



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

Agosto 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
AGOSTO 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, 11 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. ?? – 11.

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!

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

Agosto/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

August/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	1
1.3 Objetivos	1
1.4 Limitações	1
1.5 Estrutura do trabalho	1
2 O mercado de energia	2
2.1 Órgãos presentes no estudo	2
2.1.1 MME	2
2.1.2 ANEEL	3
2.1.3 ONS	3
2.1.4 CCEE	3
2.1.5 EPE	4
2.2 O fluxo de energia	4
2.3 Estudos e projeções de longo prazo	5
2.3.1 Plano Nacional de Energia (PNE)	5
2.3.2 Plano Decenal de Expansão de Energia (PDE)	6
3 Referencial teórico	7
3.1 Demonstrações financeiras	7
3.1.1 Demonstrativo de Resultados do Exercício (DRE)	7
3.1.2 Balanço Patrimonial (BP)	7
3.1.3 Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC)	7
3.2 <i>Valuation</i> intrínseco	7
3.2.1 Método do Fluxo de Caixa Descontado	7
3.3 <i>Valuation</i> relativo	7
3.3.1 Análise por múltiplos	7

4	Estudo de caso	8
4.1	Contextualização da COPEL	9
4.1.1	História	9
4.1.2	<i>Core business</i>	9
4.2	Cálculo do <i>valuation</i> intrínseco	9
4.2.1	O custo de capital médio ponderado (WACC)	9
4.3	Cálculo do <i>valuation</i> relativo	9
4.3.1	Margem bruta	9
4.3.2	Lucros antes de juros e impostos (EBIT)	9
4.3.3	Margem líquida	9
4.3.4	Razão preço/lucro (P/E)	9
4.3.5	Retorno sobre patrimônio líquido (ROE)	9
4.3.6	Comparação com empresas do setor	9
5	Conclusão	10
	Referências Bibliográficas	11

Lista de Figuras

Lista de Tabelas

Capítulo 1

Introdução

Placeholder

1.1 Contextualização

1.2 Justificativa

1.3 Objetivos

1.4 Limitações

1.5 Estrutura do trabalho

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.

TODO: Colocar referencia PNE

No caso, foi feito o estudo do PNE 2050, 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.

TODO: Colocar referencia PDE

Capítulo 3

Referencial teórico

3.1 Demonstrações financeiras

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

Placeholder

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

Placeholder