

0 6 . o u t . 2 0 2 3

L V N T



# Debêntures

## ISA CTEEP

### TRPL4



**Analista**  
Eduardo Rahal  
CNPI-T 2947



**Analista**  
Vitor Wolfgram  
CNPI 2749



**Analista**  
Alexandre Yamamoto

# Debêntures

ISA CTEEP • TRPL4

## Sumário Executivo

---

Este relatório tem como objetivo a análise da Oferta Pública de Distribuição da 14ª Emissão de Debêntures Simples, não conversíveis em ações, da espécie com quirografia, em até 2 séries, da Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista. A distribuição é de até 2.375.000 debêntures, com valor unitário estimado de R\$ 1.000,00, no montante total de R\$ 2,375 bilhões, considerando lote adicional. **A data final para o período de reserva do título é 19 de outubro de 2023, e a data de liquidação será 25 de outubro de 2023.**

A nossa recomendação é de **não entrada nas séries**. Entendemos que a Companhia já possui títulos no mercado com características similares negociando a taxas mais atrativas que as oferecidas na emissão e desta forma a emissão não fornece uma relação risco/retorno atraente para os investidores.

## Resumo da nossa tese de investimento

**1)** A Companhia continua sua estratégia de expansão por meio do arremate de lotes nos Leilões de Transmissão da ANEEL. Um exemplo recente foi a aquisição do Lote 1 no Leilão de Transmissão 01/2023. Desta forma, a Companhia não só ganha escala, mas também expande seu portfólio e sua Receita Anual Permitida (RAP) contratada para o futuro. Isso deve se refletir diretamente em seus resultados futuros.

**2)** A Companhia mantém uma alavancagem controlada, considerando o segmento em que atua. Mesmo diante da necessidade de elevados investimentos por conta dos contratos de concessão em operação, ela possui capacidade para captar dívidas e financiar esses investimentos, sem comprometer imediatamente sua qualidade de crédito.

## Visão Geral da Companhia

---

**A Companhia foi fundada em 1999, fruto da cisão parcial da Companhia Energética de São Paulo.** Essa cisão aconteceu no contexto do Programa Estadual de Desestatização de São Paulo, e a Companhia tornou-se responsável pela operação da atividade de transmissão de energia elétrica, atuando como concessionária desse serviço público.

Em 2001, houve a incorporação da Empresa Paulista de Transmissão de Energia Elétrica S.A., que se originou da cisão da Eletropaulo – Eletricidade de São Paulo S.A. No mesmo ano, a Companhia e a União firmaram o Contrato de Concessão para Transmissão de Energia Elétrica nº 059/01, cujo prazo foi posteriormente prorrogado em 2012, estendendo-se até 2042.

**Em 2006, durante o processo de privatização, o Governo do Estado de São Paulo alienou ações ordinárias da Companhia correspondente a 50,1% do total das ações ordinárias emitidas. A vencedora do leilão foi a Interconexión Eléctrica S.A E.S.P.**

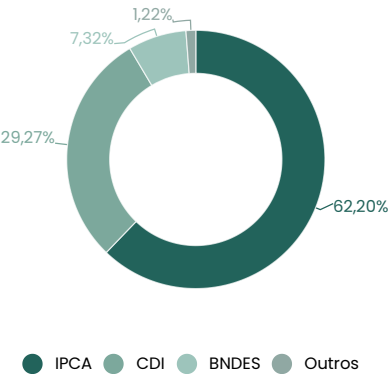
Já em 2006, no contexto de privatização, o Governo do Estado de São Paulo vendeu ações ordinárias da Companhia, equivalentes a 50,1% do total das ações ordinárias emitidas. A empresa vencedora do leilão foi a Interconexión Eléctrica S.A E.S.P. Ainda nesse ano, em parceria com a CYMI Holding S.A., a Companhia fundou a IEMG com o propósito de gerir a concessão da linha de transmissão 500kV Neves 1 – Mesquita (MG). A autorização comercial para esta operação foi concedida em 2009, e, em 2011, a Companhia adquiriu a totalidade da participação da sua sócia, passando a ser a única detentora das ações da IEMG.

**Em 2007, a ISA Capital do Brasil S.A. ampliou sua participação na Companhia através de um novo leilão de oferta pública de aquisição de ações. Com isso, passou a deter 89,4% do capital votante e 37,46% do capital total da empresa.**

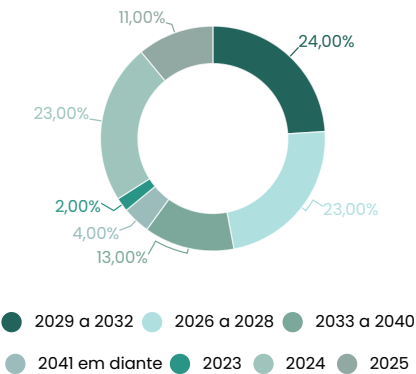
Nos anos que se seguiram, a Companhia expandiu significativamente, adquirindo subsidiárias e vencendo concessões em leilões de transmissão realizados pela ANEEL.

**Finalmente, em 2022, a Companhia inaugurou o primeiro banco de baterias para armazenamento de energia em larga escala do país. Situado no estado de São Paulo, esse projeto reforçou a oferta de energia, atendendo à crescente demanda no litoral paulista. Além disso, evitou a emissão de mais de 1.000 toneladas de carbono que teriam sido liberadas caso se optasse por geradores a diesel.**

### Dívida Bruta por Produto e Indexador (R\$ MM) – 2T23



### Cronograma de Amortização da Dívida Bruta (R\$ MM) – 2T23



Fonte: RI ISA CTEEP | Elaboração: Levante Research

## Destaques Financeiros

No último resultado divulgado, referente ao 2T23, a ISA CTEEP reportou um crescimento de 21,7% na receita operacional líquida em comparação ao 2T22, totalizando R\$ 891,7 milhões. Esse crescimento foi impulsionado pela energização de dois projetos greenfield – Biguaçu e Itaúnas – além do início das operações de 81 projetos de reforços e melhorias realizados ao longo dos últimos 12 meses.

Contudo, o PMSO gerenciável cresceu 14,7%. Esse aumento foi principalmente motivado pela entrada em operação dos projetos de reforços, melhorias e greenfields. No entanto, esse crescimento foi mais modesto se comparado ao aumento observado na receita, o que indica um ganho de eficiência no período.

Com isso, o EBITDA atingiu R\$ 686,8 milhões, um aumento de 23,8% em relação ao 2T22. Este resultado representou um ganho de 1,3 ponto percentual na Margem EBITDA, que finalizou o trimestre em 77,0%. O lucro líquido mostrou um aumento expressivo, chegando a R\$ 261,2 milhões – um crescimento de 252,6% em relação ao 2T22, influenciado pelos fatores mencionados anteriormente.

É importante destacar que os dados fornecidos estão alinhados às diretrizes do Órgão Regulador e não seguem as normas do IFRS.

R\$ milhões	2020	2021	2022	2T22 LTM	2T23 LTM	Δ A/A
Receita Operacional Líquida	3.891,16	3.068,24	3.258,75	2.871,40	3.593,78	25,2%
Resultado Operacional	2.531,38	1.226,05	1.116,39	711,18	1.438,72	102,3%
Margem Operacional (%)	65%	40%	34%	25%	40%	+15 p.p.
EBITDA	2.566,10	2.532,90	2.465,00	2.183,60	2.803,80	28,4%
Margem EBITDA (%)	66%	83%	76%	76%	78%	+2 p.p.
Lucro Líquido	2.000,47	877,57	936,89	507,94	1.323,85	160,6%

Fonte: RI ISA CTEEP | Elaboração: Levante Research

A dívida bruta consolidada da Companhia alcançou R\$ 8,8 bilhões no período, marcando um aumento de 9,8% em relação ao final de 2022. Esse incremento resulta, em grande parte, da 13ª emissão de debêntures efetuada no 1T23, no valor de R\$ 550 milhões. Apesar disso, um robusto posicionamento em caixa amenizou o crescimento da dívida líquida consolidada, que assinalou R\$ 7,8 bilhões — 8,8% acima de 2022.

Desta forma, a alavancagem financeira mostrou-se em regressão quando comparada ao final de 2022, atingindo 2,65x. Este nível é confortável, sobretudo considerando a natureza do setor em que a Companhia opera, que frequentemente se confronta com índices de alavancagem superiores. Aliado a isso, a Companhia posiciona-se bem diante de suas obrigações estipuladas nos covenants de dívida.

Pertencente a um segmento com uso intensivo de capital, a Companhia mantém um endividamento geral aquém da média. Ela destaca-se pela capacidade de financiar-se via dívida, ressaltando-se que essa forma de financiamento é menos predominante em sua estrutura de capital em comparação com outros atores do setor. Vale ressaltar que, apesar de o índice de cobertura de juros ter se desvalorizado desde 2020, ele se mantém em patamares elevados, sinalizando uma geração de caixa da empresa apta a suprir suas obrigações de juros.

No entanto, é prudente observar que, em 2024, a Companhia enfrentará um montante significativo de amortização, ultrapassando até mesmo sua atual posição de caixa. Isso eleva o risco de não renovação dessa dívida em condições vantajosas, potencialmente prejudicando seu desempenho financeiro. Entretanto, essa possibilidade é vista como remota. **Ademais, após 2024, o perfil da dívida tende ao longo prazo, com uma parcela considerável vencendo em mais de 5 anos.**

Índices	2020	2021	2022	2T23
Dívida Líquida/EBITDA Aj.	0,9	2,6	2,9	2,7
Endividamento Geral	18,4%	25,5%	24,9%	25,8%
Cobertura de Juros	15,50	5,60	3,04	1,63
Liquidez Corrente	4,01	3,05	3,61	1,93
Capital de Giro/Ativo	0,17	0,09	0,10	0,07

Fonte: RI ISA CTEEP | Elaboração: Levante Research

## Destinação dos Recursos

---

Os recursos líquidos captados nas 1ª e 2ª séries serão destinados exclusivamente aos seguintes projetos:

- (i) **Projeto Paraguaçu;**
- (ii) **Projeto Aimorés;**
- (iii) **Projeto Itaúnas;**
- (iv) **Projeto Aguapeí;**
- (v) **Projeto Biguaçu;**
- (vi) **Projeto Três Lagoas;**
- (vii) **Projeto Triângulo Mineiro;**
- (viii) **Projeto Riacho Grande;**
- (ix) **Projeto Jacarandá;**
- (x) **Projeto Piraquê;**

## Riscos

---

• **Risco de financiamento:** As operações da Companhia demandam significativos volumes de capital para futuros projetos, bem como para manutenção das atividades correntes. Caso o fluxo de caixa gerado internamente não atenda às necessidades de capital da Companhia, ela pode ser compelida a buscar capital adicional para o crescimento e desenvolvimento futuro de suas atividades. Não há garantias de que capital adicional estará disponível ou, se estiver, que será obtido em termos favoráveis. A incapacidade de acessar capital em termos apropriados pode limitar o crescimento e desenvolvimento futuro das atividades, afetando negativamente sua situação financeira e resultados operacionais, e, conseqüentemente, sua capacidade de honrar obrigações financeiras.

• **Risco de mudança regulatória:** A Companhia opera em um setor regulado e monitorado por uma agência governamental. Por isso, não há como assegurar que não será penalizada pela ANEEL devido a potenciais violações futuras de seus contratos. Adicionalmente, a ANEEL pode promulgar mudanças regulatórias que impactem os ativos da Companhia, e isso pode afetar negativamente seus negócios.

• **Risco de conflito de interesses:** Os Coordenadores da Oferta, ou entidades pertencentes a seus grupos econômicos, podem ter valores mobiliários emitidos pela Emissora. Isso cria potenciais conflitos de interesses que podem ser prejudiciais aos credores.

## Descrição da Debenture

---

A 14ª Emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, será distribuída em até duas séries, totalizando até 2.375.000 títulos no montante de R\$ 2,375 bilhões, considerando lote adicional. As debêntures são isentas de Imposto de Renda e IOF para Pessoa Física, conforme o artigo 2º da lei 12.431.

### Características das séries:

- **1ª série:** vencimento em 15 de outubro de 2033 (10 anos), com remuneração a ser paga semestralmente, sem carência, indexada à maior taxa entre (1) NTN-B 32 + 0,40% ao ano ou (2) IPCA + 5,52% ao ano. A amortização é feita anualmente a partir de 15 de outubro de 2032.
- **2ª série:** vencimento em 15 de outubro de 2038 (15 anos), com remuneração a ser paga semestralmente, sem carência, indexada à maior taxa entre (1) NTN-B 35 + 0,50% ao ano ou (2) IPCA + 5,73% ao ano. A amortização é feita anualmente a partir de 15 de outubro de 2036.

## Oportunidades de entrada

---

**Não vemos oportunidade de entrada para as séries**, em decorrência de taxas teto que consideramos insuficiente para compensar os riscos atrelados aos títulos.

### Consideramos como remuneração mínima para entrada na série:

- **1ª série: IPCA + 6,5%**
- **2ª série: IPCA + 6,8%**

O benefício tributário da debenture incentivada para PF (isenção em relação aos 15% de outros títulos de renda fixa) se torna mais relevante em um cenário de remuneração elevada, visto que a alíquota incide sobre o ganho de capital, se tornando de grande relevância para as séries.

**Contudo, acreditamos que as taxas teto não refletem uma relação risco/retorno atrativa para o investidor, principalmente se considerar que títulos da Companhia com características similares as das séries estão negociando no mercado secundário a taxas superiores às taxas teto oferecidas nesta emissão.**

Termos e Condições de Oferta	
Emissão / Série	14ª emissão / 1ª e 2ª séries
Emissora	CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista
Coordenadores	BTG Pactual, Itaú BBA, UBS BB, XP, Banco BV
Montante da Oferta	Até R\$ 2.375.000.000, considerando lote adicional
Valor Nominal Unitário	R\$ 1.000,00
Rating Preliminar	AAA(bra), pela Fitch Ratings Brasil Ltda.
Garantias	Sem Garantias
Período de reserva	Até 19 de outubro de 2023
Data estimada do	
Bookbuilding	20 de outubro de 2023
Data estimada de Liquidação	25 de outubro de 2023
Data de vencimento	1ª série: 15 de outubro de 2033
	2ª série: 15 de outubro de 2038
Prazo	1ª série: 10 anos
	2ª série: 15 anos
Remuneração Teto	1ª série: NTN-B 32 + 0,40% a.a. ou IPCA + 5,52% a.a., dos dois o maior
	2ª série: NTN-B 35 + 0,50% a.a. ou IPCA + 5,73% a.a., dos dois o maior
Pagamento da Remuneração	1ª série: Semestralmente, sem carência
	2ª série: Semestralmente, sem carência
Amortização	1ª série: Anualmente, a partir de 15 de outubro de 2032
	2ª série: Anualmente, a partir de 15 de outubro de 2036
Covenants Financeiros	Sem covenants financeiros
Público Alvo	Investidor em Geral
Tratamento Tributário	Isenção de IR e IOF para PF



## DISCLAIMER

A INSIDE RESEARCH LTDA. (INSIDE) declara que participou da elaboração do presente relatório de análise e é responsável por sua distribuição exclusivamente em seus canais autorizados, tendo como objetivo somente informar os seus clientes com linguagem clara e objetiva, diferenciando dados factuais de interpretações, projeções, estimativas e opiniões, não constituindo oferta de compra ou de venda de nenhum título ou valor mobiliário. Além disso, os dados factuais foram acompanhados da indicação de suas fontes e as projeções e estimativas foram acompanhadas das premissas relevantes e metodologia adotadas.

Todas as informações utilizadas neste documento foram redigidas com base em informações públicas, de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, a INSIDE e os seus analistas não respondem pela veracidade das informações do conteúdo, mas sim as companhias de capital aberto que as divulgaram ao público em geral, especialmente perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Para maiores informações consulte a Resolução CVM nº 20/2021, e, também, o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários. Em cumprimento ao artigo 16, II, da referida Resolução CVM nº 20/2021.

**As decisões de investimentos e estratégias financeiras sempre devem ser realizadas pelo próprio cliente, de preferência, amparado por profissionais ou empresas habilitadas para essa finalidade, uma vez que a INSIDE não exerce esse tipo de atividade.**

Esse relatório é destinado exclusivamente ao cliente da INSIDE que o contratou. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98, além da cobrança de multa não compensatória de 20 (vinte) vezes o valor mensal do serviço pago pelo cliente.

Em conformidade com os artigos 20 e 21 da Resolução CVM nº 20/2021, o analista Eduardo Jamil Rahal (inscrito no CNPI sob o nº 2947) declara que (i) é o responsável principal pelo conteúdo do presente relatório de análise; (ii) as recomendações nele contidas refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e que foram elaboradas de forma independente, inclusive com relação à INSIDE.

LEVANTE

[www.levanteideias.com.br](http://www.levanteideias.com.br)

LVNT | corp  
INSIDE

[www.lvntcorp.com.br](http://www.lvntcorp.com.br)

LEVANTE | Asset  
Management

[www.levanteasset.com.br](http://www.levanteasset.com.br)