

Comentário do mês: COPEL

Gostaríamos de revisitar brevemente nossa tese de Copel, empresa que já apresentamos pela primeira vez na carta de novembro de 2023. Passados quase dois anos, julgamos que este é um bom momento para atualizar nossa tese: a relação risco-retorno nos parece hoje particularmente atrativa, e ainda conta com *triggers* de curto e médio prazo capazes de acelerar a convergência entre o preço de tela e o que enxergamos ser o valor intrínseco da companhia.

Breve introdução

Desde nosso comentário inicial, a empresa avançou em frentes relevantes, como o descruzamento de ativos, desinvestimentos de negócios não *core* e uma organização de incentivos, prioridades e metas que alinham a diretoria ao acionista minoritário.

Como detalhado no Copel Day 2024, a empresa em 2025 entrou na segunda onda¹ de seu plano: a de Excelência Operacional. O foco transpareceu para nós, investidores, como nítido: instaurar uma cultura de dono no time, alinhando incentivos ao ciclo de criação de valor, capturar ganhos de eficiência e extrair mais valor dos ativos existentes. A empresa está priorizando disciplina operacional antes de entrar em sua fase de expansão, em linha com o discurso do CEO, Daniel Slaviero. Na distribuição, a prioridade é executar o plano de investimentos robustos com critério, preparando a base regulatória e o operacional para a revisão tarifária de 2026. Esse encadeamento tem um objetivo simples, mas poderoso: fortalecer o *core* agora para destravar, com menor risco, a próxima etapa de crescimento.

Geração de Caixa & Distribuição para Acionistas

A revisão tarifária da distribuidora da Copel, prevista para junho de 2026, é um marco relevante para a empresa, ainda que esteja no radar do mercado há bastante tempo. Depois de um ciclo de investimentos elevados, a base de ativos regulatória da companhia, parte que é remunerada pela tarifa paga pelos clientes,

¹ Copel Day 2024: 1ª Onda (2024/25) – Eficiência Estruturante; 2ª Onda (2025/26) – Excelência Operacional & 3ª Onda – Expansão (2026/30)

deve praticamente dobrar quando comparada à última base de ativos aprovada pela ANEEL (em 2021), resultando em um aumento relevante do EBITDA gerado pelo segmento.

Isso deve resultar em um aumento de tarifa, que costuma ser um risco relevante para as distribuidoras, uma vez que tende a influenciar diretamente a inadimplência. Porém, a Copel opera uma concessão cuja população tem alto poder aquisitivo e uma tarifa relativamente baixa. Portanto, enxergamos aqui o potencial de um aumento relevante da geração de caixa desse braço da companhia, sem a expectativa de um aumento proporcional em sua inadimplência.

Esse movimento tem efeitos práticos importantes sobre o perfil de geração de caixa da companhia. Hoje, mais de 60% do EBITDA da Copel vem de negócios com perfil de geração de caixa mais recorrente: distribuição e transmissão de energia elétrica. Após a revisão, veremos um aumento na representatividade da distribuição sobre o todo. O resultado é um EBITDA ainda mais consistente e previsível, que permite ao *management* calibrar melhor a estratégia corporativa - a companhia ganha conforto para operar com níveis de descontração de geração marginalmente mais altos, podendo tomar mais risco para capitalizar sobre a pressão altista nos preços de eletricidade, e para trabalhar com uma alavancagem mais alta, mas ainda preservando o grau de resiliência que buscamos de uma empresa integrada de energia.

Há, naturalmente, um intervalo de resultados possíveis para a revisão tarifária, criando algum grau de incerteza sobre o quão positivo será o parecer dado pela ANEEL. Ainda assim, nos cenários mais plausíveis, o evento segue material: reforça a recorrência da geração de caixa, aproxima o retorno regulatório do capital investido e ajuda a consolidar Copel como um *player* que deverá ter resultados mais consistentes. É essa combinação, do reconhecimento de um investimento já feito com a previsibilidade maior quanto a sua geração de caixa, que sustenta a relevância da revisão na nossa tese.

Ainda na linha de redução das incertezas, em maio de 2025 a Copel apresentou sua nova política de dividendos, que dá à empresa um caráter mais transparente, consistente e previsível aos olhos de seus investidores. A diretriz parte de um estudo interno sobre qual seria a estrutura de capital ótima: em vez de tratar dividendos como um fim em si, a companhia vinculou a eventual distribuição de proventos ao nível de alavancagem que acreditam maximizar o valor do negócio, conciliando sua reconhecida capacidade de gerar e pagar proventos com a preservação de flexibilidade para executar bons investimentos quando vierem à tona.

Daí decorre a alavancagem alvo de 2,8x Dívida Líquida/EBITDA, com uma range permitido de ± 30 bps. Essa âncora preserva a robustez financeira da empresa e dá ao investidor mais clareza sobre como o caixa será alocado ao longo do ciclo. A política, portanto, não é apenas um compromisso de distribuição: é um instrumento para conduzir a Copel ao patamar de alavancagem considerado ótimo. Como regra básica, o *payout*² mínimo foi definido em 75%, com pagamentos ao menos duas vezes ao ano, reforçando a regularidade do retorno ao acionista sem renunciar à disciplina de capital que sustenta o crescimento com qualidade.

Como mais um pilar para a tese, em abril de 2024 a Copel aprovou um novo plano de incentivos de longo prazo para seus executivos, que explicita o alinhamento entre a remuneração dos executivos e o retorno do acionista. A remuneração por meio de ações, com períodos de carência e *lock-up* que atrelam a criação de valor a um horizonte plurianual, tem como régua de desempenho a métrica de *Total Shareholder Return* (TSR): a combinação entre valorização da ação e os dividendos distribuídos. A implementação do plano veio acompanhada de um programa de recompra destinado a prover as ações a serem entregues, evitando diluição dos atuais acionistas.

Na prática, o investidor passa a contar com uma companhia que tem uma desalavancagem contratada, sustenta um perfil de geração de caixa mais consistente e previsível, opera com uma meta clara de alavancagem alvo e tem uma equipe de gestão premiada quando o retorno total para acionista é concretizado — o que reforça a disciplina de capital e o compromisso com uma política de dividendos efetiva.

Migração para o Novo Mercado

A migração de Copel para o Novo Mercado, cuja proposta foi anunciada em junho de 2025, acrescenta um gatilho claro de liquidez e de percepção de governança. O principal objetivo dessa iniciativa é a unificação das classes de ações, que irá gerar mais liquidez para todos os acionistas, culminando com a entrada da Copel nas 20 ações mais líquidas da B3. A companhia optou por converter as ações preferenciais em ordinárias, sem qualquer diluição, premiando as PNs com R\$0,77 por ação (distribuição total esperada de R\$1,3bi por parte da empresa), em uma tentativa de eliminar o desconto estrutural por classes.

² Porcentagem do lucro líquido que é distribuído via dividendos para os acionistas

O objetivo central, de simplificar a estrutura societária e aumentar a negociabilidade, conversa diretamente com o investidor estrangeiro, que costuma exigir governança padronizada e alta liquidez para as posições que considera entrar. Isso permite que a Copel se torne mais elegível para fluxos internacionais e eventuais inclusões em índices. Na prática, é um passo que amplia a base de investidores, reduz o desconto por liquidez e apoia um processo de *re-rating* consistente com o novo estágio da companhia. Esperamos que a transição para o Novo Mercado ocorra ainda esse ano.

Opcionalidades

Por fim, carregamos ainda a opcionalidade do Leilão de Reserva de Capacidade, previsto para março de 2026, no qual enxergamos uma vantagem competitiva da Copel em relação aos pares. O desenho do certame inclui diversos produtos, mas o que é relevante para a Copel é a contratação de expansão de capacidade instalada em hidrelétricas. Entendemos que a companhia conta com um ativo bastante competitivo para esse leilão: a possível expansão da hidrelétrica de Foz do Areia. O ativo já possui uma baía adicional construída desde sua inauguração, em 1980, sendo necessária apenas a compra e instalação de uma nova turbina para expandir a capacidade instalada do ativo. Essa condição permite que a empresa viabilize o projeto com um *capex* menor e, portanto, seja capaz de ofertar um lance mais competitivo no leilão sem abrir mão de retorno, aumentando a sua probabilidade de contratação.

Mais de 5 GW já foram cadastrados para o leilão e, desse total, quase 2 GW pertencem a projetos da própria Copel — com cerca de 840 MW em Foz do Areia e o restante concentrado na hidrelétrica Segredo, mas que não conta com esse mesmo diferencial competitivo. Vemos, portanto, um opcional de crescimento com retorno atrativo e risco de execução menor do que o usual. Se concretizado, é um vetor que pode acelerar a geração de valor sem comprometer a disciplina de capital que norteia a companhia.

Conclusão

Em suma, Copel entra no próximo ciclo mais previsível, disciplinada e bem alinhada ao acionista. A revisão tarifária deve elevar a qualidade e a recorrência do caixa, a política de dividendos ancorada na alavancagem ótima organiza a alocação de capital e a migração para o Novo Mercado deve seguir sem problemas. As opcionalidades de crescimento existem, mas nossa convicção está no “core”. O equilíbrio entre risco e retorno é favorável e a convergência entre preço e valor tende a acelerar.

Atribuição de Performance:

O STK Long Biased FIC FIA teve um desempenho de 4.24% contra 3.40% do Ibovespa no mês de setembro. Em termos setoriais, as principais contribuições positivas vieram dos setores Elétrico/Saneamento e de Tecnologia. Do lado negativo, os únicos detratores foram os setores de Insumos básicos e Saúde.

As principais contribuições positivas para a carteira no mês foram:

Ticker	% Retorno
RENT3	0.81%
GOOGL US	0.61%
TSM US	0.58%

Do lado negativo, os destaques foram:

Ticker	% Retorno
AMZN US	-0.40%
SUZB3	-0.16%
TMO US	-0.15%

Em relação a exposição:

	Long Brazil	Long Global	Short	Hedge	Valor Relativo	Total
Exp Bruta	62.0%	29.8%	2.7%	0.0%	16.0%	110.4%
Exp Líquida	60.7%	28.4%	-2.7%	0.0%	0.2%	89.3%

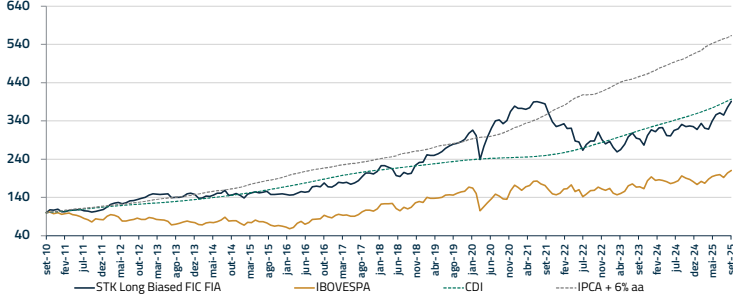
Setembro de 2025 | Material de Divulgação

O STK Long Biased FIC FIA mantém no mínimo 95% de sua carteira investido no STK Long Biased Master FIA, cuja estratégia é investir em ações utilizando análise fundamentalista como principal metodologia de avaliação de empresas. As posições do fundo são primordialmente compradas, mas o fundo pode também manter posições vendidas. O objetivo é valorizar suas cotas no longo prazo, primordialmente através de investimentos em

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Ibovespa	IPCA+6%
2010										7.28%	-0.21%	1.94%	9.13%	-0.18%	3.72%
2011	-5.89%	0.04%	2.76%	0.86%	1.14%	0.59%	-3.16%	-0.90%	-2.10%	1.55%	2.20%	2.28%	-0.99%	-18.11%	12.87%
2012	6.07%	6.11%	2.73%	1.05%	-2.20%	2.16%	3.50%	0.63%	1.95%	2.56%	1.79%	4.68%	35.45%	7.40%	12.14%
2013	1.88%	-0.24%	-0.49%	0.29%	0.37%	-6.59%	0.71%	-0.32%	2.23%	4.39%	1.29%	-2.34%	0.77%	-15.50%	12.29%
2014	-6.86%	1.04%	3.29%	-0.38%	1.91%	3.88%	0.16%	4.65%	-8.57%	1.12%	2.72%	-3.71%	-1.76%	-2.91%	12.83%
2015	-4.18%	7.11%	2.21%	1.65%	-1.95%	1.23%	1.60%	-5.37%	-0.15%	0.74%	0.95%	-1.53%	1.76%	-13.31%	17.25%
2016	-0.71%	0.33%	2.97%	2.77%	-1.30%	0.86%	8.50%	0.84%	-1.06%	6.21%	-5.55%	-0.86%	12.97%	38.93%	12.67%
2017	3.59%	3.73%	-0.63%	1.12%	-2.89%	1.60%	3.58%	6.04%	4.60%	0.10%	-1.44%	3.41%	24.85%	26.86%	9.04%
2018	7.30%	-0.10%	-1.73%	-2.06%	-8.23%	-1.30%	5.92%	-2.27%	0.84%	10.30%	3.54%	0.10%	11.52%	15.03%	9.94%
2019	8.30%	-0.61%	0.10%	1.69%	2.14%	3.42%	2.34%	1.53%	1.09%	1.49%	1.88%	5.40%	32.50%	31.58%	10.54%
2020	2.81%	-4.57%	-20.74%	14.22%	9.09%	8.17%	5.64%	0.63%	-2.93%	2.55%	6.90%	4.04%	23.38%	2.92%	10.76%
2021	-1.67%	0.01%	-0.72%	1.24%	3.89%	0.39%	-0.69%	-0.94%	-6.19%	-6.40%	-3.78%	1.15%	-13.32%	-11.93%	16.67%
2022	1.15%	-3.78%	0.35%	-10.37%	-0.87%	-7.88%	5.94%	3.26%	0.06%	8.08%	-6.41%	-3.70%	-14.77%	4.69%	12.11%
2023	2.26%	-5.42%	-4.36%	2.13%	5.61%	6.75%	3.23%	-4.31%	-0.85%	-5.29%	8.99%	5.10%	13.16%	22.28%	10.84%
2024	-1.71%	3.24%	0.34%	-6.60%	-0.26%	4.67%	1.41%	3.70%	-1.78%	0.50%	-0.61%	-2.22%	0.17%	-10.36%	11.15%
2025	5.10%	-3.88%	-0.72%	6.56%	4.86%	1.57%	-1.63%	5.64%	4.24%	0.00%	0.00%	0.00%	23.29%	21.58%	8.31%

	Mês	Ano		12M		24M		36M		60M		Desde o Início	
	Retorno	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade
STK Long Biased FIC FIA	4.24%	23.29%	13.34%	20.43%	13.21%	33.97%	13.10%	36.12%	14.32%	17.76%	15.52%	291.32%	15.49%
Ibovespa	3.40%	21.58%	15.12%	10.94%	15.29%	25.46%	14.04%	32.90%	16.33%	54.58%	18.28%	110.63%	23.20%
IPCA + 6%	0.99%	8.31%		11.52%		23.39%		37.51%		82.59%		462.85%	

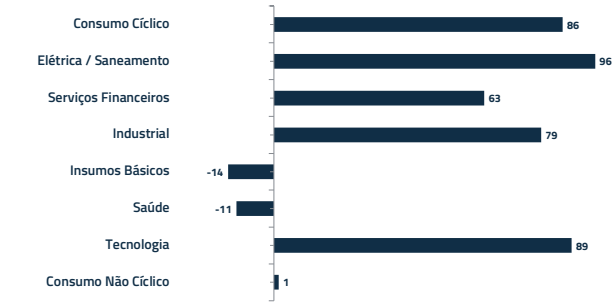
Performance Desde o início 30 de setembro de 2010
Rentabilidade Acumulada [Desde o início | 30 de Setembro de 2010]



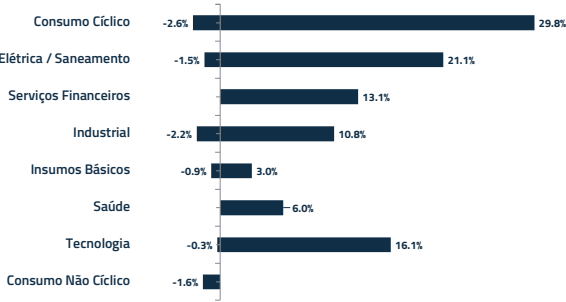
Patrimônio Líquido	R\$ milhões
STK Long Biased FIC FIA	178.32
STK Long Biased Master FIA	285.59
Total Administrado pela Gestora*	385.73
STK Long Biased FIC FIA PL médio dos últimos 12 meses	155.80

Exposição	
Long	100%
Short	-11%
Net	89%
Gross	110%

Contribuição Setorial Bruta | Setembro



Exposição Setorial (Fechamento de Mês)



Termos
Público Alvo: Investidores Qualificados
Início do Fundo: 30/09/2010
Classificação ANBIMA: Ações Livre
Cód. Anbima: 257982 / **Cód. CVM:** 147656
Cód. BRF: STKBFF RZ Equity
Perfil de Risco: Agressivo
Taxa de Administração: 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo. Apurada diariamente e paga mensalmente
Taxa de Performance: 20% aa sobre o ganho que exceder IPCA + 6% aa, com marca d'água. Apurada diariamente e paga semestralmente
Tributação: 15% sobre os rendimentos, incidente no resgate.

Conversão de Cotas na Aplicação: D+1 da disponibilidade dos recursos
Conversão de Cotas no Resgate: D+30 dias corridos da solicitação
Pagamento do Resgate: D+2 dias úteis da conversão de cotas
Carência para Resgate: Não há
Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001-61) Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP: 20030-905, Tel: (21) 3219 2500 / Fax: (21) 3219 2501 www.bnymellon.com.br/sf

SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3219 2600, (11) 3050 8010
Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 725 3219
O regulamento do fundo poderá ser encontrado no site do distribuidor por meio do seguinte hiperlink:
[Regulamento do fundo](#)
Gestor: STK Capital Gestora de Recursos Ltda.
Tel: (21) 3219 6550 / Fax: (21) 3219 6505
contato@stkcapital.com.br
Auditor: KPMG
Custodiante: BNY Mellon Banco
SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO
- Comissão de Valores Mobiliários - CVM
- Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br



Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Os fundos geridos pela STK Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. As informações contidas nesse documento são confidenciais e não podem ser reveladas sem o consentimento prévio e expresso da STK Capital. A exposição ao risco e a possibilidade de perda são inerentes aos investimentos.

O STK Long Biased FIC FIA mantém no mínimo 95% de sua carteira investido no STK Long Biased Master FIA, cuja estratégia é investir em ações utilizando análise fundamentalista como principal metodologia de avaliação de empresas. As posições do fundo são primordialmente compradas, mas o fundo pode também manter posições vendidas. O objetivo é valorizar suas cotas no longo prazo, primordialmente através de investimentos em ações negociadas no mercado à vista de bolsas de valores e em seus respectivos derivativos. A Gestora busca maximizar a performance do fundo através de gestão ativa da carteira.

Início do fundo: 30 de setembro de 2010.

Público alvo: Investidores Qualificados.

Classificação ANBIMA: Ações Livre | Código ANBIMA - 257982 | Código CVM – 147656

Perfil de Risco: Agressivo.

Taxa de administração: 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo. Apurada diariamente e paga mensalmente.

Taxa de performance: 20% aa sobre o ganho que exceder IPCA + 6% aa, com marca d'água. Apurada diariamente e paga semestralmente.

Tributação: 15% sobre os rendimentos, incidente no resgate. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.

Conversão de cotas na Aplicação: D+1 da disponibilidade dos recursos

Conversão de cotas no Resgate: D+30 dias corridos da solicitação

Pagamento do Resgate: D+2 dias úteis da conversão de cotas

Carência para Resgate: não há

Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001 61)

Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP: 20030-905, Tel: (21) 3219 2500 / Fax: (21) 3219 2501 www.bnymellon.com.br/
sf SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21)3219-2600 | (11) 3050-8010

Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800-725-3219

Gestor: STK Capital Gestora de Recursos Ltda.

Auditor: KPMG

Custodiante: BNY Mellon Banco

O regulamento do fundo poderá ser encontrado no site do distribuidor por meio do seguinte hiperlink: [Regulamento do fundo](#)

SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO: Comissão de Valores Mobiliários – CVM | Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br

Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Os fundos geridos pela STK Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. As informações contidas nesse documento são confidenciais e não podem ser reveladas sem o consentimento prévio e expresso da STK capital. A exposição ao risco e a possibilidade de perda são inerentes aos investimentos



Autorregulação
ANBIMA

Gestão de Recursos