na comparação dessazonalizada. O forte impacto dos efeitos da crise internacional foi sentido de maneira mais grave nos investimentos e na indústria, que acumularam no período retrações de 14,8% e 23,7%, respectivamente.

Porém, o bom desempenho do consumo das famílias, estimulado pela adoção de políticas governamentais anticíclicas, serviu de base para que a economia iniciasse um novo ciclo de crescimento já a partir do segundo trimestre de 2009. Nesse período, que durou até o segundo trimestre de 2010, o PIB avançou a uma taxa média de 2,1% na série com ajuste sazonal.

As perspectivas para o desempenho da economia em 2011, a expectativa de que o ritmo de crescimento da demanda interna, particularmente do consumo das famílias, sofra rápida desaceleração ainda não foi corroborada pelos indicadores de atividade que antecipam os resultados do primeiro trimestre. Ao longo do ano, é provável que a economia

apresente uma trajetória mais suave do que a observada no ano passado, podendo, inclusive, alcançar um resultado abaixo do seu crescimento potencial.

8.2.2. Emprego e Renda:

Após registrar um excelente resultado em 2010, o mercado de trabalho no Brasil deve manter um comportamento positivo ao longo de 2011, ainda que em condições um pouco menos favoráveis. Este cenário prospectivo, marcado por uma ligeira desaceleração na dinâmica do emprego no país, se dará, *grosso modo*, pela retração da atividade econômica, impactando negativamente a taxa de desocupação, uma vez que a oferta de novas vagas não deve ser suficiente para abarcar o contingente de novas pessoas que serão incorporadas à População Economicamente Ativa (PEA). No caso da renda, a expectativa é de queda nas taxas de crescimento dos rendimentos reais, provocada não apenas pela corrosão inflacionária do período, como também pela constatação de reajustes nominais menores do que os observados recentemente.

8.2.3. Economia Monetária e Financeira:

O final do ano passado foi marcado pelo retorno de pressões inflacionárias, em especial nos setores de serviços e alimentos, que levaram a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) a níveis mais próximos do teto da meta. Nesse contexto, além de inaugurar um novo ciclo de aumento de juros a partir de janeiro de 2011, o Banco Central do Brasil (BCB) adotou uma série de medidas prudenciais no mercado de crédito a fim de equilibrar e trazer a expansão do setor para níveis mais compatíveis com o equilíbrio de longo prazo.

9. ANÁLISE SETORIAL

Para análise setorial foram utilizadas diversas fontes de informações divulgadas pelo Ministério de Minas e Energia, Empresa de Pesquisa Energética, Informações divulgadas pela empresa, organizações setoriais nacionais e internacionais, entre outras.

A Constituição Federal brasileira determina que a geração, transmissão e distribuição de energia podem ser assumidas diretamente pelo governo ou indiretamente por meio da outorga de concessões, permissões ou autorizações. Historicamente, o Setor de Energia Elétrica do Brasil tem sido dominado pelas concessionárias de geração, transmissão e distribuição, controladas pelo governo. Nos últimos anos, o governo tomou diversas medidas para remodelar o Setor de Energia Elétrica. Em geral, essas medidas tiveram como objetivo o aumento do papel do investimento privado e a eliminação das restrições ao investimento estrangeiro, aumentando, portanto, a concorrência no Setor de Energia Elétrica.

Em 2008, o Ministério de Minas e Energia (MME), divulgou o Plano de Expansão de Energia 2008-2017 (PDE 2008-2017) para o horizonte de dez anos com o objetivo de definir um cenário de referência para implementação de novas instalações de geração e transmissão necessárias para atender ao crescimento projetado do mercado brasileiro. O PDE 2008-2017, projetou um aumento da capacidade total de geração, de 101 GW, em maio de 2008, para 155 GW em 2017. Esses montantes consideram a geração proveniente de usinas hidrelétricas e termelétricas, excluindo valores relativos à importação, à geração eólica e a energia gerada por Itaipu. Ainda, o Governo Federal prevê a necessidade de investimentos da ordem de US\$7 bilhões por ano para expandir a matriz energética brasileira a níveis satisfatórios para atendimento da demanda projetada.

O Brasil sempre ocupou uma posição de destaque no cenário mundial no que diz respeito à hidroeletricidade, estando entre os países com maior capacidade hidrelétrica instalada. Conforme informado no Balanço Energético Nacional – BEN de 2007 elaborado

pelo MME em conjunto com a Empresa de Pesquisa Energética – EPE, somente cerca de 25% do potencial hidroelétrico nacional foi explorado.

Entretanto, a escassez de grandes projetos hidroelétricos aliada às crescentes restrições ambientais a estes projetos e à preocupação mundial com o aquecimento global, tem estimulado o interesse no desenvolvimento de fontes alternativas de energia, principalmente por outras fontes “limpas” de geração, dentre as quais se destacam as usinas a biomassa, em particular de co-geração com bagaço de cana de açúcar (bioeletricidade); as pequenas centrais hidroelétricas (PCHs); e usinas de geração eólica. Por possuírem menor porte, essas fontes renováveis diminuem os riscos ambientais e de construção, contribuindo para a segurança do empreendimento, o gerenciamento da incerteza quanto ao crescimento da demanda de energia ou do atraso no cronograma de empreendimentos já licitados, bem como garante o acesso aos consumidores incentivados do mercado livre de energia no Brasil.

O Brasil é interconectado por mais de 87 mil km de linhas de transmissão de alta voltagem (230 kV ou mais), formando o Sistema Interligado Nacional (SIN) que atende cerca de 98% do consumo de energia do país. Segundo a Agência Nacional de Energia Elétrica(ANEEL), em maio de 2011, o Brasil possui no total 2.413 empreendimentos em operação , gerando 114.371.698 kW de potência. Está prevista para os próximos anos uma adição de 47.087.760 kW na capacidade de geração do País, proveniente dos 116 empreendimentos atualmente em construção e mais 519 outorgadas.

Empreendimentos em Operação				
Tipo	Quantidade	Potência Outorgada (kW)	Potência Fiscalizada (kW)	%
EOL	49	936.332	928.536	0,81
PCH	397	3.579.609	3.529.790	3,09

Tabela 9: Energia eólica e PCHS na Matriz energética

Empreendimentos em Construção			
Tipo	Quantidade	Potência Outorgada (kW)	%
EOL	18	505.990	3,70
PCH	52	683.248	5
Empreendimentos Outorgados entre 1998 e 2010			
Tipo	Quantidade	Potência Outorgada (kW)	%
EOL	123	3.968.507	11,88
PCH	151	2.072.303	6,20

Legenda	
EOL	Central Geradora Eolielétrica
PCH	Pequena Central Hidrelétrica

Fonte de dados (ANEEL,2011)

Tabela 10: Empreendimentos em construção e outorgados

9.1. Investimentos em energia alternativa renovável no mundo

Conforme o estudo feito pela The Pew Charitable Trusts, no relatório *“Who’s Winning the Clean Energy Race? 2010 Edition”*, o setor de energia limpa voltou dos níveis de recessão para um aumentando 30% de 2009 para 2010 atingindo um recorde de 243 bilhões de dólares de investimentos em 2010. Mais de 90 por cento de todos os investimentos em energia limpa foram direcionados para empresas e projetos no âmbito do G-20. Excluindo os fundos de pesquisa e desenvolvimento, o financiamento de energias limpas e os investimentos no G-20 países totalizou 198 bilhões de dólares, 33 por cento mais do que foi investido em 2009.

A Europa foi o destinatário principal de financiamento de energia limpa, atraindo um total de 94,4 bilhões dólares; a posição de liderança foi solidificada por mais de 100 por cento de crescimento do investimento em pequena escala instalações solares na Alemanha e na Itália. Aumentando suas posições no ranking dos Top-10 países para investimentos privados em energia limpa. Alemanha e Itália atraíram 41,2 bilhões dólares e US \$ 13,9 bilhões, respectivamente.

Embora a Europa se mantenha na primeira posição para o financiamento de energias limpas, a região da Ásia esta fechando rapidamente a diferença e é esperado nos próximos meses e anos que se torne o centro de gravidade para investimento em energia limpa, o investimento total de energia limpa na região da Ásia aumentou 33 por cento a 82.8 bilhões de dólares em 2010. O aumento da participação da Ásia / Oceania é alimentado em grande parte, pela rápida ascensão da China como a superpotência da energia limpa. O investimento privado na China no setor de energia limpa aumentou 39 por cento em 2010 para um recorde mundial 54,4 bilhões dólares. A China também o maior produtor mundial de turbinas eólicas e painéis solares. Em 2009, ultrapassou os Estados Unidos como o país com a maior capacidade instalada de energia mais limpa.

A região das Américas é um distante terceiro lugar na corrida para o investimento em energia limpa, atraindo 65,8 bilhões de dólares em 2010. Os investimentos nos Estados

Unidos recuperaram 51 por cento em relação aos níveis de 2009 para chegando a 34 bilhões, mas os Estados Unidos continuou a deslizar para baixo na lista top 10, caindo da segunda para a terceira. Dadas as incertezas em torno das políticas e os incentivos, a posição competitiva dos Estados Unidos no setor de energia limpa está em risco. O crescimento é mais acentuado na América Latina, onde o investimento privado de energia limpa na Argentina aumentaram 568 por cento e no México por 273 por cento, as taxas de crescimento mais elevada entre os membros do G-20.

Tecnologicamente, em 2010 os investimentos se voltaram notadamente para a energia solar, especialmente para projetos de pequena escala e residenciais. No G-20, um recorde de US\$ 79.000 milhões foi investido pelo setor privado nas tecnologias solar, facilitando a instalação de mais de 17 giga watts (GW) de capacidade de geração nova. Comparado com 2009, os investimentos em energia solar em 2010 cresceram 53 por cento, enquanto os investimentos no setor de energia eólica aumentou mais modestamente em 34%. Ainda assim, a energia eólica continua a ser a tecnologia preferida para o investimento privado no G-20 países, representando 48 por cento dos investimentos totais, ou US \$ 95 bilhões.

O financiamento da energia limpa atribuídos pelos governos para ajudar a estimular o crescimento em resposta à recessão econômica global aumentou acentuadamente em 2010 para US \$ 75 bilhões contra US\$ 20 bilhões ao ano anterior. O financiamento empresarial e governamental em pesquisa e desenvolvimento aumentou globalmente em 24% para 35 bilhões. O financiamento por Venture capital / Private Equity no âmbito do G-20 também se recuperou fortemente em 2010 em 26% em relação a 2009, para 8.1 bilhões.

9.2. Concorrência

A concorrência no Ambiente de contratação regulamentada (ACR) , para as geradoras da Companhia, se dá por meio de leilões de compra de energia existente para suprimento às distribuidoras do Sistema Integrado nacional (SIN). No ACR, o investidor em geração enfrenta competição quando participa nos leilões por novas concessões. A proposta

vencedora obtém o contrato de concessão e um contrato de venda da energia com prazo entre 15 e 30 anos.

Já no Ambiente de contratação Livre (ACL), a comercialização de energia elétrica ocorre por meio de livre negociação, sendo preços e condições acordados entre as partes. Nesse ambiente, a competição é exercida entre os concessionários e autorizados de geração, comercializadoras e importadores de energia elétrica.

9.3. Demanda por Energia

A Empresa de Pesquisa Energética em seu Plano Decenal de Expansão de Energia 2019, afirma que a desaceleração verificada tanto na economia nacional como na internacional, fruto da crise financeira de 2008, produziu efeitos diretos e indiretos no mercado de energia elétrica brasileiro, gerando um reflexo imediato no nível de utilização da capacidade instalada e nas perspectivas de expansão da produção de alguns dos segmentos industriais voltados à exportação de commodities, como é o caso do setor siderúrgico e de outros da metalurgia. Em consequência, projetos de expansão industrial foram revistos e postergados.

A Tabela abaixo apresenta a projeção do consumo nacional de energia elétrica na rede, desagregado por classe de consumo. Entre 2010 e 2019 a taxa média de crescimento do consumo é de 5,0% ao ano, sendo a classe comercial a que apresenta maior expansão nesse período (6,2% ao ano), seguida pela classe industrial (5,1% ao ano). A classe residencial perde participação no consumo total na rede, passando de 25,4% em 2010 para 24,7 ao final do horizonte de previsão.

Ano	Residencial	Industrial	Comercial	Outros	Total
2010	105.538	182.338	69.223	58.766	415.865
2014	105.787	223.456	87.825	68.724	506.791
2019	156.546	274.774	118.416	83.297	633.033
Variação (% ao ano)*					
2010-2014	4,8	6,1	6,2	4,1	5,5
2010-2019	4,3	4,2	6,2	3,9	4,5
2010-2019	4,6	5,1	6,2	4,0	5,0

Tabela 11: Demanda por Energia

9.4. Oferta de Energia

O crescimento médio anual da carga de energia do SIN, no horizonte decenal, é de cerca de 3.300 MWmed10, representando uma taxa média de expansão de 5,1% a.a. A projeção indica que no eixo Sul-Sudeste/ Centro-Oeste o crescimento varia de 2.100 a 2.600 MWmed por ano, e nas regiões Norte e Nordeste o acréscimo da carga anual deve ficar entre 700 e 1.100 MWmed. A capacidade instalada no SIN no início do estudo foi de 103.598 MW, evoluindo para 167.044 MW em dez/2019.

Em relação às fontes alternativas, registra-se uma expansão média anual de 13%, com destaque para as usinas eólicas, a biomassa de bagaço de cana-de-açúcar e PCH.

A Tabela abaixo apresenta a evolução da capacidade instalada para diferentes fontes de geração ao longo do período de estudo da Empresa de Pesquisa Energética:

Fonte	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
HIDRO ^(a)	83.169	85.483	86.295	88.499	89.681	94.656	104.476	104.151	108.598	116.699
URÂNIO	2.007	2.007	2.007	2.007	2.007	3.412	3.412	3.412	3.412	3.412
GÁS NATURAL	8.860	9.356	9.8356	11.327	11.533	11.533	11.533	11.533	11.533	11.533
CARVÃO	1.765	2.485	3.205	3.205	3.205	3.205	3.205	3.205	3.205	3.205
ÓLEO COMBUSTÍVEL	3.380	4.820	5.246	8.864	8.864	8.864	8.864	8.864	8.864	8.864
ÓLEO DIESEL	1.728	1.903	1.703	1.356	1.149	1.149	1.149	1.149	1.149	1.149
GÁS DE PROCESSO	687	687	687	687	687	687	687	687	687	687
PCH	4.043	4.116	4.116	4.116	5.066	5.566	5.816	6.066	6.416	6.966
BIOMASSA	5.380	6.083	6.321	6.671	7.071	7.421	7.621	7.771	8.121	8.521
EÓLICA	1.436	1.436	3.241	3.641	4.041	4.441	4.841	5.241	5.641	6.041
Total^(a)	112.455	118.375	122.676	130.774	133.305	140.935	147.605	152.080	157.628	167.078

Tabela 12: Projeção da evolução da capacidade instalada

9.3.3. Evolução da capacidade Eólica

Segundo publicação da Global Wind Energy Council (GWEC), do dia 15 de março de 2011, estima-se que 40 GW de capacidade serão adicionadas ao mercado eólico mundial em 2011. Estima-se que em 2015 a capacidade global instalada de energia eólica vai atingir 450 GW, alcançando mais de duas vezes a capacidade instalada verificada ao final de 2010, que totalizou 194 GW.

De acordo com o estudo, o principal responsável pelo crescimento mundial continuará sendo a China, que em 2010 representou quase a metade das adições na capacidade instalada global (16,5 GW). Outro país com grande representatividade no crescimento é a Índia, que juntamente com a China levará a Ásia a atingir 174,6 GW de capacidade total em operação até 2015.

A Europa seguirá sendo o segundo maior mercado ao final de 2015, com adição de capacidade total de 60 GW, chegando a 146,1 GW de capacidade instalada. Os principais países que contribuem constantemente para esse crescimento são Alemanha e Espanha. É esperado também forte expansão de complexos eólicos *offshore* na Europa durante o mesmo período.

O mercado norte-americano permanecerá com crescimento discreto para os próximos dois anos, devido a incertezas legislativas, tanto nos EUA quanto no Canadá. No entanto, o GWEC espera que até 2014 este mercado irá recuperar o crescimento de 2009. Nos próximos cinco anos, a capacidade instalada total na região deverá dobrar chegando a 94,2 GW.

Para América Latina, liderada pelos crescimentos de Brasil, México e Chile, é projetada para o final de 2015 uma capacidade instalada de 19 GW, contra apenas 2 GW no final de 2010 .

Considerando a capacidade instalada atual e dos projetos remanescentes do PROINFA, com previsão de entrada em operação divulgada pela ANEEL, adicionada os 1.805,7 MW contratados no LER2009, bem como os 2.047,8 MW dos leilões de 2010, projeta-se uma capacidade instalada total de 4.903,5 MW em setembro de 2013, representando uma taxa de crescimento anual composta (CAGR) de 116,1%. Este cenário é muito favorável ao Brasil por ser o país que o vem apresentando o maior progresso neste mercado na América Latina, quando respondeu por quase 50% da capacidade instalada no final de 2010.

10. ANÁLISE FINANCEIRA RETROSPECTIVA

Foram analisados os demonstrativos dos três últimos anos, os demonstrativos financeiros consolidados aqui apresentados, foram padronizados para facilitar a análise; Os demonstrativos originais encontram-se em anexo.

10.1. Análise Vertical e Horizontal

Estas duas análises em conjunto uma análise mostrarão uma visão da evolução e da representatividade das contas dos demonstrativos financeiros consolidados da Renova Energia S.A. para mostrar quais foram os aspectos que tiveram influência mais significativa para os resultados da empresa. Para a análise horizontal foi utilizado o ano de 2008 como ano base.

10.1.1. AV/AH do Demonstrativo de Resultados do Exercício

Descrição	31/12/2008		31/12/2009			31/12/2010		
	Valor	AV	Valor	AV	AH	Valor	AV	AH
RECEITA LIQUIDA	15.970	100,0%	35.032	100,0%	219,4%	36.830	100,0%	230,6%
(+) Suprimento de energia elétrica	15.970	100,0%	35.032	100,0%	219,4%	36.830	100,0%	230,6%
(-) Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-6.304	-39,5%	-10.775	-30,8%	170,9%	-11.847	-32,2%	187,9%
(=) RESULTADO BRUTO	9.666	60,5%	24.257	69,2%	251,0%	24.983	67,8%	258,5%
(-) Despesas/Receitas Operacionais	-13.039	-81,6%	-7.520	-21,5%	57,7%	-14.880	-40,4%	114,1%
(=) RESULTADO OPERACIONAL	-3.373	-21,1%	16.737	47,8%	-496,2%	10.103	27,4%	-299,5%
Resultado Financeiro	-20.496	-128,3%	-14.746	-42,1%	71,9%	-6.893	-18,7%	33,6%
(+) Receitas Financeiras	3.616	22,6%	4.357	12,4%	120,5%	5.629	15,3%	155,7%
(-) Despesas Financeiras	-24.112	-151,0%	-19.103	-54,5%	79,2%	-12.522	-34,0%	51,9%
(=) RESULTADO ANTES DO IR E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	-23.869	-149,5%	1.991	5,7%	-8,3%	3.210	8,7%	-13,4%
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-916	-5,7%	-1.482	-4,2%	161,8%	-1.712	-4,6%	186,9%
(=) Resultado Líquido das Operações Continuadas	-24.785	-155,2%	509	1,5%	-2,1%	1.498	4,1%	-6,0%
(=) Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	-78	-0,5%	0	0,0%	0,0%	0	0,0%	0,0%
(=) RESULTADO LIQUIDO	-24.863	-155,7%	509	1,5%	-2,0%	1.498	4,1%	-6,0%

* Valor em R\$ mil

Em 2008 as despesas operacionais e as despesas financeiras foram as grandes responsáveis pelo o resultado líquido negativo de 24,9 milhões do período. Em 2009 o aumento de 119,4% na receita líquida e uma diminuição de 8,7% na representatividade dos custos de bens e/ou serviços vendidos melhorou o resultado bruto; A diminuição, em

relação ao ano anterior, do prejuízo na relação entre despesas e receitas operacionais em 60,2% na representatividade da conta trouxe um resultado operacional melhor. Este resultado foi essencial para cobrir o resultado financeiro que também diminuiu 28,1% em relação ao ano anterior. Estes fatores trouxeram melhora significativa para resultado líquido que teve um aumento de 102% em relação à 2009.

Em 2010 a receita líquida teve um aumento de 11,3% em relação à 2009, porém o custo de bens e /ou serviços vendidos também aumentou em 17% fazendo com que o resultado bruto não apresentasse uma melhora significativa em relação ao ano anterior. A relação entre as despesas e receitas operacionais teve um aumento de 56,4% o que causou uma diminuição significativa no resultado operacional, mas um aumento pequeno, devido a representatividade da conta, de 35,2% nas receitas financeiras e uma diminuição de 27,3% nas despesas financeiras, com grande representatividade trouxeram um acréscimo de 4% em relação à 2009 no resultado líquido.

A análise vertical e horizontal dos demonstrativos de resultados dos três anos mostrou uma recuperação significativa da empresa nos dois últimos anos em relação à 2008 que teve um prejuízo em torno de 24,8 milhões, nos anos subsequentes melhorou muito seus resultados apresentando lucro de 509 mil em 2009 e 1,5 milhões em 2010. Nessa análise pode-se constatar que a melhora nos resultados se deveu principalmente à três pontos:

- Aumento da receita líquida e de ligeira diminuição da representatividade dos custos de bens e/ou serviços vendidos;
- Diminuição da representatividade da relação entre despesas e receitas operacionais;
- Diminuição significativa nas despesas financeiras ao longo de 2009 e 2010.

10.1.2. AV/AH do Balanço Patrimonial

Descrição	31/12/2008		31/12/2009			31/12/2010		
	Valor	AV	Valor	AV	AH	Valor	AV	AH
ATIVO TOTAL	240.365	100,0%	287.434	100,0%	119,6%	431.538	100,0%	179,5%
ATIVO CIRCULANTE	12.318	5,1%	47.028	16,4%	381,8%	145.560	33,7%	1181,7%
FINANCEIRO	6.811	2,8%	41.475	14,4%	608,9%	18.569	4,3%	272,6%
Caixa e Equivalentes de Caixa	6.811	2,8%	41.475	14,4%	608,9%	18.569	4,3%	272,6%
OPERACIONAL	5.507	2,3%	5.553	1,9%	100,8%	126.991	29,4%	2306,0%
Contas a Receber	3.862	1,6%	3.903	1,4%	101,1%	3.918	0,9%	101,5%
Clientes	3.862	1,6%	3.903	1,4%	101,1%	3.918	0,9%	101,5%
Estoques	1	0,0%	55	0,0%	5500,0%	59	0,0%	5900,0%
Cauções e Depósitos Vinculados	1	0,0%	55	0,0%	5500,0%	59	0,0%	5900,0%
Tributos a Recuperar	620	0,3%	477	0,2%	76,9%	1.274	0,3%	205,5%
Despesas Antecipadas	341	0,1%	387	0,1%	113,5%	120.673	28,0%	35388,0%
Crédito com Fornecedores	1	0,0%	0	0,0%	0,0%	120.097	27,8%	12009700%
Pagamentos Antecipados	340	0,1%	387	0,1%	113,8%	576	0,1%	169,4%
Outros Ativos Circulantes	683	0,3%	731	0,3%	107,0%	1.067	0,2%	156,2%
Outros Créditos	683	0,3%	731	0,3%	107,0%	1.067	0,2%	156,2%
ATIVO NÃO CIRCULANTE	228.047	94,9%	240.406	83,6%	105,4%	285.978	66,3%	125,4%
ATIVO REALIZAVEL A LONGO PRAZO	10.871	4,5%	13.142	4,6%	120,9%	12.208	2,8%	112,3%
Aplicações Financeiras	25	0,0%	25	0,0%	100,0%	25	0,0%	100,0%
Titulos para Negociação	25	0,0%	25	0,0%	100,0%	25	0,0%	100,0%
Créditos com Partes Relacionadas	1	0,0%	40	0,0%	4000,0%	164	0,0%	16400,0%
Créditos com Controladores	1	0,0%	40	0,0%	4000,0%	164	0,0%	16400,0%
Outros Ativos Não Circulantes	10.845	4,5%	13.077	4,5%	120,6%	12.019	2,8%	110,8%
Cauções e Depósitos Vinculados	10.845	4,5%	13.077	4,5%	120,6%	12.019	2,8%	110,8%
PERMANENTE	217.177	90,4%	227.264	79,1%	104,6%	273.770	63,4%	126,1%
Investimentos	70	0,0%	70	0,0%	100,0%	70	0,0%	100,0%
Imobilizado	217.107	90,3%	227.194	79,0%	104,6%	273.700	63,4%	126,1%
Imobilizado em Operação	205.597	85,5%	202.433	70,4%	98,5%	196.310	45,5%	95,5%
Imobilizado em Andamento	11.510	4,8%	24.761	8,6%	215,1%	77.390	17,9%	672,4%
PASSIVO TOTAL	240.363	100,0%	287.434	100,0%	119,6%	431.538	100,0%	179,5%
PASSIVO CIRCULANTE	12.847	5,3%	15.434	5,4%	120,1%	17.355	4,0%	135,1%
OPERACIONAL	8.737	3,6%	3.066	1,1%	35,1%	10.015	2,3%	114,6%
Obrigações Sociais e Trabalhistas	543	0,2%	478	0,2%	88,0%	652	0,2%	120,1%
Fornecedores	7.283	3,0%	1.968	0,7%	27,0%	8.100	1,9%	111,2%
Obrigações Fiscais	911	0,4%	620	0,2%	68,1%	1.263	0,3%	138,6%
FINANCEIRO	4.110	1,7%	12.368	4,3%	300,9%	7.340	1,7%	178,6%
Empréstimos e Financiamentos	4.027	1,7%	5.964	2,1%	148,1%	6.336	1,5%	157,3%
Outras Obrigações	83	0,0%	6.404	2,2%	7715,7%	1.004	0,2%	1209,6%
Outros	83	0,0%	6.404	2,2%	7715,7%	1.004	0,2%	1209,6%
PASSIVO NÃO CIRCULANTE	219.425	91,3%	131.935	45,9%	60,1%	125.599	29,1%	57,2%
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO	219.425	91,3%	131.935	45,9%	60,1%	125.599	29,1%	57,2%
Empréstimos e Financiamentos	219.425	91,3%	131.935	45,9%	60,1%	125.599	29,1%	57,2%
TOTAL CAPITAL DE TERCEIROS	232.272	96,6%	147.369	51,3%	63,4%	142.954	33,1%	61,5%
PATRIMÔNIO LIQUIDO	8.091	3,4%	140.065	48,7%	1731,1%	288.584	66,9%	3566,7%
Capital Social Realizado	34.343	14,3%	165.808	57,7%	482,8%	312.829	72,5%	910,9%
Lucros/Prejuizos Acumulados	-26.252	-10,9%	-25.743	-9,0%	98,1%	-24.245	-5,6%	92,4%

* Valor em R\$ mil

ATIVO:

Ao longo do período analisado nota-se um aumento significativo do ativo circulante passando sua participação no ativo total de 5,1% em 2008, para 16,4% em 2009 e para 33,7% em 2010. O ativo circulante aumentou 281,8% de 2008 para 2009 passando de 12,3 milhões para 47 milhões nesse período, e um aumento de 1181,7% de 2008 para 2010 chegando a 145,6 milhões.

O principal motivo para esse aumento de 2008 para 2009 foi um aumento de 509% nas disponibilidades representadas pelo caixa e equivalentes, porém de 2009 para 2010 o principal motivo do aumento do ativo circulante se deu pelo aumento das despesas antecipadas de 387 mil para 120,7 milhões em crédito com fornecedores.

Em conjunto houve uma diminuição no ativo não circulante que mesmo aumentando seu valor em 5,4% de 2008 para 2009 e 25,4% de 2008 para 2010, a sua representatividade no total do ativo diminuiu ao longo do período analisado passando de 94,9% em 2008, para 83,6% em 2009 e 66,3% em 2010, o que representa uma diminuição de 28,6% na representatividade do ativo total. Isso se deveu principalmente pelo aumento do ativo circulante relatado acima e por uma pequena diminuição de 4,5% do imobilizado em operação no ativo permanente ao longo do período.

PASSIVO:

O passivo circulante, que tem uma pequena representatividade em torno de 5% do passivo total, manteve-se estável ao longo do período analisado, com destacando-se apenas um aumento de 11,2% na conta de fornecedores mesmo tendo ocorrido uma queda de 73% do seu valor em 2009 e um aumento em empréstimos e financiamentos de 48,1% de 2008 para 2009 e 57,3% de 2008 para 2010.

Alterações importantes foram constatadas nas contas do passivo não circulante e no patrimônio líquido. Aconteceu uma forte diminuição nos empréstimos e financiamentos de longo prazo que diminuíram 40% de 2008 para 2009 em torno de 87,5 milhões e mais 6,3 milhões de 2009 para 2010 o que representa 42,8% ao longo do período.

O Patrimônio líquido aumentou substancialmente ao longo do período passou de 8,1 milhões em 2008 para 140,1 milhões em 2009 um aumento de 1631% e para 288,6 milhões em 2010 um total de 3467% no período, esses valores aumentaram sensivelmente a representatividade do patrimônio líquido em relação ao passivo total que em 2008 representava 3,4% do total e passou para 48,7% em 2009 e 66,9% em 2010; Esse aumento aconteceu devido ao aumento do capital social que passou de 34,3 milhões em 2008 para 165,8 milhões em 2009 e 312,8 milhões em 2010 um aumento de 811% no período. Os prejuízos acumulados diminuíram em torno de 2 milhões no período uma pequena diminuição de 7,6% devido a representatividade da conta.

Analisando-se os dados fornecidos pela análise horizontal e vertical pode-se concluir que a reestruturação da empresa em 2009 e a abertura de capital em 2010 trouxeram uma forte diminuição na dependência do capital de terceiros, em torno de 38,5% no período analisado representando 89,3 milhões a menos nessa dependência.

10.2. Análise de Índices Econômico-financeiros

Para a análise dos índices econômico-financeiros foram escolhidos 9 índices, separados em 3 grupos que avaliam a estrutura de capital, a liquidez e a rentabilidade. Dentro de cada grupo fez-se uma ponderação conforme proposto pelo modelo de Matarazzo, 2010, atribuindo-se a nota de cada índice separadamente e em conjunto conforme a divisão por grupos.

Para estabelecer as notas foram coletados no software Economática, os dados referentes aos 3 anos avaliados de 38 empresas de capital aberto listadas na BM&F Bovespa do setor Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica. Esses resultados foram separados em quartis para se estabelecer as notas de 0 à 3. Nos índices em que o menor valor é o melhor estabeleceu-se o menor valor como o piso, e nos índices cujo maior valor é o melhor o piso foi o maior valor. Sendo assim, os critérios utilizados para avaliação foram os seguintes: Do Piso ao 1º Quartil: Nota 3 – Excelente; Do 1º Quartil ao 2º Quartil: Nota 2 – Bom; Do 2º Quartil ao 3º Quartil: Nota 1 – Razoável; Do 3º Quartil ao 4º Quartil: Nota 0 – Ruim

Índices	2008			2009			2010			
	Peso	Valor	Nota	Nota x Peso	Valor	Nota	Nota x Peso	Valor	Nota	Nota x Peso
ESTRUTURA DE CAPITAL										
Participação de Capital de Terceiros	0,6	2871%	0	0,0	105%	2	1,2	50%	3	1,8
Imobilização do Patrimônio Líquido	0,4	2819%	0	0,0	172%	1	0,4	99%	0	0,0
Nota Geral para Estrutura de Capital			0,0			1,6			1,8	
LIQUIDEZ										
Liquidez Geral	0,3	0,10	0	0,0	0,41	0	0,0	1,10	2	0,6
Liquidez Corrente	0,5	0,96	1	0,5	3,05	3	1,5	8,39	3	1,5
Liquidez Seca	0,2	0,53	0	0,0	2,69	3	0,6	1,07	2	0,4
Nota Geral para a Liquidez			0,5			2,1			2,5	
RENTABILIDADE										
Giro do Ativo	0,2	0,06	0	0,0	0,12	0	0,0	0,09	0	0,0
Margem Líquida	0,1	-155,7%	0	0,0	1,5%	0	0,0	4,1%	0	0,0
Rentabilidade do Ativo	0,1	-10,3%	0	0,0	0,2%	0	0,0	0,3%	0	0,0
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	0,6	-307,3%	0	0,0	0,4%	0	0,0	0,5%	0	0,0
Nota Geral para a Rentabilidade			0,0			0,0			0,0	

Utilizando-se os critérios e o conjunto de dados descritos acima, pode-se fazer uma análise mais ampla e específica comparativa com o setor de atuação avaliando os índices econômico-financeiros de uma maneira qualitativa e mais eficaz.

Em relação à estrutura de capital a empresa evoluiu bastante em comparação com o ano de 2008, o resultado que melhorou devido a diminuição do capital de terceiros em sua estrutura de capital, porém a imobilização do patrimônio líquido permanece alta fazendo com que a empresa comparativamente ao seu setor de atividade esteja em um nível Razoável.

Em relação a Liquidez a Renova novamente evoluiu bastante em relação à 2008, em 2009 sua liquidez corrente e liquidez seca chegaram a níveis excelentes mostrando alta capacidade de cumprir suas obrigações de curto prazo que mantem suas atividades e esse resultado seguiu em 2010 diminuindo apenas sua liquidez seca devido há uma diminuição em suas disponibilidades imediatas, mas ainda se manteve em um nível bom e além disso em 2010 sua liquidez geral, que agrega o realizável e o exigível de longo prazo, quem vinha em um nível ruim em 2008 e 2009 aumentou para um nível bom. No geral a solvência da empresa está em um nível bom próximo da excelência dentro de seu setor.

Nos índices de rentabilidade se levarmos em conta a evolução interna a empresa melhorou bastante esses indicadores principalmente sua margem líquida e a rentabilidade

sobre o patrimônio líquido que eram fortemente negativas em 2008 e ficaram positivas em 2009 e 2010, o seu giro do ativo duplicou de 2008 para 2009 mas retrocedeu um pouco em 2010 e a rentabilidade sobre do ativo saiu do nível negativo a partir de 2009. Porém os resultados dos índices de rentabilidade comparativamente com o setor são muito fracos e em todos os anos permaneceram em um nível ruim.

No caso específico da Renova Energia deve-se levar em conta alguns fatores importantes que a simples análise de números pode mascarar. A empresa encontra-se em um estágio de maturação em um nível de crescimento inicial, pois se reestruturou e abriu capital apenas em 2010, está enquadrada em um subsetor de geração de energia, essencialmente renovável, ainda de pequena proporção na matriz energética do país, e que as empresas do setor já estão há anos no mercado, em estágios de maturação diferentes e com fontes de geração de energia mais consolidadas e que compõem uma maior parte da matriz energética do Brasil.

Para a análise de indicadores é necessário um benchmark de comparação e como a empresa é a única empresa de capital aberto pertencente a esse subsetor de geração essencialmente renovável, teve-se que utilizar o como benchmark o setor de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica como um todo que integra empresas consolidadas e tradicionais, mas mesmo com essa comparação não tão eficaz a Renova apresentou um bom desempenho em relação a liquidez e razoável em relação a estrutura de capital.

A empresa entrou no mercado de capitais por seus projetos em potencial e está com uma estrutura de capital razoável e uma boa liquidez, mesmo com resultados péssimos nos índices de rentabilidade comparativamente ao setor de Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica tradicional, não se pode dizer que a empresa não possa vir melhorar seus resultados nesses índices de rentabilidade e que não seja uma boa opção de investimento. No seu caso específico, melhorando um pouco sua estrutura de capital e mantendo os índices de liquidez ela terá a base para manter seus projetos que quando finalizados poderão gerar uma melhora nos índices de rentabilidade.

10.3. Análise do Capital de Giro

Para essa análise foram calculados os valores dos componentes necessários a análise gestão do capital de giro propostos na revisão teórica desse trabalho:

	2008	2009	2010
Capital de Giro (CDG)	-531	31.594	128.205
Necessidade de Capital de Giro (NCG)	-3.232	2.487	116.976
Saldo de Tesouraria (T)	2.701	29.107	11.229
CDG/Receita Líquida	-3%	90%	348%
NCG/Receita Líquida	-20%	7%	318%

Para analisar a situação geral do capital de giro da empresa utilizou-se o modelo apresentado na pagina 32 e puderam-se chegar as seguintes conclusões:

- 2008 - Apresentando o CDG e a NCG negativa e saldo em tesouraria positivo a empresa estava em uma situação razoável na gestão do capital de giro.
- 2009/2010 – Apresentando o CDG, a NCG e o saldo em Tesouraria ambos positivos a empresa passou para uma situações sólida em relação a gestão do capital de giro.

Ilustrando a análise realizada, o gráfico abaixo mostra uma relação entre capital de giro e necessidade de capital de giro. No período analisado o capital de giro foi suficiente para cobrir as operações da empresa sempre mantendo um saldo de Tesouraria positivo.

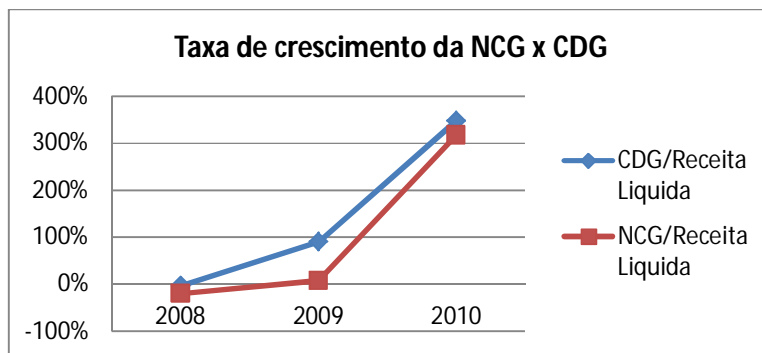


Figura 8: Taxa de crescimento da NCGxCDG

Para manter-se nessa situação sólida, a empresa precisa diminuir sua NCG ou aumentar seu CDG para evitar que venha acontecer o efeito tesoura que pode comprometer a gestão do capital de giro.

11. ANÁLISE FINANCEIRA PROSPECTIVA

Conforme se pode constatar na análise macroeconômico, a economia mundial vem se recuperando da crise de 2008 e espera-se para os próximos anos um crescimento mundial em torno de 4,5% ao ano, sendo que esse crescimento é impulsionado pelos países emergentes, com destaque para china, que está previsto um crescimento médio de 6,5% contra 2,5% nos países desenvolvidos. Para o Brasil espera-se que o país continue com um crescimento do PIB acima da média mundial, os números relativos a emprego e renda também aumentaram no país e se prevê um bom desempenho nesses indicadores ao longo dos próximos anos. A única situação que preocupa o país é manter as taxas de inflação segundo as metas previstas pelo banco central.

Esta boa situação de crescimento da economia do país é diretamente proporcional ao aumento da demanda por energia elétrica em todos os setores, industrial, comercial residencial. Conforme a análise setorial realizada, a EPE e o Ministério de Minas e Energia no plano decenal de energia projetam um crescimento de 5% ao ano na demanda por energia e o crescimento da oferta de energia em torno de 5,1% a.a. e às fontes alternativas de geração de energia representam uma média anual de 13% em relação a esse percentual.

Para acompanhar esse crescimento da economia é necessário que o país invista no aumento da capacidade de geração de energia e já esta fazendo promovendo leilões de garantia de geração de energia todos os anos. A Renova Energia, foi uma das maiores vencedores dos leilões LER 2009 e LER 2010 no contexto da geração eólica e seus projetos foram aprovados e já estão em implementação, também se prepara para concorrer ao leilão que acontecerá no próximo ano 2011 com projetos muitos semelhantes aos vencedores nos dois leilões anteriores.

Diante desse contexto apresentado na análise macroeconômica e setorial as projeções estimadas quanto a capacidade de geração e estimativa da receita apresentadas no portfolio de projetos da empresa são factíveis e foram utilizadas na projeção.

11.1. Projeção do Demonstrativo de Resultados

Para as estimativas em relação a receita bruta foram utilizadas as seguintes premissas:

Geração de Receita com Suprimento de Energia (Estimada)	Capacidade Adicional (MW)	Receita Adicional (R\$ mil)	Capacidade Total (MW)	Receita Anual Total (R\$ mil)
Geração Atual e Receita adicional com mesmo aumento de 2009 para 2010	0	1.798	41,8	38.628
Capacidade eólica a ser gerada conforme LER 2009 (para julho de 2012)	293,6	168.400	335,4	122.828
Capacidade eólica a ser gerada conforme LER 2010 (para julho 2013)	162	82.800	497,4	248.428
Capacidade total gerada nos quatro anos antecedentes (para 2014)			497,4	289.828

2011: Não está previsto um aumento na capacidade de geração, então foi considerado o mesmo aumento que ocorreu de 2009 para 2010.

2012: Está previsto, além da capacidade de geração atual, um incremento de 283,6 MW de capacidade de geração e receita estimada anual em torno de R\$ 168,4 milhões, relativo aos parques eólicos vencedores no LER 2009, porém somente a partir de julho, por isso dividiu-se essa receita adicional pela metade.

2013: Considerou-se a capacidade atual, mais a receita adicional total iniciada em 2012, mais a receita adicional dos projetos vencedores do LER2010 que correspondem a um incremento de capacidade de geração de 162 MW e uma receita anual adicional em 82,8 milhões, apesar de não estar previsto considerou-se a entrega apenas em julho e dividiu-se novamente essa receita adicional pela metade.

2014: Considerou-se o potencial total que a empresa irá gerar com sua capacidade atual mais a capacidade total a ser gerada com os parques eólicos contratados no LER 2009 e LER 2010. Isso representa uma capacidade de geração total de 497,4 MW de energia e uma receita bruta estimada em 289,8 milhões

Em relação às deduções sobre a receita bruta, conforme o estudo das contas históricas, o comportamento do setor e as informações específicas sobre a empresa utilizaram-se critérios diferentes para cada uma das deduções e estão especificadas na tabela abaixo:

Deduções sobre a Receita Bruta e Critérios de Projeção do DRE	Fator
(-)Impostos e contribuições sobre a receita [média dos últimos anos sobre a receita bruta]	-3,69%
(-)Depreciação e Amortização [média dos últimos anos sobre a receita bruta]	-17,1%
(-)Custo de Operação [R\$ por MW gerado]	-86,53
(-)Encargos de uso do sistema de distribuição [R\$ por MW gerado]	-29,16
(-)Despesas Gerais e Administrativas [média dos 2 últimos anos sobre o resultado bruto]	-43,6%
(-)Depreciações e Amortizações [média dos 2 últimos anos sobre o resultado bruto]	-0,7%
(-)Outras Despesas Operacionais [último ano sobre o resultado bruto]	-2,0%
(-) Despesas Tributárias [média dos 2 últimos anos sobre o resultado bruto]	-0,03%
(+)Receitas Financeiras [média dos 2 últimos anos sobre o resultado bruto]	20%
(-)Despesas Financeiras [último ano sobre o resultado bruto]	-50,1%
(-)Imposto de Renda e Contribuição sobre o lucro [média dos 2 últimos anos sobre o resultado bruto]	-7,5%

Diante destas premissas e os critérios utilizados nas deduções, temos a projeção do Demonstrativo de Resultados:

	Projetado			
	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
RECBTA LIQUIDA	38.628	122.828	248.428	289.828
(+) Suprimento de energia elétrica	38.628	122.828	248.428	289.828
(-) Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-12.871	-64.354	-109.223	-117.835
(-)Impostos e contribuições sobre a receita	-1.426	-4.535	-9.172	-10.700
(-)Depreciação e Amortização	-6.609	-21.015	-42.505	-49.588
(-)Custo de Operação	-3.617	-29.023	-43.041	-43.041
(-)Encargos de uso do sistema de distribuição	-1.219	-9.781	-14.506	-14.506
(=) RESULTADO BRUTO	25.757	58.474	139.205	171.993
(-)Despesas/Receitas Operacionais	-14.880	-27.064	-64.429	-79.605
(-)Despesas Gerais e Administrativas	-14.176	-25.474	-60.645	-74.929
(-)Outras Despesas Operacionais	-704	-1.590	-3.785	-4.676
(-)Depreciações e Amortizações	-204	-400	-953	-1.177
(-)Outras Despesas Operacionais	-500	-1.170	-2.786	-3.442
(-) Despesas Tributárias	-8	-19	-46	-57
(=) RESULTADO OPERACIONAL	10.877	31.410	74.776	92.389
Resultado Financeiro	-7.695	-17.469	-41.588	-51.384
(+)Receitas Financeiras	5.215	11.839	28.184	34.823
(-)Despesas Financeiras	-12.910	-29.309	-69.773	-86.207
(=) RESULTADO ANTES DO IR E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	3.182	13.941	33.188	41.005
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-1.927	-4.374	-10.412	-12.864
(=) Resultado Líquido das Operações Continuadas	1.255	9.567	22.776	28.140
(=) RESULTADO LIQUIDO	1.255	9.567	22.776	28.140

11.2. Projeção do Balanço Patrimonial

Na projeção do balanço patrimonial cada uma de suas contas foi analisada de maneira distinta utilizando-se o critério mais adequado possível para a particularidade de cada uma. Com esses critérios distintos calculou-se o incremento que cada uma das contas terá em cada um dos anos projetados que estão resumidos na tabela abaixo:

Contas do Balanço	Incremento Adicional Projetado					
	ATIVO	RS/ Receita	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Caixa e Equivalentes						
[Média do Valor da conta/Receita dos 3 anos anteriores]	0,705	129.767	124.558	106.545	67.863	
Contas a Receber						
[Média do Valor da conta/Receita dos 3 anos anteriores]	0,153	275	12.900	19.243	6.343	
Estoques						
[Média do Valor da conta/Receita dos 2 anos anteriores]	0,002	3	134	199	66	
Tributos a recuperar						
[Valor/Receita a ser gerada nos 2 anos seguinte]	0,009	1.189	392	Média 3 anos	Média 3 anos	
Despesas Antecipadas						
[Valor/Receita adicional a ser gerada no ano seguinte]	1,429	121.706	179.429	59.143	60.950	
Outros Ativos Circulantes						
[Média do Valor da conta/Receita dos 3 anos anteriores]	0,031	56	2.599	3.877	1.278	
Aplicações Financeiras Avaliadas a Valor Justo						
[Média do Valor da conta/Receita dos 3 anos anteriores]	0,001	2	83	124	41	
Créditos com partes relacionadas						
[Valor/Receita adicional a ser gerada nos 2 anos seguinte]	0,001	185	61	Média 3 anos	Média 3 anos	
Outros Ativos não Circulantes						
[Média do Valor da conta/Receita dos 3 anos anteriores]	0,031	56	2.599	3.877	1.278	
Investimentos						
[Média do Valor da conta/Receita dos 3 anos anteriores]	0,003	5	232	347	114	
Imobilizado						
[Variação anual média / Receita média de 2008 e 2009]	0,788	23.878	66.309	194.844	23.878	
PASSIVO						
Obrigações Sociais e Trabalhistas						
[Variação do Valor/Receita adicional a ser gerada nos 2 anos seguintes]	0,002	301	99	0	0	
Fornecedores						
[Variação do Valor/Receita adicional a ser gerada nos 2 anos seguintes]	0,073	9.147	3.015	Média 5 anos	Média 5 anos	
Obrigações Fiscais						
[último ano R\$/Receita gerada, devido a abertura de capital]	0,034	62	2.887	4.307	1.420	
Empréstimos e Financiamentos Curto Prazo						
[Média do Valor/Receita dos últimos 3 anos e informações da empresa]	1,138	152.900	100.734	6.032	6.374	
Outras contas a pagar						
[Média do Valor/Receita dos últimos 3 anos]	0,008	14	674	1.005	331	
Encargos sobre empréstimos						
[Média Valor/Receita dos últimos 2 anos]	0,096	172	8.052	12.011	3.959	
Empréstimos e Financiamentos Longo prazo						
[conforme informações divulgadas pela empresa e estimativa de financiamentos dos projetos LER 2009 e LER 2010]	não se aplica	111.100	186.946	181.646	116.135	
Capital Social						
[Variação do Valor/Receita *100]	0,818	1.470	68.850	102.702	33.852	
Lucros/Prejuízos Acumulados						
[Variação do Valor/Receita dos 2 últimos anos]	0,833	1.498	70.151	104.643	34.492	
	Receita Adicional	1.798	84.200	125.600	41.400	

A partir do incremento das contas calculados pelos critérios acima foi feita a projeção do Balanço Patrimonial:

Descrição	Projetado			
	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
ATIVO TOTAL	576.143	712.778	797.446	793.461
ATIVO CIRCULANTE	266.040	333.390	218.969	189.673
FINANCEIRO	129.767	124.558	106.545	67.863
Caixa e Equivalentes de Caixa	129.767	124.558	106.545	67.863
OPERACIONAL	136.273	208.831	112.424	121.810
Contas a Receber	4.193	17.094	36.336	42.679
Estoques	62	195	395	460
Tributos a Recuperar	1.189	392	952	844
Despesas Antecipadas	121.706	179.429	59.143	60.950
Outros Ativos Circulantes	9.123	11.722	15.599	16.877
ATIVO NÃO CIRCULANTE	310.103	379.388	578.477	603.788
ATIVO REALIZAVEL A LONGO PRAZO	12.450	15.193	19.092	20.411
Aplicações Financeiras Avaliadas a Valor Justo	27	110	234	274
Créditos com Partes Relacionadas	349	410	308	308
Outros Ativos Não Circulantes	12.075	14.674	18.551	19.829
PERMANENTE	297.653	364.195	559.386	583.378
Investimentos	75	307	654	768
Imobilizado	297.578	363.887	558.731	582.609
PASSIVO TOTAL	576.143	712.778	797.446	793.461
PASSIVO CIRCULANTE	173.490	130.214	34.836	38.017
OPERACIONAL	19.525	25.527	20.544	21.963
Obrigações Sociais e Trabalhistas	953	1.052	1.052	1.052
Fornecedores	17.247	20.262	10.972	10.972
Obrigações Fiscais	1.325	4.212	8.519	9.939
FINANCEIRO	153.966	104.688	14.293	16.054
Empréstimos e Financiamentos	152.900	100.734	6.032	6.374
Outras Obrigações	1.066	3.953	8.260	9.680
Outras Contas a Pagar	164	838	1.843	2.174
Encargos sobre empréstimos	1.026	9.078	21.089	25.049
PASSIVO NÃO CIRCULANTE	111.100	186.946	181.646	116.135
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO	111.100	186.946	181.646	116.135
Empréstimos e Financiamentos	111.100	186.946	181.646	116.135
TOTAL CAPITAL DE TERCEIROS	284.590	317.161	216.483	154.153
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	291.552	395.618	580.963	639.308
Capital Social Realizado	314.299	383.149	485.851	519.703
Lucros/Prejuízos Acumulados	-22.747	12.469	95.112	119.605

A partir do Balanço pode-se fazer uma estimativa da análise do capital de giro projetado:

		Projetado			
		2010	2011	2012	2013
Capital de Giro (CDG)	128.205	92.549	203.176	184.132	151.655
Necessidade de Capital de Giro (NCG)	116.976	116.748	183.305	91.881	99.846
Saldo de Tesouraria (T)	11.229	-24.199	19.871	92.252	51.809

12. ANÁLISE DO VALOR

Para a análise de valor da Renova Energia S.A. foi utilizado o método do Fluxo de Caixa Descontado. Primeiramente foi projetado o fluxo de caixa livre para a empresa conforme as projeções do Demonstrativo de Resultados do Exercício, Balanço Patrimonial e análise do Capital de Giro.

Fluxo de Caixa Livre para Empresa (FCFF)	Atual	Projetado			
	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Receita com Suprimento de Energia Elétrica	36.830	38.628	122.828	248.428	289.828
(-) Custo de Serviços Vendidos	-11.847	-12.871	-64.354	-109.223	-117.835
(-) Despesas Operacionais	-14.880	-14.880	-27.064	-64.429	-79.605
(+/-) Receitas - Despesas Financeiras	-6.893	-7.695	-17.469	-41.588	-51.384
(=) Lucro Antes de Juros e Impostos	3.210	3.182	13.941	33.188	41.005
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social	-1.712	-1.927	-4.374	-10.412	-12.864
(=) Lucro após Impostos e Contribuição Social	1.498	1.255	9.567	22.776	28.140
(+) Depreciação	5.871	6.813	21.415	43.458	50.765
(-) Investimento em Ativo Permanente (Capex)	-46.506	-23.883	-66.542	-195.191	-23.992
(-) Investimento em Capital de Giro	-96.611	35.656	-110.627	19.044	32.477
(=) FCFF - Fluxo de Caixa Livre para a empresa	-135.748	19.841	-146.186	-109.914	87.391

Para o cálculo da taxa de desconto foi utilizado o Custo Médio Ponderado de Capital utilizando-se os dados históricos da empresa e algumas informações coletadas no software Economática. Para a estimativa do custo de capital próprio utilizou o método CAPM:

Custo de Capital Próprio	
$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf) + \alpha BR$	11,82%
Rf - Ativo Livre de Risco (t-bonds USA)	6,80
Rm - Retorno Esperado (retorno histórico do Ibovespa)	13,5
Risco País (αBR)	1,7
β - Beta - Alavancado (Média entre empresa e setor)	0,495
β - Beta da Empresa em 2010	0,70
β - Beta do Setor: Média dos últimos 5 anos	0,29
2006	0,40
2007	0,40
2008	0,42
2009	0,16
2010	0,07

Para a estimativa do custo de capital próprio utilizou-se os dados históricos da companhia e dados setoriais do software Economatica:

Custo do Capital de Terceiros (CAPM)		
Kd -Média entre a média do setor e a média da empresa nos últimos 3 anos	7,52%	
<i>Média dos anos</i>	10,33	4,70
2008	12,10	7,40
2009	10,10	4,10
2010	8,80	2,60

A estrutura de capital da Renova foi calculada conforme os critérios abaixo:

Estrutura de Capital	
Proporção de Capital próprio (E) média dos 2 últimos anos mais 4 anos projetados	0,63
Proporção de Capital de terceiros (D) média dos 2 últimos anos mais 4 anos projetados	0,37

Com estas três etapas calculadas pode-se estimar o custo médio ponderado de capital:

Custo Médio Ponderado de Capital (WACC): $[(K_e \times E) + (K_d \times D)]$	10,21%
----------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------

O cálculo do valor foi realizado em três etapas distintas. No primeiro estágio foi utilizado o fluxo de caixa livre para empresa projetado; No segundo estágio considerou-se um crescimento de fluxos igual ao crescimento anual médio de cada um dos anos projetados de 2010 até 2014, chegando-se a uma taxa de crescimento de 32,88 % ao ano que utilizada para os próximos 5 anos de 2015 à 2019.

Esta taxa de crescimento é factível considerando as projeções do Plano de Expansão de Energia 2019 do Ministério de Minas e Energia e da Empresa de Pesquisa Energética e o portfólio de projetos da Renova com projetos em estágios avançados para concorrer nos Leilões previstos;

O Terceiro estágio é a perpetuidade e para uma estimativa conservadora não foi considerado crescimento nos fluxos. A partir disso temos a projeção dos fluxos nas três etapas consideradas:

Valores Projetados		
	Atual	-135.748
1º Estágio	2011	18.004
	2012	-132.650
	2013	-99.736
	2014	79.298
2º Estágio	2015-2020	963.152
3º Estágio	Perpetuidade	537.634

Por fim após todas as análises e projeções chegou-se ao valor da empresa. Para a estimativa do preço justo considerou-se todas as ações ordinárias e preferenciais que a empresa possui em 30 de abril de 2011. A oferta pública foi realizada em Units, composta por uma ação ordinária e duas preferenciais, por isso divide-se o numero total de ações por três chegando-se ao preço das units. Abaixo uma tabela resumo do valor da empresa trazido para o presente e o preço justo de negociação conforme as projeções realizadas:

Valor presente da empresa (30 de abril de 2011)	1.444.336.187
Ordinarias Nominais	93.518.118
Preferenciais Nominais	48.700.635
Tota de ações e Divisão por Units	47.406.251
Preço Justo (R\$)	30,47

13. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Analisar uma empresa com uma proposta de negócio diferenciada das demais empresas do seu setor é um grande desafio. A Renova Energia S.A. passou por anos de reestruturação até chegar a sua estrutura atual e teve que se adequar a níveis de governança corporativa exigentes para ter suas ações negociadas no mercado de capitais brasileiro.

A geração de energia por meios de fontes alternativas e renováveis é uma necessidade da sociedade atual, isso se reflete no aumento dos investimentos nesse setor ao redor de todo o mundo. Para acompanhar essa demanda insipiente, a Renova aproveitou o seu know how em pequenas centrais hidroelétricas, para a concepção de projetos de geração de energia eólica que ainda são uma pequena parte da matriz energética do país.

A empresa possui pouca capacidade de geração em operação, porém os seus potenciais projetos em estágios avançados de sua concepção mostram uma capacidade de crescimento muito grande para os próximos anos. Com isso garantiu uma primeira etapa deste crescimento sendo uma das maiores vencedoras nos leilões de reserva de energia do Ministério de Minas e Energia nos anos de 2009 e 2010 em sua área de atuação e tem projetos suficientes para os próximos que irão surgir devido a meta de expansão de oferta de energia do governo do país.

A análise fundamentalista tem uma abordagem abrangente, analisando a maioria dos aspectos fundamentais para se conhecer a real situação econômico-financeira de uma empresa. Porém, para esta análise ser mais precisa possível, deve-se analisar todas as informações em conjunto e com critérios rigorosos e eficazes para que as projeções, que servirão para determinar valor da empresa trazido para o presente, sejam coerentes e condizentes com a realidade. Para este trabalho foram utilizadas informações de importantes organizações, órgãos públicos e a maioria das informações disponíveis para o mercado sobre a empresa e um conjunto de conceitos e ideias de diversos autores,

consagrados em suas áreas, para se estabelecer os critérios de análise que foram utilizados em todas as etapas das análises realizadas.

Na análise macroeconômica e setorial apresentada pode-se constatar que os planos de crescimento da Renova são factíveis e o portfólio de projetos da empresa tem potencial para acompanhar essa demanda. Com a análise retrospectiva da companhia pode-se observar uma grande evolução positiva nos seus demonstrativos financeiros por meio de análises horizontal e vertical, análise de índices econômicos financeiros e análise do seu capital de giro.

As projeções dos demonstrativos feitas para a empresa, mesmo conservadoras, foram suficientes para se constatar que a empresa pode se tornar um grande player no seu mercado de atuação em um horizonte de longo prazo. O valor da empresa trazido ao valor presente foi interessante pois remeteu à um preço alvo muito próximo ao preço que as suas ações estão sendo negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

Fazer previsões sobre o futuro de uma companhia é uma tarefa muito difícil e exige um esforço muito grande por parte de quem analisa para que estas tenham uma precisão e uma probabilidade de acerto em um nível de confiança aceitável. Levando em consideração todos os aspectos de risco relacionados a geopolítica mundial atual, a economia mundial e do país, o investimento em empresas em estágios iniciais de maturação e os riscos de mercado a que estão sujeitos todas as empresas que negociam ações no mercado de capitais, os papéis da Renova Energia S.A. podem trazer bons retornos para os seus acionistas no longo prazo.

14. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços**: Um Enfoque Econômico-Financeiro. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- ALMEIDA, Fernando. **O bom negócio da sustentabilidade**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2002.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas *Valuation***. 3a ed. São Paulo: Makron Books, 2002.
- DAMODARAN, Aswath, **A avaliação de Investimentos: Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 17ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.
- LUQUET, Mara; ROCCO, Nelson. **Guia Valor Econômico para investimentos em ações**. São Paulo: Editora Globo, 2005.
- MARTINS, Eliseu, **Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica**. FIECAFI. São Paulo. Atlas, 2001.
- MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços – Abordagem Básica e Gerencial**. 6º e 7ª Ed. São Paulo: Editora Atlas, 2008 e 2010.
- MATIAS, Alberto Borges, **Análise Financeira Fundamentalista de Empresas**. São Paulo. Atlas. 2009.
- PEREZ, M.M., FAMÁ, R. (2003). “Avaliação de Empresas e Apuração de Haveres em Processos Judiciais”. *In*: **SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO FEA/USP – SEMEAD**. VI Anais, São Paulo.
- PINHEIRO, Juliano. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas**. 4ª edição. São Paulo: Editora Atlas, 2009.
- PÓVOA, Alexandre, **Valuation: Como Precificar Ações**. 2ª edição. São Paulo: Editora Globo, 2007.

- SECURATO, J. R. **Crédito: análise e avaliação do risco**. São Paulo: Saint Paul, 2002.

Endereços Eletrônicos acessados em março, abril, maio e junho de 2011:

- ANEEL - **Agência Nacional de Energia Elétrica**: <http://www.aneel.gov.br>
- BACEN - **Banco Central do Brasil**: <http://www.bcb.gov.br/>
- BM&FBovespa- **Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros**:
<http://www.bmfbovespa.com.br>
- BNDES – **Banco Nacional do Desenvolvimento**: <http://www.bndes.gov.br>
- CVM – **Comissão de Valores Mobiliários**: <http://www.cvm.gov.br>
- EPE – **Empresa de Pesquisa Energética**: <http://www.epe.gov.br/Paginas/Default.aspx>
- IBGC - **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**: <http://www.ibgc.org.br/>
- IBGE – **Instituto Brasileiro de geografia e estatística**: <http://www.ibge.gov.br/home/>
- IPEA - **Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas**: <http://www.ipea.gov.br/portal/>
- FMI - **Fundo Monetário Internacional**: <http://www.imf.org/external/index.htm>
- MME – **Ministério de Minas e energia**: <http://www.mme.gov.br/mme>
- **The Pew Charitable Trusts**: <http://www.pewtrusts.org>

ANEXOS:

1. Balanço Patrimonial Consolidado Original:

Conta	Descrição	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
1	Ativo Total	431.538	287.434	240.363
1.01	Ativo Circulante	145.560	47.028	12.316
1.01.01	Caixa e Equivalentes de Caixa	18.569	41.475	6.811
1.01.03	Contas a Receber	3.918	3.903	3.862
1.01.03.01	Clientes	3.918	3.903	3.862
1.01.04	Estoques	59	55	0
1.01.04.01	Cauções e Depósitos Vinculados	59	55	0
1.01.06	Tributos a Recuperar	1.274	477	620
1.01.07	Despesas Antecipadas	120.673	387	340
1.01.07.01	Crédito com Fornecedores	120.097	0	0
1.01.07.02	Pagamentos Antecipados	576	387	340
1.01.08	Outros Ativos Circulantes	1.067	731	683
1.01.08.03	Outros	1.067	731	683
1.01.08.03.01	Outros Créditos	1.067	731	683
1.02	Ativo Não Circulante	285.978	240.406	228.047
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	12.208	13.142	10.870
1.02.01.01	Aplicações Financeiras Avaliadas a Valor Justo	25	25	25
1.02.01.01.01	Títulos para Negociação	25	25	25
1.02.01.08	Créditos com Partes Relacionadas	164	40	0
1.02.01.08.03	Créditos com Controladores	164	40	0
1.02.01.09	Outros Ativos Não Circulantes	12.019	13.077	10.845
1.02.01.09.03	Cauções e Depósitos Vinculados	12.019	13.077	10.845
1.02.01.09.04	Ágio	119.272	0	0
1.02.01.09.05	(-) Provisão do ágio no momento da incorporação	-119.272	0	0
1.02.02	Investimentos	70	70	70
1.02.02.02	Propriedades para Investimento	70	70	70
1.02.02.02.01	Outros Investimentos	70	70	70
1.02.03	Imobilizado	273.700	227.194	217.107
1.02.03.01	Imobilizado em Operação	196.310	202.433	205.597
1.02.03.03	Imobilizado em Andamento	77.390	24.761	11.510
2	Passivo Total	431.538	287.434	240.363
2.01	Passivo Circulante	17.355	15.434	12.847
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	652	478	543
2.01.01.02	Obrigações Trabalhistas	652	478	543

2.01.02	Fornecedores	8.100	1.968	7.283
2.01.02.01	Fornecedores Nacionais	8.100	1.968	7.283
2.01.03	Obrigações Fiscais	1.263	620	911
2.01.03.01	Obrigações Fiscais Federais	1.263	620	911
2.01.04	Empréstimos e Financiamentos	6.336	5.964	4.027
2.01.04.01	Empréstimos e Financiamentos	6.336	5.964	4.027
2.01.04.01.01	Em Moeda Nacional	6.336	5.964	4.027
2.01.05	Outras Obrigações	1.004	6.404	83
2.01.05.02	Outros	1.004	6.404	83
2.01.05.02.04	Outras Contas a Pagar	150	516	83
2.01.05.02.05	Encargos sobre empréstimos	854	5.888	0
2.02	Passivo Não Circulante	125.599	131.935	219.425
2.02.01	Empréstimos e Financiamentos	125.599	131.935	219.425
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	125.599	131.935	141.206
2.02.01.01.01	Em Moeda Nacional	125.599	131.935	141.206
2.02.01.02	Debêntures	0	0	78.219
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	288.584	140.065	8.091
2.03.01	Capital Social Realizado	312.829	165.808	34.343
2.03.01.01	Capital social	326.515	46.536	34.343
2.03.01.02	Gasto na emissão de ações	-13.686	0	0
2.03.01.03	Reserva de Capital	0	119.272	0
2.03.05	Lucros/Prejuízos Acumulados	-24.245	-25.743	-26.252

2. Demonstração do Resultado do Exercício original consolidado

Conta	Descrição	01/01/2010	01/01/2009	01/01/2008
		à	à	à
		31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
3.01	Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	36.830	35.032	15.970
3.01.01	Suprimento de energia elétrica	36.830	35.032	15.970
3.02	Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-11.847	-10.775	-6.304
3.02.01	Impostos e contribuições sobre a receita	-1.344	-1.279	-603
3.02.02	Depreciação e Amortização	-5.667	-4.909	-3.502
3.02.03	Custo de Operação	-3.617	-2.982	-1.572
3.02.04	Encargos de uso do sistema de distribuição	-1.219	-1.605	-627
3.03	Resultado Bruto	24.983	24.257	9.666
3.04	Despesas/Receitas Operacionais	-14.880	-7.520	-13.039
3.04.02	Despesas Gerais e Administrativas	-14.176	-7.371	-12.902

3.04.04	Outras Receitas Operacionais	0	1	0
3.04.05	Outras Despesas Operacionais	-704	-150	-137
3.04.05.01	Depreciações e Amortizações	-204	-134	-73
3.04.05.02	Outras Despesas Operacionais	-500	0	0
3.04.05.03	Despesas Tributárias	0	-16	-64
3.05	Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	10.103	16.737	-3.373
3.06	Resultado Financeiro	-6.893	-14.746	-20.496
3.06.01	Receitas Financeiras	5.629	4.357	3.616
3.06.02	Despesas Financeiras	-12.522	-19.103	-24.112
3.07	Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	3.210	1.991	-23.869
3.08	Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-1.712	-1.482	-916
3.09	Resultado Líquido das Operações Continuadas	1.498	509	-24.785
3.10	Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	0	0	-78
3.10.01	Lucro/Prejuízo Líquido das Operações Descontinuadas	0	0	-78
3.10.01.01	Outras receitas	0	0	18
3.10.01.02	Outras despesas	0	0	-96
3.11	Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	1.498	509	-24.863
3.11.01	Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	1.498	509	-24.863