

Analista: Matias Dieterich  
 Tel: (55 51) 3327-9864  
 matias@solidus.com.br

Preço Atual: 55,75  
 Preço Alvo: 64,50

Em R\$ milhões	2005	2004
Receita Líquida	1.219	981
Ebit	880	720
Lucro Líquido	556	292
Patrimônio Líquido	475	458
ROE	121,4%	65,9%

**INDICADORES**

Código	GETI4
Cotação	55,75
Min-Max (52 sem) em R\$	37,39 – 61,00
P/VPA	8,5x
P/L	8,7x
Vlr. Merc. (R\$ mi)	5.314
FV/Ebitda	6,3x



Usina	Energia Assegurada (Média de MW)	Capacidade Total Instalada (MW)
Barra Bonita	45	141
Bariri	66	143
Ibitinga	74	132
Promissão	104	264
Nova Avanhandava	139	347
Água Vermelha	746	1396
Caconde	33	80
Euclides da Cunha	49	109
Limoeiro	15	32
Mogi Guaçu	4	7
<b>Total</b>	<b>1.275</b>	<b>2.651</b>

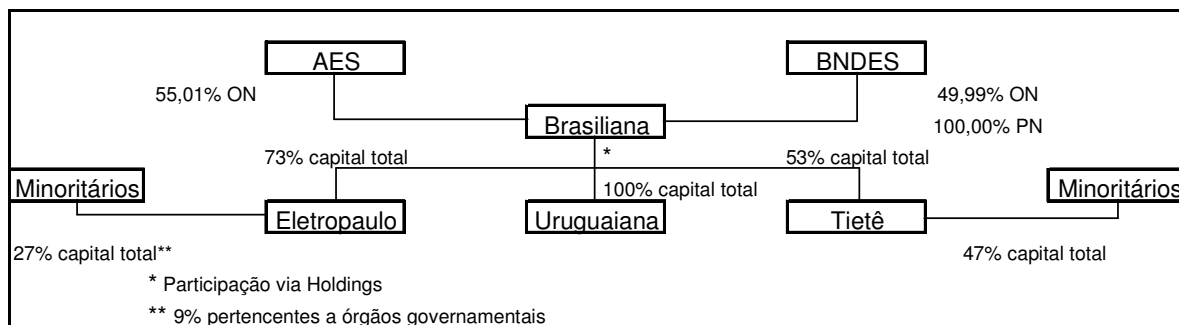
**HIGHLIGHTS:**

- A AES Tietê é uma geradora de energia elétrica e tem um parque gerador composto por 10 hidrelétricas. A capacidade instalada é de 2.651MW e a energia assegurada é de 1.275MW.
- Atualmente, a AES Tietê é controlada pela Brasileira, holding formada pela AES Corp e o BNDES, sendo que a AES Corp possui 50,01% das ações ordinárias.
- Desde janeiro de 2006 toda energia assegurada é vendida através de contrato bilateral com a AES Eletropaulo. O preço contratado está atualmente em R\$132,73/MWh.
- Em 2005 a AES Tietê comercializou 11,1 mil GWh de energia, gerando uma receita líquida de R\$1,218 bilhão, um Ebitda de R\$944 milhões e um lucro líquido de R\$556 milhões.
- A AES Tietê tem se destacado nos últimos anos por ser uma ótima pagadora de dividendos, fato este que em nossa opinião deve permanecer.

**A EMPRESA:**

Em 1999 o grupo AES Corporation adquiriu a AES Tietê (na época denominada Companhia de Geração de Energia Elétrica Tietê), criada da cisão da CESP para privatização. A AES Tietê (código GETI3 e GETI4 na Bovespa) é uma geradora de energia elétrica e tem um parque gerador composto por 10 hidrelétricas, todas no estado de São Paulo. O contrato de concessão tem duração de 30 anos e encerra-se em 2029. A capacidade instalada é de 2.651MW e a energia assegurada é de 1.275MW. A maior hidrelétrica é a UHE Água Vermelha, com capacidade de 1.396MW, ou seja, 53% do total da empresa. No quadro ao lado pode-se observar todas as unidades da companhia.

Atualmente, a AES Tietê é controlada pela Brasileira, holding formada pela AES Corp e o BNDES, sendo que a AES Corp possui 50,01% das ações ordinárias. Mais adiante comentaremos melhor a estrutura societária e possíveis desdobramentos. O organograma abaixo ilustra a estrutura resumida do grupo:



Observa-se que a AES Corp, através da Brasileira, possui outros investimentos no Brasil. A AES Uruçuiana é uma termelétrica construída em 1998, com capacidade instalada de 640MW. Já a AES Eletropaulo, maior distribuidora em faturamento no país, foi adquirida em 1998. Ela atende a cidade de São Paulo e mais de 20 municípios da região metropolitana.

A AES Tietê possuía contratos iniciais com diversas distribuidoras, mas em função do novo modelo do setor elétrico estes foram sendo descontratados na proporção de 25% a cada ano. Desde janeiro de 2006 toda energia assegurada é vendida através de contrato bilateral com a AES Eletropaulo. O preço contratado está atualmente em R\$132,73/MWh e o reajuste ocorre no mês de julho. A tarifa é corrigida pelo IGP-M. Como os contratos antigos tinham uma tarifa bem mais baixa (na faixa de R\$60-75), os resultados operacionais da companhia melhoraram muito ao longo dos últimos anos. O contrato com a Eletropaulo vai até 2015. Em 2005 houve uma oferta pública secundária de ações ON e PN da AES Tietê. Os acionistas vendedores foram o Banco Santander/Banespa e a Nossa Caixa. A oferta totalizou 27 bilhões de ações, equivalente a 28% do capital total. Desde então a liquidez de suas ações apresentou uma melhora significativa. Enquanto em dez/04 o volume negociado com as ações de GETI4 se situava em torno de R\$ 450 mil/dia, atualmente a média gira ao redor de R\$ 3,3 milhões/dia.

## RESULTADOS EM 2005

Em 2005 a AES Tietê comercializou 11,1 mil GWh de energia, gerando uma receita líquida de R\$1,218 bilhão. Cabe lembrar que neste ano a empresa ainda vendia 25% de sua energia via contratos iniciais a preços bem inferiores ao dos contratos bilaterais. Como a partir de 2006 os contratos bilaterais representam 100% das vendas de energia assegurada, a receita deve ser incrementada este ano. Cabe destacar aqui que, além da energia assegurada, a empresa ainda poderá vender energia se solicitado pelo ONS (Operador Nacional do Sistema). O ONS tem como um dos objetivos planejar as operações de geração e transmissão no Brasil. Assim, se uma região do país está com os reservatórios muito baixos, pode-se aumentar a produção em regiões onde os reservatórios estão mais cheios. A remuneração para o despacho desta energia, no entanto, é bem mais baixa que nos contratos bilaterais. O preço deste excedente gira em torno de R\$ 7/MWh.

A margem bruta da empresa foi de 74,4%, comparado aos 76,1% de 2004. Os principais custos da empresa são: energia elétrica comprada para revenda, depreciação, compensação financeira para utilização de recursos hídricos e pessoal.

O Ebitda da empresa totalizou em 2005 o montante de R\$944 milhões, com uma margem Ebitda de 77,5%. A estrutura financeira da empresa está bastante sólida. A única dívida da empresa é com a Eletrobras, herdada na privatização e com vencimento em 2013. O valor desta dívida era de R\$1,5 bilhão em dez/05 e os juros são de 10% a.a. mais IGP-M. Em contrapartida, na mesma data a companhia possuía disponibilidades de R\$795 milhões, a maior parte aplicado em operações com rentabilidade atreladas ao CDI. A dívida líquida da empresa em dez/05 era de R\$675 milhões e a relação dívida líquida/Ebitda girava em torno de 0,7x. O resultado financeiro em 2005 foi negativo em R\$64 milhões.

O lucro líquido no ano foi de R\$556 milhões. Os dividendos pagos referentes ao exercício de 2005 somaram o montante de R\$538 milhões e os investimentos foram de apenas R\$27 milhões.

## **RISCOS**

No momento um risco para a AES Tietê é uma reestruturação dos ativos da AES Corporation no Brasil. Atualmente a holding Brasileira controla estes ativos e a abertura de capital desta empresa poderia servir como uma porta de saída para a participação do BNDES na mesma. Neste caso não se poderia descartar uma migração dos atuais acionistas da AES Tietê e Eletropaulo para os papéis da holding. No entanto, acreditamos que no curto/médio prazo as chances desta reestruturação ocorrer são baixas.

Outro fato para o qual chamamos atenção é o fato de a AES Tietê ter somente um cliente, a Eletropaulo. A venda da energia, no entanto, está garantida por recebíveis da Eletropaulo.

Quando da privatização da AES Tietê, foi estabelecida uma cláusula em que o novo controlador se comprometia a ampliar em 15% o parque gerador da AES Tietê dentro do estado de São Paulo até 2007. Até o momento isto não ocorreu, mas também em função de questões legais. Com o novo Modelo do Setor Elétrico, só podem ser construídas novas hidrelétricas que sejam aprovadas pelo órgão regulador. Além disso, ocorrem leilões para construir as usinas e não há a garantia para a AES Tietê vencer eventuais leilões. Por isto, acreditamos que esta cláusula será renegociada.

## **VANTAGENS**

A AES Tietê tem se destacado nos últimos anos por ser uma ótima pagadora de dividendos, fato este que em nossa opinião deve permanecer. Diversos são os motivos que nos fazem acreditar nisto:

- A AES Tietê possui uma boa estrutura financeira: endividamento baixo, de longo prazo e a custos baixos (IGP-M + 10% a.a)
- Forte geração de caixa (Ebitda de R\$ 944 milhões em 2005)
- Baixa necessidade de investimentos (R\$ 27 milhões em 2005)
- A holding Brasileira necessita dos dividendos para pagamento de obrigações com o BNDES
- Boa disponibilidade de caixa (R\$ 848 mi em mar/2006).

A empresa possui ótimas margens operacionais e conta com um quadro de trabalhadores bastante enxuto. Atua no setor de geração de energia, que apresenta boas perspectivas.

## RECOMENDAÇÃO:

A AES Tietê vem apresentando resultados operacionais muito bons, e em função do contrato bilateral com a Eletropaulo, seu fluxo de caixa é bastante estável e previsível. Projetamos para 2006 um lucro líquido de R\$ 595 milhões, um Ebitda de R\$ R\$ 1.068 milhões e um dividend Yield de 10,6%.

Nossa recomendação para as ações é ATRATIVO e acreditamos ser este um bom papel para aqueles que buscam retorno via dividendos. Nosso preço-alvo para as ações da empresa é R\$ 64,50 para dezembro de 2006.

### Definições das recomendações:

**Compra:** estima-se um alto potencial de valorização para o preço das ações.

**Atrativo:** estima-se um potencial moderado de valorização para o preço das ações.

**Neutro:** estima-se oscilações pouco expressivas para o preço das ações.

**Não Atrativo:** estima-se um potencial de queda para o preço das ações.

### Disclaimer

Nossas indicações são de caráter exclusivamente informativo, expressando opiniões pessoais baseadas em dados fundamentalistas, de forma que não nos responsabilizamos por eventuais perdas de capital do investidor/leitor. Os dados financeiros foram obtidos através de fontes disponíveis no mercado financeiro, sendo que a Solidus se reserva o direito de fazer eventuais correções, sem prévio aviso. O relatório foi elaborado de forma independente e autônomo, inclusive em relação a Solidus SA CCVM.

O analista responsável pelo presente relatório declara que:

- a) As sugestões (recomendações) aqui mencionadas refletem única e exclusivamente opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente e autônoma inclusive em relação a Solidus SA CCVM;
- b) Não mantém vínculo com qualquer pessoa natural que atue no âmbito das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise no relatório divulgado;
- c) A Solidus SA CCVM não possui em suas carteiras administradas quantidade igual ou superior a 1% do capital social da empresa analisada, e não está envolvida na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado;
- d) Não possui quantia igual ou superior a 5% de seu patrimônio pessoal investido em ações da empresa objeto de estudo, e não está envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado;
- e) Não recebe ou recebeu remuneração por serviços prestados ou apresenta relações comerciais com quaisquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo da análise no relatório divulgado, ou pessoa natural ou pessoa jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse desta companhia;
- f) Sua remuneração ou esquema de compensação do qual é integrante não está atrelado às precificações de quaisquer dos valores mobiliários emitidos por companhias analisadas no relatório. O analista esclarece que, assim como outros funcionários da SOLIDUS SA CCVM, recebe bonificações semestrais de acordo com o desempenho da SOLIDUS, mas a sua bonificação está vinculada ao desempenho da Solidus e não com as indicações realizadas.