

Sanepar (SAPR11 – Compra)

Crescimento com melhora de eficiência e lucratividade

Iniciamos a cobertura da Sanepar com recomendação de COMPRA para suas Units, baseado no modelo de fluxo de caixa descontado, com preço justo de R\$ 97,00 que implica numa valorização potencial de 29%. Temos expectativa positiva para os seus resultados nos próximos períodos, tendo em vista o seu modelo de negócio, o retorno dos investimentos previstos e a boa resiliência a períodos de instabilidade.

Victor Luiz de F Martins, CNPI

vmartins@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2565

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Principais aspectos que fundamentam nossas expectativas para os próximos anos:

- Bom histórico de crescimento nas principais contas de resultados. De 2011 a 2018, a taxa média anual ponderada (CAGR) foi de 13% na receita líquida, 16% no EBITDA e 18% no lucro líquido.
- Continuidade da trajetória de crescimento e de resultados nos próximos anos, com base no programa de investimentos, de R\$ 7,1 bilhões para o período de 2019 a 2023, contemplando gastos para a garantia do abastecimento de água e sua qualidade; compromissos assumidos nos contratos de concessão e de programa visando à universalização dos serviços de esgoto; *compliance* ambiental; infraestrutura, entre outros.
- Expectativa de retomada do crescimento da economia brasileira de maneira sustentável, com inflação e juros controlados, redução do desemprego e melhora da renda, importantes pilares para o crescimento da companhia. Soma-se a posse em 2019 dos novos governos, federal e estaduais, com aumento da percepção positiva dos investidores de infraestrutura e, em particular, do setor de saneamento.
- Forte geração de caixa e o aumento do retorno sustentam boa parte das necessidades de investimento da companhia, que utiliza instrumentos de financiamento de longo prazo, com destaque para as debêntures, responsáveis por 42% do endividamento total ao final de dezembro de 2018. Ressalte-se a reduzida alavancagem (1,5x) reflexo de sua boa administração de caixa.
- Não antevemos risco de nova crise hídrica, considerando que o consumo está adequado, a demanda responde por 45% da disponibilidade hídrica da companhia, e os reservatórios em 92,6% (base 26/mar/19) são suficientes. Seus índices de cobertura estão acima da média nacional, mas mesmo assim, a Sanepar vem investindo na ampliação do serviço de esgoto, com meta de alcançar a universalização do saneamento ambiental.
- Perspectiva de melhora de eficiência à luz dos programas de demissão incentivada já realizados, cujos efeitos já estão sendo materializados, a chegada do novo governo do estado do Paraná com uma visão “pró-mercado”, e o saldo tarifário de 13,36% a ser diferido nos próximos 6 anos, que representava R\$ 928,0 milhões ao final de 2018.
- Sobre a notícia de que o Governo do Paraná, controlador da companhia, pretende reduzir o prazo do diferimento tarifário estabelecido na 1ª Revisão Tarifária Periódica, a Sanepar esclareceu que segue as determinações da Agepar e que não apresentou, neste exercício, estudos e/ou pleitos neste sentido. Ou seja, assumimos as condições atuais, de diferimento do saldo em seis anos.
- Não estamos contando com a privatização da companhia. O próprio Governador do Paraná, Carlos Roberto Massa Júnior, recentemente reconheceu a boa gerência dos negócios da companhia, e suas importantes funções, de desenvolvimento econômico e de desenvolvimento social. Não descartou, no entanto, a possibilidade da realização de parcerias da empresa com a iniciativa privada.

Código	SAPR11	
Recomendação	COMPRA	
Cotação atual (R\$)	R\$ /unit	75,12
Preço justo	R\$ /unit	97,00
Potencial	%	29,1
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /unit	39,68 - 80,88

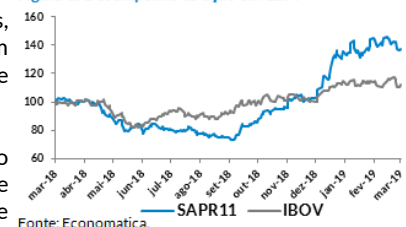
Dados da Ação		
Total de units	milhões	100,7
Ações Ordinárias	%	33,3
Free Float	%	80,0
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	60,5
Valor de Mercado	R\$ milhões	7.894

Desempenho da Ação			
	Dia	Ano	52 Sem.
SAPR11	0,2%	25,6%	36,9%
Ibovespa	1,8%	8,4%	12,0%

Principais Múltiplos			
	2018	2019E	2020E
P/L (x)	4,1	8,0	7,4
VE/EBITDA (x)	3,8	5,8	5,6
ROE (%)	16,4	16,0	15,9
Div.Liq./EBITDA aj.(12m) (x)	1,5	1,6	1,7
Receita Líquida (R\$ mm)	4.162	4.492	4.927
Lucro Líq. recorr. (R\$ mm)	936	950	1.025
Margem Bruta (%)	59,6	59,6	58,1
Margem EBITDA aj. (%)	40,2	39,9	39,2
Margem Líquida (%)	22,5	21,1	20,8
Payout (%)	50,0	50,0	50,0
Retorno Dividendo (%)	7,8	6,3	6,8
Cotação/VPA (x)	1,1	1,2	1,1

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Tese de Investimento

Iniciamos a cobertura da Sanepar com recomendação de COMPRA para SAPR11 e preço justo de R\$ 97,00 por Unit, com base no modelo de fluxo de caixa descontado (WACC de 10% e perpetuidade de 3%), e adotando premissas de crescimento que julgamos sustentáveis para os próximos anos.

Nos últimos 8 anos, de 2011 a 2018, a taxa média anual ponderada (CAGR) foi de 13,2% para a Receita Operacional Líquida; de 15,7% para o EBITDA e de 17,8% para o Lucro Líquido. Neste período o ROAE elevou-se de 12,7% em 2011 para 16,4% em 2018, enquanto o ROIC subiu de 8,5% para 12,6%, demonstrando a capacidade da Sanepar em entregar resultados crescentes, sustentáveis, e com incremento de lucratividade.

A Companhia de Saneamento do Paraná (Sanepar) é uma S/A de economia mista, responsável pelo fornecimento de água, coleta e tratamento de esgoto e gerenciamento de resíduos sólidos. O governo do Paraná, controlador da companhia, possui 60,10% do capital votante e 20,03% do capital total. O *free float* soma 79,97%.

O setor de saneamento é resiliente a ciclos econômicos e permanece atraindo um volume importante de investimentos, negócios e novos investidores. Com a definição em 2018, dos novos governos, federal e estaduais, melhorou a percepção dos investidores de infraestrutura e, em particular, do setor de saneamento. Além disso, gradativa a melhora da atividade econômica, com inflação e juros baixos, perspectiva de aumento da renda e queda do desemprego, devem fornecer boas condições para o crescimento sustentável do setor, nos próximos anos.

A Sanepar se destaca pelo bom histórico de execução. Suas tarifas são fixadas pelo Conselho Diretor da Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados de Infraestrutura do Paraná – AGEPAR. Em 2017, com o objetivo de estimular o equilíbrio econômico e financeiro da companhia, a Agepar autorizou um reposicionamento tarifário de 25,63% a ser diferida ao longo de oito anos, sendo a primeira parcela de 8,53% correspondente a 2017, e as demais em 7 (sete) parcelas de 2,11%, corrigidas pela Selic. A segunda parcela foi de 5,12% e passou a vigorar a partir de maio de 2018, restando ainda o percentual de 13,36% a ser recuperado nos próximos 6 anos.

Ao final de dezembro de 2018 a dívida total da companhia era de R\$ 2,77 bilhões, dos quais 17% no curto prazo e 83% no longo. Descontados os recursos em caixa/equivalentes de caixa de R\$ 327 milhões, a dívida líquida somava R\$ 2,44 bilhões, equivalente a 1,5x o EBITDA ajustado dos últimos 12 meses, levemente abaixo de 1,6x de dezembro de 2017. Nesse contexto, sua alavancagem e a boa geração de caixa, estão adequadas para cumprir o seu programa de investimentos de R\$ 7,1 bilhões para o período de 2019-2023.

O ex-presidente da República, Michel Temer, editou a Medida Provisória nº 868/2018, atualizando o marco legal do saneamento básico e, entre outros pontos, (i) atribuiu à Agência Nacional de Águas (ANA) competência para editar normas de referência nacionais sobre o serviço; e (ii) instituiu normas que possibilitam que investimentos em saneamento sejam feitos por meio de parcerias público-privadas. A MP tem o apoio do presidente Jair Bolsonaro, mas é vista com reservas pelas companhias estatais de saneamento, que já apontaram necessidades de ajustes no texto.

Notícias Recentes

Nova diretoria. No dia 23 de janeiro de 2019 a Sanepar completou 56 anos. Nesse dia, o Governador Carlos Roberto Massa Júnior deu posse aos novos diretores na sede da empresa, nomeando como Diretor-presidente o Sr. Claudio Stabile e também o Dr. Joel de Jesus Macedo (Diretor de Investimentos), a Sra. Priscila Marchini Brunetta (Diretora Administrativa), o Sr. Andrei de Oliveira Rech (Diretor Jurídico) e o Sr. Paulo Alberto Dedavid (Diretor de Operações).

Na 1ª reunião extraordinária do Conselho de Administração, realizada em 30 de janeiro de 2019, foram eleitos o Sr. Abel Demetrio (Diretor Financeiro e de Relações com Investidores) e o Sr. Julio Cesar Gonchorosky (Diretor de Meio Ambiente e Ação Social).

Diferimento da 1ª Revisão Tarifária periódica. Sobre a notícia de que o “Governo do Paraná, controlador da companhia, pretende reduzir o prazo do diferimento tarifário estabelecido na 1ª Revisão Tarifária Periódica”, a Sanepar esclareceu que segue as determinações da Agepar em relação às tarifas praticadas e que não apresentou, neste exercício, estudos e/ou pleitos neste sentido.

Emissão de debêntures. O Conselho de Administração da Sanepar, reunido dia 12 de março de 2019, autorizou a companhia iniciar a estruturação de operação, visando proceder a Emissão de Debêntures, não conversíveis em ações, no montante de até R\$ 350,0 milhões. Os recursos serão destinados ao complemento do Plano de Investimentos e capital de giro.

Na mesma reunião foi aprovado o encaminhamento da solicitação de reajuste tarifário para o regulador (AGEPAR). A Companhia ressalta que a Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados de Infraestrutura do Paraná – Agepar tem autonomia para decidir e homologar o índice de reajuste a ser aplicado na tarifa de água e esgoto.

Medida provisória (MP) nº 868 de 27 de dezembro de 2018

O ex-presidente da República, Michel Temer, editou a Medida Provisória nº 868/2018, atualizando o marco legal do saneamento básico e, entre outros pontos, atribuiu à Agência Nacional de Águas (ANA) competência para editar normas de referência nacionais sobre o serviço.

O texto foi publicado no Diário Oficial da União (DOU) do dia 28 de dezembro de 2018, e trouxe conteúdo semelhante a medida provisória (MP 844/18) editada em julho de 2018 pelo presidente Temer, mas que perdeu a eficácia e não chegou a ser apreciada nem na Câmara nem no Senado. A declaração da perda de validade desta MP foi publicada em novembro.

Segundo o governo, a atualização da legislação irá, dentre os objetivos, facilitar aos Estados e municípios fechar contratos para a expansão das redes de água tratada e esgoto. Atualmente, os serviços de saneamento são prestados pelos estados ou municípios, e compreendem o abastecimento de água, tratamento de esgoto, destinação das águas das chuvas nas cidades e lixo urbano. Segundo o Ministério das Cidades, a medida institui as normas que possibilitam que investimentos em saneamento sejam feitos por meio de parcerias público-privadas. A medida provisória determina à agência reguladora instituir as normas de referência nacionais para a regulação da prestação de serviços públicos de saneamento básico.

Pontos principais:

ANA – Agência Nacional de Águas. A agência passa a operar como uma reguladora do setor de saneamento, dando diretrizes a serem seguidas por cidades e estados. A agência era responsável apenas pela regulação do acesso e uso dos recursos hídricos federais. Com a MP, a ANA atuará também como reguladora dos serviços públicos de saneamento básico, que abrange as atividades de abastecimento de água, esgotamento sanitário, limpeza urbana, manejo de resíduos sólidos e drenagem. Atualmente, quem cuida da contratação dos serviços de saneamento são os próprios estados e municípios. Com a publicação da MP, a ANA fica responsável pelos procedimentos e normas a serem adotados, e passa a decidir sobre normas de referência dos padrões de qualidade e eficiência dos serviços de saneamento básico, incluindo perdas de água, regulação tarifária, padronização dos instrumentos de negociação entre o titular do serviço público (município) e a empresa concessionária e sobre os critérios de contabilidade regulatória para as concessionárias.

Governança. No campo da governança, destaque para a criação do Comitê Interministerial de Saneamento Básico (Cisb), com a função de promover a coordenação das ações de órgãos federais na alocação dos

recursos destinados ao serviço e na implementação da política federal do setor. Tal instrumento possibilita a formulação de planos de saneamento regionais que garantam economia de escala para os municípios.

Livre concorrência. Antes os municípios podiam contratar concessionárias públicas sem licitação. A partir de agora ficam obrigados a abrir uma concorrência para permitir a entrada de empresas privadas. A medida provisória determina a “livre concorrência” entre as empresas que prestam serviço de saneamento. Na prática, se antes as cidades firmavam convênio diretamente com as empresas estaduais, sem precisar de licitação, agora a MP exige a abertura de consulta pública toda vez que a prefeitura de uma cidade decidir fazer obras de água e esgoto. Com esse artigo espera-se que as companhias privadas ampliem sua participação no mercado, atualmente de 6% do total de municípios brasileiros.

Crise hídrica. Em caso de escassez de água em rios (municipais, estaduais ou federais), caberá a União regular as ações cabíveis para assegurar os usos múltiplos da água, inclusive para decidir sobre as medidas de racionamento.

Multa aos usuários. A Medida Provisória define multa aos usuários que não se conectarem a rede de esgoto, procedimento realizado, em muitas vezes, para fugir da tarifa.

Cenário Setorial - Saneamento Básico

O saneamento é considerado um bem essencial, que beneficia o meio ambiente, o mercado de trabalho e à produtividade de uma economia. Segundo OMS (2009), para cada dólar investido em saneamento, há um retorno de US\$ 9 para a economia de um país.

No Brasil, segundo o Sistema Nacional de Informações sobre o Saneamento – Snis (Brasil, 2017) e o Instituto Trata Brasil (2016), o índice de atendimento de água é de 83,3%, havendo, portanto, mais de 35 milhões de indivíduos sem acesso a esse serviço. O índice de atendimento de esgoto é de apenas 50,3%, o que implica um déficit de atendimento de quase metade da população brasileira. Olhando o tratamento de esgoto, tem-se que, do total gerado, apenas 42,7% são tratados.

É um setor regulado, estruturado na forma de monopólio natural, condição essencial para viabilidade econômica, com tarifas reajustadas por meio de fórmula paramétrica, indexadas à inflação. O controle é exercido com predominância dos governos estaduais, uso intensivo de capital e alguma correlação com o nível de atividade econômica, mas muito mais aderente ao volume de investimentos alocados e com prazo longo de maturação.

No Brasil, conforme previsto na Constituição Federal, a titularidade dos serviços de saneamento pertence aos municípios, que podem prestá-los diretamente ou concedê-los a empresas do setor público e privado. Na prestação indireta, o titular concede, por meio de um contrato, a prestação do serviço para uma companhia estadual (modalidade de gestão associada e formalizada por meio de contrato de programa) ou para a iniciativa privada. Essa concessão pode ser plena (água e esgoto) ou de apenas um dos serviços. Nesse contexto, temos três principais tipos de prestadores de serviços no setor: municípios (diretamente ou por intermédio de autarquias), companhias estaduais de saneamento básico (Cesb) e empresas privadas.

O Sistema Nacional de Informações de Saneamento (Brasil, 2017) registrou em 2015 a existência de 27 companhias estaduais de saneamento básico, 1.326 municípios prestadores e 89 empresas privadas, totalizando 1.442 prestadores de serviço.

As Cesbs atendem 72% da população urbana brasileira com serviços de abastecimento de água e a 65% com serviços de esgotamento sanitário, totalizando aproximadamente 119 milhões de habitantes. As cinco maiores Cesbs são responsáveis pelo atendimento de aproximadamente 69 milhões de habitantes, equivalente a um terço da população brasileira. As demais formas de prestação dos serviços de água e esgoto são por meio de autarquias e empresas municipais e, em menor proporção, de empresas do setor privado.

Muito embora a participação privada, ainda seja menor em relação aos prestadores públicos, tem aumentado nos últimos anos. Entre 2006 e 2016, segundo a Associação Brasileira das Concessionárias Privadas de Serviços Públicos de Água e Esgoto (Abcon) e do Sindicato Nacional das Concessionárias de Serviços Públicos de Água e Esgoto (Sindcon), o número de concessões privadas aumentou 45%, passando de 178 para 258, equivalente a 11,5 milhões de habitantes atendidos pelos entes privados.

Entre os fatores que contribuem para o aumento da participação privada, (i) a melhoria do ambiente regulatório do setor; e (ii) a menor eficiência operacional de parte das Cesbs e dos municípios na prestação dos serviços, abrindo oportunidades para a entrada do setor privado.

Dentre os pontos de atenção para as Cesbs e os municípios, destacamos: (i) a influência política na estratégia de atuação da empresa; (ii) a ausência de um banco de projetos e a limitada capacidade de execução e acompanhamento dos investimentos; (iii) a falta de planejamento de médio e longo prazos; (iv) a reduzida capacidade de captação de recursos para investimentos; e (v) a baixa eficiência em termos de controle de custo.

Nesse contexto, a melhora da governança corporativa é fator essencial para que a administração dos recursos dos investimentos em água e esgoto alcance o impacto social necessário e, simultaneamente, permita a rentabilidade dos negócios da empresa.

Quanto aos operadores privados, do lado positivo, destacamos (i) a capacidade de captação de recursos e (ii) a maior velocidade na contratação de serviços e na execução de investimentos. Por outro lado, há pouca experiência na prestação privada de serviços de saneamento em grande escala no país. Mesmo assim, num horizonte de médio e longo prazo, vislumbra-se que a presença da iniciativa privada aumente.

O principal referencial de investimentos futuros no setor de saneamento é o Plano Nacional de Saneamento Básico – Plansab (Brasil, 2013), publicado em dezembro de 2013 pela Secretaria Nacional de Saneamento Ambiental do Ministério das Cidades. As projeções de investimentos em abastecimento de água e esgotamento sanitário apresentadas no Plansab para o período de 2014 a 2033 eram de aproximadamente R\$ 304 bilhões para se atingir a universalização dos serviços de abastecimento de água e 92% do esgoto coletado e tratado, o que significa um investimento anual médio de R\$ 15 bilhões (em valores de dezembro de 2012). Entretanto dados mais recentes apontam que esse valor está muito aquém do previsto para alcançar as metas colocadas, sendo que, para a universalização atingir a qualidade de atendimento necessário, falta adicionar eficiência operacional e de custos.

Outro ponto é o volume de perda de água (em média 37%) e o tratamento inadequado do esgoto, registrados no sistema público de atendimento, e que contribuem diretamente para a baixa eficiência do serviço. O déficit vivido pelo usuário, no entanto, sinaliza um cenário de oportunidades para as empresas que buscam investir neste segmento. Diante desse novo cenário, as empresas e investidores têm apostado em novos contratos, com destaque para as parcerias público-privadas (PPP), a despeito do limite para a modalidade. Some-se a isto a oportunidade de contratos de subconcessão de ativos de empresas estaduais para concessionárias privadas deslançarem.

Dentre os principais desafios do setor, destacamos: (i) a busca de fontes de recursos para investimento; (ii) o desenvolvimento e a ampliação do mercado privado de crédito de longo prazo; (iii) melhora das práticas de governança e gestão; (iv) o fortalecimento da regulação no setor, com o estabelecimento de parâmetros para a prestação de serviços e o acompanhamento dos prestadores.

Também se faz relevante dar mais publicidade e transparência às metas acordadas nos contratos de concessão e aos programas, à efetividade dos investimentos realizados e às fórmulas de reajuste das tarifas. Com o vencimento dos contratos de concessão no médio e longo prazo, há a possibilidade de entrada de novos players, inclusive de controle estrangeiro, aumentando a competitividade no setor.

Em nossa visão, ressaltamos a grande importância em dar segurança jurídica e estabilidade de longo prazo aos contratos, reduzindo a influência do ciclo político. Assim, em 2018 o setor de saneamento básico continuou atraindo um volume importante de investimentos, negócios e novos investidores. Com a

definição dos novos governos, federal e estaduais, melhorou a percepção dos investidores de infraestrutura e, em particular, do setor de saneamento. Além disso, a melhora da atividade econômica, com inflação e juros baixos, aumento da renda e queda do desemprego, devem fornecer boas condições para o crescimento sustentável do setor, nos próximos quatro anos.

Dentre as empresas do setor, destacamos as três estaduais com ações na B3, Copasa (CSMG3), Sabesp (SBSP3) e Sanepar (SAPR11), com bom histórico de execução e governança corporativa adequada, sendo as duas primeiras, pertencentes ao Novo Mercado da B3, e a Sanepar no Nível 2 de Governança da B3.

Visão da Empresa

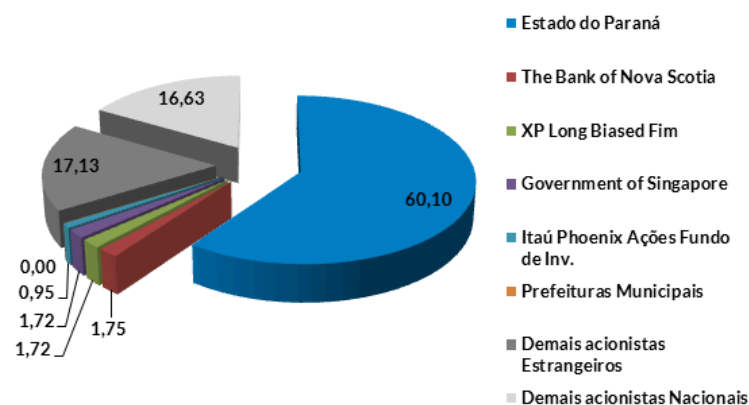
Criada em 1963 e denominada inicialmente Companhia de Água e Esgotos do Paraná (Agepar), a Sanepar (Companhia de Saneamento do Paraná) é uma S/A de economia mista, controlada pelo governo paranaense, sendo responsável pelo fornecimento de água, coleta e tratamento de esgoto e gerenciamento de resíduos sólidos.

O governo do Paraná, controlador da companhia, possui 20,03% do capital total da Sanepar, e 60,10% do capital votante. O restante das ações está dividido entre acionistas estrangeiros (20,60%) e nacionais (19,30%). O *free float* soma 79,97%.

Figura 1: Distribuição do Capital Social

Acionistas	Nº de ações (mil)			% partic. no capital	
	ON	PN	Total	votante	total
Estado do Paraná	100.914,6	0,0	100.914,6	60,10	20,03
The Bank of Nova Scotia	2.937,2	11.835,1	14.772,3	1,75	2,93
XP Long Biased Fim	2.889,9	11.559,6	14.449,5	1,72	2,87
Government of Singapore	2.885,6	11.542,5	14.428,2	1,72	2,86
Itaú Phoenix Ações Fundo de Inv.	1.595,8	6.383,1	7.978,9	0,95	1,58
Prefeituras Municipais	0,0	2.286,0	2.286,0	0,00	0,45
Demais acionistas Estrangeiros	28.768,5	158.484,0	187.252,5	17,13	37,17
Demais acionistas Nacionais	27.920,2	133.733,1	161.653,3	16,63	32,09
Total	167.911,8	335.823,4	503.735,2	100,00	100,00

Distribuição do Capital Votante



Fonte: Sanepar/Planner Corretora.

A companhia atua em 345 municípios do Paraná e em 297 localidades de menor porte, além de atender a cidade de Porto União, em Santa Catarina. Opera uma rede de 54 mil quilômetros de abastecimento de água e 35 mil quilômetros de rede de coleta de esgoto, sendo que em sete municípios paranaenses, a Sanepar também faz a gestão de resíduos sólidos.

Atualmente a Sanepar possui 100% de cobertura na rede de água e 72,5% de cobertura de rede de coleta de esgoto, através de 3,1 milhões de ligações de água e 2,1 milhões de ligações de esgoto, e para tanto, investiu mais de R\$ 6,0 bilhões nos últimos oito anos. Os seus índices de cobertura estão acima da média nacional, mas mesmo assim, a companhia vem investindo na ampliação do serviço de esgoto, com meta de alcançar a universalização do saneamento ambiental.

A demanda de água da companhia soma 51.366 litros por segundo, aquém da disponibilidade hídrica de 1.153.170 litros por segundo. Na capital Curitiba e Região Metropolitana, é onde se concentra o maior contingente populacional do Estado, e onde funciona um Sistema de Abastecimento de Água Integrado (SAIC), que opera com quatro barragens (Piraquara I, Piraquara II, Iraí e Passaúna) e capacidade de atendimento superior à demanda. No Município de Foz de Iguaçu, a Sanepar utiliza a água da Barragem da Hidrelétrica Itaipu Binacional, do lago de Itaipu, no Rio Paraná.

De acordo com a companhia, as barragens da Sanepar são consideradas de médio porte quanto ao volume de armazenamento, porém de grande porte devido à altura/profundidade superiores a 15 metros. Ao final de 2018, refletindo o menor volume de chuva e a maior utilização das barragens, o volume médio das reservas estava em 77,2% (sendo de 65% em Piraquara I, 100% em Piraquara II, 71% em Iraí e 80% em Passaúna). Dados atualizados referentes a 26/mar/19 apontam um volume de reservas de 92,6% (sendo de 80,2% em Piraquara I, 100,0% em Piraquara II, 94,9% em Iraí e 92,5% em Passaúna).

Do ponto de vista de esgotamento sanitário, a Sanepar continua seus esforços para expandir os serviços de coleta e tratamento, com vistas à universalização dos serviços. De acordo com a companhia, “o grande destaque de 2018 foi o Litoral paranaense, onde os investimentos nos últimos três anos permitiram importante avanço na ampliação dos serviços de saneamento, fazendo com que alguns municípios passassem de 25,9% para 72% de coleta”.

Governança Corporativa

A Sanepar está sujeita a Lei das Sociedades Anônimas (nº 6.404/76), a Lei das Estatais (nº 13.303/16), e a Lei do Saneamento (nº 11.445/2007), que no conjunto, fazem parte do arcabouço legal ao qual a companhia está sujeita para desenvolvimento de suas atividades.

Além disso, como empresa de capital aberto, inserida no Nível 2 de Governança da B3, a Sanepar submete-se às normas e à fiscalização das autoridades que regulam o mercado de capitais. No âmbito estadual, a companhia está sujeita as diretrizes da Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados de Infraestrutura do Paraná (AGEPAR).

Para atuar nesse ambiente regulado, a “Sanepar tem uma política de governança corporativa que atua em todas as instâncias e visa alcançar padrão de excelência na gestão, com foco em resultados, levando em conta sua função social. Em 2016 a governança corporativa ganhou área própria no organograma da empresa, unida a riscos e Compliance (Governança, Riscos e Compliance)”.

Em 2018 “destacaram-se medidas para reforçar os processos de adequação da Sanepar à Lei das Estatais e ao Nível 2 da B3, dentre elas: (i) a revisão do Estatuto interno, em linha com os pressupostos da Lei nº 13.303/2016, incluindo determinações como o aumento de 25% para 30% o percentual de representantes dos acionistas independentes no Conselho de Administração; e a (ii) inclusão de representantes dos acionistas minoritários nos Comitês Técnico e de Auditoria Estatutário, entre outras”.

Reajuste de Tarifas

Em 2017, com o objetivo de estimular o equilíbrio econômico e financeiro da companhia, e em cumprimento da Lei do Saneamento (nº 11.445/07), a AGEPAR estabeleceu um novo regime regulatório, com a promoção da modicidade tarifária, a partir do compartilhamento de ganhos de produtividade (Fator X).

Naquele ano, a Agepar autorizou um reposicionamento tarifário de 25,63% a ser diferida ao longo de oito anos, sendo a primeira parcela de 8,53% correspondente a 2017, e as demais em 7 (sete) parcelas de 2,11%, corrigidas pela Selic. A segunda parcela foi de 5,12% e passou a vigorar a partir de maio de 2018.

Em termos reais, do índice 25,63% a ser reposicionado em 2017, integrou a tarifa da companhia 10,82%, restando ainda 13,36% a ser diferido nos próximos 6 anos. Em outro cálculo, apenas indicativo, a estimativa do valor a receber decorrente da diferença entre a Receita Requerida (com base do reajuste total aprovado) e a Receita Verificada até o presente momento, equivalente a dois reajustes referentes a 2017 e 2018, está sendo mensurada ao longo do período do diferimento, e até 31 de dezembro de 2018, representava R\$ 928,0 milhões.

Segundo a companhia, “o Fator X foi fixado em 0,77% para o Ciclo 2017-2020, e funciona como um redutor da parcela B (custos gerenciáveis) nos anos de reajustes tarifários, até a próxima Revisão Tarifária Periódica (RTP), quando novo preço teto e Fator X serão determinados. Pela relevância do Fator X nos custos de produção, tarifa e resultados, a companhia realiza diversas ações de modo a garantir que os ganhos de produtividade sejam no mínimo iguais àqueles definidos na RTP”.

Dívida financeira – Empréstimos e Financiamentos

Ao final de dezembro de 2018 a dívida total da companhia era de R\$ 2,77 bilhões, dos quais 17% no curto prazo e 83% no longo. Descontados os recursos em caixa/equivalentes de caixa de R\$ 327 milhões, a dívida líquida era de R\$ 2,44 bilhões, equivalente a 1,5x o EBITDA ajustado dos últimos 12 meses, levemente abaixo de 1,6x de dezembro de 2017.

Figura 2: Endividamento Bruto em dez/18

Endividamento R\$ milhões	Saldo Devedor	(%)
Caixa Econômica Federal	978,0	35,3
Arrendamento Mercantil	273,5	9,9
BNDES - PAC2	261,5	9,4
BNDES	54,8	2,0
Banco Itaú - PSI	18,7	0,7
Banco do Brasil - PSI	15,8	0,6
Debêntures	1.169,0	42,2
Total	2.771,3	100,0

Fonte: Sanepar/Planner Corretora.

Investimentos

A companhia desenvolve seu Plano Plurianual de Investimento (PPI) considerando um horizonte de cinco anos, baseado em estudos técnicos, diagnósticos operacionais e ambientais, demandas dos sistemas de abastecimento das localidades, metas dos contratos de concessão/programa, adequação às exigências da legislação ambiental, entre outras variáveis. O PPI contempla investimentos de curto, médio e longo prazo e inclui tanto os projetos que já possuem fonte de recursos definidas quanto os que ainda necessitam de captação de financiamento.

Em 2018 foram investidos R\$ 1,03 bilhão (sendo 44% em água, 41% em esgoto e 15% em outros), o que significou um incremento de 17% em relação aos R\$ 881 milhões de 2017 (40% em água, 49% em esgoto e 11% em outros).

O Conselho de Administração da companhia, em reunião extraordinária realizada em 11/dez/18 aprovou o Programa de Investimentos para o período de 2019 a 2023 no montante total de R\$ 7.120,5 milhões, através de recursos próprios e financiados, distribuído em R\$ 2.986,7 milhões para serviços de água (42%), R\$ 3.757,7 milhões para esgotamento sanitário (53%) e R\$ 376,0 milhões (5%) para infraestrutura, resíduos sólidos e outros.

Figura 3: Investimentos previstos para os próximos 5 anos

Investimentos previstos R\$ milhões	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2019 a 2023 5 anos
Capex Regulatório	627,2	867,3	1.035,5	1.377,5	1.297,9	1.294,2	1.108,8	6.113,9
Capitalizações	126,6	150,2	163,5	174,4	186,2	201,9	209,3	935,3
Outros	126,7	12,5	13,3	14,0	14,3	14,7	15,0	71,3
Total	880,5	1.030,0	1.212,3	1.565,9	1.498,4	1.510,8	1.333,1	7.120,5

Fonte: Sanepar/Planner Corretora.

A Sanepar destaca que o programa de investimentos contempla “gastos para a garantia do abastecimento de água e sua qualidade; compromissos assumidos nos contratos de concessão e de programa visando à universalização dos serviços de esgoto; demandas oriundas de diagnósticos operacionais dos sistemas de abastecimento de água e esgotamento sanitário; *compliance* ambiental; infraestrutura, entre outros”.

Desempenho Financeiro recente

A Sanepar registrou no 4T18 um lucro líquido de R\$ 320,0 milhões, 107,5% superior aos R\$ 154,2 milhões do 4T17. Esse resultado foi construído a partir da melhora do resultado operacional, incremento das margens, e também pela reversão de provisão trabalhista no valor líquido de R\$ 44,1 milhões. O EBITDA cresceu 23,9% totalizando R\$ 475,7 milhões, com +5,9pp na margem EBITDA para 43,3%. O resultado financeiro também foi melhor no trimestre.

Figura 4: Principais Indicadores Econômico-financeiros

Sanepar - principais indicadores R\$ milhões	4T17	4T18	var %	2017	2018	var %
Receita Líquida	1.025,5	1.097,9	7,1	3.869,4	4.162,2	7,6
EBITDA	383,8	475,7	23,9	1.383,5	1.642,0	18,7
margem ebitda	37,4%	43,3%	5,9 pp	35,8%	39,5%	3,7 pp
Resultado Financ. Líquido	-122,3	-48,4	-60,4	-222,1	-205,7	-7,4
margem fin. Líquida	-11,9%	-4,4%	7,5 pp	-5,7%	-4,9%	0,8 pp
Lucro Líquido	154,2	320,0	107,5	686,2	892,5	30,1
margem líquida	15,0%	29,1%	14,1 pp	17,7%	21,4%	3,7 pp
Patrimônio Líquido	5.152,7	5.717,2	11,0	5.152,7	5.717,2	11,0
Dívida Líquida	2.182,9	2.444,7	12,0	2.182,9	2.444,7	12,0
Div. Líq./Ebitda	1,6	1,5		1,6	1,5	
Volume faturado de água+esgoto (milhões m ³)	221,7	225,4	1,7	942,8	892,7	-5,3
Volume faturado de água (milhões m ³)	128,5	129,2	0,5	549,1	513,8	-6,4
Volume faturado de esgoto (milhões m ³)	93,2	96,2	3,2	393,7	378,9	-3,8
Capex	319,3	281,3	-11,9	880,5	1.030,0	17,0

Fonte: Sanepar/Planner Corretora.

Em 2018 a Sanepar reportou resultados importantes, um desempenho crescente nas principais linhas, a despeito de um ano marcado no Brasil pela retomada lenta da economia, após longo período de recessão. O lucro líquido em 2018 somou R\$ 892,5 milhões, 30,1% superior ao lucro de R\$ 686,2 milhões de 2017,

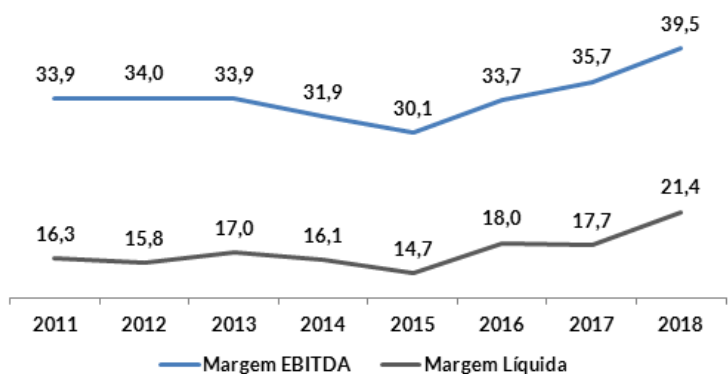
explicado pelo crescimento da receita de 7,6% para R\$ 4,2 bilhões e notadamente pela melhora operacional, com crescimento do EBITDA de 18,7% totalizando R\$ 1,6 bilhão. A margem EBITDA passou de 35,8% em 2017 para 39,5% em 2018.

Com a realização a partir do ano de 2016 dos Programas de Aposentadoria Incentivada (PAI) e Demissão Voluntária (PDVTC) com a adesão de 585 empregados, sendo 50 em 2018, a Sanepar conseguiu reduzir seu maior custo operacional, o custo com pessoal, em 2,9% comparando com 2017. Além da redução, a queda de 3,8% dos custos com materiais em comparação com 2017 influenciou positivamente o EBITDA e consequentemente as margens operacionais. As provisões trabalhistas também contribuíram para o melhor resultado do EBITDA devido à revisão pelos assessores jurídicos das estimativas e probabilidades de perda.

Ao final de dezembro de 2018 sua dívida líquida somava R\$ 2,44 bilhões equivalente a 1,5x o EBITDA, e que se compara a R\$ 2,5 bilhões equivalente a 1,6x o EBITDA em set/18. O resultado operacional tem registrado melhora e sua alavancagem é reduzida para uma empresa do segmento de saneamento. Os investimentos somaram R\$ 281,3 milhões no 4T18, acumulando R\$ 1,03 bilhão em 2018, com importante acréscimo de 17% frente 2017, e servem para manter a velocidade das melhorias e atualização tecnológica para aumentar sua eficiência e reduzir os impactos ambientais de seu complexo operacional.

Figura 5: Margens Operacionais dos últimos 8 anos

Margens Operacionais (%)



Fonte: Sanepar/Planner Corretora.

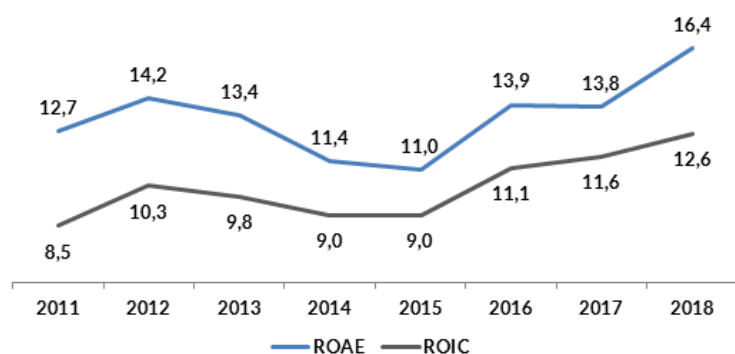
Com o desempenho econômico favorável alcançado pela companhia, a rentabilidade em relação ao patrimônio líquido alcançou 16,4% em 2018, crescendo em relação ao ano anterior, quando esse índice era 13,8%. O retorno sobre o capital investido também apresentou bom desempenho, passando de 11,6% em 2017 para 12,6% em 2018.

Ressalte-se em 2018 a renovação do contrato com o município de Curitiba, pelo prazo de 30 anos, dada a sua relevância, pois responde por 24,4% da receita da Sanepar. Curitiba e sua Região Metropolitana formam o maior núcleo populacional do Estado e por isso concentram grande parte da demanda por serviços de saneamento ambiental.

Outros três municípios da região renovaram seus contratos pelo mesmo período de 30 anos: Campo Largo, Piraquara e Colombo. Os três e mais Curitiba representam 28,2% da receita da Sanepar e estão inseridos em um sistema integrado de abastecimento e serviços de esgoto.

Figura 6: ROAE versus ROIC dos últimos 8 anos

Retorno sobre o Patr. Líq. (ROAE) x Retorno sobre o Capital Investido (ROIC)



Fonte: Sanepar/Planner Corretora.

Desde 2007, a relação entre a Sanepar e os municípios é regida pela Lei Federal nº 11.445/2007, conhecida como Marco Regulatório do Saneamento. A partir de então, a relação entre a Sanepar e o Poder Concedente se dá por meio de Contrato de Programa. Esses contratos têm prazo de 30 anos e apresentam metas, trazidas dos Planos Municipais de Saneamento Básico, que variam em função das características e condições de abastecimento de água e coleta e tratamento de esgoto de cada município, focando na melhoria da qualidade de vida da população. Além dos Contratos de Programa a Companhia possui ainda Contratos de Concessão vigentes, assinados antes do Marco Regulatório.

Figura 7: Distribuição por cliente: 10 maiores contratos

Municípios	Dez (10) Maiores Contratos (% da Receita Total)*				Índice de Cobertura (%)		Economias Ativas (mm)	
	% Receita Total	Período Remanescente de concessão (anos)	Tipo de concessão	Tipo de contrato	Água	Coleta de Esgoto	Água	Coleta de Esgoto
Curitiba	24,4	29,5	Água e esgoto	Programa	100,0	94,9	816,6	776,1
Londrina	7,2	27,5	Água e esgoto	Programa	100,0	91,1	245,1	226,1
Maringá	5,2	21,7	Água e esgoto	Concessão	100,0	100,0	162,3	170,7
Ponta Grossa	3,6	7,3	Água e esgoto	Concessão	100,0	90,4	138,7	124,7
Foz do Iguaçu	3,4	25,2	Água e esgoto	Programa	100,0	77,6	108,9	85,9
Cascavel	3,4	5,9	Água e esgoto	Concessão	100,0	99,5	122,9	124,9
São José dos Pinhais	2,9	25	Água e esgoto	Programa	100,0	71,9	110,2	80,5
Colombo	1,8	29,3	Água e esgoto	Programa	100,0	62,6	83,6	54,0
Guarapuava	1,6	23,8	Água e esgoto	Programa	100,0	78,8	63,7	51,1
Araucária	1,4	13,8	Água e esgoto	Concessão	100,0	73,7	51,0	37,7
Demais	45,1						2.020,4	1.164,9
Total	100,0				100,0	72,5	3.923,4	2.896,6

(*) Informação não revisada pelos auditores independentes; Fonte: Sanepar/Planner Corretora.

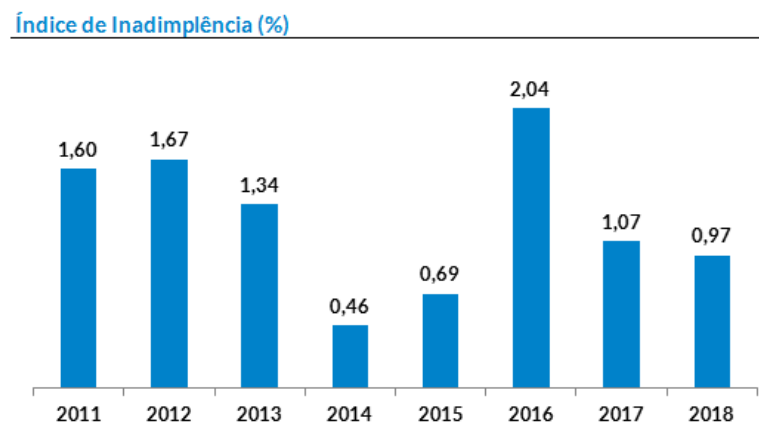
Dos 346 municípios atendidos pela Sanepar (345 do Paraná e um em Santa Catarina), 338 têm contratos vigentes e oito contratos encontram-se vencidos e em fase de negociação para assinatura de Contrato de Programa. Entre os que estão em vigor, 174 são de Programa, ou seja, posteriores ao Marco Regulatório, e 164 são anteriores ao Marco Regulatório, portanto de Concessão. Do total dos Contratos de Programa, 15 foram assinados em 2018.

O objetivo da Companhia é transformar todos os seus Contratos em Contratos de Programa. O monitoramento dos contratos de concessão e de programa com os municípios é uma rotina na Sanepar. Técnicos da Companhia realizam visitas às Prefeituras e promovem encontros com as comunidades para avaliar a qualidade dos serviços, o cumprimento das metas e a identificação de demandas.

A Sanepar intensificou um conjunto de ações comerciais e de relacionamento com os seus clientes, resultando na redução da inadimplência pelo segundo ano consecutivo, atingindo em 2018 o índice de

0,97%. A empresa também destaca os resultados positivos com o Programa de Recuperação de Créditos instituído para negociações de dívidas do poder público. Ou seja, a inadimplência não preocupa.

Figura 8: Inadimplência histórica dos últimos 8 anos



Fonte: Sanepar/Planner Corretora

Ratings

A Fitch manteve a classificação de risco de crédito AA (bra) e alterou a perspectiva de estável para positiva. De acordo com a agência, “o perfil de crédito da Sanepar se beneficia da maior resiliência, da previsibilidade de sua demanda e de seus resultados, testada em cenários econômicos diversos, em comparação com outros setores da economia. Em termos operacionais, a companhia também apresenta indicadores melhores que os de seus principais pares do setor”.

A Moody's atribuiu rating Ba2, em escala global, e Aa2.br, na escala brasileira, com perspectiva estável. O relatório da agência afirma que “a companhia mostrou crescimento contínuo nos últimos trimestres, direcionado, principalmente pelo ajuste tarifário e pelo aumento dos serviços de água e esgoto. A Moody's considera a liquidez da Sanepar como adequada”.

Precificação. Realizamos a precificação da Sanepar utilizando o modelo de fluxo de caixa descontado, com WACC de 10% e crescimento de 3% na perpetuidade. Temos expectativa positiva para os seus resultados nos próximos períodos, tendo em vista o seu modelo de negócio, o retorno dos investimentos previstos, e a boa resiliência a períodos de instabilidade. Chegamos a um preço justo de R\$ 97,00 por Unit.

Não estamos trabalhando com cenário de privatização da companhia. O próprio Governador do Paraná, Carlos Roberto Massa Júnior, recentemente reconheceu a boa gerência dos negócios da companhia, e suas importantes funções, de desenvolvimento econômico e de desenvolvimento social. Não descartou, no entanto, a possibilidade da realização de parcerias da empresa com a iniciativa privada.

Nos últimos 8 anos (2011 a 2018), o crescimento médio anual (CAGR) foi de 13,2% para a Receita Operacional Líquida; de 15,7% para o EBITDA e de 17,8% para o Lucro Líquido. No nosso horizonte de projeção de 5 anos e perpetuidade no 6º ano (2019 a 2024), o crescimento médio anual (CAGR) foi de 7,5% para a Receita Operacional Líquida; de 8,1% para o EBITDA e de 9,9% para o Lucro Líquido.

Figura 9: Fluxo de Caixa e preço justo

R\$ milhões	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Rec. Líquida	3.869	4.162	4.492	4.927	5.480	6.095	6.256	6.423
EBITDA	1.389	1.675	1.793	1.929	2.235	2.545	2.612	2.666
margem ebitda	35,9%	40,2%	39,9%	39,2%	40,8%	41,8%	41,8%	41,5%
Lucro Líquido	676	936	950	1.025	1.135	1.049	1.077	1.653
margem líquida	17,5%	22,5%	21,1%	20,8%	20,7%	17,2%	17,2%	25,7%
LPA (R\$/unit)	6,71	9,29	9,43	10,18	11,27	10,41	10,69	16,41

Fluxo de Caixa	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
EBITDA	1.389	1.675	1.793	1.929	2.235	2.545	2.612	2.666
Var.NCG	-19	-24	21	47	49	55	53	19
IR/CS	210	216	362	293	396	673	765	787
Investimentos (Capex)	875	1.029	1.137	1.281	1.175	1.295	1.171	1.041
Fluxo de Caixa Operacional	323	454	272	309	615	523	623	818
Fluxo de Caixa	1.652	2.080	734	1.368	2.162	2.017	2.060	2.241

Fluxo de caixa descontado	2.025
Perpetuidade	10.193
Valor da empresa	12.217
(-) Dívida Líquida	2.445
Valor presente líquido	9.772
Valor presente líquido (R\$/unit)	R\$ 97,00
Cotação atual (R\$/unit)	R\$ 75,12
Potencial de valorização (%)	29,1%

Projeções trimestrais	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20	3T20	4T20
Rec. Líquida	1.074	1.106	1.139	1.174	1.160	1.207	1.255	1.305
EBITDA	447	448	449	449	435	465	498	532
margem ebitda	41,6%	40,5%	39,4%	38,3%	37,5%	38,6%	39,7%	40,7%
Lucro Líquido	240	239	237	234	226	245	266	288
margem líquida	22,4%	21,6%	20,8%	19,9%	19,5%	20,3%	21,2%	22,0%

Fonte: Sanepar/Planner Corretora; Valores em R\$ milhões.

Análise de sensibilidade. No preço justo de R\$ 97,00 por Unit a Sanepar está sendo precificada a um P/L de 10,3x e a um VE/EBITDA de 6,8x, ambos para 2019.

Figura 10: Análise de sensibilidade - 2019e

Preço alvo	taxa de cresc. na perpetuidade					VE/EBITDA	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%		4,0%	WACC	2,0%	2,5%	3,0%
8,5%	114,70	124,53	136,14	150,08	167,11	8,5%	7,8	8,4	9,0	9,8	10,8
9,0%	103,09	111,29	120,86	132,17	145,75	9,0%	7,2	7,6	8,2	8,8	9,6
9,5%	93,07	100,00	107,99	117,31	128,32	9,5%	6,6	7,0	7,4	8,0	8,6
10,0%	84,35	90,26	97,00	104,78	113,86	10,0%	6,1	6,4	6,8	7,3	7,8
10,5%	76,70	81,77	87,52	94,09	101,67	10,5%	5,7	6,0	6,3	6,7	7,1
11,0%	69,93	74,32	79,26	84,87	91,27	11,0%	5,3	5,5	5,8	6,1	6,5
11,5%	63,91	67,73	72,01	76,83	82,29	11,5%	5,0	5,2	5,4	5,7	6,0

P/L	taxa de cresc. na perpetuidade					P/VPA	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%		4,0%	WACC	2,0%	2,5%	3,0%
8,5%	12,2	13,2	14,4	15,9	17,7	8,5%	2,02	2,19	2,40	2,64	2,94
9,0%	10,9	11,8	12,8	14,0	15,5	9,0%	1,82	1,96	2,13	2,33	2,57
9,5%	9,9	10,6	11,5	12,4	13,6	9,5%	1,64	1,76	1,90	2,07	2,26
10,0%	8,9	9,6	10,3	11,1	12,1	10,0%	1,49	1,59	1,71	1,85	2,01
10,5%	8,1	8,7	9,3	10,0	10,8	10,5%	1,35	1,44	1,54	1,66	1,79
11,0%	7,4	7,9	8,4	9,0	9,7	11,0%	1,23	1,31	1,40	1,50	1,61
11,5%	6,8	7,2	7,6	8,1	8,7	11,5%	1,13	1,19	1,27	1,35	1,45

Fonte: Planner Corretora.

Figura 11: Resumo dos destaques financeiros

Tabela: Destaques Financeiros

Sanepar					SAPR11				
Recomendação					COMPRA				
Total de Units "ex" tesouraria - (milhões)					100,7				
Preço Justo - (R\$/unit)					97,00				
Preço atual - (R\$/unit)					75,12				
Valor de Mercado - (milhões de R\$)					7.568,1				
Potencial de Valorização (%)					29,1%				
Balanco Patrimonial					Demonstração de Resultado - R\$ mi				
	2017	2018	2019E	2020E		2017	2018	2019E	2020E
Ativo Circulante	1.239	1.065	1.005	1.068	Receita Líquida	3.869	4.162	4.492	4.927
Caixa e Aplic. Financ.	534	327	207	186	Lucro Bruto	2.313	2.482	2.609	2.835
Contas a Receber	606	639	691	769	Despesas Operacionais	1.175	1.106	1.155	1.288
Estoques	37	39	44	49	EBITDA	1.389	1.675	1.793	1.929
Outros	62	60	62	65	Depreciação e Amortização	251	299	340	382
Ativo Não Circulante	8.883	9.717	10.348	11.353	EBIT	1.138	1.376	1.453	1.547
Realizável a longo prazo	944	1.196	1.294	1.401	Resultado Financeiro Líquido	-234	-132	-185	-221
Investimentos/imobilizado	7.940	8.521	9.053	9.952	Lucro Antes dos Impostos	905	1.244	1.268	1.326
					IR/CS/participações	229	308	318	301
Total do Ativo	10.123	10.781	11.352	12.420	Resultado Líquido	676	936	950	1.025
Balanco Patrimonial					Fluxo de Caixa Descontado				
	2017	2018	2019E	2020E		2018	2019E	2020E	2021E
Passivo Circulante	1.257	1.359	1.233	1.329	EBIT	1.376	1.453	1.547	1.807
Empréstimos e Financ.	563	479	350	350	(-) Impostos	216	362	293	396
Fornecedores	183	191	214	236	(=) Lucro Oper. Líq. após IR	1.160	1.091	1.254	1.412
Impostos/Salários e Encargos	167	220	242	264	Depreciação & Amortização	299	340	382	427
Dividendos	136	184	117	144	Investimentos	1.029	1.137	1.281	1.175
Outros	208	286	310	335	(-) Capital de Giro	-24	21	47	49
Passivo Não Circulante	3.713	3.705	4.210	4.670	FCFF	2.513	2.547	2.871	2.964
Empréstimos e Financ.	2.154	2.293	2.740	3.140	Fluxo de caixa descontado	2.025			
Outros	1.559	1.413	1.470	1.530	Perpetuidade	10.193			
					Valor da empresa	12.217			
Patrimônio Líquido	5.153	5.717	5.909	6.422	(-) Dívida Líquida	2.445			
					Valor presente líquido	9.772			
Total do Passivo	10.123	10.781	11.352	12.420	Valor presente líquido (R\$/unit)	97,00			
Análise de Margem					2017	2018	2019E	2020E	
Margem Bruta (%)					59,8	59,6	59,6	58,1	
Margem EBITDA (%)					35,9	40,2	40,2	39,9	
Margem Líquida (%)					17,5	22,5	22,5	21,1	
Múltiplos e Retorno					Estrutura Acionária (Milhares)				
	2017	2018	2019E	2020E	ON	PN	TOTAL	(%)	
P/L (x)	6,8	4,1	8,0	7,4	Gov. do Estado do Paraná	100.915	0	100.915	20,0%
EV/EBITDA (x)	5,3	3,8	5,8	5,6	The Bank of Nova Scotia	2.937	11.835	14.772	2,9%
P/VPA (x)	1,05	1,10	1,22	1,13	Outros	64.060	323.988	388.048	77,0%
Payout (%)	50,0	50,0	50,0	50,0	TOTAL	167.912	335.823	503.735	100,0%
Retorno Dividendo (%)	7,4	7,8	6,3	6,8	Free Float "ex" ações em tesouraria	66.997	335.823	402.821	80,0%

Fonte: Planner Corretora

Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

Compra: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Neutro: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Venda: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI*
mmariante@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins, CNPI
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI
rmartins@planner.com.br

DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Planner Corretora.

As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:

O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas. Página 15