

Nova precificação e revisão dos Preços Justos

Atualizamos a precificação para as companhias de Saneamento com ações listadas na B3, após importante valorização em 2019, um ano em que o setor continuou atraindo volume importante de investimentos, negócios e novos investidores. A melhora da atividade econômica, com inflação dentro da meta e redução dos juros, aliado ao gradual incremento de renda e queda do desemprego, devem fornecer boas condições para o crescimento sustentável do setor, nos próximos anos.

O início de cobertura destas empresas aconteceu em 2019. Os preços justos até então, remontam os meses de junho para Copasa, agosto para Sabesp e março para a Sanepar. Avançamos então nossas projeções com base em 2020 e nas boas perspectivas. Todas elas possuem bom histórico de execução e governança corporativa adequada, sendo as duas primeiras, pertencentes ao Novo Mercado, e a Sanepar no Nível 2 de Governança da B3. Atentar para as principais mudanças (Fig.2) que nortearam as projeções e os múltiplos relativos aos Preços Justos (Fig.3) e que se mantem competitivos. Seguimos com recomendação de COMPRA para as três companhias: Copasa (CSMG3) e Preço Justo de R\$ 85,00/ação; para a Sabesp (SBSP3) com Preço Justo de R\$ 68,00/ação e a Sanepar (SAPR11) com Preço Justo de R\$ 115,00/Unit.

Olhando 2020, após passar pela Câmara, o Senado deve discutir e aprovar neste 1º semestre, o projeto de lei que atualiza o marco regulatório do saneamento. A proposta abre espaço à entrada de empresas privadas no setor, majoritariamente operado por estatais, e estabelece metas de universalização dos serviços de água e esgoto no país. O texto estabelece um prazo para que os chamados contratos de programa sejam renovados e veta a assinatura de novos. Isso porque esse tipo de contrato, amplamente adotado no país, é firmado sem licitação entre estatais de saneamento e municípios e, portanto, sem concorrência. O objetivo é que a limitação ponha em pé de igualdade, as companhias estatais e as empresas privadas na concorrência pela concessão desses serviços.

O mesmo prazo vale para a inclusão de metas de universalização dos serviços de água e esgoto nos acordos, uma das prerrogativas do projeto de lei. Segundo a proposta, o atendimento de 99% da população com água potável e de 90% da população com coleta e tratamento de esgoto deverá estar garantido até 2033, como estabelece o Plano Nacional de Saneamento Básico (Plansab) de 2013. Algumas companhias estimam o prazo curto e de difícil execução, o que pode ensejar ajuste de metas.

Com base na aprovação de um novo marco regulatório, o setor de saneamento deve iniciar uma fase de forte incremento dos investimentos, rumo à universalização dos serviços de água e coleta/tratamento de esgoto no país. A partir da aprovação do PL 4162/19, que atualiza o marco regulatório, outros projetos ligados ao setor, devem vir. A expectativa é de que aconteça entre o primeiro e o segundo trimestres de 2020, a despeito de ser um ano eleitoral para os municípios, o que, em tese, poderia representar alguma postergação de projetos. Porém, claramente as perspectivas para investimento em 2020 são melhores do que foram em 2019.

Para atender a essa questão da universalização dos serviços, algumas alternativas estão sobre a mesa, sejam elas via privatização, concessões, Parcerias Público Privadas (PPPs) e aquisições. Como o gap de investimentos em saneamento é grande, trabalhamos com esta cesta de opções, sendo a privatização, uma delas. O interesse do setor privado por bons projetos é real e passa pela aprovação do Projeto de Lei do Saneamento; pela qualidade dos projetos licitados, um *fundin* com custo e prazo adequado, e uma agência reguladora com recursos financeiros e técnicos para cumprir sua função, estabelecendo as diretrizes para o setor.

Fig.1 – Principais indicadores

Empresas	Código	Cot. Atual (*)	Preço Justo	Potencial de alta %	P/L		VE/Ebitda		Valor Merc. R\$ bi	Div.Liq./ Ebitda atual	P/ VPA atual	Vol Médio R\$mm	Oscilação		Beta 60m	Yield 20e
					20e	21e	20e	21e					no ano	em 12m		
Copasa	CSMG3	69,29	85,00	22,7%	11,7	9,5	6,2	5,6	8,8	1,5	1,3	43,3	1,9%	11,1%	0,77	4,3%
Sabesp	SBSP3	60,55	68,00	12,3%	11,8	8,3	7,8	7,2	41,4	1,6	1,9	153,0	0,0%	50,7%	0,90	2,4%
Sanepar	SAPR11	100,50	115,00	14,4%	9,9	8,9	6,7	5,8	10,1	1,5	1,7	81,6	0,7%	41,6%	0,85	5,1%

Fonte: Bloomberg/Empresas/Economica/Planner; Volume Médio: considera últimos 21 dias; Cotação* em: 16/01/2020

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.

17 de janeiro de 2020

Considerações principais

Copasa (CSMG3) – Vemos um cenário de continuidade da trajetória de crescimento e de resultados para a companhia nos próximos anos, com base no programa de investimentos de R\$ 6,0 bilhões para os próximos cinco anos, contemplando gastos para a garantia do abastecimento de água, para o aumento da coleta de esgoto e principalmente do tratamento do esgoto coletado. Desse total, R\$ 853 milhões serão gastos em 2020 e R\$ 1,3 bilhão/ano entre 2021 e 2024. Sua boa geração de caixa, aliada ao aumento de lucratividade, sustenta boa parte das necessidades de investimento da companhia, que tem adotado uma maior cautela e seletividade na estruturação e avaliação dos projetos, com foco na qualidade, no retorno, e na universalização dos serviços.

Sabesp (SBSP3) – A companhia se destaca por adequada governança corporativa, e bom histórico de execução voltado para a maximização de resultados. Temos expectativa positiva para os próximos períodos, tendo em vista o seu modelo de negócio aliado ao crescente volume de investimentos previstos, sustentados por consistente geração de caixa e instrumentos de dívida de longo prazo, com destaque para as debêntures. Ressalte-se a reduzida alavancagem e os contratos de prestação de serviços públicos recentemente firmados, dentre eles Guarulhos e Santo André. Em 16 de janeiro de 2020 foi sancionada pelo Prefeito do Município de Mauá, Lei que autoriza o Poder Executivo a celebrar convênios, contratos, termos aditivos e quaisquer outros tipos de ajustes necessários com o Estado de São Paulo, a ARSESP e com a Sabesp. Desta maneira, esses novos contratos, endereçam débitos antigos oriundos da venda de água por atacado, ao mesmo tempo em que proporcionam o recebimento mensal dos serviços prestados pela Sabesp a esses municípios.

Sanepar (SAPR11) – Seguimos com uma visão positiva para a companhia, antevendo a continuidade da trajetória de crescimento e de resultados nos próximos anos. Os dados mais recentes referem-se ao 9M19 quando a companhia registrou um lucro líquido de R\$ 694 milhões, 21% superior ao 9M18, um resultado consistente, construído a partir do incremento de receita (+10% para R\$ 3,4 bilhões) e melhora do resultado operacional cujo EBITDA cresceu 13% somando R\$ 1,4 bilhão, e do resultado financeiro. Nesta base de comparação o volume faturado cresceu 3,3%. Revisamos o valor justo da companhia, baseado no modelo de fluxo de caixa descontado, com WACC de 10,0% e crescimento de 3,0% na perpetuidade. Temos expectativa positiva para os seus resultados nos próximos períodos, tendo em vista o seu modelo de negócio e o retorno dos investimentos previstos.

Fig.2 - Precificação

Empresa Indicadores	Copasa (CSMG3)		Sabesp (SBSP3)		Sanepar (SAPR11)	
	Anterior	Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual
WACC	11,0%	10,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Perpetuidade	3,0%	3,0%	3,0%	3,8%	3,0%	3,0%
Taxa de cresc. média anual - CAGR (5 anos + perpetuidade)						
ROL	5,1%	5,1%	5,4%	5,4%	7,5%	7,5%
EBITDA	7,8%	7,8%	6,4%	6,4%	8,1%	8,2%
Lucro Líquido	12,5%	12,3%	11,5%	12,6%	9,9%	9,7%
Preço Justo (R\$/ação)*	75,00	85,00	57,00	68,00	97,00	115,00

(*) Preço Justo de Sanepar em R\$/Unit; Fonte: Planner Corretora.

Fig.3 - Múltiplos no Preço Justo

Indicadores	CSMG3	SBSP3	SAPR11
Preço Justo	85,00	68,00	115,00
P/L	14,3	13,3	11,3
VE/EBITDA	7,3	8,6	7,5
PVPA	1,7	2,1	1,9

Fonte: Planner Corretora.

Atentar para as principais mudanças (Fig.2) que nortearam as projeções e os múltiplos relativos aos Preços Justos (Fig.3) e que, a nosso ver, se mantem competitivos para companhias deste segmento e que devem se manter atrativos para os players estrangeiros. Seguimos com recomendação de COMPRA para as três companhias: Copasa (CSMG3) e Preço Justo de R\$ 85,00/ação, para a Sabesp (SBSP3) com Preço Justo de R\$ 68,00/ação e a Sanepar (SAPR11) com Preço Justo de R\$ 115,00/Unit.

Copasa (CSMG3 - Compra)

Crescimento e melhora de eficiência

Vemos um cenário de continuidade da trajetória de crescimento e de resultados para a companhia nos próximos anos, com base no programa de investimentos de R\$ 6,0 bilhões para os próximos cinco anos, contemplando gastos para a garantia do abastecimento de água, para o aumento da coleta de esgoto e principalmente do tratamento do esgoto coletado. Desse total, R\$ 853 milhões serão gastos em 2020 e R\$ 1,3 bilhão/ano entre 2021 e 2024. Sua boa geração de caixa, aliada ao aumento de lucratividade, sustenta boa parte das necessidades de investimento da companhia, que tem adotado uma maior cautela e seletividade na estruturação e avaliação dos projetos, com foco na qualidade, no retorno, e na universalização dos serviços.

Atentar que a eventual privatização da companhia, já sinalizada pelo controlador, passa por um plebiscito popular, pela alteração da Constituição Estadual de Minas Gerais, e a aprovação de 3/5 da Assembleia Legislativa do estado, sinalizando a existência de um bom caminho a percorrer. De toda forma, trata-se de um importante catalisador para a ação, lembrando que a empresa é boa pagadora de proventos em base trimestral.

Revisitamos o fluxo de caixa da companhia basicamente olhando de 2020 para frente e reduzimos a WACC de 11,0% para 10,5%, num cenário de forte redução da taxa básica de juros e do custo de capital para a companhia. Demais premissas foram mantidas. Seguimos com recomendação de COMPRA para CSMG3 e elevamos o Preço Justo de R\$ 75,00/ação para R\$ 85,00/ação.

Destaques

A companhia se destaca pelo bom histórico de execução, e nos três últimos anos manteve como foco a busca pelo equilíbrio econômico-financeiro e redução da sua alavancagem, com a priorização da realização de investimentos de modo a viabilizar a conclusão das obras em andamento, maximizando a rentabilidade. Ao longo de sua história, acredita ter conquistado uma Base de clientes diversificada e pulverizada; Excelência técnica e operacional; Percentual relevante da receita proveniente de contratos de longo prazo; Qualidade reconhecida pela população na prestação de serviços.

No período de 8 anos, compreendido entre 2011 a 2018, a taxa de crescimento média anual ponderada (CAGR) foi de 3,8% para a Receita Operacional Líquida; de 5,1% para o EBITDA e de 3,0% para o Lucro líquido. Para os próximos 6 anos esperamos que a empresa seja capaz de entregar um incremento de lucratividade, com CAGR de 5,1% para Receita, 7,8% para o EBITDA e 12,3% para o Lucro líquido. Reduzimos a WACC de 11,0% para 10,5% e mantivemos a taxa de crescimento na perpetuidade em 3,0%.

A Copasa publica o resultado do 4T19 no dia 20 de fevereiro de 2020. Os dados mais recentes referem-se ao 9M19: Lucro Líquido de R\$ 499 milhões, com crescimento de 25% em relação ao 9M18; Receita Operacional Líquida de R\$ 3,4 bilhões (+10,1%) e EBITDA de R\$ 1,25 bilhão, 14% superior a igual período do ano anterior, com destaque para o incremento dos volumes comercializados; o aumento de preços em função do reajuste médio autorizado; e o melhor resultado operacional dado a redução dos custos e despesas.

Ao final de setembro de 2019 a dívida bruta da companhia era de R\$ 3,4 bilhões com cupom médio de 6,6% ao ano, sendo 89% no longo prazo e 10% em moeda estrangeira. A dívida líquida somava R\$ 2,9 bilhões, equivalente a 1,8x o EBITDA e se compara a R\$ 3,3 bilhões em dez/18 (2,2x o EBITDA).

Código	CSMG3	
Recomendação	COMPRA	
Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	69,29
Preço justo	R\$ /ação	85,00
Potencial	%	22,7
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	52,42 - 74,05

Dados da Ação		
Total de ações	milhões	126,4
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	49,7
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	43,1
Valor de Mercado	R\$ milhões	8.758

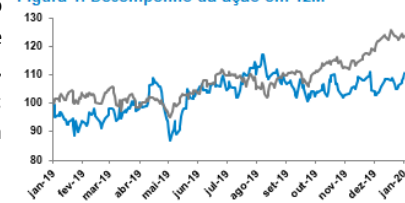
Desempenho da Ação	Dia	Ano 52 Sem.	
CSMG3	1,2%	1,9%	10,5%
Ibovespa	0,2%	0,9%	23,6%

Cotação de 16/1/2020

Principais Múltiplos	2018	2019E	2020E
P/L (x)	8,6	13,0	11,3
VE/EBITDA (x)	5,4	6,6	6,3
ROE (%)	9,3	10,4	11,0
Div. Liq./EBITDA aj. (12m) (x)	2,2	1,7	1,6
Receita Líquida (R\$ mm)	4.737	4.995	5.202
Lucro Líq. recorr. (R\$ mm)	565	675	775
Margem Bruta (%)	39,0	41,6	42,2
Margem EBITDA aj. (%)	31,5	35,4	36,2
Margem Líquida (%)	11,9	13,5	14,9
Payout (%)	76,6	25,0	25,0
Retorno Dividendo (%)	5,7	1,9	2,2
Cotação/VPA (x)	1,3	1,3	1,2

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

17 de janeiro de 2020

Fig.1 – Precificação

R\$ milhões	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Rec. Líquida	4.737	4.995	5.202	5.593	6.101	6.232	6.368
EBITDA	1.491	1.770	1.882	2.088	2.255	2.295	2.337
margem ebitda	31,5%	35,4%	36,2%	37,3%	37,0%	36,8%	36,7%
Lucro Líquido	565	655	750	925	1.109	1.105	1.133
margem líquida	11,9%	13,1%	14,4%	16,5%	18,2%	17,7%	17,8%
LPA (R\$/ação)	4,47	5,18	5,93	7,32	8,78	8,74	8,96

Fluxo de Caixa	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
EBITDA	1.491	1.770	1.882	2.088	2.255	2.295	2.337
Var.NCG	240	-31	-5	116	127	-28	53
IR/CS	157	141	72	135	172	180	240
Investimentos (Capex)	480	754	840	841	840	842	843
Fluxo de Caixa Operacional	613	907	975	996	1.116	1.301	1.200
Fluxo de Caixa	2.173	1.728	3.233	3.167	3.171	3.173	3.130

Fluxo de caixa descontado	4.162
Perpetuidade	9.592
Valor da empresa	13.754
(-) Dívida Líquida	3.010
Valor presente líquido	10.744
Valor presente líquido (R\$/ação)	R\$ 85,00
Cotação atual (R\$/ação)	R\$ 69,29
Potencial de valorização (%)	22,7%

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

Fig.2 – Análise de sensibilidade para 2020e

Preço alvo	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
9,0%	96,97	103,67	111,49	120,72	131,81
9,5%	89,06	94,73	101,28	108,92	117,95
10,0%	82,15	87,00	92,55	98,95	106,42
10,5%	76,07	80,25	85,00	90,42	96,68
11,0%	70,67	74,31	78,41	83,05	88,35
11,5%	65,86	69,04	72,60	76,61	81,15
12,0%	61,54	64,34	67,45	70,93	74,85

VE/EBITDA	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
9,0%	8,1	8,6	9,1	9,7	10,5
9,5%	7,6	8,0	8,4	8,9	9,5
10,0%	7,1	7,4	7,8	8,2	8,7
10,5%	6,7	7,0	7,3	7,7	8,1
11,0%	6,3	6,6	6,9	7,2	7,5
11,5%	6,0	6,2	6,5	6,7	7,0
12,0%	5,7	5,9	6,1	6,4	6,6

P/L	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
9,0%	16,3	17,5	18,8	20,3	22,2
9,5%	15,0	16,0	17,1	18,4	19,9
10,0%	13,8	14,7	15,6	16,7	17,9
10,5%	12,8	13,5	14,3	15,2	16,3
11,0%	11,9	12,5	13,2	14,0	14,9
11,5%	11,1	11,6	12,2	12,9	13,7
12,0%	10,4	10,8	11,4	12,0	12,6

P/VPA	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
9,0%	1,93	2,06	2,22	2,40	2,62
9,5%	1,77	1,88	2,01	2,16	2,34
10,0%	1,63	1,73	1,84	1,97	2,11
10,5%	1,51	1,59	1,69	1,80	1,92
11,0%	1,40	1,48	1,56	1,65	1,76
11,5%	1,31	1,37	1,44	1,52	1,61
12,0%	1,22	1,28	1,34	1,41	1,49

Fonte: Planner Corretora.

Sabesp (SBSP3 - Compra)

Crescimento e novos acordos com municípios da RMSP

A Sabesp se destaca por adequada governança corporativa, e bom histórico de execução voltado para a maximização de resultados. Temos expectativa positiva para os próximos períodos, tendo em vista o seu modelo de negócio aliado ao crescente volume de investimentos previstos, sustentados por consistente geração de caixa e instrumentos de dívida de longo prazo, com destaque para as debêntures. Ressalte-se a reduzida alavancagem e os contratos de prestação de serviços públicos recentemente firmados, dentre eles Guarulhos e Santo André. Em 16 de janeiro de 2020 foi sancionada pelo Prefeito do Município de Mauá, Lei que autoriza o Poder Executivo a celebrar convênios, contratos, termos aditivos e quaisquer outros tipos de ajustes necessários com o Estado de São Paulo, a ARSESP e com a Sabesp. Desta maneira, esses novos contratos, endereçam débitos antigos oriundos da venda de água por atacado, ao mesmo tempo em que proporcionam o recebimento mensal dos serviços prestados pela Sabesp a esses municípios.

O governador do Estado de São Paulo sinalizou a intenção de privatizar a companhia a partir da aprovação da nova Lei de Saneamento, prevista para acontecer neste 1º semestre pelo Senado Federal. Esse aspecto aliado ao interesse de investidores estrangeiros no segmento tem motivado forte valorização das ações. Do ponto de vista dos resultados, a Sabesp registrou no 9M19 um lucro líquido de R\$ 2,3 bilhões, 74% superior a R\$ 1,3 bilhão de 9M18. Revisitamos nosso modelo de precificação, elevando marginalmente nossas expectativas de lucro líquido para os próximos anos e do crescimento na perpetuidade, de modo a capturar esses efeitos dos novos acordos e que ainda não estão no preço. Seguimos com recomendação de COMPRA para SBSP3 e elevamos o preço justo de R\$ 57,00/ação para R\$ 68,00/ação.

Destaques

A companhia possui um bom histórico de crescimento. A taxa média anual ponderada (CAGR) dos últimos sete anos foi de 7% para a Receita Líquida, 9% para o EBITDA e de 13% para o Lucro líquido. Tomando por base os próximos 6 anos esperamos que a empresa seja capaz de entregar um incremento de lucratividade, com CAGR de 5% para Receita, 7% para o EBITDA e 12% para o Lucro líquido. Em nossa revisão de valor justo mantivemos a WACC em 10% e elevamos o crescimento na perpetuidade de 3,0% para 3,8%, como forma de capturar os efeitos dos novos acordos e que ainda não estão totalmente contemplados em nosso modelo.

Ao final do 3T19 a dívida líquida da Sabesp era de R\$ 11,0 bilhões, equivalente a 1,7x o EBITDA ajustado, em patamar bastante competitivo e com tendência de redução para o 4T19. Destaque para o início da operação no município de Santo André em ago/19, cujo impacto inicial trouxe um aumento de R\$ 1,3 bilhão na receita operacional do 3T19 e redução de R\$ 42 milhões nas despesas.

Com relação ao município de Guarujá, a companhia vinha operando no município com contrato precário. Para enquadrar o instrumento contratual à legislação, foi formalizado um contrato de programa para a prestação de serviços de saneamento pelo prazo de 30 anos e, ao mesmo tempo, encerrado processos judiciais. Em 16 de janeiro de 2020 foi sancionada pelo Prefeito do Município de Mauá, Lei que autoriza o Poder Executivo a celebrar convênios, contratos, termos aditivos e quaisquer outros tipos de ajustes necessários com o Estado de São Paulo, a ARSESP e com a Sabesp.

Uma possível privatização da Sabesp depende da aprovação do Novo Marco Regulatório dos Serviços de Saneamento Básico. Alternativa já manifesta, como forma de acelerar os investimentos, passa pela criação de uma Holding que concentre a participação do Estado e contemple a venda de participação ao mercado, preservando o controle estatal.

Código	SBSP3		
Recomendação	COMPRA		
Cotação atual (R\$)	R\$ /ação		60,55
Preço justo	R\$ /ação		68,00
Potencial	%		12,3
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação		34,41 - 62,01
Dados da Ação			
Total de ações	milhões		683,5
Ações Ordinárias	%		100,0
Free Float	%		49,7
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões		153,5
Valor de Mercado	R\$ milhões		41.387
Desempenho da Ação			
	Dia	Ano	52 Sem.
SBSP3	-0,6%	0,0%	52,2%
Ibovespa	0,2%	0,9%	23,6%
Cotação de 16/1/2020			
Principais Múltiplos			
	2018	2019E	2020E
P/L (x)	11,1	13,3	11,8
VE/EBITDA (x)	5,6	7,5	7,9
ROE (%)	15,3	15,0	15,1
Div. Líq./EBITDA aj. (12m) (x)	1,5	1,6	1,7
Receita Líquida (R\$ mm)	16.085	17.010	16.570
Lucro Líq. recorr. (R\$ mm)	2.835	3.110	3.495
Margem EBITDA aj. (%)	40,7	41,2	40,6
Margem Líquida (%)	17,6	18,3	21,1
Payout (%)	24,8	27,0	27,0
Retorno Dividendo (%)	3,3	2,0	2,3
Cotação/VPA (x)	1,1	1,9	1,7

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

17 de janeiro de 2020

Fig.1 – Precificação

R\$ milhões	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	perpetuidade
Rec. Líquida	16.085	17.008	16.572	17.632	18.876	20.278	
EBITDA	6.541	7.013	6.720	7.252	7.840	8.577	
margem ebitda	40,7%	41,2%	40,5%	41,1%	41,5%	42,3%	
Lucro Líquido	2.835	3.110	3.496	5.003	5.606	5.661	5.784
margem líquida	17,6%	18,3%	21,1%	28,4%	29,7%	27,9%	
LPA (R\$/ação)	4,15	4,55	5,11	7,32	8,20	8,28	8,46

Fluxo de Caixa	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	perpetuidade
Ebitda	6.541	7.013	6.720	7.252	7.840	8.577	9.516
Var.NCG	23	47	-126	104	128	187	-323
IR/CS	634	1.077	1.394	892	654	1.144	1.508
Investimentos (Capex)	2.634	3.322	3.024	3.259	3.341	3.588	3.854
Fluxo de Caixa Operacional	3.250	2.566	2.428	2.996	3.716	3.658	4.477
Fluxo de Caixa	9.897	4.156	5.461	5.760	6.327	6.344	6.570

WACC :	10,0%
perpetuidade:	3,8%
Fluxo de caixa descontado (FCD)	12.593
VP na perpetuidade	44.919
Valor da Empresa (R\$ milhões)	57.512
(-) Dívida Líquida	11.034
Valor Econômico (R\$ milhões)	46.479
# ações (em milhões)	684
Preço Justo (R\$ por ação)	68,00

Fonte: Sabesp/Planner Corretora.

Fig.2 – Análise de sensibilidade para 2020e

Preço alvo	taxa de cresc. na perpetuidade				
	2,8%	3,3%	3,8%	4,3%	4,8%
WACC					
8,5%	79,30	86,63	95,52	106,52	120,48
9,0%	71,38	77,40	84,57	93,26	104,01
9,5%	64,66	69,67	75,55	82,56	91,05
10,0%	58,89	63,11	68,00	73,75	80,60
10,5%	53,88	57,47	61,59	66,37	72,00
11,0%	49,49	52,57	56,08	60,11	64,79
11,5%	45,62	48,29	51,30	54,73	58,67

VE/EBITDA	taxa de cresc. na perpetuidade				
	2,8%	3,3%	3,8%	4,3%	4,8%
WACC					
8,5%	9,7	10,5	11,4	12,5	13,9
9,0%	8,9	9,5	10,2	11,1	12,2
9,5%	8,2	8,7	9,3	10,0	10,9
10,0%	7,6	8,1	8,6	9,1	9,8
10,5%	7,1	7,5	7,9	8,4	9,0
11,0%	6,7	7,0	7,3	7,8	8,2
11,5%	6,3	6,6	6,9	7,2	7,6

P/L	taxa de cresc. na perpetuidade				
	2,8%	3,3%	3,8%	4,3%	4,8%
WACC					
8,5%	15,5	16,9	18,7	20,8	23,6
9,0%	14,0	15,1	16,5	18,2	20,3
9,5%	12,6	13,6	14,8	16,1	17,8
10,0%	11,5	12,3	13,3	14,4	15,8
10,5%	10,5	11,2	12,0	13,0	14,1
11,0%	9,7	10,3	11,0	11,8	12,7
11,5%	8,9	9,4	10,0	10,7	11,5

P/VPA	taxa de cresc. na perpetuidade				
	2,8%	3,3%	3,8%	4,3%	4,8%
WACC					
8,5%	2,49	2,72	2,99	3,34	3,78
9,0%	2,24	2,43	2,65	2,92	3,26
9,5%	2,03	2,18	2,37	2,59	2,85
10,0%	1,85	1,98	2,13	2,31	2,53
10,5%	1,69	1,80	1,93	2,08	2,26
11,0%	1,55	1,65	1,76	1,88	2,03
11,5%	1,43	1,51	1,61	1,72	1,84

Fonte : Planner Corretora.

Sanepar (SAPR11 - Compra)

Melhora de eficiência e lucratividade

Seguimos com uma visão positiva para a companhia, antevendo a continuidade da trajetória de crescimento e de resultados nos próximos anos. Os dados mais recentes referem-se ao 9M19 quando a companhia registrou um lucro líquido de R\$ 694 milhões, 21% superior ao 9M18, um resultado consistente, construído a partir do incremento de receita (+10% para R\$ 3,4 bilhões) e melhora do resultado operacional cujo EBITDA cresceu 13% somando R\$ 1,4 bilhão, e do resultado financeiro. Nesta base de comparação o volume faturado cresceu 3,3%. Revisamos o valor justo da companhia, baseado no modelo de fluxo de caixa descontado, com WACC de 10,0% e crescimento de 3,0% na perpetuidade. Temos expectativa positiva para os seus resultados nos próximos períodos, tendo em vista o seu modelo de negócio e o retorno dos investimentos previstos. Seguimos com recomendação de COMPRA para SAPR11 e elevamos o Preço Justo de R\$ 97,00/Unit para R\$ 115,00/Unit.

Destaques

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. No nosso horizonte de projeção de 5 anos e perpetuidade no 6º ano (2020 a 2025), o crescimento médio anual (CAGR) foi de 7,5% (mantido) para a Receita Operacional Líquida; de 8,2% para o EBITDA e se compara a 8,1% da projeção anterior; e de 9,7% para o Lucro Líquido, ante 9,9% da projeção anterior.

Conselho de Administração aprovou em 27 de novembro de 2019, o Plano Plurianual de Investimentos de 2020 a 2024, compatível com a geração de caixa da companhia e que permite espaço na estrutura de capital para eventual alavancagem. Ao final de set/19 a dívida líquida da empresa somava R\$ 2,9 bilhões, equivalente a 1,6x o EBITDA. No período de 5 anos o Capex previsto soma R\$ 7,6 bilhões, sendo R\$ 3,2 bilhões em água (42%), R\$ 4,1 bilhões em coleta e tratamento de Esgoto (54%) e os restantes R\$290 milhões, equivalentes a 4% do total em outros investimentos.

Este programa 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; *compliance* ambiental; infraestrutura, entre outros. Ressalte-se que o resultado operacional da Sanepar tem registrado melhora e sua alavancagem é reduzida para uma empresa do segmento de saneamento, lembrando que a aceleração dos investimentos, servem para manter a velocidade das melhorias e atualização tecnológica para aumentar sua eficiência e reduzir os impactos ambientais de seu complexo operacional. No 3T19 o índice de inadimplência era de 1,6% em patamar reduzido, reflexo da intensificação de ações comerciais e de relacionamento com o cliente aliado aos programas de recuperação de créditos.

Não estamos considerando o cenário de privatização da companhia. O próprio Governador do Paraná, Carlos Roberto Massa Júnior, 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.

Um ponto de atenção é o histórico de reajustes tarifários da companhia. Em out/19 o TCE/PR revogou a medida cautelar proferida nos autos nº 312857/19 e reestabeleceu o percentual de reajuste fixado pela AGEPAR com a aplicação do diferencial de 3,76% a partir do dia 11/11/19. Em relação ao período em que a Sanepar permaneceu sem aplicar o reajuste integral, o valor da diferença atualizado será faturado em 6 meses, nas contas a serem emitidas a partir de 19/11/19. Ainda existe um percentual anteriormente diferido, que ao final de set/19 correspondia a 11,02% equivalente a R\$ 1,2 bilhão, decorrente da diferença entre a receita requerida e a verificada.

Código	SAPR11	
Recomendação	COMPRA	
Cotação atual (R\$)	R\$ /unit	100,50
Preço justo	R\$ /unit	115,00
Potencial	%	14,4
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /unit	63,19 - 101,68

Dados da Ação		
Total de units	milhões	100,7
Ações Ordinárias	%	33,3
Free Float	%	80,0
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	81,1
Valor de Mercado	R\$ milhões	10.221

Desempenho da Ação	Dia	Ano 52 Sem.
SAPR11	0,4%	0,7%
Ibovespa	0,2%	0,9%

Cotação de 16/1/2020

Principais Múltiplos	2018	2019E	2020E
P/L (x)	4,1	10,7	9,9
VE/EBITDA (x)	3,8	7,3	7,0
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 (%)	8,2	4,7	5,1
Cotação/VPA (x)	1,1	1,6	1,5

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



17 de janeiro de 2020

Fig.1 – Precificação

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	perpetuidade
Rec. Líquida	4.162	4.492	4.927	5.480	6.095	6.256	6.423
EBITDA	1.675	1.793	1.929	2.235	2.545	2.617	2.683
margem ebitda	40,2%	39,9%	39,2%	40,8%	41,8%	41,8%	41,8%
Lucro Líquido	936	950	1.025	1.135	1.052	1.083	1.679
margem líquida	22,5%	21,1%	20,8%	20,7%	17,3%	17,3%	26,1%
LPA (R\$/unit)	9,29	9,43	10,18	11,27	10,44	10,75	16,66

Fluxo de Caixa	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	perpetuidade
EBITDA	1.675	1.793	1.929	2.235	2.545	2.617	2.683
Var.NCG	-24	21	47	49	55	-89	21
IR/CS	216	362	293	396	671	762	788
Investimentos (Capex)	1.029	1.137	1.281	1.175	1.295	1.171	1.041
Fluxo de Caixa Operacional	454	272	309	615	525	773	834
Fluxo de Caixa	2.080	734	1.368	2.162	2.018	2.210	2.396

Fluxo de caixa descontado	2.297
Perpetuidade	12.142
Valor da empresa	14.439
(-) Dívida Líquida	2.854
Valor presente líquido	11.586
Valor presente líquido (R\$/unit)	R\$ 115,00
Cotação atual (R\$/unit)	R\$ 100,50
Potencial de valorização (%)	14,4%

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

Fig.2 – Análise de sensibilidade para 2020e

Preço alvo	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
8,5%	134,21	145,78	159,45	175,87	195,92
9,0%	121,11	130,80	142,12	155,48	171,53
9,5%	109,80	118,01	127,49	138,55	151,62
10,0%	99,94	106,97	115,00	124,27	135,08
10,5%	91,27	97,34	104,21	112,07	121,13
11,0%	83,61	88,88	94,81	101,53	109,21
11,5%	76,77	81,38	86,54	92,34	98,91

VE/EBITDA	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
8,5%	8,5	9,1	9,8	10,7	11,7
9,0%	7,8	8,3	8,9	9,6	10,4
9,5%	7,2	7,6	8,1	8,7	9,4
10,0%	6,7	7,1	7,5	8,0	8,5
10,5%	6,2	6,6	6,9	7,3	7,8
11,0%	5,8	6,1	6,4	6,8	7,2
11,5%	5,5	5,7	6,0	6,3	6,6

P/L	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
8,5%	13,2	14,3	15,7	17,3	19,3
9,0%	11,9	12,9	14,0	15,3	16,9
9,5%	10,8	11,6	12,5	13,6	14,9
10,0%	9,8	10,5	11,3	12,2	13,3
10,5%	9,0	9,6	10,2	11,0	11,9
11,0%	8,2	8,7	9,3	10,0	10,7
11,5%	7,5	8,0	8,5	9,1	9,7

P/VPA	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
8,5%	2,24	2,44	2,67	2,94	3,28
9,0%	2,03	2,19	2,38	2,60	2,87
9,5%	1,84	1,97	2,13	2,32	2,54
10,0%	1,67	1,79	1,92	2,08	2,26
10,5%	1,53	1,63	1,74	1,87	2,03
11,0%	1,40	1,49	1,59	1,70	1,83
11,5%	1,28	1,36	1,45	1,54	1,65

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

Karoline Sartin Borges,
kborges@planner.com.br

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 do Grupo.