

**EDUARDO DA CUSTÓDIA BACHUR
RAFAEL MORAIS BRAGA ALVES**

Análise Fundamentalista da TAESA
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A.

**PROJETO DE GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO
APRESENTADO AO DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA INDUSTRIAL
DA PUC-RIO, COMO PARTE DOS REQUISITOS PARA OBTENÇÃO
DO TÍTULO DE ENGENHEIRO DE PRODUÇÃO**

Orientador: Renato de Viveiros Lima

Departamento de Engenharia Industrial
Rio de Janeiro, 24 de novembro de 2025.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradecemos a Deus, pela força, proteção e sabedoria concedidas em cada etapa desta jornada. Sem Sua presença, inspiração e acolhimento, não seria possível chegar até aqui com perseverança e serenidade.

Expressamos também nossa sincera gratidão ao nosso orientador, Renato Lima, cuja condução exemplar foi essencial para o desenvolvimento deste trabalho. Sua disponibilidade constante, incentivo, motivação e direcionamento preciso, além de suas contribuições inestimáveis, foram fundamentais para alcançarmos este resultado.

À Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro e a todo o seu corpo docente, registramos nosso profundo agradecimento pela excelência do ensino e pela formação de qualidade que recebemos ao longo de nossa trajetória acadêmica.

Estendemos nossos agradecimentos ao Fábio Fernandes, que generosamente compartilhou seu tempo e experiência, acompanhando-nos desde os primeiros passos deste projeto e contribuindo de maneira significativa para o seu amadurecimento.

Agradecemos, com especial carinho, às nossas famílias, que sempre nos apoiaram e incentivaram tanto na vida acadêmica quanto na pessoal. Em particular, aos nossos pais - Paulo Roberto, Simone, Samuel e Monique - que dedicaram esforços incansáveis à nossa educação. O amor, a inspiração e o exemplo que recebemos de vocês nos impulsionam a perseguir os sonhos mais ambiciosos e a enfrentar os desafios que se apresentam.

Por fim, mas de forma alguma menos importante, expressamos nossa gratidão às nossas companheiras, Victória e Luiza. Obrigado pelo amor, amizade, compreensão, paciência e cuidado, especialmente durante este período tão exigente. A presença de vocês torna esta conquista mais leve, significativa e feliz.

Eduardo e Rafael

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo calcular o valor justo das ações da Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. (TAESA), utilizando o método de fluxo de caixa descontado (FCD). A análise é baseada nos dados financeiros históricos da empresa e em projeções de desempenho futuro que consideram fatores macroeconômicos e setoriais. O estudo aplica um modelo de Custo Médio Ponderado de Capital (*WACC*) de 11,45% para determinar a taxa de desconto. A metodologia se destaca por adotar um período de projeção explícito de 31 anos (2025-2055), refletindo o longo prazo dos contratos de concessão, seguido pelo cálculo de um Valor Terminal na perpetuidade com taxa de crescimento (“*g*”) de 3,50%. As premissas de reinvestimento (*CAPEX*) e capital de giro foram modeladas anualmente. A TAESA foi selecionada para este estudo devido ao seu papel estratégico no setor de transmissão de energia no Brasil, sendo o segmento caracterizado pela alta previsibilidade de receitas (RAP) e pela estabilidade. O histórico de distribuição de dividendos da companhia e a sua relevância para a viabilização da transição energética no país justificam a necessidade de uma avaliação detalhada do seu valor. Os resultados do modelo indicam um Valor da Firma (*Enterprise Value*) entre R\$22,31 bilhões e R\$23,15 bilhões. Após a dedução da Dívida Líquida, o Valor Patrimonial resultante situou-se entre R\$12,96 bilhões e R\$13,80 bilhões. Com base no número total de ações (1.033.496.721) e na composição da Unit, o valor justo apurado situa-se na faixa entre R\$37,63 e R\$40,06 por *Unit* TAEE11. A conclusão do trabalho compara este valor intrínseco com a cotação de mercado, fornecendo *insights* sobre se a empresa está potencialmente subvalorizada ou sobrevalorizada.

Palavras-chave: *Valuation*; Fluxo de Caixa Descontado; *WACC*; TAESA; Setor Elétrico.

ABSTRACT

The present study aims to calculate the fair value of the shares of Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. (TAESA), using the free cash flow to the firm (FCFF) discounted cash flow (DCF) method. The analysis is based on the company's historical financial data and on future performance projections that consider macroeconomic and sectoral factors. The study applies a Weighted Average Cost of Capital (WACC) model of 11.45% to determine the discount rate. The methodology stands out by adopting a 31-year explicit projection period (2025-2055), reflecting the long-term nature of the concession contracts, followed by the calculation of a Terminal Value in perpetuity with a growth rate ("g") of 3.50%. Reinvestment (CAPEX) and working capital assumptions were modeled annually. TAESA was selected for this study due to its strategic role in the Brazilian power transmission sector, a segment characterized by high revenue predictability (RAP) and stability. The company's history of dividend distribution and its relevance to enabling the energy transition in the country justify the need for a detailed assessment of its value. The model's results indicate an Enterprise Value between R\$ 22.31 billion and R\$ 23.15 billion. After deducting the Net Debt, the resulting Equity Value ranged between R\$ 12.96 billion and R\$ 13.80 billion. Based on the total number of shares (1,033,496,721) and the Unit's composition (3 shares), the calculated fair value ranges between R\$ 37.63 and R\$ 40.06 per Unit (TAEE11). The conclusion compares this intrinsic value with the market quotation, providing insights into whether the company is potentially undervalued or overvalued.

Keywords: Valuation; Discounted Cash Flow; WACC; TAESA; Power Sector.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Organograma do setor elétrico brasileiro.....	13
Figura 2 - Percurso da energia elétrica até o consumidor final.....	14
Figura 3 - Diagrama do Sistema Interligado Nacional - SIN.....	14
Figura 4 - Estrutura societária da TAESA.....	16
Figura 5 - Mapa das operações da TAESA.....	17

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Controle acionário da TAESA.....	17
Tabela 2 - Empreendimentos de grande porte em implantação.....	18
Tabela 3 - Ciclo RAP 2025/2026 - concessões corrigidas por IGP-M (R\$ milhões).....	21
Tabela 4 - Ciclo RAP 2025/2026 - concessões corrigidas por IPCA (R\$ milhões).....	21
Tabela 5 - Projeção dos índices inflacionários.....	22
Tabela 6 - Receita operacional bruta - real (R\$ milhares).....	22
Tabela 7 - Receita operacional bruta - projetado (R\$ milhares).....	23
Tabela 8 - Deduções sobre a receita operacional bruta – real (R\$ milhares).....	23
Tabela 9 - Receita operacional líquida - projeção (R\$ milhares).....	24
Tabela 10 - Custos e despesas - real (R\$ milhares).....	25
Tabela 11 - Resultado operacional antes do resultado financeiro - real (R\$ milhares).....	25
Tabela 12 - Resultado operacional antes do resultado financeiro - projetado (R\$ milhares)...	25
Tabela 13 - Resultados ETAU - real (R\$ milhares).....	26
Tabela 14 - Resultados ETAU - projetado (R\$ milhares).....	26
Tabela 15 - Resultados TBE - real (R\$ milhares).....	27
Tabela 16 - Resultados TBE - projetado (R\$ milhares).....	27
Tabela 17 - Resultados Aimorés - real (R\$ milhares).....	27
Tabela 18 - Resultados Aimorés - projetado (R\$ milhares).....	27
Tabela 19 - Resultados Paraguaçu - real (R\$ milhares).....	28
Tabela 20 - Resultados Paraguaçu - projetado (R\$ milhares).....	28
Tabela 21 - Resultados Ivaí - real (R\$ milhares).....	28
Tabela 22 - Resultados Ivaí - projetado (R\$ milhares).....	28
Tabela 23 - Dívida bruta (R\$ milhões).....	29
Tabela 24 - Dívida detalhada.....	31
Tabela 25 - <i>CAPEX</i> projetado (R\$ milhares).....	32
Tabela 26 - IR e CSLL - real (R\$ milhares).....	33
Tabela 27 - Capital de giro - real (R\$ milhares).....	33
Tabela 28 - Capital de giro sobre a receita operacional líquida (%).....	34
Tabela 29 - Variação do capital.....	34
Tabela 30 - Fluxo de caixa livre da firma (<i>FCFF</i>).....	36
Tabela 31 - Valor terminal.....	36
Tabela 32 - Valor presente dos fluxos de caixa.....	36
Tabela 33 - Valor justo TAE11.....	37

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Produto Internos Bruto brasileiro (R\$ milhões).....	10
Gráfico 2 - Capacidade instalada de geração de energia elétrica (MW).....	11
Gráfico 3 - Estrutura de capital (R\$ milhares).....	29
Gráfico 4 - Perfil da dívida.....	30
Gráfico 5 - Curva de <i>CAPEX</i> esperada (R\$ bilhões).....	32
Gráfico 6 - Comparativo BOVA11, TAE11 e faixa de valor justo.....	38
Gráfico 7 - Sentimento dos Gestores em relação ao Ibovespa.....	38

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	1
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	2
2.1 <i>Valuation</i>	2
2.2 <i>EBITDA</i>	2
2.3 <i>EBIT</i>	3
2.4 Custo De Capital Próprio (ke).....	4
2.5 Custo Da Dívida (kd).....	4
2.6 Custo Médio Ponderado De Capital (<i>WACC</i>).....	4
2.7 Fluxo De Caixa Livre Para A Firma.....	5
2.8 Valor Terminal.....	6
2.9 Fluxo De Caixa Descontado.....	7
3 METODOLOGIA.....	8
3.1 Projeção De Receitas No Contexto Regulatório.....	8
3.2 Base De Dados E Premissas Utilizadas.....	9
4 ANÁLISE DO SETOR E DA EMPRESA.....	10
4.1 O Desenvolvimento Do Setor Elétrico Brasileiro.....	10
4.2 Órgãos Reguladores.....	12
4.3 O Segmento De Transmissão.....	13
4.4 A TAESA.....	16
5 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	20
5.1 Receita Anual Permitida.....	20
5.2 Receita Operacional Bruta.....	22
5.3 Receita Operacional Líquida.....	23
5.4 Receita Operacional Antes Do Resultado Financeiro.....	24
5.5 Projeções Das Participadas.....	26
5.6 Estrutura De Capital.....	28
5.7 Investimentos em <i>CAPEX</i>	31
5.8 Imposto De Renda, Contribuição Social Sobre Lucro Líquido E Dividendos.....	32
5.9 Variação Do Capital De Giro.....	33
5.10 Cálculo Do Ke E <i>WACC</i>	34
5.11 Fluxo De Caixa Livre Da Firma E Valor Terminal.....	35
5.12 Valor Da Empresa, Patrimonial E Preço Justo Da Ação.....	36
5.13 Análise Do Mercado.....	37
6 CONCLUSÃO.....	40
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	42

1 INTRODUÇÃO

A matriz elétrica brasileira passará, ao longo da próxima década, por um processo de transformação estrutural, impulsionado pelas novas fontes renováveis. Essa mudança na composição dos polos geradores nacionais está evidente no Plano Decenal de Expansão de Energia, elaborado pela Empresa de Pesquisa Energética (EPE), que projeta uma redução da participação da fonte hidráulica, de 56% para 47%, e a expansão das fontes solar e eólica, que representarão 30% em 2034 (EPE, 2025a).

Outrossim, informações da EPE sobre consumo de energia elétrica revelam uma trajetória consistente de aumento ao longo dos últimos anos. Em janeiro de 2020, o consumo registrado foi de 41.330 GWh, já em janeiro de 2025, alcançou 47.154 GWh, representando uma expansão acumulada de 14%. Esses números evidenciam o avanço da demanda por energia, reforçando o papel da infraestrutura energética como pilar para o desenvolvimento nacional (EPE, 2025b).

Nesta perspectiva, a expansão da transmissão de energia será fundamental para viabilizar a transição energética, acomodar a crescente participação de fontes intermitentes, integrar novos projetos de geração, fortalecer a confiabilidade do Sistema Interligado Nacional e garantir o abastecimento dos consumidores.

Este trabalho se concentra na construção de um modelo de *Valuation* para a TAESA, uma das principais transmissoras de energia elétrica do país. Essa iniciativa visa aprofundar o entendimento sobre esse setor estratégico da economia, essencial para o crescimento e o desenvolvimento nacional. Modelos de *Valuation* são ferramentas cruciais para a tomada de decisões estratégicas e de investimento, auxiliando na alocação de capital eficiente e ao estimar o valor justo dos ativos da empresa.

O trabalho segue nas seguintes seções: o capítulo 2 apresenta o referencial teórico, uma revisão da literatura relacionada ao tema da pesquisa. A metodologia utilizada na pesquisa, assim como a descrição do processo genérico de *valuation*, estarão presentes no capítulo 3. Em seguida, o capítulo 4 contextualiza o setor elétrico brasileiro, o segmento de transmissão e apresenta a companhia. O capítulo 5 abordará os resultados e discussões, com uma comparação do valor intrínseco com o valor de mercado. Por fim, será feita uma breve conclusão, no capítulo 6, e são apresentadas as referências bibliográficas utilizadas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 *Valuation*

Valuation é o processo de estimar o valor justo de um ativo, seja ele uma empresa, projeto, bem financeiro ou imóvel. Ou seja, o objetivo do *valuation* é alcançar uma estimativa mais próxima da realidade possível que reflita o valor do ativo, considerando métodos e técnicas de avaliação adequados, perspectivas futuras de geração de valor, os riscos envolvidos e as condições do mercado (TRUNK; STUBELJ, 2013). Os motivos mais frequentes para a avaliação de empresas são compra ou venda do capital próprio ou da quota de propriedade da empresa, aquisições, a retirada e pagamento de um acionista, fusões, compra da administração, auditoria interna dos ativos e da posição financeira da empresa para apoiar a adoção de decisões financeiras estratégicas, entre outros.

Apesar de existirem diversas e numerosas abordagens, métodos e modelos para essa avaliação, há um consenso de que as três abordagens mais utilizadas são com base na renda, em ativos e em comparações de mercado (NENKOV; HRISTOZOV, 2022). A análise fundamentalista está no centro dessas abordagens, especialmente na avaliação pela renda, uma vez que busca entender o valor da empresa por meio da análise de seus fundamentos financeiros e econômicos, como balanços patrimoniais, demonstrações de resultados e projeções de fluxo de caixa, além da análise do ambiente macroeconômico em que a empresa está inserida.

No entanto, a avaliação de empresas por investidores e analistas é um desafio sério e quase sempre mais difícil. O principal motivo é que o valor buscado no processo de avaliação é oculto e invisível. Justamente pela falta de uma forma confiável para seu cálculo direto, é necessário determiná-lo indiretamente no mercado por meio dos preços dos ativos (NENKOV; HRISTOZOV, 2022).

2.2 *EBITDA*

O *EBITDA*, sigla em inglês para "*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*", ou LAJIDA (Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) em português, é uma medida de lucratividade operacional. Ele busca

representar o lucro das operações principais da empresa, antes do efeito de decisões de financiamento (juros), impostos, e despesas não-caixa (depreciação e amortização).

Embora seja amplamente utilizado no mercado como uma aproximação (*proxy*) da geração de caixa operacional, o *EBITDA* não deve ser confundido com o fluxo de caixa livre. Autores como Damodaran (2012) alertam que o *EBITDA* pode ser uma métrica enganosa, pois ele ignora duas saídas de caixa cruciais: os investimentos em capital de giro e, mais importante, os investimentos em ativos fixos (*CAPEX*, “*Capital Expenditures*”) necessários para manter e expandir as operações. Portanto, neste trabalho, o *EBITDA* é entendido como um indicador de lucratividade operacional, mas não como o fluxo de caixa final.

2.3 *EBIT*

O *EBIT*, sigla em inglês para "*Earnings Before Interest and Taxes*", ou Lucro Operacional, é uma medida contábil que representa o lucro gerado pelas operações principais e contínuas de uma empresa, antes da dedução das despesas financeiras (juros) e dos impostos de renda.

No contexto do *Valuation* pelo Fluxo de Caixa Descontado, o *EBIT* é a métrica-base para o cálculo do lucro operacional após os impostos (*NOPAT*, sigla para "*Net Operating Profit After Taxes*") (KOLLER et al., 2020). Ele é preferível ao Lucro Líquido como ponto de partida, pois não é afetado pela forma como a empresa decide se financiar (ou seja, sua estrutura de capital).

Ao focar no *EBIT*, o analista consegue isolar o desempenho puramente operacional da empresa. As decisões de financiamento (o custo da dívida e seu benefício fiscal) são tratadas separadamente no cálculo da taxa de desconto, o *WACC* (DAMODARAN, 2012). Isso evita a dupla contagem e permite uma análise mais clara de onde o valor está sendo gerado.

2.4 Custo De Capital Próprio (k_e)

O Custo de Capital Próprio é estimado fixando-se a taxa de retorno esperada, e um dos métodos mais utilizados é o *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model* ou Modelo de Precificação de Ativos de Capital). Com base nesse modelo, estima-se o retorno sobre o patrimônio líquido exigido como a soma da taxa de retorno livre de risco e do prêmio de risco de mercado multiplicado pelo fator β (TRUNK; STUBELJ, 2013). A equação 1 mostra o cálculo do *CAPM*:

Equação 1 - *CAPM*

$$k_e = R_f + \beta \cdot [E(R_M) - R_f]$$

Fonte: (ELBANNAN, 2014)

Onde:

k_e : Custo de Capital Próprio (*CAPM*);

R_f : Taxa de retorno livre de risco;

β : Sensibilidade do ativo em relação ao mercado em que está inserido;

$E(R_M)$: Retorno esperado do mercado no qual o ativo está inserido;

$[E(R_M) - R_f]$: Prêmio de Risco de Mercado: É o retorno do mercado no qual o ativo está inserido deduzido da taxa livre de risco.

2.5 Custo Da Dívida (k_d)

O Custo da Dívida é uma medida que reflete o atual custo da empresa de contrair mais dívidas para financiar projetos. Ela é determinada pelas variáveis: taxa livre de risco, risco de insolvência e vantagem tributária associada à dívida. O financiamento por dívida oferece um benefício fiscal conhecido como *tax shield*, pois gera economia de impostos, uma vez que o custo da dívida é dedutível de imposto de renda (DAMODARAN, 2002).

2.6 Custo Médio Ponderado De Capital (*WACC*)

Na avaliação de projetos no método FCD, a taxa de desconto apropriada a ser considerada é o modelo *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*), que pode ser traduzido como Custo Médio Ponderado de Capital. O *WACC* representa a média ponderada do custo dos diferentes recursos que uma empresa utiliza para financiar suas operações e, portanto, dado que os custos de capital diferem de cada fonte financeira, podendo ser capital próprio (ações) ou de capital de terceiros (dívida). A equação 2 mostra formulação para estimar o Custo Médio Ponderado de Capital:

Equação 2 - *WACC*

$$WACC = \frac{E \cdot k_e}{E + D} + \frac{D \cdot k_d \cdot (1-t)}{E + D}$$

Fonte: (CODOZERO RODAS et al., 2018)

Onde:

WACC: Custo médio ponderado de capital;

k_e : Custo de capital próprio, dos acionistas;

k_d : Custo da dívida;

E: Patrimônio líquido;

D: Dívida bruta;

t: Taxa de Imposto de Renda anual (%).

2.7 Fluxo De Caixa Livre Para A Firma

O *FCFF*, sigla em inglês para "*Free Cash Flow to Firm*", ou Fluxo de Caixa Livre para a Firma, é uma métrica central no *valuation*. Ele representa o caixa total gerado pelas operações de uma empresa que está disponível para todos os seus provedores de capital, tanto credores (dívida) quanto acionistas (*equity*) (DAMODARAN, 2012).

O *FCFF* é o fluxo de caixa "antes" de qualquer pagamento de juros da dívida. Por essa razão, ele é a métrica de fluxo de caixa correta a ser usada em um modelo de desconto que utiliza o *WACC* como taxa de desconto (KOLLER et al., 2020).

O cálculo do *FCFF* parte do *NOPAT*, adiciona de volta as despesas não-caixa e subtrai os reinvestimentos necessários para o crescimento: os investimentos em capital fixo e os investimentos em capital de giro. A equação 3 mostra o cálculo do *FCFF*:

Equação 3 - Fluxo de Caixa Livre

$$FCFF = [EBIT \cdot (1 - t)] + D\&A - CAPEX - VCG$$

Fonte: (CODOZERO RODAS et al., 2018)

Onde:

EBIT: Lucro antes de juros e Imposto de Renda;

t: Taxa de Imposto de Renda anual;

$[EBIT \cdot (1 - t)]$: Lucro operacional após os impostos (*NOPAT*);

D&A: Depreciação e amortização;

CAPEX: Investimento em capital;

VCG: Variação da Necessidade de do Capital de Giro

2.8 Valor Terminal

Segundo Damodaran (2002), como não se pode estimar fluxos de caixa para sempre, projetamos um número finito de períodos e, em seguida, calculamos o Valor Terminal que reflete o valor da empresa nesse período e trazemos a valor presente. No entanto, um cuidado necessário é adotar uma taxa de crescimento conservadora, não sendo maior que o crescimento geral da economia, para evitar superestimativas que podem distorcer o *valuation* final. A equação 4 mostra o cálculo do Valor Terminal.

Equação 4 - Valor Terminal

$$VT = \frac{FCFF_n \cdot (1+g)}{(WACC-g)}$$

Fonte: (DAMODARAN, 2002)

Onde:

$FCFF_n$: Fluxo de Caixa Livre para a Firma no último ano do período de projeção, ano n;

g: Taxa de crescimento perpétuo esperada;

WACC: Custo Médio Ponderado de Capital.

2.9 Fluxo De Caixa Descontado

Um dos princípios das finanças corporativas determina que o valor de um projeto de investimento pode ser expresso como o valor atualizado do fluxo de caixa descontado (FCD) esperado para aquele ativo (CODOZERO RODAS et al., 2018), isso é, o valor de um ativo hoje é obtido a partir do desconto dos fluxos de caixa futuros esperados, aplicando-se uma taxa apropriada para trazê-los a valor presente.

O modelo de FCD é um dos mais utilizados internacionalmente para avaliar projetos de investimento. Como esses fluxos ocorrem ao longo de um determinado horizonte de tempo, é necessário descontá-los a uma taxa de desconto específica para trazê-los ao valor presente. A equação 5 mostra a formulação para estimar o Fluxo de Caixa Descontado é:

Equação 5 - Fluxo de Caixa Descontado

$$FCD = \sum_{j=1}^n \frac{FCFF_j}{(1 + WACC)^j}$$

Fonte: (CODOZERO RODAS et al., 2018)

Onde:

$FCFF$: Fluxo de Caixa Livre para a Firma;

j: Cada período do horizonte de tempo em que os fluxos ocorrem;

WACC: Custo Médio Ponderado de Capital;

n: Número de períodos considerados para o horizonte de tempo do projeto.

3 METODOLOGIA

A Companhia Transmissora de Energia Elétrica S.A. (TAESA) apresenta suas demonstrações financeiras em dois formatos distintos: *IFRS* e Regulatório. O padrão *IFRS*, sigla em inglês para “*International Financial Reporting Standards*”, segue as Normas Internacionais de Contabilidade, refletindo o desempenho econômico da companhia de acordo com critérios universalmente aceitos. Esse formato incorpora ajustes contábeis, mensurações a valor justo e métodos de reconhecimento que priorizam a comparabilidade internacional. Por outro lado, o formato Regulatório reflete a perspectiva operacional do negócio de transmissão de energia elétrica, alinhando-se ao marco regulatório estabelecido pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) e às características específicas do regime de concessão (TAESA, 2025f).

O presente trabalho foi desenvolvido com base no modelo Regulatório, tendo em vista que esse formato representa de forma mais aderente a geração real de caixa das concessões de transmissão. Diferente do *IFRS*, que contém efeitos contábeis não diretamente relacionados à operação, o modelo Regulatório captura a essência econômica da atividade, cuja remuneração está associada exclusivamente à disponibilização das instalações. Diante disso, o formato Regulatório foi considerado o mais apropriado para a elaboração do *valuation*.

3.1 Projeção De Receitas No Contexto Regulatório

A remuneração das transmissoras de energia elétrica decorre da disponibilização das linhas e subestações integrantes das concessões, sendo formalizada por meio da Receita Anual Permitida (RAP). Em função dessa estrutura, procedeu-se à projeção das receitas futuras das concessões da TAESA, considerando a RAP vigente para cada ativo do portfólio, o índice inflacionário aplicável a cada concessão e o cronograma anual de revisão e atualização da RAP definido pela ANEEL.

Foram desenvolvidos dois cenários de projeção de receita, de modo a contemplar a incerteza regulatória relacionada ao término das concessões. A adoção desses cenários possibilitou a construção de uma faixa de valor justo para a ação da companhia, cujas premissas detalhadas serão apresentadas no Capítulo 5.

3.2 Base De Dados E Premissas Utilizadas

A definição das premissas utilizadas nas projeções considerou a análise das demonstrações financeiras da TAESA referentes ao período de 2021 ao terceiro trimestre de 2025. O horizonte de projeção estendeu-se até 2055, ano imediatamente posterior ao vencimento do último contrato de concessão vigente da companhia, caracterizando o final do ciclo operacional das concessões.

Para o cálculo do custo do capital próprio foram utilizados os parâmetros do *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, adotando-se:

- a) taxa livre de risco baseada em uma Letra do Tesouro Nacional (LTN) de longo prazo;
- b) beta (risco sistemático) obtido na plataforma QuantBrasil, especializada em dados quantitativos para análise de investimentos;
- c) prêmio de risco de mercado equivalente ao utilizado pela ANEEL na metodologia de cálculo da RAP nos leilões de concessão de transmissão de energia elétrica.

Reconhece-se que o beta utilizado foi estimado em relação ao índice Ibovespa, ao passo que o ideal seria a utilização de um beta calculado diretamente sobre o prêmio de mercado empregado na metodologia regulatória. Contudo, não foi identificada uma fonte pública com série histórica adequada para esse parâmetro específico. Assim, optou-se pela melhor estimativa disponível, sem prejuízo da consistência da análise.

O cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (*WACC*) foi realizado a partir da análise das demonstrações financeiras, considerando o Patrimônio Líquido, a Dívida Bruta, o Custo da Dívida efetivo e a alíquota de Imposto de Renda aplicável. Com esses elementos foi possível estimar o *WACC* aplicável ao período projetado.

Em seguida, procedeu-se ao cálculo do Fluxo de Caixa Livre para a Firma (*FCFF*), incluindo a estimativa de perpetuidade, e ao desconto dos fluxos de caixa ao valor presente. O resultado permitiu determinar a faixa de valor justo para a *Unit TAE11*, fundamentada nos cenários de receita e nas premissas econômico-financeiras analisadas.

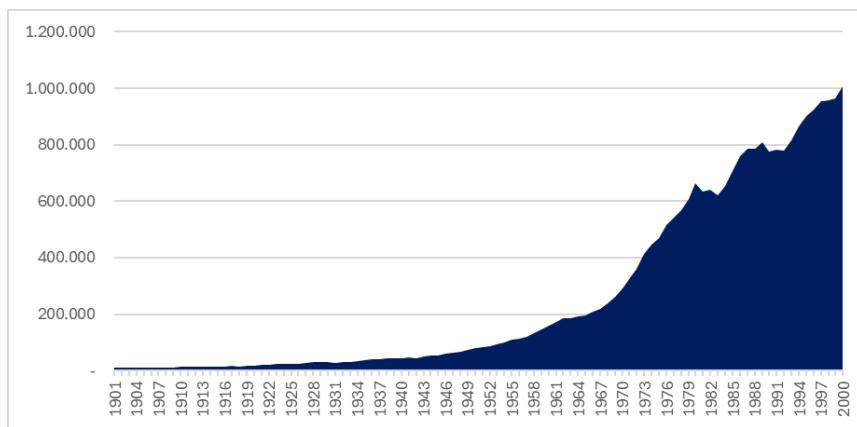
4 ANÁLISE DO SETOR E DA EMPRESA

Para fundamentar a avaliação econômico-financeira da TAESA, é imprescindível analisar o ambiente de negócios em que ela está inserida e seus diferenciais competitivos. Este capítulo detalha o funcionamento do setor de transmissão de energia no Brasil e, em seguida, o perfil corporativo e estratégico da companhia.

4.1 O Desenvolvimento Do Setor Elétrico Brasileiro

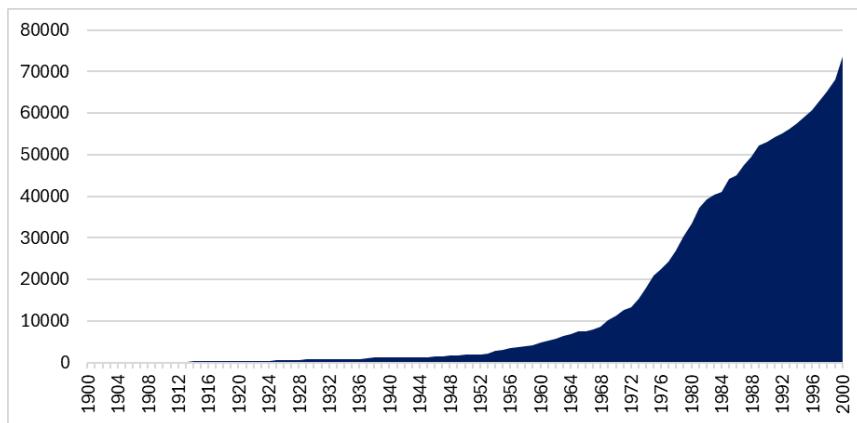
Ao longo do século XX, o Brasil passou por um desenvolvimento acelerado. A expansão da capacidade produtiva do país gerou uma alta demanda energética, pressionando o Estado brasileiro a investir intensamente no desenvolvimento do setor elétrico brasileiro. Como demonstram os Gráficos 1 e 2, o PIB e a capacidade instalada de geração evoluíram de forma simultânea: ambos crescem lentamente até cerca de 1950 e aceleram fortemente a partir dos anos 1960, quando o Estado assume papel central na expansão do sistema (ONS, 2003).

Gráfico 1 - Produto Interno Bruto brasileiro (R\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria a partir de IBGE, Estatísticas do século XX

Gráfico 2 - Capacidade instalada de geração de energia elétrica (MW)



Fonte: Elaboração própria a partir de IPEA, ipeadata

A criação da Eletrobrás, em 1962, marcou o início de uma nova fase para o setor elétrico brasileiro, ao centralizar o planejamento e coordenar investimentos antes dispersos. Na década seguinte, a expansão de grandes hidrelétricas - como Paulo Afonso, Furnas, Três Marias e, posteriormente, Itaipu - redefiniu a escala e a complexidade do sistema. Paralelamente, o país avançou na construção de extensas linhas de transmissão, essenciais para conectar bacias hidrográficas distantes e permitir a conexão energética entre regiões (ONS, 2003).

Nas décadas de 1980 e 1990, a intensificação das interligações, o avanço dos sistemas de controle e supervisão e a crescente dependência da operação coordenada revelaram a necessidade de um órgão nacional, independente e técnico. Em paralelo, o governo brasileiro, com Fernando Collor de Mello, iniciara um movimento de reordenação do papel do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público (VEIGA & FONSECA, 2002). Esse processo culminou, no contexto das reformas do setor elétrico, nas criações da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) em 1996 e do Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS) em 1998, transformando o papel do Estado de operador direto para regulador do setor (ONS, 2003).

4.2 Órgãos Reguladores

O setor elétrico brasileiro é estruturado por um conjunto de instituições que desempenham funções complementares de formulação de políticas, regulação, planejamento, operação e comercialização de energia. Esses órgãos garantem que o sistema funcione de maneira coordenada, segura e eficiente, desde a definição das diretrizes governamentais até a entrega da energia aos consumidores. A seguir, são apresentados os principais agentes responsáveis pela governança do setor elétrico no Brasil e seus respectivos papéis (MINISTÉRIO DE MINAS E ENERGIA, 2025).

O Ministério de Minas e Energia - MME - é o órgão do Governo Federal responsável pela condução das políticas energéticas do País.

A Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL - tem as atribuições de regular e fiscalizar a produção, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica.

A Câmara de Comercialização de Energia Elétrica - CCEE - reúne empresas e instituições que viabilizam operações de compra e venda de energia em todo o País.

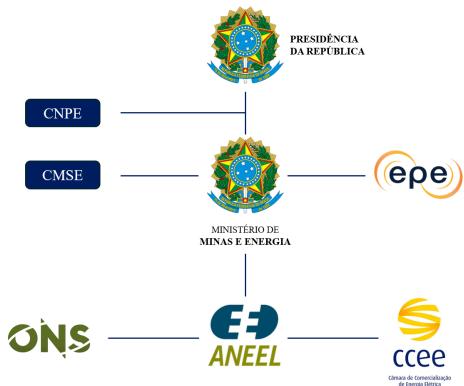
A Empresa de Pesquisa Energética - EPE - é uma instituição vinculada ao Ministério de Minas e Energia cuja finalidade é a realização de estudos e pesquisas destinadas a subsidiar o planejamento do setor energético.

O Operador Nacional do Sistema Elétrico - ONS - é responsável por operar, supervisionar e controlar a geração de energia elétrica no Sistema Integrado Nacional (SIN) e por administrar a rede básica de transmissão de energia elétrica no Brasil.

O Conselho Nacional de Política Energética - CNPE - é um órgão interministerial de assessoramento à Presidência da República que tem como principais atribuições a formulação de políticas e diretrizes de energia que assegurem o suprimento de insumos energéticos a todas as áreas do País.

O Comitê de Monitoramento do Setor Elétrico - CMSE - é um órgão sob coordenação direta do MME, criado para acompanhar e avaliar a continuidade e a segurança do suprimento elétrico em todo o território nacional. O CMSE é composto por MME, ANEEL, ONS, EPE, CCEE e ANP (Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis).

Figura 1 - Organograma do setor elétrico brasileiro



Fonte: Elaboração própria a partir de MME, Instituições do setor elétrico brasileiro e competências

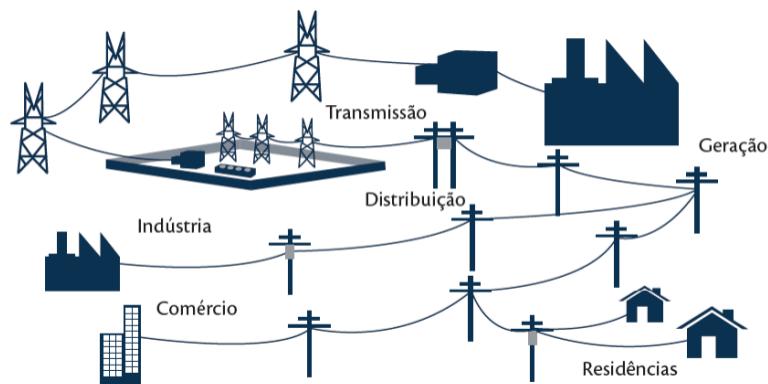
4.3 O Segmento De Transmissão

O Brasil destaca-se no cenário energético global por possuir uma matriz elétrica robusta e diversificada, caracterizada pela predominância de fontes renováveis. Segundo o Balanço Energético Nacional publicado pela Empresa de Pesquisa Energética (EPE, 2024), a participação de renováveis na oferta interna de energia elétrica supera os 80%, impulsionada historicamente pela hidroeletricidade e, mais recentemente, pela expansão das fontes eólica e solar.

No cenário atual, o setor vivencia o maior ciclo de investimentos de sua história recente. Conforme o Plano Decenal de Expansão de Energia (EPE, 2025), a transformação da matriz energética brasileira, com a inserção massiva de fontes renováveis intermitentes no Nordeste, criou um descompasso geográfico em relação aos centros de carga no Sudeste.

Do ponto de vista organizacional, o Setor Elétrico Brasileiro (SEB) é estruturalmente segmentado em três atividades principais: geração, transmissão e distribuição. Conforme ilustrado na Figura 2, esta cadeia de valor é desenhada para garantir que a energia produzida atenda aos requisitos de carga com confiabilidade e segurança.

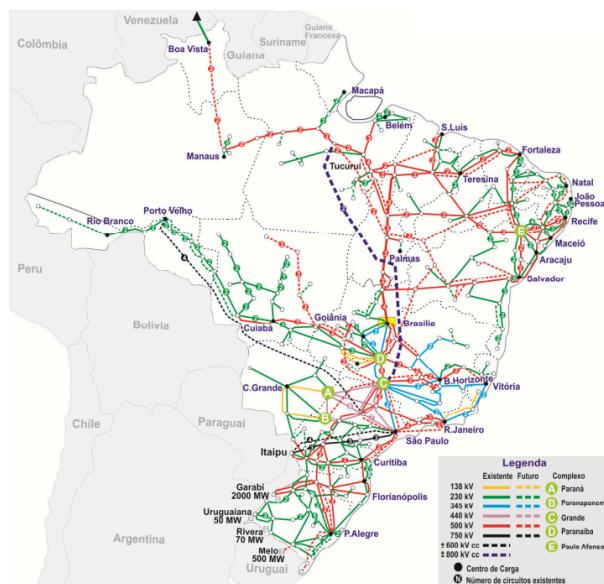
Figura 2 - Percurso da energia elétrica até o consumidor final



Fonte: CGEE (2012)

Neste arranjo, o sistema de transmissão desempenha um papel crucial. Segundo o Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS, 2024), a transmissão é o elo físico que conecta os grandes polos geradores - frequentemente situados em regiões remotas devido ao potencial hidráulico e eólico - aos centros de consumo urbano e industrial. Mais do que um simples transporte, a transmissão viabiliza a otimização energética do Sistema Interligado Nacional (SIN), Figura 3, permitindo o intercâmbio de energia entre diferentes regiões e o aproveitamento da diversidade hidrológica do país (TOLMASQUIM, 2011).

Figura 3 - Diagrama do Sistema Interligado Nacional - SIN



Fonte: EPE (2024)

Ao contrário das geradoras ou distribuidoras, as transmissoras não comercializam energia. O segmento de transmissão opera sob um modelo de negócios baseado na disponibilização da infraestrutura física para o transporte de eletricidade.

A remuneração das concessionárias é estabelecida através da Receita Anual Permitida (RAP). Conforme definido nos Procedimentos de Regulação Tarifária (PRORET), a RAP é a receita a que a transmissora tem direito pela prestação do serviço público de transmissão a partir da entrada em operação comercial das instalações. O risco de demanda é mitigado, blindando a companhia de oscilações econômicas ou crises hídricas. A receita só é impactada caso haja indisponibilidade dos ativos (falhas técnicas), o que acarreta descontos via Parcela Variável (PV) (ANEEL, 2024).

Os contratos de concessão, tipicamente de 30 anos, possuem cláusulas de reajuste anual indexadas à inflação (IGP-M ou IPCA). Isso garante a manutenção do valor real do fluxo de caixa da companhia ao longo das décadas de operação.

O marco regulatório vigente foi consolidado em 2003/2004, momento em que houve uma reestruturação profunda no setor elétrico brasileiro. Segundo Castro et al. (2018), o processo de privatização de ativos existentes foi suspenso sob a justificativa de que o setor necessitava de recursos primários para a expansão física da rede (*Greenfield*), e não apenas para a troca de propriedade.

Instituiu-se, então, o modelo de "competição pelo mercado" via leilões públicos. Neste formato, vence a disputa o agente que ofertar a menor RAP para construir e operar o ativo, garantindo modicidade tarifária e competitividade. As empresas estatais mantiveram a permissão para participar dos certames, porém em condições de igualdade com o setor privado, frequentemente limitadas a participações minoritárias de até 49% em consórcios (CASTRO et al., 2018).

A última mudança regulatória relevante ocorreu com o Decreto nº11.314 de 2022, que regulamenta alternativas para concessão de transmissão de energia elétrica que estão em fim de sua vigência, criou-se uma incerteza a respeito das renovações dos contratos de concessão. Ainda assim, a concessionária poderá solicitar a prorrogação contratual com 36 meses de antecedência, que passará pela análise da ANEEL e o resultado deverá ser informado ao Ministério de Minas e Energia (CASTRO BARROS, 2023).

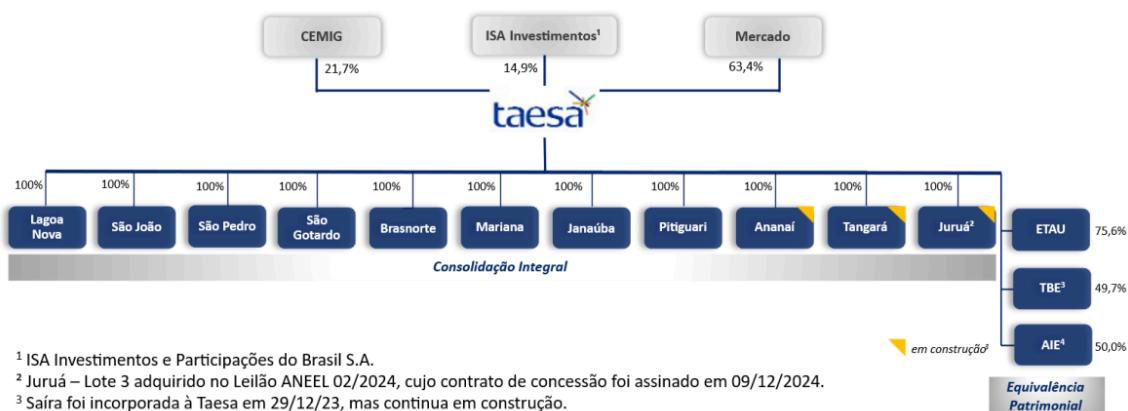
4.4 A TAESA

A trajetória da companhia teve início com a Terna S.p.A., empresa italiana que adquiriu da EnelpowerS.p.A., em 2003, o controle das concessionárias Novatrans Energia S.A. e Transmissora Sudeste Nordeste S.A. (TSN), ambas leiloadas no Leilão 002/2000 realizado pela ANEEL (TAESA, 2025d).

Em 2006, constituiu-se a Terna Participações S.A., registrada na Bolsa de Valores de São Paulo (“B3”), tendo transferido para esta *holding* o controle de TSN e Novatrans. Somente em 2009, após a venda do controle acionário para Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG) e FIP Coliseu, o nome da *holding* foi alterado para Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. - TAESA, com as suas ações negociadas sob os códigos TAEE3, TAEE4 e TAE11 (TAESA, 2025d).

Em 2017 foi realizada a última mudança relevante de controle acionário da companhia, conclusão da alienação das ações ordinárias vinculadas ao bloco de controle detidas pelo FIP Coliseu e FIA Taurus para a Interconexión Eléctrica S.A., um dos maiores grupos de transmissão da América Latina, sediado na Colômbia, e consequente transferência para a ISA Investimentos e Participações do Brasil S.A (TAESA, 2025d).

Figura 4 - Estrutura societária da TAESA



Fonte: TAESA (2025a)

No cenário atual, o controle acionário da TAESA permanece sendo exercido pela Companhia Energética de Minas Gerais e ISA Investimentos e Participações do Brasil S.A. O capital social subscrito e integralizado é de R\$ 3.067.535.193,28, dividido em 1.033.496.721 ações, sendo 590.714.069 ações ordinárias e 442.782.652 ações

preferenciais (TAESA, 2025a). Detalhes do controle acionário da TAESA estão disponíveis na Tabela 1.

Tabela 1 - Controle acionário da TAESA

Composição acionária em 30 de setembro de 2025 e 31 de dezembro de 2024								
	Ações ordinárias		Ações preferenciais		Total		Bloco de controle	
	Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade	%
CEMIG ¹	218.370.005	36,97	5.646.184	1,28	224.016.189	21,68	215.546.907	58,36
ISA	153.775.790	26,03	-	-	153.775.790	14,88	153.775.790	41,64
Free Float	218.568.274	37,00	437.136.468	98,72	655.704.742	63,44	-	-
	590.714.069	100,00	442.782.652	100,00	1.033.496.721	100,00	369.322.697	100,00

Fonte: TAESA (2025a)

A TAESA é uma das maiores empresas *pure-play* de transmissão de energia elétrica do Brasil. Atuando na construção, operação e manutenção de ativos de transmissão, com aproximadamente com 14.677 km de linhas em operação e 642 km de linhas em construção, totalizando 15.319 km de extensão e 113 subestações. Além disso, possui ativos com presença em todas as 5 regiões do país (18 Estados e o Distrito Federal) e um Centro de Operação do Sistema (COS) localizado no Rio de Janeiro (MOODY'S LOCAL BRASIL, 2025). As linhas de transmissão estão disponíveis na Figura 5.

Figura 5 - Mapa das operações da TAESA



Fonte: TAESA (2025e)

A companhia possui 44 concessões de transmissão: a) 14 concessões que compõem a empresa *holding* (TSN, Novatrans, ETEO, GTESA, PATESA, Munirah, NTE, STE, ATE, ATE II, ATE III, Miracema, Saíra e Sant'Ana); b) 11 investidas integrais (Brasnorte, São Gotardo, Mariana, Janaúba, São João, São Pedro, Lagoa Nova, Ananaí, Pitiguari, Tangará e Juruá); e c) 19 participações - ETAU e os Grupos AIE e TBE (TAESA, 2025e).

A TAESA possui quatro projetos em construção: Ananaí, Tangará, Saíra e Juruá. Os projetos Saíra e Tangará possuem o maior avanço físico e devem ser concluídos em março de 2028. O projeto Ananaí, que realizará a interligação entre São Paulo e Paraná com 363 km, tem previsão de conclusão para março de 2027. Por fim, Juruá é o projeto de construção de uma subestação e seccionamento no estado de São Paulo, tendo prazo de conclusão para junho de 2027. Além destes projetos, a estátua companhia está realizando quatro reforços de grande porte, habilitados pelas referidas Resoluções Autorizativas ANEEL (TAESA, 2025a).

Tabela 2 - Empreendimentos de grande porte em implantação

Leilões	Empreendimento	Extensão/ Localização	Parceria	RAP (ciclo 2025-26) R\$ MM	Capex ANEEL R\$ MM	Assinatura do Contrato	Prazo de Conclusão ANEEL	Status
Leilão 002/2021 Dez/21	Ananaí (Lote 1)	363 km / São Paulo e Paraná	100% TAESA	171,1	1.750	mar/22	mar/27	Em andamento
Leilão 002/2022 Dez/22	Tangará (Lote 3)	279 km / Maranhão e Pará	100% TAESA	108,3	1.117	mar/23	mar/28	Em andamento
Leilão 002/2022 Dez/22	Saíra (Lote 5)	743 km / Rio Grande do Sul e Santa Catarina	100% TAESA	191,7	1.176	mar/23	mar/28	Em andamento (~72% de RAP habilitada)
Leilão 002/2024 Set/24	Juruá (Lote 3)	1,2 km / São Paulo	100% TAESA	19,6	244,0	dez/24	jun/28	Em andamento
REA nº 15.027/2024 Despacho nº 677/2024	São Pedro	418 km / Piauí e Bahia	100% TAESA	6,4 5,3	40,9 34,6	abri/23 mar/24	nov/25 set/26	Em andamento
REA nº 14.819/2023	ATE	370 km / São Paulo e Paraná	100% TAESA	18,7	80,9	ago/23	abr/26	Em andamento
REA nº 15.196/2024	ATE III	454 km / Pará e Tocantins	100% TAESA	6,7	41,8	mar/24	mar/26	Em andamento
REA nº 15.573/2024	EATE	927km / Pará e Maranhão	49,98% TAESA	24,0	136,5	out/24	dez/27	Em andamento
REA nº 15.573/2024	ENTE	459 km / Pará e Maranhão	49,99% TAESA	10,4	59,2	out/24	jun/29	Em andamento
TOTAL		7036 km		R\$ 562,2	R\$ 4.681			

Fonte: TAESA (2025a)

No âmbito financeiro, a TAESA apresenta uma estrutura de endividamento relativamente estável, composta majoritariamente por títulos indexados ao IPCA, seguidos pelo CDI e pequena parcela atrelada ao IGP-M. A alavancagem medida pela

razão: Dívida Líquida/*EBITDA* regulatório, tem permanecido entre 4,0x e 4,1x, refletindo o ciclo atual de investimentos e o perfil de distribuição de dividendos da companhia (TAESA, 2025a).

As avaliações das agências de *rating* reforçam elementos positivos, mas também destacam pontos relevantes. A Moody's Local Brasil, mantém o *rating* AAA.br, mas observa que a empresa enfrenta desafios na sustentação do crescimento da Receita Anual Permitida (RAP), sobretudo diante do vencimento de concessões significativas na próxima década, ainda que esse efeito venha sendo parcialmente mitigado pelos novos projetos em implantação (MOODY'S LOCAL BRASIL, 2025). Por sua vez, a Fitch Ratings também reafirma o *rating* AAA(bra), mas ressalta que a alavancagem ajustada deve permanecer próxima de 4,0x até 2027 (FITCH RATINGS, 2025). Assim, embora as agências reconheçam a robustez operacional e regulatória do setor de transmissão, seus relatórios indicam que a TAESA opera em um cenário que exige gestão financeira prudente, execução eficiente dos projetos e planejamento associado ao vencimento de concessões.

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos dados históricos é a fundação sobre a qual as projeções futuras do *valuation* são construídas. Este capítulo detalha o desempenho financeiro da TAESA no período de 2021 ao terceiro trimestre de 2025, com foco na análise das contas de resultado que servem como base para as premissas do modelo de Fluxo de Caixa Descontado.

Adicionalmente, optou-se por não incorporar ao modelo a aquisição de novos empreendimentos por meio de leilões de transmissão ou operações de fusões e aquisições (M&A). Essa decisão metodológica decorre, primeiramente, do atual perfil de alavancagem da TAESA, cuja razão Dívida Líquida/EBITDA regulatório tem se mantido próxima de 4,0x ao longo do ciclo recente de investimentos. Esse patamar, embora compatível com o perfil estável e previsível do setor de transmissão, indica um nível de endividamento que recomenda uma postura financeira prudente no curto e médio prazo, priorizando a conclusão dos projetos em implantação, a preservação do rating de crédito elevado e a manutenção da capacidade de distribuição de dividendos, historicamente relevante para a companhia.

Além disso, a modelagem de novos projetos greenfield ou aquisições via M&A exigiria a incorporação de premissas altamente discricionárias, como cronogramas de leilões futuros, taxas de retorno regulatórias, estruturas de financiamento, potenciais ágios de aquisição e riscos de execução, os quais poderiam introduzir elevado grau de incerteza e comprometer a robustez do *valuation*. Nesse sentido, o modelo foi deliberadamente construído com foco na geração de caixa dos ativos existentes, refletindo uma abordagem conservadora e alinhada à análise fundamentalista, que busca estimar o valor intrínseco da companhia com base em fluxos de caixa observáveis e recorrentes.

As projeções foram realizadas até 2055, ano subsequente ao vencimento da última concessão (Juruá), aplicando no modelo uma faixa de redução da RAP de 80% a 85% após os vencimentos das concessões. Essa faixa pressupõe que, após o término do contrato, não há necessidade de novos investimentos relevantes em expansão ou construção de ativos – permanecendo apenas as atividades de operação e manutenção (O&M). Assim, a RAP reduzida representaria uma remuneração compatível com os

menores riscos associados ao ativo já amortizado. Dessa forma, a faixa de redução busca refletir tanto a sustentabilidade econômico-financeira da transmissora quanto a eficiência tarifária esperada pelo regulador.

5.1 Receita Anual Permitida

As Tabelas 3 e 4 demonstram que a Receita Anual Permitida (RAP) para o ciclo de 2025/2026 soma, aproximadamente, R\$4.410,7 milhões, sendo 20 concessões (R\$2.435,9 milhões) corrigidas por IGPM e 24 concessões (R\$1.974,9 milhões) corrigidas por IPCA. As concessões por IGPM representam 55,2% da RAP para o ciclo de 2025/2026. Destaca-se que parte dessa receita ainda será incorporada aos resultados da companhia, após a conclusão dos projetos em construção, representando 9,63% da RAP do ciclo (R\$424,72 milhões) (TAESA, 2025b).

Tabela 3 - Ciclo RAP 2025/2026 - concessões corrigidas por IGP-M (R\$ milhões)

(R\$ MM)	Ciclo 2025-2026			
	IGP-M Reajuste: 7,03%	Operacional	Em Construção	Total RAP
Novatrans		549,7	-	549,7
TSN		521,6	-	521,6
Munirah		35,1	-	35,1
GTESA		9,1	-	9,1
PATESA		28,5	-	28,5
ETAU		40,5	-	40,5
ETEO		162,9	-	162,9
NTE		142,3	-	142,3
STE		79,3	-	79,3
ATE I		137,8	18,7	156,5
ATE II		215,9	-	215,9
EATE		202,2	24,0	226,2
ETEP		45,4	-	45,4
ENTE		104,0	10,4	114,4
ECTE		16,8	-	16,8
ERTE		23,8	-	23,8
Lumitrans		9,8	-	9,8
Transleste		20,4	-	20,4
Transirapé		25,0	-	25,0
Transudeste		12,6	-	12,6
Subtotal		2.382,8	53,1	2.435,9

Fonte: TAESA (2025b)

Tabela 4 - Ciclo RAP 2025/2026 - concessões corrigidas por IPCA (R\$ milhões)

(R\$ MM)	Ciclo 2025-2026			
	RAP			
IPCA Reajuste:	5,32%	Operacional	Em Construção	Total RAP
ATE III		103,8	6,7	110,5
São Gotardo		7,9	-	7,9
Mariana		23,9	-	23,9
Miracema		104,2	-	104,2
Janaúba		293,0	-	293,0
Aimorés		59,9	-	59,9
Paraguaçu		89,5	-	89,5
Brasnorte		42,2	-	42,2
STC		16,2	-	16,2
EBTE		63,9	-	63,9
ESDE		10,0	-	10,0
ETSE		7,5	-	7,5
ESTE		84,7	-	84,7
Ivaí		217,8	-	217,8
EDTE		52,4	-	52,4
Sant'Ana		93,0	-	93,0
São João		70,5	-	70,5
São Pedro		84,0	11,7	95,7
Lagoa Nova		17,7	-	17,7
Ananáí		-	171,1	171,1
Pitiguary		23,4	-	23,4
Tangará		-	108,3	108,3
Saíra		137,5	54,3	191,7
Juruá		-	19,6	19,6
Subtotal		1.603,2	371,7	1.974,9

Fonte: TAESA (2025b)

A projeção da RAP de cada concessão segue a variação do índice inflacionário estabelecido em contrato. Os valores aplicados nas projeções foram obtidos no relatório Focus do Banco Central do Brasil de novembro e estão disponíveis na Tabelas 5. Como premissa do modelo, adotou-se a projeção dos índices inflacionários disponíveis para o último ano apresentado no relatório Focus, 2025, mantendo-a constante para os anos seguintes. Essa abordagem permite estender o horizonte inflacionário de forma consistente, mesmo diante da ausência de previsões oficiais além desse período.

Tabela 5 - Projeção dos índices inflacionários

	2026	2027	2028	2029	2030	...	2055
IPCA	4,20%	3,80%	3,50%	3,50%	3,50%		3,50%
IGPM	4,08%	4,00%	3,86%	3,86%	3,86%		3,86%

Fonte: Elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil, relatório Focus

5.2 Receita Operacional Bruta

Para fundamentar as projeções, foram extraídas as Demonstrações de Resultado do Exercício (DRE) da companhia dos últimos quatro exercícios completos e do terceiro trimestre de 2025. A Tabela 6 apresenta os valores históricos da receita operacional bruta, permitindo a identificação de tendências e médias operacionais.

Tabela 6 - Receita operacional bruta - real (R\$ milhares)

DRE	2021	2022	2023	2024	3T25
RECEITA OPERACIONAL BRUTA					
Disponibilização do sistema de transmissão	2.039.028	2.512.065	2.683.218	2.630.753	2.080.196
Operação e Manutenção	-	-	-	-	-
Remuneração do ativo contratual de concessão	-	-	-	-	-
Correção monetária do ativo contratual	-	-	-	-	-
Implementation of Infrastructure	-	-	-	-	-
Outras Receitas	1.395	1.148	1.240	1.201	1.084
Parcela Variável	(20.792)	(60.156)	(3.562)	(46.816)	(5.782)
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRUTA	2.019.631	2.453.057	2.680.896	2.585.137	2.075.498

Fonte: TAESA (2025b)

Para a projeção da receita operacional bruta foram consideradas as seguintes premissas:

a) Disponibilização do sistema de transmissão: Foi utilizada a projeção da RAP proveniente das concessões que compõem a empresa *holding* e das investidas integrais, corrigidas pela IPCA e IGPM.

b) Outras Receitas e Parcela Variável: Foi considerada a média histórica em relação à receita total. Porém, esses valores não geram impactos relevantes.

A projeção da receita operacional bruta está disponível na Tabela 7.

Tabela 7 - Receita operacional bruta - projetado (R\$ milhares)

DRE	2025	2026	2027	2028	2029	...	2055
RECEITA OPERACIONAL BRUTA							
Disponibilização do sistema de transmissão	2.883.535	3.031.281	3.294.641	3.602.418	3.803.076		1.861.458
Operação e Manutenção	-	-	-	-	-		-
Remuneração do ativo contratual de concessão	-	-	-	-	-		-
Correção monetária do ativo contratual	-	-	-	-	-		-
Implementation of Infrastructure	-	-	-	-	-		-
Outras Receitas	1.488	1.564	1.700	1.859	1.962		961
Parcela Variável	(32.323)	(33.979)	(36.931)	(40.381)	(42.630)		(20.866)
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRUTA	2.852.700	2.998.866	3.259.410	3.563.896	3.762.408		1.841.553

Fonte: Dados da pesquisa

5.3 Receita Operacional Líquida

De acordo com as demonstrações financeiras da TAESA, a receita operacional bruta é deduzida pelos seguintes tributos e encargos: PIS, COFINS, ISS, ICMS e

encargos setoriais. Esses valores são registrados antes da apuração da receita operacional líquida (TAESA, 2025b).

Os tributos e encargos setoriais podem variar conforme a concessão. O PIS, por exemplo, pode ter uma alíquota de 0,65% ou 1,65%, enquanto o COFINS de 3,00% ou 7,60% (TAESA, 2025b). Considerando que a carga efetiva nas demonstrações financeiras incorpora efeitos específicos de cada contrato, adotou-se como premissa a média histórica do percentual total de deduções observado, equivalente a 9,48%. Os valores realizados dessas deduções e da receita operacional líquida estão apresentados na Tabela 8 e as projeções utilizadas no modelo constam na Tabela 9.

Tabela 8 - Deduções sobre a receita operacional bruta – real (R\$ milhares)

DRE	2021	2022	2023	2024	3T25
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRUTA	2.019.631	2.453.057	2.680.896	2.585.137	2.075.498
Deduções da receita operacional bruta	(182.491)	(224.875)	(251.210)	(256.067)	(205.838)
% sobre receita operacional bruta	9,04%	9,17%	9,37%	9,91%	9,92%
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	1.837.140	2.228.181	2.429.687	2.329.070	1.869.660

Fonte: TAESA (2025b)

Tabela 9 - Receita operacional líquida - projeção (R\$ milhares)

DRE	2025	2026	2027	2028	2029	...	2055
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRUTA	2.852.700	2.998.866	3.259.410	3.563.896	3.762.408	...	1.841.553
Deduções da receita operacional bruta	(270.415)	(284.270)	(308.968)	(337.831)	(356.648)		(174.565)
% sobre receita operacional bruta	9,48%	9,48%	9,48%	9,48%	9,48%		9,48%
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	2.582.286	2.714.596	2.950.442	3.226.065	3.405.760		1.666.988

Fonte: Dados da pesquisa

5.4 Receita Operacional Antes Do Resultado Financeiro

Os custos e despesas operacionais são classificados por natureza e agrupados principalmente nas seguintes categorias:

a) Pessoal: engloba salários, benefícios, encargos sociais, provisões trabalhistas, rescisões e todos os demais gastos diretamente relacionados aos colaboradores;

b) Materiais: contempla a aquisição e o consumo de materiais utilizados tanto nos projetos de implantação de infraestrutura quanto nas atividades de operação e manutenção das instalações de transmissão;

c) Serviços de terceiros: abrange a contratação de empresas especializadas para serviços de engenharia, manutenção, vigilância, limpeza de faixa de servidão, operação, consultorias, auditoria, assessoria jurídica, tecnologia da informação, transporte e outros serviços técnicos ou administrativos necessários à atividade da companhia;

d) Depreciação e amortização: correspondem à alocação contábil do custo dos ativos ao longo de sua vida útil, refletindo o desgaste natural, a obsolescência e a recuperação do valor investido em instalações, equipamentos, direitos de concessão e softwares.

e) Outros custos e despesas operacionais: reúne despesas diversas, como aluguéis, seguros, combustíveis, taxas e contribuições regulatórias, indenizações, provisões, patrocínios e outros itens que não se enquadram nas rubricas anteriores.

Os custos e as despesas realizadas estão disponíveis na Tabela 10.

Tabela 10 - Custos e despesas - real (R\$ milhares)

DRE	2021	2022	2023	2024	3T25
CUSTOS DOS BENS E/OU SERVIÇOS VENDIDOS	(581.824)	(634.700)	(719.550)	(819.339)	(323.854)
Pessoal	(183.009)	(210.244)	(241.129)	(261.799)	(192.385)
Material	(5.598)	(6.762)	(19.256)	(7.416)	(5.873)
Serviços de Terceiros	(85.401)	(89.624)	(126.348)	(104.270)	(74.270)
Depreciação e Amortização	(260.435)	(288.631)	(332.596)	(361.426)	(323.854)
Gerais e Administrativas	-	-	-	-	-
Outras despesas Operacionais	(47.381)	(39.439)	(221)	(84.427)	(17.001)
Custos e Despesas	(321.389)	(346.070)	(386.954)	(457.912)	(289.530)

Fonte: TAESA (2025b)

A linha de custos e despesas é formada pelo bloco PMSO: pessoal, material, serviços de terceiros e outras despesas operacionais. Para a projeção dos custos dos bens e/ou serviços vendidos e do resultado operacional antes do resultado financeiro, foram consideradas as médias históricas em relação à receita operacional líquida das despesas de depreciação e amortização e de PMSO, demonstradas nas Tabelas 11 e 12.

Tabela 11 - Resultado operacional antes do resultado financeiro - real (R\$ milhares)

DRE	2021	2022	2023	2024	3T25
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	1.837.140	2.228.181	2.429.687	2.329.070	1.869.660
CUSTOS DOS BENS E/OU SERVIÇOS VENDIDOS	(581.824)	(634.700)	(719.550)	(819.339)	(323.854)
Depreciação e Amortização	(260.435)	(288.631)	(332.596)	(361.426)	(323.854)
% sobre receita operacional líquida	14,18%	12,95%	13,69%	15,52%	17,32%
Custos e Despesas	(321.389)	(346.070)	(386.954)	(457.912)	(289.530)
% sobre receita operacional líquida	17,49%	15,53%	15,93%	19,66%	15,49%
RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	1.255.316	1.593.481	1.710.137	1.509.732	1.256.277

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 12 - Resultado operacional antes do resultado financeiro - projetado (R\$ milhares)

DRE	2025	2026	2027	2028	2029	...	2055
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	2.582.286	2.714.596	2.950.442	3.226.065	3.405.760		1.666.988
CUSTOS DOS BENS E/OU SERVIÇOS VENDIDOS	(814.743)	(856.489)	(930.901)	(1.017.863)	(1.074.559)		(525.955)
Depreciação e Amortização	(380.413)	(399.905)	(434.649)	(475.252)	(501.724)		(245.575)
% sobre receita operacional líquida	14,73%	14,73%	14,73%	14,73%	14,73%		14,73%
Custos e Despesas	(434.330)	(456.584)	(496.252)	(542.611)	(572.835)		(280.381)
% sobre receita operacional líquida	16,82%	16,82%	16,82%	16,82%	16,82%		16,82%
RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	1.767.543	1.858.108	2.019.541	2.208.202	2.331.201		1.141.032

Fonte: Dados da pesquisa

5.5 Projeções Das Participadas

Considerando que aproximadamente 26% da RAP autorizada do grupo TAESA não é reconhecida diretamente no DRE consolidado sob a rubrica de disponibilização do sistema de transmissão, por se referir às concessões detidas via participações societárias, como ETAU e os Grupos TBE e AIE (Aimorés, Ivaí e Paraguaçu), optou-se por projetar individualmente o DRE de cada participada, de modo a capturar o resultado operacional antes do resultado financeiro e integrá-lo de forma explícita às projeções de fluxo de caixa do grupo TAESA.

O racional utilizado para projetar os DREs das participadas seguiu o mesmo modelo explanado nos itens 5.1 ao 5.4, com a diferença de que foi utilizado os dados históricos a partir de 2022, pois o Grupo AIE não possuía ativos em operação antes deste exercício. Os valores realizados dos últimos exercícios e as projeções estão apresentados nas Tabelas 13 a 22.

Tabela 13 - Resultados ETAU - real (R\$ milhares)

DRE - ETAU	2022	2023	2024	3T25
RECEITA OPERACIONAL BRUTA				
Disponibilização do sistema de transmissão	42.533	10.361	52.359	11.189
Parcela variável	(1)	(39)	(138)	-
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRUTA	42.532	10.322	52.221	11.189
Deduções da receita operacional bruta	(3.275)	(909)	(3.397)	(1.014)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	39.257	9.412	48.824	10.175
Custos, despesas e D&A	(8.550)	(2.075)	(9.022)	(2.222)
RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	30.707	7.337	39.802	7.953

Fonte: TAESA (2025b)

Tabela 14 - Resultados ETAU - projetado (R\$ milhares)

DRE - ETAU	2025	2026	2027	2028	2029	...	2055
RECEITA OPERACIONAL BRUTA							
Disponibilização do sistema de transmissão	40.451	42.101	43.785	45.476	47.231		25.288
Parcela variável	(87)	(91)	(94)	(98)	(102)		(54)
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRUTA	40.364	42.011	43.691	45.378	47.129		25.234
Deduções da receita operacional bruta	(3.237)	(3.369)	(3.504)	(3.639)	(3.779)		(2.023)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	37.127	38.642	40.188	41.739	43.350		23.210
Custos, despesas e D&A	(7.810)	(8.129)	(8.454)	(8.780)	(9.119)		(4.882)
RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	29.317	30.513	31.734	32.959	34.231		18.328

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 15 - Resultados TBE - real (R\$ milhares)

DRE - TBE	2022	2023	2024	3T25
RECEITA OPERACIONAL BRUTA				
Disponibilização do sistema de transmissão	624.212	153.102	642.881	173.775
Parcela variável	(5.838)	(2.238)	(2.436)	(657)
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRUTA	618.374	150.865	640.445	173.118
Deduções da receita operacional bruta	(52.357)	(9.080)	(52.330)	(14.220)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	566.017	141.785	588.114	158.898
Custos, despesas e D&A	(114.344)	(29.867)	(115.168)	(42.028)
RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	451.673	111.918	472.946	116.870

Fonte: TAESA (2025b)

Tabela 16 - Resultados TBE - projetado (R\$ milhares)

DRE - TBE	2025	2026	2027	2028	2029	...	2055
RECEITA OPERACIONAL BRUTA							
Disponibilização do sistema de transmissão	694.832	723.462	754.072	806.872	844.102		442.028
Parcela variável	(5.479)	(5.704)	(5.946)	(6.362)	(6.656)		(3.485)
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRUTA	689.353	717.758	748.126	800.510	837.447		438.542
Deduções da receita operacional bruta	(53.201)	(55.393)	(57.737)	(61.780)	(64.630)		(33.845)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	636.152	662.364	690.389	738.730	772.816		404.697
Custos, despesas e D&A	(138.838)	(144.559)	(150.675)	(161.225)	(168.664)		(88.324)
RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	497.314	517.806	539.714	577.505	604.152		316.374

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 17 - Resultados Aimorés - real (R\$ milhares)

DRE - Aimorés	2022	2023	2024	3T25
RECEITA OPERACIONAL BRUTA				
Disponibilização do sistema de transmissão	33.747	14.145	55.988	14.887
Parcela variável	(4.898)	(503)	3.036	(1)
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRUTA	28.849	13.642	59.024	14.886
Deduções da receita operacional bruta	(3.584)	(1.418)	(5.838)	(1.584)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	25.265	12.224	53.185	13.302
Custos, despesas e D&A	(4.478)	(2.045)	(4.934)	(1.744)
RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	20.787	10.179	48.252	11.559

Fonte: TAESA (2025b)

Tabela 18 - Resultados Aimorés - projetado (R\$ milhares)

DRE - Aimorés	2025	2026	2027	2028	2029	...	2055
RECEITA OPERACIONAL BRUTA							
Disponibilização do sistema de transmissão	59.936	62.454	64.827	67.096	69.444		33.972
Parcela variável	(1.896)	(1.976)	(2.051)	(2.123)	(2.197)		(1.075)
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRUTA	58.040	60.478	62.776	64.973	67.247		32.897
Deduções da receita operacional bruta	(6.290)	(6.554)	(6.803)	(7.041)	(7.288)		(3.565)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	51.750	53.924	55.973	57.932	59.960		29.332
Custos, despesas e D&A	(7.354)	(7.031)	(6.264)	(7.593)	(7.859)		(3.844)
RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	44.397	46.893	49.708	50.339	52.101		25.487

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 19 - Resultados Paraguaçu - real (R\$ milhares)

DRE - Paraguaçu	2022	2023	2024	3T25
RECEITA OPERACIONAL BRUTA				
Disponibilização do sistema de transmissão	34.033	21.065	83.539	22.652
Parcela variável	(9.512)	-	7.827	(0)
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRUTA	24.521	21.065	91.365	22.652
Deduções da receita operacional bruta	(3.510)	(2.170)	(8.861)	(2.379)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	21.010	18.895	82.504	20.273
Custos, despesas e D&A	(5.245)	(3.511)	(5.962)	(3.142)
RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	15.765	15.384	76.541	17.131

Fonte: TAESA (2025b)

Tabela 20 - Resultados Paraguaçu - projetado (R\$ milhares)

DRE - Paraguaçu	2025	2026	2027	2028	2029	...	2055
RECEITA OPERACIONAL BRUTA							
Disponibilização do sistema de transmissão	89.458	93.215	96.757	100.143	103.648		50.704
Parcela variável	(4.156)	(4.330)	(4.495)	(4.652)	(4.815)		(2.355)
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRUTA	85.302	88.884	92.262	95.491	98.833		48.348
Deduções da receita operacional bruta	(9.557)	(9.959)	(10.337)	(10.699)	(11.073)		(5.417)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	75.745	78.926	81.925	84.792	87.760		42.932
Custos, despesas e D&A	12.550	13.077	13.574	14.049	14.540		7.113
RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	88.294	92.003	95.499	98.841	102.301		50.045

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 21 - Resultados Ivaí - real (R\$ milhares)

DRE - Ivaí	2022	2023	2024	3T25
RECEITA OPERACIONAL BRUTA				
Disponibilização do sistema de transmissão	21.674	50.213	207.165	51.704
Parcela variável	-	-	-	-
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRUTA	21.674	50.213	207.165	51.705
Deduções da receita operacional bruta	(2.005)	(5.377)	(21.442)	(5.431)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	19.669	44.836	185.723	46.274
Custos, despesas e D&A	(3.252)	(34.690)	(20.761)	(10.760)
RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	16.418	10.146	164.962	35.513

Fonte: TAESA (2025b)

Tabela 22 - Resultados Ivaí - projetado (R\$ milhares)

DRE - Ivaí	2025	2026	2027	2028	2029	...	2055
RECEITA OPERACIONAL BRUTA							
Disponibilização do sistema de transmissão	217.807	226.954	235.579	243.824	252.358		123.451
Parcela variável	-	-	-	-	-		-
TOTAL DA RECEITA OPERACIONAL BRUTA	217.807	226.954	235.579	243.824	252.358		123.451
Deduções da receita operacional bruta	(22.223)	(23.157)	(24.037)	(24.878)	(25.749)		(12.596)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	195.583	203.798	211.542	218.946	226.609		110.855
Custos, despesas e D&A	(62.750)	(65.386)	(67.870)	(70.246)	(72.704)		(35.566)
RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	132.833	138.412	143.672	148.700	153.905		75.289

Fonte: Dados da pesquisa

5.6 Estrutura De Capital

Conforme apresentado na Tabela 23, a empresa fecha o 3T25 com R\$ 10.464 milhões de dívida bruta, sendo 11,41% de curto prazo e 88,59% de longo prazo (TAESA, 2025b).

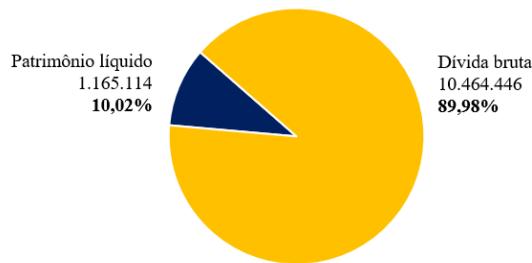
Tabela 23 - Dívida bruta (R\$ milhões)

3T25	
Curto Prazo	1.194,5
Taxa Fixa	-
CDI	561,4
IPCA	633,4
IGP-M	(0,3)
Longo Prazo	9.270,0
Taxa Fixa	-
CDI	2.450,2
IPCA	6.506,5
IGP-M	313,3
Endividamento Total	10.464,4

Fonte: TAESA (2025b)

O patrimônio líquido registrado de R\$ 1.165 milhões indica a composição da estrutura de capital, conforme a Gráfico 3 (TAESA, 2025b).

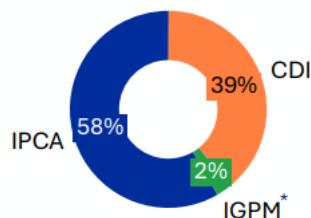
Gráfico 3 - Estrutura de capital (R\$ milhares)



Fonte: Dados da pesquisa

O perfil da dívida é caracterizado por um endividamento de longo prazo, predominantemente composto por debêntures indexadas a índices inflacionários, conforme demonstrado no Gráfico 4.

Gráfico 4 - Perfil da dívida



Fonte: TAESA (2025c)

Para mensurar o custo médio da dívida, foi realizada a média ponderada de todas as dívidas da companhia, detalhadas na Tabela 24. Cada instrumento financeiro teve sua taxa contratada considerada individualmente, ponderada pelo seu valor relativo dentro do endividamento total. Desta forma, o custo médio da dívida obtido é de 11,90% ao ano.

Tabela 24 - Dívida detalhada

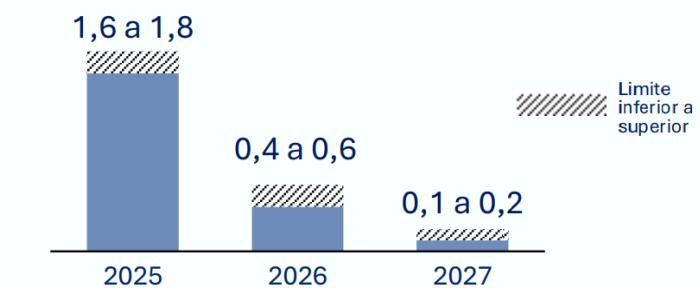
Empresa	Credor	Série	Índice	Valor da Emissão	Principal (R\$ / mil)	Juros (R\$ / mil)	Custo	Rating	Emissão	Vencimento	Amortização	Cupons por Ano
TAESA	6 ^o Debêntures	1 ^o série	CDI	850.000	443.647	50.404	6th Debentures	AAA.br	mai/2019	Mai/2026	Bullet	2
	6 ^o Debêntures	2 ^o série	IPCA	210.000	286.002	6.084	0	AAA.br	mai/2019	Mai/2044	Semestral	2
	7 ^o Debêntures	Única	IPCA	508.960	862.769	1.697	IPCA + 4,50%	AAA.br	out/2019	Set/2044	anual	1
	8 ^o Debêntures	Única	IPCA	300.000	380.018	5.480	IPCA + 4,7742%	AAA.br	jan/2020	Dez/2044	Semestral	2
	10 ^o Debêntures	1 ^o série	CDI	650.000	646.861	40.011	CDI + 1,0%	AAA(br)	mai/2021	Mai/2028	Bullet	2
	11 ^o Debêntures	2 ^o série	IPCA	100.000	125.711	2.327	IPCA + 4,7605%	AAA(br)	mai/2021	Mai/2036	3 ^o , 4 ^o e 5 ^o ano	2
	12 ^o Debêntures	2 ^o série	CDI	650.000	433.091	14.656	CDI + 1,36%	AAA(br)	fev/2022	Mai/2027	Anual	2
	13 ^o Debêntures	1 ^o série	IPCA	630.783	714.011	18.414	IPCA + 5,009%	AAA.br	mai/2022	Abr/2029	Bullet	2
	13 ^o Debêntures	2 ^o série	IPCA	300.410	334.297	9.000	IPCA + 5,75%	AAA.br	mai/2022	Abr/2032	8 ^o , 9 ^o e 10 ^o ano	2
	13 ^o Debêntures	3 ^o série	IPCA	318.807	355.442	9.716	IPCA + 5,85%	AAA.br	mai/2022	Abr/2037	13 ^o , 14 ^o e 15 ^o ano	2
	14 ^o Debêntures	1 ^o série	IPCA	327.835	347.760	895	IPCA + 5,8741%	AAA(br)	set/2023	Set/2033	Bullet	2
	14 ^o Debêntures	2 ^o série	IPCA	86.261	83.450	243	IPCA + 5,0653%	AAA(br)	set/2023	Set/2035	Bullet	2
	14 ^o Debêntures	3 ^o série	IPCA	385.904	411.294	1.122	IPCA + 6,2709%	AAA(br)	set/2023	Set/2038	13 ^o , 14 ^o e 15 ^o ano	2
	15 ^o Debêntures	1 ^o série	CDI	1.000.000	993.660	6.357	CDI + 0,63%	AAA(br)	abr/2024	Mai/2028	Bullet	2
	15 ^o Debêntures	2 ^o série	IGP-M	300.000	312.229	791	IGP-M + 5,8438%	AAA(br)	abr/2024	Mai/2034	8 ^o , 9 ^o e 10 ^o ano	2
	16 ^o Debêntures	Única	CDI	400.000	398.997	2.529	CDI + 0,55%	AAA(br)	set/2024	Set/2031	6 ^o e 7 ^o ano	2
	17 ^o Debêntures	Única	IPCA	650.000	645.038	32.921	IPCA + 7,1690%	AAA.br	jan/2025	Jan/2040	13 ^o , 14 ^o e 15 ^o ano	2
	18 ^o Debêntures	1 ^o série	IPCA	400.000	389.740	3.881	IPCA + 7,1949%	AAA.br	jul/2025	Jun/2032	6 ^o e 7 ^o ano	2
	18 ^o Debêntures	2 ^o série	IPCA	400.000	389.740	3.289	IPCA + 7,0564%	AAA.br	jul/2025	jul/2035	8 ^o , 9 ^o e 10 ^o ano	2
	SWAP 1 ^o Série da 6 ^o emissão (BR Partners)	Única	IPCA	100.000	130.801	0	IPCA + 3,959%	-	ago/2019	Mai/2026	Bullet	2
	SWAP 1 ^o Série da 6 ^o emissão (Santander)	Única	IPCA	100.000	130.802	0	IPCA + 3,959%	-	ago/2019	Mai/2026	Bullet	2
	SWAP 1 ^o Série da 6 ^o emissão (Itaú)	Única	IPCA	50.000	65.345	0	IPCA + 3,9496	-	set/2019	Mai/2026	Bullet	2
	SWAP 1 ^o Série da 6 ^o emissão (BR Partners)	Única	IPCA	50.000	65.254	0	IPCA + 3,9196	-	set/2019	Mai/2026	Bullet	2
	SWAP 1 ^o Série da 6 ^o emissão (Santander)	Única	IPCA	50.000	65.041	0	IPCA + 3,6696	-	set/2019	Mai/2026	Bullet	2
	SWAP 1 ^o Série da 6 ^o emissão (ABC)	Única	IPCA	50.000	65.040	0	IPCA + 3,5596	-	set/2019	Mai/2026	Bullet	2
	SWAP 18 ^o Emissão	1 ^o série	CDI	400.000	7.191	0	CDI + 0,7306%	-	jul/2025	jul/2032	Anual	2
	SWAP 18 ^o Emissão	2 ^o série	CDI	400.000	7.745	0	CDI + 0,7862%	-	jul/2025	jul/2035	Anual	2
	Non-Deliverable Forward (NDF)	Única	-	142.619	-4.883	-	-	-	Jul/2023	Abr/2026	Bullet	-
Janaúba	1 ^o Debêntures	Única	IPCA	224.000	228.234	2.245	IPCA + 4,5%	-	fev/2019	Jul/2033	Semestral	2
Janaúba	2 ^o Debêntures	Única	IPCA	575.000	876.362	12.721	IPCA + 4,8295%	-	dez/2019	Dez/2044	Anual	2
Lagoa Nova	Financiamento BNB	Única	IPCA	62.750	42.428	1.665	IPCA + 2,109%	-	jan/2019	Mai/2038	Mensal	12
EATE	10 ^o Debêntures	Única	CDI	110.000	54.882	3.656	CDI + 1,8%	-	mai/2022	May/2027	4 ^o e 5 ^o ano	2
	11 ^o Debêntures	Única	CDI	310.000	154.584	1.535	CDI + 1,65%	-	dez/2023	Dez/2028	3 ^o , 4 ^o e 5 ^o ano	12
	12 ^o Debêntures	Única	CDI	255.000	127.051	1.201	CDI + 0,89%	-	set/2024	Set/2029	4 ^o e 5 ^o ano	1
	13 ^o Debêntures	1 ^o série	CDI	87.000	43.371	1.821	CDI + 0,67%	-	jun/2025	Jun/2030	3 ^o , 4 ^o e 5 ^o ano	2
EBTE	3 ^o Debêntures	Única	CDI	25.000	33.447	2.229	CDI + 1,8%	-	abr/2021	May/2027	4 ^o e 5 ^o ano	2
	4 ^o Debêntures	Única	CDI	83.000	61.612	2.588	CDI + 0,67%	-	jun/2025	Jun/2030	4 ^o e 5 ^o ano	2
EDTE	2 ^o Debêntures	Única	IPCA	50.000	125.730	58.946	IPCA + 5,29%	-	jun/2025	Dez/2028	Semestral	2
	7 ^o Debêntures	Única	CDI	60.000	11.432	762	CDI + 1,8%	-	mai/2022	Mai/2027	4 ^o e 5 ^o ano	2
ECTE	8 ^o Debêntures	Única	CDI	194.580	35.834	339	CDI + 0,89%	-	set/2024	Set/2029	Trimestral	4
	9 ^o Debêntures	Única	CDI	50.000	9.500	400	CDI + 0,67%	-	jun/2025	Jun/2030	1 ^o , 2 ^o , 3 ^o e 5 ^o ano	2
ENTE	5 ^o Debêntures	Única	CDI	631.628	14.958	997	CDI + 1,8%	-	dez/2019	Mai/2027	4 ^o e 5 ^o ano	2
	6 ^o Debêntures	Única	CDI	30.000	24.915	248	CDI + 1,65%	-	mai/2022	Dez/2028	3 ^o , 4 ^o e 5 ^o ano	12
ETEP	7 ^o Debêntures	Única	CDI	50.000	23.381	138	CDI + 0,89%	-	dez/2023	Set/2029	4 ^o e 5 ^o ano	2
	4 ^o Debêntures	Única	CDI	47.000	12.488	981	CDI + 1,9%	-	set/2024	Abr/2026	4 ^o e 5 ^o ano	2
ESTE	5 ^o Debêntures	Única	CDI	25.000	17.452	1.163	CDI + 1,8%	-	abr/2021	Mai/2027	4 ^o e 5 ^o ano	2
	6 ^o Debêntures	Única	CDI	35.000	48.799	462	CDI + 0,89%	-	mai/2022	Set/2029	4 ^o e 5 ^o ano	2
TRANSIRAPÉ	1 ^o Debêntures	Única	IPCA	254.363	306.194	6.276	IPCA + 4,5%	-	dez/2018	Dez/2044	Semestral	2
	BDMG	Única	pré-fix	1.824	928	83	TJLP + 3,5%	-	out/2014	Out/2029	Mensal	12
IVAI	3 ^o Debêntures	Única	CDI	25.000	13.491	1.060	CDI + 1,9%	-	abr/2021	Abr/2026	4 ^o e 5 ^o ano	2
	1 ^o Debêntures	Única	IPCA	2.364.612	1.160.418	14.797	IPCA + 4,9982%	-	dez/2019	Dez/2043	Semestral	2
AIMORÉS	1 ^o Debêntures	1 ^o série	CDI	201.000	100.264	3.979	CDI + 0,50%	-	jun/2025	Jun/2030	6 ^o e 7 ^o ano	2
	1 ^o Debêntures	2 ^o série	CDI	49.000	24.264	976	CDI + 0,55%	-	jun/2025	Jun/2032	6 ^o e 7 ^o ano	2
PARAGUAÇU	1 ^o Debêntures	1 ^o série	CDI	364.000	181.601	7.205	CDI + 0,50%	-	jun/2025	Jun/2030	Bullet	2
	1 ^o Debêntures	2 ^o série	CDI	86.000	42.601	1.713	CDI + 0,55%	-	jun/2025	Jun/2032	6 ^o e 7 ^o ano	2
Total												
12.985.235												
343.344												

Fonte: TAESA (2025b)

5.7 Investimentos em *CAPEX*

Até o terceiro trimestre de 2025, a Companhia, suas controladas, investidas em conjunto e coligadas investiram o total de R\$ 1.297 milhões, referentes aos empreendimentos em implantação (TAESA, 2025b). Conforme apresentado no Gráfico 5, a TAESA projeta investir até R\$ 2,6 bilhões até 2027, em 4 projetos *greenfield* - ATE, ATE III e São Pedro (2) - e 5 reforços de grande porte - Saíra, Tangará, Ananaí e Juruá (TAESA, 2025c).

Gráfico 5 - Curva de *CAPEX* esperada (R\$ bilhões)



Fonte: TAESA (2025c)

Foram considerados os limites superiores da curva de *CAPEX* esperada para a composição do modelo. A partir de 2028, já que o modelo não incorpora a aquisição de novas concessões, adotou-se um *CAPEX* equivalente a 5% da Receita Operacional Líquida, refletindo um nível recorrente de investimentos compatível com as necessidades de operação e manutenção (O&M) da TAESA, Tabela 25. Esse percentual busca capturar o esforço mínimo necessário para manter o desempenho operacional, a disponibilidade das linhas e subestações, a confiabilidade dos ativos e o cumprimento dos requisitos regulatórios de manutenção.

Tabela 25 - *CAPEX* projetado (R\$ milhares)

	2025	2026	2027	2028	2029	...	2055
CAPEX	1.800.000	600.000	200.000	161.303	170.288		83.349

Fonte: Dados da pesquisa

5.8 Imposto De Renda, Contribuição Social Sobre Lucro Líquido E Dividendos

As concessionárias estão sujeitas a regimes fiscais distintos e, em alguns casos, beneficiadas por incentivos regionais relevantes, como Sudene e Sudam, que reduzem substancialmente a carga tributária consolidada. Essa heterogeneidade faz com que a taxa efetiva de IR/CSLL oscile significativamente ao longo dos anos, como evidenciado na Tabela 26. Diante dessa volatilidade, foi utilizada a taxa efetiva de 10,53% a.a, abordagem mais conservadora, alinhada às particularidades fiscais da TAESA.

Tabela 26 - IR e CSLL - real (R\$ milhares)

DRE	2021	2022	2023	2024	3T25
RESULTADO ANTES DOS TRIBUTOS SOBRE O LUCRO	578.077	1.077.140	1.195.976	997.603	768.681
Imposto de renda e contribuição social	(60.843)	(28.818)	(102.877)	(6.130)	42.288
% do IR e CSLL sobre resultado	10,53%	2,68%	8,60%	0,61%	-5,50%

Fonte: Dados da pesquisa

5.9 Variação Do Capital De Giro

A análise da variação do capital de giro teve início com a avaliação dos saldos históricos apresentados na Tabela 27, que reúne os valores de ativos circulantes e passivos circulantes entre 2021 e o terceiro trimestre de 2025. Esse levantamento permitiu observar a evolução e a consistência do capital de giro ao longo dos exercícios completos.

Tabela 27 - Capital de giro - real (R\$ milhares)

Balanço	2021	2022	2023	2024	3T25
Ativo					
Caixa e equivalentes de Caixa	384.824	1.083.174	1.306.121	750.976	609.905
Títulos e valores mobiliários	-	-	-	-	463.299
Clientes	212.069	202.942	282.010	233.326	325.605
Ativo Contratual	-	-	-	-	-
Impostos e contribuições sociais	160.897	244.886	295.557	305.244	163.390
Estoque	15.308	16.598	11	-	-
Prêmio de opção e compra	11.000	11.000	-	-	-
Instrumentos financeiros derivativos	-	-	-	72.443	2.122
Estoques				17.435	39.826
Dividendos a Receber	208	128.081	17.173	106.368	6.980
Outros Ativos Circulantes	41.138	40.767	50.814	59.647	171.580
Total do Ativo Circulante	814.455	1.716.459	1.951.686	1.545.439	1.782.707
Passivo					
Fornecedores	131.622	133.728	170.505	199.273	296.836
Impostos e contribuições sociais	58.894	38.967	49.200	69.574	77.923
Empréstimos e financiamentos	15.672	11.970	11.578	443.953	4.781
Debêntures	933.841	622.764	1.142.184	1.038.150	1.067.386
Passivo de Arrendamento	-	-	-	-	-
Instrumentos financeiros derivativos-swap	-	-	160	-	-
Dividendos a pagar	147.048	26.105	228.083	511.965	379.039
Taxas regulamentares	51.679	62.068	51.079	45.048	51.190
Diferencial de swap a pagar	-	-	-	-	-
Outras contas a pagar	69.841	76.932	89.158	144.603	145.891
Total do Passivo Circulante	1.408.597	972.534	1.741.947	2.452.566	2.023.046
Capital de Giro	102.068	176.900	268.439	157.154	128.561

Fonte: Dados da pesquisa

Em seguida, procedeu-se à comparação entre o capital de giro e a receita operacional líquida, conforme demonstrado na Tabela 28, de modo a mensurar a representatividade dessa conta em relação à geração operacional da companhia. Para essa comparação, foi adotado um critério metodológico importante: o 3T25 não foi considerado no cálculo da relação entre capital de giro e ROL. Isso porque a receita acumulada até o terceiro trimestre não representa o desempenho integral do exercício, o que poderia distorcer a proporção histórica e comprometer a consistência da métrica.

Assim, optou-se por utilizar apenas exercícios anuais completos para calcular o percentual médio. Com base nos dados obtidos, optou-se utilizar a média histórica do capital de giro como percentual da ROL, equivalente a 7,83%.

Tabela 28 - Capital de giro sobre a receita operacional líquida (%)

	2021	2022	2023	2024
Capital de Giro	102.068	176.900	268.439	157.154
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	1.837.140	2.228.181	2.429.687	2.329.070
% sobre receita operacional líquida	5,56%	7,94%	11,05%	6,75%

Fonte: Dados da pesquisa

A projeção do capital de giro e de sua variação está apresentada na Tabela 29, que evidencia o comportamento desse componente ao longo do horizonte do modelo. A variação representa a diferença entre os saldos projetados de cada exercício, essencial para a apuração do fluxo de caixa livre da firma.

Tabela 29 - Variação do capital

	2025	2026	2027	2028	2029	...	2055
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	2.582.286	2.714.596	2.950.442	3.226.065	3.405.760		1.666.988
Capital de Giro	202.064	212.417	230.872	252.440	266.501		130.442
Variação do Capital de Giro	44.909	10.353	18.455	21.567	14.061		5.176

Fonte: Dados da pesquisa

5.10 Cálculo Do Ke E WACC

Para a obtenção do Ke, foram utilizadas as seguintes premissas:

- Taxa de retorno livre de risco (R_f): Tendo em vista que o modelo foi projetado até 2055, a taxa utilizada é a mesma da Letra do Tesouro Nacional (LTN) com o vencimento mais tardio, em 2035, de 13,63% (Tesouro Direto, 2025).
- Risco sistemático (β): O beta utilizado no modelo é de 0,67, valor em um ano calculado semanalmente utilizando os retornos diários (QuantBrasil, 2025).
- Prêmio de mercado (p_m): O prêmio utilizado no modelo é de 7,56%, extraído do submódulo 9.8 do Procedimento de Regulação Tarifária (PRORET) da ANEEL, que trata da metodologia de cálculo da RAP dos leilões de concessão de transmissão de energia elétrica (ANEEL, 2022).

$$k_e = 0,1363 + 0,67 \cdot [0,0756] = 18,70\%$$

$$k_e = 0,1870$$

O valor encontrado para o custo de capital próprio da TAESA é de 18,70%.

Para o cálculo do *WACC*, foram utilizados os valores do patrimônio líquido (E), dívida bruta (D) e custo da dívida (k_d) obtidos no item 5.6, além da taxa de imposto de renda obtido no item 5.8.

$$WACC = 0,1002 \cdot 0,1870 + 0,8998 \cdot 0,1190 \cdot (1 - 0,1053) = 11,45\%$$

$$WACC = 0,1145$$

O valor encontrado para o custo médio ponderado de capital próprio da TAESA é de 11,45%.

5.11 Fluxo De Caixa Livre Da Firma E Valor Terminal

As projeções do fluxo de caixa foram realizadas com base no modelo de fluxo de caixa livre para a firma (*FCFF*), conforme a Tabela 30.

- a) *EBIT*: A linha do é composta pelo resultado operacional antes do resultado financeiro da TAESA, apresentado no item 5.4, e de suas participadas (ETAU, TBE, Aimorés, Paraguaçu e Ivaí), item 5.5.
- b) Taxa de Imposto de Renda: Foi utilizada a alíquota de 10,53% a.a, conforme explanado no item 5.8.
- c) Depreciação e amortização: Valores apresentados no item 5.4.
- d) *CAPEX*: Valores apresentados no item 5.7.
- e) Variação do capital de giro: Diferença entre o capital de giro do ano “n” e do ano “n-1”. Valores apresentados no item 5.9.

Tabela 30 - Fluxo de caixa livre da firma (FCFF)

	2025	2026	2027	2028	2029	...	2055
EBIT	2.559.698	2.683.735	2.879.868	3.116.546	3.277.890		1.626.555
Taxa de Imposto de Renda	(269.536)	(282.597)	(303.250)	(328.172)	(345.162)		(171.276)
NOPAT	2.290.162	2.401.138	2.576.618	2.788.374	2.932.728		1.455.278
Depreciação e Amortização	380.413	399.905	434.649	475.252	501.724		245.575
CAPEX	(1.800.000)	(600.000)	(200.000)	(161.303)	(170.288)		(83.349)
Variação do Capital de Giro	(44.909)	(10.353)	(18.455)	(21.567)	(14.061)		5.176
Fluxo de Caixa Livre da Firma	825.666	2.190.689	2.792.812	3.080.755	3.250.103		1.622.680

Fonte: Dados da pesquisa

O valor terminal foi calculado atribuindo uma taxa de crescimento de 3,5%, projeção do IPCA do Banco Central do Brasil com o maior horizonte de tempo, em 2028, conforme o item 5.1. O valor da perpetuidade é representado no ano em que se utilizou o *FCFF* como referência, neste caso, 2055 (Tabela 31).

Tabela 31 - Valor terminal

	2025	2026	2027	2028	2029	...	2055
Fluxo de Caixa Livre da Firma	825.666	2.190.689	2.792.812	3.080.755	3.250.103		1.622.680
Valor terminal	-	-	-	-	-	-	21.117.444

Fonte: Dados da pesquisa

5.12 Valor Da Empresa, Patrimonial E Preço Justo Da Ação

A partir do *WACC* apresentado no item 5.10, foi calculado o valor presente de cada fluxo de caixa livre e do valor terminal, conforme a Tabela 32.

Tabela 32 - Valor presente dos fluxos de caixa

	2025	2026	2027	2028	2029	...	2055
Fluxo de Caixa Livre da Firma	825.666	2.190.689	2.792.812	3.080.755	3.250.103		1.622.680
Valor terminal	-	-	-	-	-	-	21.117.444
Valor presente - Fluxo de Caixa Livre da Firma	803.584	1.913.004	2.188.190	2.165.752	2.050.014		61.053
Valor presente - Valor terminal	-	-	-	-	-	-	794.536

Fonte: Dados da pesquisa

O fluxo de caixa descontado, soma dos valores presente dos fluxos de caixa, apresentados no item 5.11, resulta no valor da empresa (*Enterprise Value*). Subtraindo o valor da dívida líquida, resulta no valor patrimonial (*Equity Value*). Para calcular o preço justo da ação é necessário dividir o valor patrimonial pela quantidade de ações

negociadas na bolsa, 1.033.296,721. Visto que a *Unit* TAE11 equivale a uma ação ordinária (TAEE3) e duas ações preferenciais (TAEE4), e a TAEE3 e TAEE4 possuem praticamente o mesmo valor de mercado, o valor justo da TAE11 foi obtido da seguinte forma:

$$TAE11 = \frac{Equity\ Value}{Nº\ de\ ações} \cdot 3$$

Conforme explanado no início deste capítulo, foi estabelecida a premissa de queda da Receita Anual Permitida ao final das concessões, estimando-se uma faixa de queda. Este trabalho realizou as projeções para o limite superior, queda de 80% (cenário 1), e inferior, queda de 85% (cenário 2), da faixa definida. Os resultados obtidos estão apresentados na Tabela 33.

Tabela 33 - Valor justo TAE11

	Cenário 1	Cenário 2
Valor da empresa	23.146.519.074,84	22.308.034.628,09
Valor patrimonial	13.800.509.632,15	12.962.025.185,41
Nº de ações		1.033.496.721
Valor justo TAE11	40,06	37,63

Fonte: Dados da pesquisa

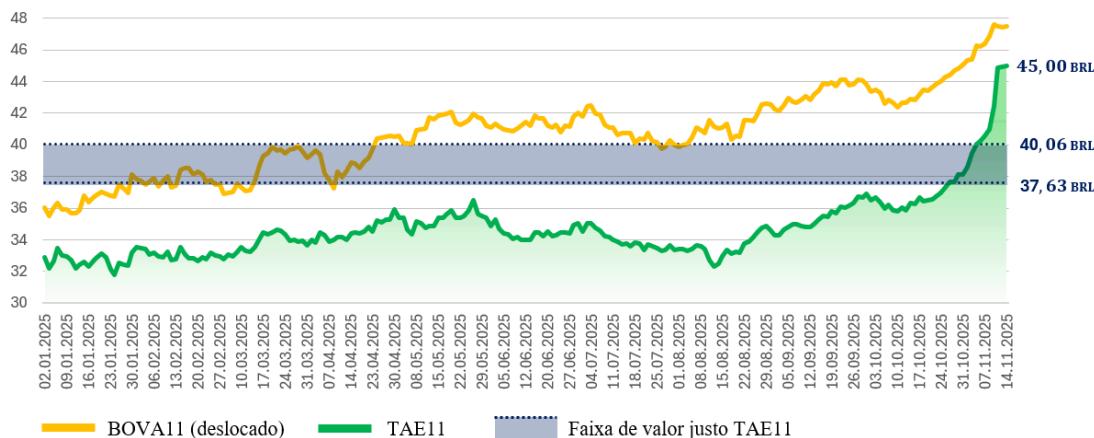
5.13 Análise Do Mercado

A partir de uma avaliação do comportamento da *Unit* TAE11 ao longo de 2025, observa-se que as ações da TAESA foram negociadas, na maior parte do período, abaixo da faixa de valor justo estimada neste trabalho, o que indica uma tendência persistente de subvalorização. Esse descolamento entre preço de mercado e valor intrínseco é particularmente evidente no Gráfico 6, no qual a trajetória da TAE11 se mantém abaixo do intervalo de valor justo - situado entre R\$37,63 e R\$40,06 - até o último trimestre do ano.

Contudo, na data de elaboração desta análise, o preço da *Unit* alcançou R\$45,00, ultrapassando o limite superior da faixa calculada. Esse movimento sugere uma possível sobrevalorização de curto prazo, especialmente quando comparado ao comportamento histórico da ação ao longo de 2025. Ainda assim, essa virada não ocorreu de forma isolada: ao observar o BOVA11 (deslocado para fins comparativos), torna-se claro que o

ativo passou a refletir de forma mais intensa o forte movimento de valorização do mercado brasileiro no segundo semestre.

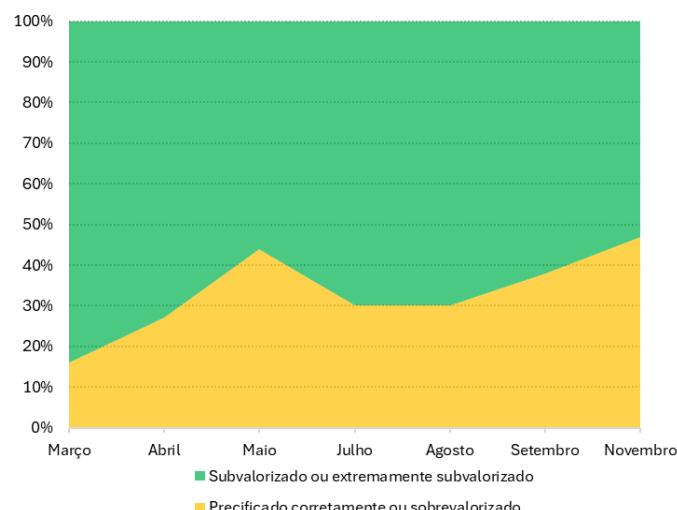
Gráfico 6 - Comparativo BOVA11, TAE11 e faixa de valor justo



Fonte: Elaboração própria a partir de *INVESTING*, TAE11 e BOVA11 dados históricos

Esse alinhamento é consistente com o cenário macro apresentado no Gráfico 7, que compila pesquisas realizadas com gestores de investimento ao longo do ano - como as conduzidas pelo BTG Pactual (2025). Os resultados indicam que, entre março e junho, a percepção predominante era de que o Ibovespa estava subvalorizado, com grande parte dos respondentes classificando o mercado como “subvalorizado ou extremamente subvalorizado”. Essa leitura contribui para explicar por que a TAESA, mesmo tradicionalmente vista como um ativo defensivo, também apresentou preços deprimidos no primeiro semestre.

Gráfico 7 - Sentimento dos Gestores em relação ao Ibovespa



Fonte: Elaboração própria a partir de BTG PACTUAL, Pesquisa de Sentimento do Investidor

A partir de agosto, contudo, o sentimento se torna mais otimista, e o mercado inicia uma trajetória acentuada de valorização. Nesse ambiente, o Ibovespa registra 15 altas consecutivas e rompe recordes históricos (VALOR ECONÔMICO, 2025), o que impulsionou diversos ativos - inclusive os de setores mais estáveis, como o de transmissão de energia. Como resultado, a *Unit* TAE11 apresenta uma valorização expressiva de aproximadamente 35% entre agosto e novembro, rompendo, pela primeira vez no ano, o teto do intervalo de valor justo.

6 CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo determinar o valor intrínseco das ações da TAESA, negociadas no mercado brasileiro, a fim de verificar se a cotação atual reflete o preço estimado por meio do Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Esse método se baseia em premissas derivadas do desempenho histórico da companhia, de seu plano estratégico, das particularidades do setor elétrico e de variáveis macroeconômicas relevantes.

Para a projeção das demonstrações financeiras, foram adotadas premissas fundamentadas nos comportamentos financeiros observados nos últimos cinco anos, bem como nas diretrizes estratégicas definidas pela própria empresa. Além disso, analisou-se o funcionamento do sistema de transmissão de energia, considerando o amplo conjunto de regulamentações, prazos e normas contábeis que as transmissoras precisam seguir.

A principal complexidade da construção do modelo está em selecionar e calibrar adequadamente as premissas, de modo a projetar fluxos de caixa que representem com fidelidade a realidade operacional da TAESA, minimizando possíveis distorções. Por essa razão, optou-se por realizar projeções para dois cenários relacionados ao término das concessões.

Os resultados obtidos pelo modelo de Fluxo de Caixa Descontado indicam um intervalo de valor justo situado entre R\$37,63 e R\$40,06 por ação, patamar este inferior à cotação de mercado de R\$45,00 observada no encerramento desta análise. Essa divergência, contudo, não deve ser interpretada apenas como uma sobrevalorização, mas também sob a ótica da percepção de risco do mercado.

A TAESA consolidou-se como um pilar de robustez no setor elétrico nacional, sustentada por vantagens competitivas claras, alta previsibilidade de receita e eficiência operacional. O histórico consistente de distribuição de proveitos confere à companhia o status de ativo defensivo, levando o mercado a atribuir-lhe um prêmio de qualidade. Frequentemente, investidores aceitam pagar um ágio pela segurança e pela resiliência do fluxo de caixa da empresa, especificando-a acima do valor intrínseco projetado em modelos conservadores, especialmente em cenários de incerteza econômica.

Ressalta-se, no entanto, que o exercício de Valuation não é uma ciência exata, sendo inherentemente sensível às premissas adotadas. O valor justo é uma estimativa dinâmica, sujeita à volatilidade de variáveis macroeconômicas - como a curva de juros

futura e índices inflacionários - e a alterações no marco regulatório ou governamental. Portanto, a modelagem reflete uma fotografia fundamentada do valor da empresa sob condições específicas, e não uma previsão imutável de preço.

Em suma, este trabalho ratifica a utilidade do método do Fluxo de Caixa Descontado como ferramenta central para a disciplina de investimentos. Mais do que determinar um preço-alvo definitivo, o modelo oferece uma âncora racional para a tomada de decisão, permitindo ao analista discernir quanto do preço de mercado deriva dos fundamentos operacionais do negócio e quanto provém das expectativas e do sentimento dos investidores

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA (ANEEL). Procedimentos de Regulação Tarifária (PRORET): Submódulo 9.1 - Revisão Periódica das Receitas das Concessionárias de Transmissão. Brasília: ANEEL, 2024.

AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA (ANEEL). Resolução Normativa Nº 1.003, de 3 de outubro de 2022. Aprova a estrutura e os Submódulos dos Procedimentos de Regulação Tarifária - PRORET, e consolida a regulamentação acerca dos processos. Brasília: ANEEL, 2022. Disponível em: <https://www2.aneel.gov.br/cedoc/ren20221003.pdf>. Acesso em: 17 nov. 2025.

ASSAF NETO, Alexandre. Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de mercado Focus. Brasília: BCB, 2025. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/focus>. Acesso em: 15 nov. 2025.

BRASIL. Ministério de Minas e Energia. Conheça as instituições do setor elétrico brasileiro e as competências de cada uma. Disponível em: <https://www.gov.br/mme/pt-br/assuntos/noticias/conheca-as-instituicoes-do-setor-eletro-brasileiro-e-as-competencias-de-cada-uma>. Acesso em: 15 nov. 2025.

BTG PACTUAL. Research. Disponível em: <https://content.btgpactual.com/research/home>. Acesso em: 18 nov. 2025.

CASTRO BARROS Advogados. As renovações dos contratos de concessão de transmissão de energia elétrica. Disponível em: <https://castrobarros.com.br/artigos/as-renovacoes-dos-contratos-de-concessao-de-transmissao-de-energia-eletrica/>. Acesso em: 16 nov. 2025.

CASTRO, N. J. de; MARTINI, R.; BRANDÃO, R.; LUDOVIQUE, C. A evolução da regulação do setor elétrico brasileiro. Texto para Discussão do Grupo de Estudos do Setor Elétrico (GESEL), Rio de Janeiro, n. 84, 2018.

CGEE - CENTRO DE GESTÃO E ESTUDOS ESTRATÉGICOS. Redes Elétricas Inteligentes: contexto nacional. Série Documentos Técnicos. n°16. Brasília: CGEE, 2012.

CODOSERO RODAS, J. M.; NARANJO GÓMEZ, J. M.; CASTANHO, R. A.; CABEZAS, J. Land valuation sustainable model of urban planning development: a case study in Badajoz, Spain. *Sustainability*, v. 10, n. 1450, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.3390/su10051450>.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Avaliação de empresas: valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. 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, 2002.

DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New Jersey: Wiley Finance, 2012.

ELBANNAN, Mona. The Capital Asset Pricing Model: An Overview of the Theory. *International Journal of Economics and Finance*, v. 7, p. 216-216, 2014. DOI: 10.5539/ijef.v7nlp216.

EMPRESA DE PESQUISA ENERGÉTICA (EPE). Balanço Energético Nacional 2024: Relatório Síntese, ano base 2023. Rio de Janeiro: EPE, 2024. Disponível em: <https://www.epe.gov.br>. Acesso em: 15 nov. 2025.

EMPRESA DE PESQUISA ENERGÉTICA (EPE). Plano Decenal de Expansão de Energia 2034. Rio de Janeiro: EPE, 2025. Disponível em: <https://www.epe.gov.br>. Acesso em: 10 nov. 2025. (2025a).

EMPRESA DE PESQUISA ENERGÉTICA (EPE). Consumo de energia elétrica. Disponível em:

<https://www.epe.gov.br/pt/publicacoes-dados-abertos/publicacoes/consumo-de-energia-eletrica>. Acesso em: 10 nov. 2025. (2025b).

FITCH RATINGS. Fitch atribui rating ‘AAA(bra)’ à proposta de 18^a emissão de debêntures da TAESA. Rio de Janeiro, 02 jul. 2025. Disponível em: <https://www.fitchratings.com>. Acesso em: 16 nov. 2025.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). Estatísticas do século XX. Rio de Janeiro. Disponível em: <https://seculoxx.ibge.gov.br/economicas/contas-nacionais>. Acesso em: 13 nov. 2025.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Ipeadata. Brasília. Disponível em: <https://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em: 13 nov. 2025.

INVESTING.COM BRASIL. Investing.com Brasil Finanças, Câmbio e Investimentos. Disponível em: <https://br.investing.com/>. Acesso em: 14 nov. 2025.

KANARYAN, N. K.; CHUKNYISKY, P.; KASAROVA, V. The cost of equity estimation in emerging Europe: the case of Bulgarian REITs. Journal of Property Investment & Finance, v. 33, n. 6, p. 517-529, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/JPIF-05-2015-0028>.

KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 7. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2020.

MOODY'S LOCAL BRASIL. Moody's Local Brasil atribui rating AAA.br à proposta da 19^a emissão de debêntures da TAESA. São Paulo, 10 out. 2025. Disponível em: <https://moodysllocal.com.br>. Acesso em: 16 nov. 2025.

NENKOV, D.; HRISTOZOV, Y. DCF valuation of companies: exploring the interrelation between revenue and operating expenditures. Economic Alternatives, v. 28, n. 4, p. 626-646, 2022.

OPERADOR NACIONAL DO SISTEMA ELÉTRICO (ONS). História da operação do Sistema Interligado Nacional - Volume 1. Rio de Janeiro: Centro da Memória da Eletricidade no Brasil, 2003. Disponível em: <https://www.ons.org.br>. Acesso em: 15 nov. 2025.

OPERADOR NACIONAL DO SISTEMA ELÉTRICO (ONS). O Sistema Interligado Nacional. Rio de Janeiro: ONS, 2024. Disponível em: <http://www.ons.org.br>. Acesso em: 21 nov. 2025.

QUANTBRASIL. Ferramenta “Beta - dos Ativos da Bolsa”. Disponível em: <https://quantbrasil.com.br/beta/>. Acesso em: 17 nov. 2025.

TAESA. Release de Resultados 3º trimestre de 2025. Disponível em: <https://ri.taesa.com.br/>. Acesso em: 17 nov. 2025. (2025a).

TAESA. Tabela do Release de Resultados - 3º trimestre de 2025. Disponível em: <https://ri.taesa.com.br/>. Acesso em: 17 nov. 2025. (2025b).

TAESA. Apresentação de Resultados - 3º trimestre de 2025. Disponível em: <https://ri.taesa.com.br/>. Acesso em: 17 nov. 2025. (2025c).

TAESA. Nossa História. Disponível em: <https://institucional.taesa.com.br/a-companhia/nossa-historia/>. Acesso em: 17 nov. 2025. (2025d).

TAESA. Concessões. Disponível em: <https://ri.taesa.com.br/sobre-a-taesa/concessoes/>. Acesso em: 21 nov. 2025. (2025e).

TAESA. Contabilidade no Setor de Transmissão. Disponível em: <https://ri.taesa.com.br/sobre-a-taesa/concessoes/>. Acesso em: 20 nov. 2025. (2025f).

TESOURO DIRETO. Portal oficial do Tesouro Direto. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/>. Acesso em: 17 nov. 2025.

TOLMASQUIM, Mauricio Tiomno. Novo modelo do setor elétrico brasileiro. Rio de Janeiro: Synergia, 2011.

TRUNK, A.; STUBELJ, I. The financial-economic crisis and value of equity capital: a case study of Slovenian public limited companies 2006-2011. *Expert Systems with Applications*, v. 40, n. 18, p. 7562-7570, 2013.

VALOR ECONÔMICO. Ibovespa emenda 15 altas e renova recordes históricos com fluxo estrangeiro. São Paulo, 2025. Disponível em: <https://valor.globo.com/>. Acesso em: 17 nov. 2025.

VEIGA, D. S.; FONSECA, V. M. Análise do consumo de energia elétrica no Brasil. 2002. TCC (Graduação) – Curso de Estatística, Escola Nacional de Ciências e Estatística, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas, Rio de Janeiro, 2002.