



Universidade Federal
do Rio de Janeiro

Escola Politécnica

VALUATION INTRÍNSECO E RELATIVO: O ESTUDO DE CASO DA COPEL

Rafael Pinto de Freitas

Projeto de Graduação apresentado ao Curso de Engenharia de Produção da Escola Politécnica, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Engenheiro.

Orientadores: José Roberto Ribas

Nome do Segundo Orientador

Sobrenome

Rio de Janeiro
Outubro de 2020

VALUATION INTRÍNSECO E RELATIVO: O ESTUDO DE CASO DA COPEL

Rafael Pinto de Freitas

PROJETO DE GRADUAÇÃO SUBMETIDO AO CORPO DOCENTE DO CURSO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO DA ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO COMO PARTE DOS REQUISITOS NECESSÁRIOS PARA A OBTENÇÃO DO GRAU DE ENGENHEIRO DE PRODUÇÃO.

Examinado por:

Prof. José Roberto Ribas, D.Sc.

Prof. Nome Completo do Segundo Examinador, Ph.D

Prof. Nome Completo do Terceiro Examinador, Ph.D

RIO DE JANEIRO, RJ – BRASIL
OUTUBRO DE 2020

de Freitas, Rafael Pinto

Valuation Intrínseco e Relativo: O estudo de caso da COPEL/Rafael Pinto de Freitas – Rio de Janeiro: UFRJ/ Escola Politécnica, 2020.

XI, 17 p.: il.; 29,7cm.

Orientadores: José Roberto Ribas

Nome do Segundo Orientador

Sobrenome

Projeto de Graduação – UFRJ/ Escola Politécnica/
Curso de Engenharia de Produção, 2020.

Referências Bibliográficas: p. 16 – 17.

1. Valuation. 2. Análise de investimentos. I. Ribas, José Roberto *et al.* II. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Escola Politécnica, Curso de Engenharia de Produção. III. *Valuation* Intrínseco e Relativo: O estudo de caso da COPEL.

*Judge a man by his
questions rather than
by his answers.*

— Voltaire

Agradecimentos

Agradeço pela oportunidade de cursar um ensino superior de qualidade de forma pública. Mesmo com suas diversas limitações e imperfeições, a República brasileira segue em frente com a mensagem de democratização do conhecimento. É somente por meio desta que podemos nos defender contra a tirania vil da ignorância. Dessa forma, estou em dívida com a sociedade; com todos que permitiram minha entrada e estadia no curso de Engenharia de Produção pela UFRJ. Uma dívida monumental, se pensada pela ótica dos benefícios. Espero retornar o investimento em breve, a começar de forma humilde com este trabalho de conclusão de curso. Boa leitura!

tentativa 1

Resumo do Projeto de Graduação apresentado à Escola Politécnica/ UFRJ como parte dos requisitos necessários para a obtenção do grau de Engenheiro de Produção.

VALUATION INTRÍNSECO E RELATIVO: O ESTUDO DE CASO DA COPEL

Rafael Pinto de Freitas

Outubro/2020

Orientadores: José Roberto Ribas

Nome do Segundo Orientador Sobrenome

Curso: Engenharia de Produção

Sit urna lacus aenean euismod morbi integer mauris ligula euismod. Massa leo nunc rutrum non vulputate viverra erat aliquet torquent. Dictumst inceptos litora diam dui eu non sodales eget metus? Mollis faucibus justo class class nulla vestibulum consequat purus.

Sit est ligula massa massa. Lectus parturient vehicula luctus nisl facilisis iaculis sagittis euismod ornare ut platea! Vestibulum et cras nostra luctus morbi cubilia et ante ornare luctus commodo facilisis nam. Lobortis ligula dictum tortor facilisis ante gravida habitasse cras laoreet. Vehicula pharetra vulputate non magna ut interdum habitant quam et class elementum arcu!

Adipiscing nulla laoreet magna dignissim nostra phasellus lacinia elementum est id! Rutrum arcu aliquet torquent porttitor ligula eget dictumst aenean. Lacus dictumst phasellus sed lobortis leo convallis velit mi imperdiet. Ultricies convallis id vestibulum morbi rutrum tortor diam volutpat euismod montes enim cras eros luctus dui rutrum integer.

Consectetur platea augue vitae vitae integer ad tincidunt torquent ac. Pharetra malesuada odio non lobortis dis aliquet arcu nascetur magna porttitor. Lacinia curabitur primis ligula magna sociosqu hendrerit sociosqu risus cubilia. Arcu potenti mi pellentesque nulla per varius vitae lectus pellentesque! Tempus.

Abstract of Undergraduate Project presented to POLI/UFRJ as a partial fulfillment of the requirements for the degree of Engineer.

INTRINSIC AND RELATIVE VALUATION: THE CASE STUDY OF COPEL

Rafael Pinto de Freitas

October/2020

Advisors: José Roberto Ribas

Nome do Segundo Orientador Sobrenome

Course: Industrial Engineering

Sit urna lacus aenean euismod morbi integer mauris ligula euismod. Massa leo nunc rutrum non vulputate viverra erat aliquet torquent. Dictumst inceptos litora diam dui eu non sodales eget metus? Mollis faucibus justo class class nulla vestibulum consequat purus.

Sit est ligula massa massa. Lectus parturient vehicula luctus nisl facilisis iaculis sagittis euismod ornare ut platea! Vestibulum et cras nostra luctus morbi cubilia et ante ornare luctus commodo facilisis nam. Lobortis ligula dictum tortor facilisis ante gravida habitasse cras laoreet. Vehicula pharetra vulputate non magna ut interdum habitant quam et class elementum arcu!

Adipiscing nulla laoreet magna dignissim nostra phasellus lacinia elementum est id! Rutrum arcu aliquet torquent porttitor ligula eget dictumst aenean. Lacus dictumst phasellus sed lobortis leo convallis velit mi imperdiet. Ultricies convallis id vestibulum morbi rutrum tortor diam volutpat euismod montes enim cras eros luctus dui rutrum integer.

Consectetur platea augue vitae vitae integer ad tincidunt torquent ac. Pharetra malesuada odio non lobortis dis aliquet arcu nascetur magna porttitor. Lacinia curabitur primis ligula magna sociosqu hendrerit sociosqu risus cubilia. Arcu potenti mi pellentesque nulla per varius vitae lectus pellentesque! Tempor.

Sumário

Lista de Figuras	x
Lista de Tabelas	xi
1 Introdução	1
1.1 Contextualização	1
1.2 Justificativa	2
1.3 Objetivos	4
1.4 Limitações	4
1.5 Estrutura do trabalho	4
2 O mercado de energia	6
2.1 Órgãos presentes no estudo	6
2.1.1 MME	6
2.1.2 ANEEL	7
2.1.3 ONS	7
2.1.4 CCEE	7
2.1.5 EPE	8
2.2 O fluxo de energia	8
2.3 Estudos e projeções de longo prazo	9
2.3.1 Plano Nacional de Energia (PNE)	9
2.3.2 Plano Decenal de Expansão de Energia (PDE)	10
3 Referencial teórico	11
3.1 Demonstrações financeiras	11
3.1.1 Demonstrativo de Resultados do Exercício (DRE)	12
3.1.2 Balanço Patrimonial (BP)	12
3.1.3 Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC)	12
3.2 <i>Valuation</i> intrínseco	12
3.2.1 Método do Fluxo de Caixa Descontado	12
3.3 <i>Valuation</i> relativo	12
3.3.1 Análise por múltiplos	12

4	Estudo de caso	13
4.1	Contextualização da COPEL	14
4.1.1	História	14
4.1.2	<i>Core business</i>	14
4.2	Cálculo do <i>valuation</i> intrínseco	14
4.2.1	O custo de capital médio ponderado (WACC)	14
4.3	Cálculo do <i>valuation</i> relativo	14
4.3.1	Margem bruta	14
4.3.2	Lucros antes de juros e impostos (EBIT)	14
4.3.3	Margem líquida	14
4.3.4	Razão preço/lucro (P/E)	14
4.3.5	Retorno sobre patrimônio líquido (ROE)	14
4.3.6	Comparação com empresas do setor	14
5	Conclusão	15
	Referências Bibliográficas	16

Lista de Figuras

1.1	Uma comparação entre o IBOV e a poupança.	3
-----	---	---

Lista de Tabelas

Capítulo 1

Introdução

Cabe, antes de começar o desenvolvimento do trabalho propriamente dito, contextualizar e justificar o trabalho, assim como explicitar aos leitores os objetivos, as limitações e a estrutura do mesmo.

1.1 Contextualização

É necessário definir Bolsas de Valores, assim como retratar uma breve história da brasileira a partir de 1967 – ano a partir do qual começou a se chamar Bolsa de Valores de São Paulo, a Bovespa. Segundo Assaf Neto (2018), as Bolsas são entidades, cujo objetivo básico é o de manter um local em condições adequadas para a realização de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários.

Um ano após 1967, foi criado o principal índice de ações brasileiro: o Ibovespa. Resumidamente, este índice é uma média ponderada das ações com maior volume de negociação. Após certo tempo, foi criada a Cetip – a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos – em 1984, começando a operar em 1986.

A partir de 2007, as bolsas de valores deixaram de ser entidades sem fins lucrativos e tornaram-se empresas de capital aberto. No ano seguinte, a BM&F e a Bovespa se uniram, resultando na criação da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo – a BM&F Bovespa. Em 2017, são fundidas a BM&F Bovespa e Cetip, dando origem à B3 S.A., sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários – esta é a bolsa brasileira atualmente.

Em tempos contemporâneos, há um crescimento de CPFs registrados na Bolsa de Valores ano a ano, sendo em 2020 o recorde, um aumento de 47.7% relativo a maio de 2019¹.

¹O último acesso a estes dados foi em 07 jul 2020. Pode-se conferir a evolução dos mesmos baixando a planilha presente neste link: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/

Com diversos setores e subsetores de atuação, são diversas as empresas de capital aberto à disposição para escolha do crescente número de investidores brasileiros – o que não quer dizer que o investidor deve investir em todos. De fato, o investidor precisa minimizar seu risco, preferencialmente investindo em empresas que dentre outras características possuem alto *payout* de dividendos, baixo grau de alavancagem; e menor variabilidade de lucros (BEAVER; KETTLER; SCHOLLES, 1970).

Empresas do setor de utilidades possuem tais características, em sua maioria; dessa forma, escolheu-se um exemplar do mesmo – a Companhia Paranaense de Energia, COPEL – como forma de fazer o valuation da empresa, fazer um breve resumo do setor elétrico e exemplificar o processo ao leitor.

1.2 Justificativa

Por mais que a caderneta de poupança seja o investimento preferido dos brasileiros, segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2019) – esta modalidade conta com 88% da população – é evidente que o rendimento nominal² do IBOV é superior no longo prazo. Pelo IPEA, pode-se obter tanto os rendimentos nominais (em % a.m.) da poupança quanto os retornos do IBOV (também em % a.m.), ambos em intervalos mensais desde 1990. A partir daí, acumulamos as taxas recursivamente. Definindo i como a taxa de retorno nominal total, e i_t como sendo a taxa de retorno nominal no mês t , temos $i = \prod_{t=1}^n (1 + i_t)$, sendo n o mês que se deseja calcular o retorno nominal total. Exposto isso, foi feito um gráfico dos retornos totais de ambas as modalidades:

²Nominal, pois os retornos reais são contextuais devido ao pagamento de impostos, dividendos; e, a depender do ativo, dos custos do mesmo.

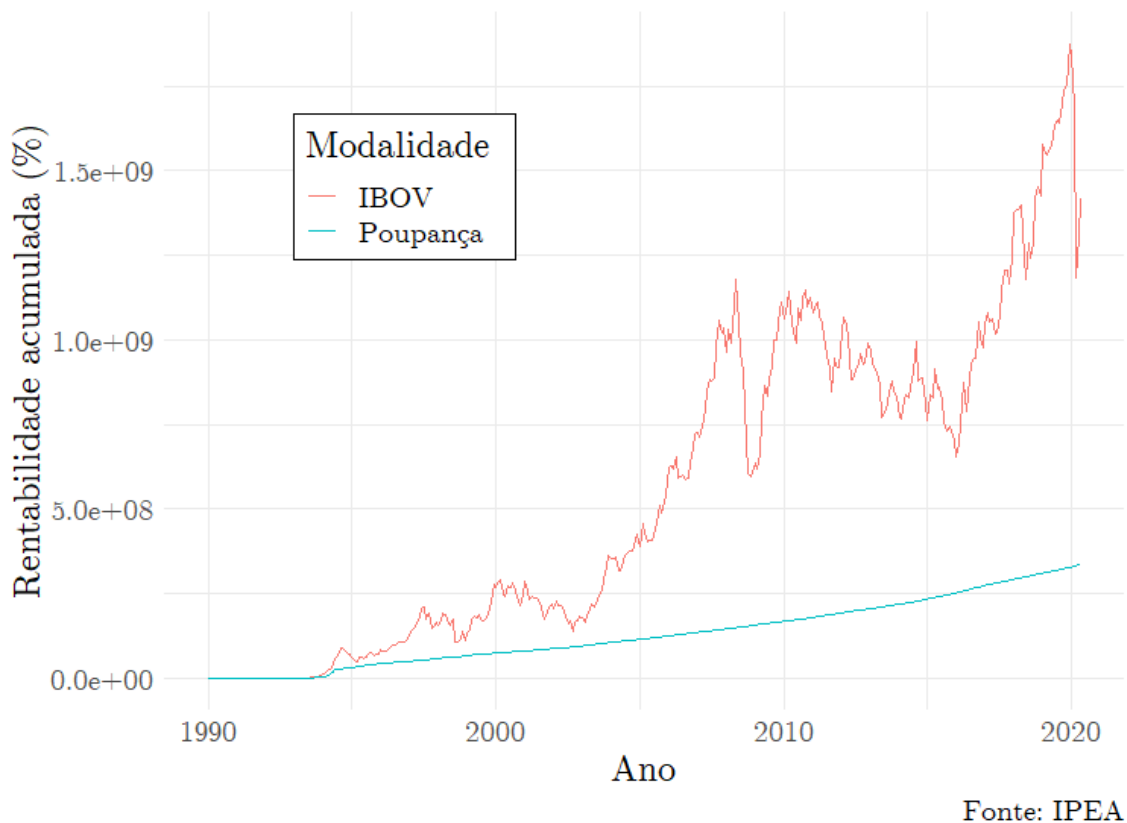


Figura 1.1: Uma comparação entre o IBOV e a poupança.

Com o passar do tempo, entretanto, a maturação no mercado financeiro pode, naturalmente, levar o investidor a se interessar por retornos acima do mercado – fundos de índice, por definição, impossibilitam o objetivo. Isso leva a uma exploração de diferentes classes de ativos, desde ações ordinárias a fundos de investimento em ações. Um investidor, entretanto, há de ter em mente que raramente fundos de investimento com administração ativa, no longo prazo, superam os retornos dos fundos de índice, em termos reais (BOGLE, 2015).

Assim sendo, caso o investidor deseje ter sucesso, é importante que as escolhas de ativos sejam racionais. Ao menos, tão racionais quanto possível forem para humanos. De fato, indivíduos estão sujeitos a uma racionalidade restrita (SIMON, 1997), o que leva a diversas heurísticas – inclusive, mas não limitadas a: enfatizar evidências que apoiam visões próprias (KLAYMAN, 1995), superestimar probabilidades por maior “disponibilidade” em memória (SCHWARZ et al., 1991); e superestimar a própria habilidade, quando se é novato, assim como subestimar, quando se é um *expert* (KRUGER; DUNNING, 1999) – para simplificar o processo de raciocínio e, permitir, assim, que o agente consiga satisfazer as restrições – tempo, recursos, dentre outros – para a tomada de decisões.

De fato, a abordagem de realizar tanto o *valuation* intrínseco quanto o relativo de uma empresa é, além de uma interessante comparação entre métodos, uma forma

de evitar a “síndrome do homem com martelo”, popularizado por Munger (2006). Este cita um provérbio, que diz: “Para um homem com um martelo, todo problema se parece com um prego.”

1.3 Objetivos

São os principais objetivos do trabalho (1) fazer o *valuation* da Companhia Paranaense de Energia através de, no mínimo, dois métodos de valuation, sendo no mínimo um deles intrínseco e no mínimo, um relativo e (2) realizar a comparação entre os resultados dos métodos.

Com o desenvolver do trabalho, poderão ser percebidas outras motivações, entretanto seriam estas consideradas secundárias.

1.4 Limitações

Este trabalho se limita a prover um breve prospecto do cenário energético brasileiro, assim como possíveis desenvolvimentos. Não serão discutidas políticas energéticas e afins. Se limita, também, a tomar como verdadeira a teoria moderna do portfólio como exposta por Markowitz (1952), para o cálculo do custo de capital. Não será discutido economia comportamental, nem modelos mais sofisticados para tal cálculo.

1.5 Estrutura do trabalho

O trabalho possui, em sua integridade, cinco capítulos.

O primeiro capítulo é uma introdução ao restante do trabalho, e é efetivamente um resumo do que o leitor verá pela frente.

O segundo capítulo é uma examinação do setor energético brasileiro, a ser feito pela leitura e examinação do Plano Decenal de Expansão de Energia (PDE) e o Plano Nacioanl de Energia (PNE), ambos elaborados pela Empresa de Pesquisa Energética (EPE). Através destes, podemos ter uma melhor noção do setor no qual a empresa está inserido, possibilitando um melhor cálculo e previsão dos fluxos de caixa.

O terceiro capítulo é a documentação do referencial teórico utilizado, a ser escrito seguindo uma lógica linear, de forma tal que possa também ser visto como uma metodologia, com exemplos para auxiliar o leitor.

O quarto capítulo é o estudo de caso de fato. Será dada uma contextualização da empresa, assim como a aplicação dos métodos discutidos.

O quinto e último capítulo é a conclusão, em que será feita a exposição dos resultados, assim como a comparação entre os métodos de *valuation* discutidos durante o texto.

Capítulo 2

O mercado de energia

É importante, antes de partir para o estudo de caso em questão, estabelecer o contexto do trabalho em questão. De fato, neste capítulo serão tratados os fundamentais do mercado de energia no Brasil, desde os órgãos aos estudos principais do setor.

2.1 Órgãos presentes no estudo

Nesta seção, serão tratados os cinco principais órgãos do setor, sendo eles: (1) o Ministério de Minas e Energia; (2) a Agência Nacional de Energia Elétrica; (3) o Operador Nacional do Sistema Elétrico; (4) a Câmara Comercializadora de Energia Elétrica; e (5) a Empresa de Pesquisa Energética.

2.1.1 MME

O Ministério de Minas e Energia (MME) foi criado em 1960, no governo do presidente Juscelino Kubitschek. Assim seguiu por 30 anos, até ser extinto em 1990 e recriado em 1992.

Em 1997, foi criado o Conselho Nacional de Política Energética (CNPE), vinculado à Presidência da República e presidido pelo ministro de Minas e Energia, com a atribuição de propor ao presidente da República políticas nacionais e medidas para o setor.

Logo em seguida, em 2003, foram definidas as competências do MME como sendo as áreas de (1) geologia, recursos minerais e energéticos; (2) aproveitamento da energia hidráulica; mineração e metalurgia; e (3) petróleo, combustível e energia elétrica.

No ano seguinte foi criado o Comitê de Monitoramento do Setor Elétrico (CMSE), cuja função é acompanhar e avaliar permanentemente a continuidade e a segurança do suprimento eletroenergético em todo o território nacional. No mesmo ano, foi

permitida também a criação da Empresa de Pesquisa Energética (EPE), vinculada ao Ministério, que tem por finalidade prestar serviços na área de estudos e pesquisas destinadas a subsidiar o planejamento do setor energético.

O MME tem como empresas vinculadas a Eletrobras e Petrobras. Estão, também, vinculadas algumas autarquias ao Ministério, dentre elas: a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL); Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP); e a Agência Nacional de Mineração (ANM).

2.1.2 ANEEL

A Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) é uma autarquia vinculada ao Ministério de Minas e Energia. Tem como finalidade regular e fiscalizar a produção, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica, de acordo com a legislação e em conformidade com as diretrizes e as políticas do governo federal. A autarquia foi criada em dezembro de 1996, durante o mandato de Fernando Henrique Cardoso.

Cabe à ANEEL, dentre outras competências: (1) implementar as políticas e diretrizes do governo federal para a exploração da energia elétrica e o aproveitamento dos potenciais hidráulicos; (2) estabelecer as tarifas para o suprimento de energia elétrica realizado às concessionárias e permissionárias de distribuição; e (3) fazer a gestão dos contratos de concessão ou de permissão de serviços públicos de energia elétrica e fiscalizar, diretamente ou mediante convênios com órgãos estaduais, as concessões, as permissões e a prestação dos serviços de energia elétrica.

Pode-se conferir a lista completa de atribuições pelo art. 3º da lei nº 9.427/96.

2.1.3 ONS

O Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS) é uma entidade privada sem fins lucrativos que é responsável pela coordenação e controle da operação de instalações de geração e transmissão de energia elétrica do Sistema Interligado Nacional (SIN), sob fiscalização da ANEEL. O órgão foi criado em agosto de 1998, sob mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso.

2.1.4 CCEE

A Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE) tem por finalidade viabilizar a comercialização de energia elétrica no mercado de energia brasileiro. De fato, esta efetua a contabilização e a liquidação financeira das operações realizadas no mercado de curto prazo. As regras e procedimentos que regulam as atividades realizadas da CCEE são aprovados pela ANEEL.

Foi criada em agosto de 2004, sob mandato do presidente Luiz Inácio Lula da Silva, sucedendo ao antigo Mercado Atacadista de Energia.

2.1.5 EPE

A Empresa de Pesquisa Energética (EPE) é uma empresa pública vinculada ao Ministério de Minas e Energia, criada em março de 2004, sob mandato do presidente Luiz Inácio Lula da Silva. Tem por finalidade prestar serviços na área de estudos e pesquisas destinadas a subsidiar o planejamento do setor energético.

Cabe à EPE, dentre outras atribuições: (1) apresentar ao CNPE, anualmente, os Planos Decenais de Expansão (PDE), assim como a cada dois anos os Planos Nacionais de Energia (PNE); (2) identificar e quantificar os potenciais de recursos energéticos; e (3) elaborar e publicar o balanço energético nacional.

A lista completa de atribuições pode ser vista no art. 4º da lei nº 10.847/04.

Uma das principais motivações para a criação da EPE foram os racionamentos e apagões ocorridos no início da década, ocorridos durante o governo de Fernando Henrique Cardoso, atribuídos em parte à carência de planejamento. Embora seja uma entidade independente, é vinculada ao Ministério de Minas e Energia.

2.2 O fluxo de energia

Atualmente, o setor elétrico brasileiro tem uma estrutura predominantemente unidirecional nos fluxos de energia. Assim, são tipicamente divididos em geração, transmissão, comercialização e distribuição. Por se tratarem do final da cadeia de valor convencional, os consumidores então têm efetivamente um comportamento passivo.

A geração de energia elétrica é a transformação da energia primária – petróleo, carvão mineral, dentre outros – em energia elétrica. No Brasil, predomina-se a geração hidráulica devido ao grande potencial hidroenergético dos nossos rios.

A transmissão efetua o transporte da energia gerada até os centros consumidores de carga. Nessa parte, o sistema brasileiro possui uma particularidade, que é o fato de que os grandes centros de consumidores ficam localizados longe da grande geração energética. Isso faz com que o Brasil tenha uma grande quantidade de linhas de transmissão com algumas centenas de quilômetros.

A comercialização de energia é atualmente realizada em dois ambientes diferentes: (1) no Ambiente de Contratação Livre, que é destinado ao atendimento de consumidores livres – o consumidor que pode optar pela compra de energia elétrica junto a qualquer fornecedor, que é atendido em qualquer tensão e com demanda contratada mínima de 3 MW, segundo a Resolução da ANEEL nº 264 e 456; e (2)

no Ambiente de Contratação Regulada, que é destinado ao atendimento de consumidores cativos por meio das distribuidoras, sendo estas supridas por geradores estatais ou independentes que vendem energia em leilões públicos.

A distribuição é o setor responsável por receber a energia da transmissão e distribuí-la para os centros consumidores.

Salvo no caso de *holdings*, empresas só podem atuar em uma das áreas comercialização.

2.3 Estudos e projeções de longo prazo

A EPE cumpre sua finalidade de braço técnico de estudos do setor energético produzindo relatórios e planos de expansão a respeito do setor elétrico. Por se tratar de um *valuation* de uma empresa do setor, é importante ponderar a respeito das ações tomadas e o parecer de *experts* a respeito do futuro do setor como um todo, a fim de aprimorar nossas estimativas da taxa de crescimento.

São os dois principais estudos, nesse sentido, (1) o Plano Nacional de Energia; (2) e o Plano Decenal de Expansão de Energia

2.3.1 Plano Nacional de Energia (PNE)

O PNE é um conjunto de estudos que dão suporte ao desenho da estratégia de longo prazo do governo em relação à expansão do setor de energia. A estratégia, por sua vez, consiste em um conjunto de recomendações e diretrizes a serem seguidas na definição das ações e iniciativas a serem implementadas ao longo do horizonte de tempo prescrito. A revisão do PNE deve ser conduzida sempre que houver necessidade de alteração na estratégia de longo prazo do tomador de decisão relevante, sejam por razões ordinárias ou extraordinárias.

Os PNEs têm relação com os PDEs. Embora haja similaridades, o PNE é um instrumento de planejamento com atribuições distintas do PDE. Em primeiro lugar, o PNE é um documento com visão mais estratégica. Neste contexto, seu enfoque consiste em embasar o posicionamento do governo de modo a orientar e direcionar as estratégias dos agentes do setor de forma a se atingir os objetivos gerais da expansão no longo prazo, com adequação dos recursos, com confiabilidade, modicidade e sustentabilidade. Além disso, o PNE é o alicerce a partir de qual todos os Planos, Políticas, Programas e Iniciativas são elaborados. O PNE é, portanto, um farol que orienta para onde os PDEs devem indicar a expansão do setor de energia no horizonte decenal. Por fim, enquanto o PDE trabalha com um cenário de referência e análises de sensibilidade, anualmente revisto, o PNE deve tratar com mais cenários.

No caso, foi feito o estudo do PNE 2050 (EPE, 2020), e assim será entregue um pequeno sumário executivo do mesmo a seguir.

Foram elaborados dois grandes cenários, formando um cone de incertezas para o desenho da estratégia de longo prazo: o primeiro, chamado Desafio da Expansão, reflete requisitos de expansão do setor de energia para atendimento a um crescimento da demanda de energia mais expressivo. No segundo, chamado de Estagnação, analisam-se as consequências de um cenário em que o consumo de energia per capita mantém-se inalterado ao longo de todo o período. O foco do relatório está voltado para o cenário Desafio da Expansão.

Os estudos do PNE apontam para um potencial energético de quase 280 bilhões de tep (toneladas equivalentes de petróleo) no horizonte até 2050. A demanda cresce de 300 milhões de tep para 600 milhões de tep e, ao longo de trinta e cinco anos, essa trajetória representa uma demanda de energia total acumulada do período equivalente a pouco menos de 15 bilhões de tep. Tamanha discrepância entre potencial de recursos e a demanda de energia estimada gera uma situação distinta daquela vivida ao longo especialmente da metade do século XX, quando o País viveu grandes crises de energia. Dessa forma, imagina-se uma administração da abundância.

O cenário Desafio da Expansão considera algumas premissas, que serão levadas em conta para o uso no estudo de caso. São essas: (1) crescimento médio de PIB de 3.1% a.a. e 2.8% de PIB per capita; (2) a população brasileira manterá a tendência de crescer a taxas cada vez menores; (3) o consumo potencial de energia elétrica do País pode atingir até 3 vezes o patamar do ano base; (4) a demanda de energia elétrica a ser atendida por geração centralizada cresce até 2.5 vezes em relação aos valores do ano base, mesmo com crescimento de geração distribuída (GD), autoprodução, energia solar térmica e eficiência energética no período; (5) e o consumo de energia e de eletricidade per capita aumenta, a despeito da contribuição da eficiência energética no horizonte até 2050.

2.3.2 Plano Decenal de Expansão de Energia (PDE)

O PDE tem o intuito de indicar as perspectivas, sob a ótica do Governo, da expansão do setor de energia no horizonte de dez anos, dentro de uma visão integrada para os diversos energéticos. Tal visão permite, então, extrair importantes elementos para o planejamento do setor, com benefícios em termos de aumento de confiabilidade, redução de custos de produção e mitigação de impactos ambientais.

Como o PDE tem intuítos mais operacionais do que estratégicos, serão utilizadas as premissas e estudos do PNE para nortear as decisões do presente *valuation*.

Capítulo 3

Referencial teórico

Nesta seção será feita uma consideração a respeito dos métodos e conceitos utilizados ao longo do estudo. É de interesse do leitor prestar especial atenção ao enunciado abaixo, uma vez que é um breve alicerce teórico que serve não apenas para esse estudo, como para diversos outros similares.

3.1 Demonstrações financeiras

Demonstrações financeiras são representações estruturadas da posição financeira e do desempenho financeiro de uma determinada entidade. Em uma analogia com o ser humano, o médico estuda os resultados de exames com a finalidade de averiguar a saúde de um indivíduo, sejam eles de sangue, tomografias, radiografias, dentre outros; o investidor astuto estuda as demonstrações financeiras da empresa, desde seu balanço patrimonial ao seu demonstrativo de fluxo de caixa, para averiguar a saúde financeira da empresa em questão.

Essas demonstrações são “escritas” com base em princípios geralmente aceitos de contabilidade. Esse conjunto, no Brasil, é formado por normas provenientes de diversos órgãos, como: (1) a lei 6.404/76; (2) as leis 11.638/07 e 11.941/09; (3) resoluções, circulares, comunicados e afins de órgãos como o Conselho Federal de Contabilidade, Banco Central, e Conselho de Valores Mobiliários.

A seguir, serão comentadas sobre as três principais demonstrações financeiras utilizadas para análise de negócios. Para fins de melhor elucidação, serão utilizadas as demonstrações da própria COPEL, baixadas e organizadas utilizando-se o software R, utilizando o formato disponibilizado pelo banco de dados da CVM.

Colocar endereço do banco de dados da CVM

3.1.1 Demonstrativo de Resultados do Exercício (DRE)

3.1.2 Balanço Patrimonial (BP)

3.1.3 Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC)

3.2 *Valuation* intrínseco

3.2.1 Método do Fluxo de Caixa Descontado

3.3 *Valuation* relativo

3.3.1 Análise por múltiplos

Capítulo 4

Estudo de caso

4.1 Contextualização da COPEL

4.1.1 História

4.1.2 *Core business*

Geração

Transmissão

Distribuição

Outros

4.2 Cálculo do *valuation* intrínseco

4.2.1 O custo de capital médio ponderado (WACC)

Custo de capital próprio

Custo de capital de terceiros

Fluxo de caixa descontado

4.3 Cálculo do *valuation* relativo

4.3.1 Margem bruta

4.3.2 Lucros antes de juros e impostos (EBIT)

4.3.3 Margem líquida

4.3.4 Razão preço/lucro (P/E)

4.3.5 Retorno sobre patrimônio líquido (ROE)

4.3.6 Comparação com empresas do setor

Capítulo 5

Conclusão

Referências Bibliográficas

- ANBIMA. **Raio-X do Investidor Brasileiro**, 2019.
- BEAVER, W.; KETTLER, P.; SCHOLES, M. The association between market determined and accounting determined risk measures. **The Accounting Review**, v. 45, n. 4, p. 654–682, 1970.
- BOGLE, J. C. **Bogle on mutual funds: New perspectives for the intelligent investor**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2015.
- EPE. **Plano Nacional de Energia 2050**. Brasília: Ministério de Minas e Energia, 2020.
- GARRET, D. A. **The Microscopic Detection of Corrosion in Aluminum Aircraft Structures with Thermal Neutron Beams and Film Imaging Methods**. Washington, D.C.: National Bureau of Standards, 1977.
- IESAN, D. Existence Theorems in the Theory of Mixtures. **Journal of Elasticity**, v. 42, n. 2, p. 145–163, fev. 1996.
- KLAYMAN, J. Varieties of confirmation bias. **Psychology of learning and motivation**, v. 32, p. 385–418, 1995.
- KRUGER, J.; DUNNING, D. Unskilled and unaware of it: how difficulties in recognizing one’s own incompetence lead to inflated self-assessments. **Journal of personality and social psychology**, v. 77, n. 6, p. 1121, 1999.
- MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **The Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77–91, 1952.
- MUNGER, C. T. **Poor Charlie’s Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger**. Virginia Beach: Donning Company, 2006.
- NETO, A. A. **Mercado financeiro**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018.
- SCHWARZ, N. et al. Ease of retrieval as information: another look at the availability heuristic. **Journal of Personality and Social psychology**, v. 61, n. 2,

p. 195, 1991.

SIMON, H. A. **Models of bounded rationality: Empirically grounded economic reason.** Massachusetts: MIT press, 1997. v. 3