

Sabesp (SBSP3 – Compra)

Teleconferência e revisão de Preço Justo

A Sabesp registrou no 2T20 um lucro líquido de R\$ 378 milhões, impactado pelo crescimento de 11% da receita operacional líquida para R\$ 4,4 bilhões; alta de 5% dos custos e despesas, que somaram R\$ 3,4 bilhões; e consequente aumento de 28% do EBITDA ajustado que alcançou R\$ 1,6 bilhão, com margem de 35,7%. Um bom resultado dentro do contexto de redução de volumes, postergação do reajuste tarifário e aumento de inadimplência por conta da pandemia. Na teleconferência de resultados a companhia abordou os principais aspectos que explicam o desempenho. Revisitamos o modelo de precificação (FCD), incorporando o lucro do trimestre, a adequação dos investimentos, redução dos custos e despesas, atualização dos dados macroeconômicos e a perspectiva de evolução dos negócios da companhia neste novo cenário. Seguimos com recomendação de COMPRA e elevamos o Preço Justo de R\$ 57,00/ação para R\$ 63,00/ação.

Destaques do trimestre e da teleconferência

Estrutura para a reorganização societária e possível privatização da Sabesp ainda não está definida. Na teleconferência o presidente reiterou que não tinha qualquer conhecimento sobre eventual definição da estrutura para sua implementação e que a decisão caberia ao controlador da companhia. O Governo do Estado de São Paulo, por meio do Conselho de Defesa dos Capitais do Estado – CODEC informou que “não há decisão tomada sobre o modelo de reorganização societária da Sabesp, uma vez que o grupo de trabalho constituído pelo Conselho Diretor do Programa Estadual de Desestatização, em 24/04/2019, não concluiu suas atividades, estando no aguardo da análise dos vetos pelo Congresso Nacional da Lei nº 14.026 para dar continuidade aos trabalhos”.

A expectativa do mercado, tendo em vista a aprovação do novo Marco do Saneamento é positiva e pode trazer um volume importante de recursos para o setor. A Sabesp irá acompanhar as oportunidades que venham a surgir a partir da regulamentação do Marco do Saneamento e avaliará a participação em projetos, inclusive em outros estados, que entenda economicamente vantajosos, conforme lhe autoriza o seu Estatuto Social. Para isso está avaliando todos os contratos em sua área de concessão e após essa fase, sendo atrativo, pode investir outros projetos, inclusive na área de tratamento de resíduos sólidos. Lembrando que recentemente a Sabesp assinou o contrato para a prestação de serviços de tratamento e destinação final de resíduos sólidos e arrecadação de taxa do lixo no Município de Diadema pelo prazo de 40 anos.

No dia 15 de julho de 2020, foi sancionada pelo presidente da república a Lei 14.026 (Marco do Saneamento). A Sabesp entende ter vantagens competitivas na medida em que os contratos já contemplam metas que atendem ou mesmo antecipam as metas contidas no novo marco regulatório. A companhia já possui *fundings* competitivo formado por capitais, públicos e privados e uma exposição ao mercado que a coloca em posição de competir na ampliação de sua participação no setor.

Adicionalmente, ao extinguir a figura do contrato de programa, a Lei muda o cenário para atuação no segmento, garantindo maior concorrência e metas de atendimento, que incentiva as operadoras a atuarem com maior eficiência. A Agência Nacional de Águas (ANA) deve estabelecer os parâmetros e diretrizes com o objetivo de minimizar as incertezas regulatórias, criando um ambiente mais estável e atrativo para investimentos.

Lucro Líquido de R\$ 378 milhões no 2T20 com queda de 17% em relação ao lucro de R\$ 454 milhões no 2T19, com evolução dos custos e despesas em patamar inferior ao crescimento da receita. Destaque positivo para o acordo com o município de Mauá com início da operação em 16 de agosto, e que gerou um aumento de R\$ 194 milhões na receita operacional e uma reversão de R\$ 86 milhões nas despesas do 2T20, e efeito líquido de R\$ 281 milhões. A operação no município de Santo André, iniciada em agosto de 2019, representou um aumento

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.

Código	SBSP3		
Recomendação			COMPRA
Cotação atual (R\$)	R\$ /ação		51,49
Preço justo	R\$ /ação		63,00
Potencial	%		22,4
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação		27,44 - 64,58
Dados da Ação			
Total de ações	milhões		683,5
Ações Ordinárias	%		100,0
Free Float	%		49,7
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões		231,7
Valor de Mercado	R\$ milhões		35.194
Desempenho da Ação			
	Dia	Ano	52 Sem.
SBSP3	-2,4%	-12,1%	0,6%
Ibovespa	0,6%	-12,3%	2,3%
Cotação de 20/8/2020			
Principais Múltiplos			
	2019	2020E	2021E
P/L (x)	11,1	27,2	11,0
VE/EBITDA (x)	6,6	7,6	6,6
ROE (%)	16,0	5,9	13,5
Div. Líq./EBITDA aj. (12m) (x)	1,5	2,1	1,8
Receita Líquida (R\$ mm)	17.984	16.705	17.165
Lucro Líq. recorr. (R\$ mm)	3.368	1.295	3.210
Margem EBITDA aj. (%)	41,8	38,3	42,9
Margem Líquida (%)	18,7	7,8	18,7
Payout (%)	23,5	25,0	25,0
Retorno Dividendo (%)	2,0	0,9	2,3
Cotação/VPA (x)	1,9	1,6	1,4

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economática.

de R\$ 73 milhões na receita operacional bruta e de R\$ 37 milhões nas despesas do 2T20, e efeito líquido de R\$ 41 milhões.

Nesse contexto a Receita Operacional Bruta, sem considerar as receitas de construção, cresceram 2,3% no 2T20 ante o 2T19 para R\$ 3,7 bilhões, impactadas também pelo reajuste tarifário de 4,7% desde maio de 2019; e pela redução de 2,0% no volume faturado total (desconsiderando os volumes de Santo André, Mauá e dos clientes das categorias “Residencial Social” e “Residencial Favela”, isentos do pagamento da conta de água e esgoto). Já a Receita de construção cresceu 48,1% alcançando R\$ 1,0 bilhão, por maior investimento na construção de ativos.

Os custos e despesas, que consideram os custos de construção, somaram R\$ 3,4 bilhões no 2T20, um acréscimo de 4,9% quando comparados ao mesmo trimestre do ano anterior. Desconsiderando os custos de construção, houve um decréscimo de 6,6%. Destaque para a redução nas linhas de pessoal, materiais/despesas gerais, que compensaram as perdas estimadas inadimplência, que somaram R\$ 117 milhões no 2T20, porém abaixo de R\$ 275 milhões do 1T20.

O EBITDA ajustado no 2T20 totalizou R\$ 1,6 bilhão, com crescimento de 28,4% sobre igual trimestre do ano anterior, sendo de R\$ 7,8 bilhões nos últimos 12 meses terminados em junho de 2020. A margem EBITDA ajustada foi de 35,7% no 2T20, ante 30,8% no 2T19 (42,0% nos últimos 12 meses). Desconsiderando os efeitos da receita e do custo de construção, a margem EBITDA ajustada eleva-se a 45,7% no trimestre, ante 36,7% em base anual, sendo de 50,2% nos últimos 12 meses.

Reflexos da instabilidade econômica agravada pela pandemia repercutiu nos resultados gerando queda no consumo de grandes clientes, aumento no segmento residencial e aumento de inadimplência, entre outros. De acordo com a companhia, dentre os principais impactos (i) a redução nas receitas com clientes comerciais e industriais no montante de R\$ 323 milhões; (ii) postergação do reajuste tarifário, com impacto de R\$ 28 milhões sobre a receita operacional; (iii) isenção no pagamento dos clientes das categorias de uso “Residencial Social” e “Residencial Favela”, no valor R\$ 65 milhões; (iv) elevação do nível de inadimplência e da expectativa de perdas futuras, com impacto de R\$ 36 milhões. Com o início do plano de saúde administrado pela Fundação CESP, em agosto de 2019, a despesa com assistência médica do 2T20 apresentou um decréscimo de R\$ 39 milhões para R\$ 36 milhões.

- A ARSESP avaliará o equilíbrio econômico-financeiro da prestação de serviços a fim de restabelecê-lo oportunamente, se necessário, como decorrência do impacto da isenção de tarifas das contas de água/esgoto dos consumidores das categorias de uso Residencial Social e Residencial Favela.

O resultado financeiro líquido elevou-se de despesa líquida de R\$ 156 milhões no 2T19 para despesa financeira líquida de R\$ 676 milhões no 2T20 (impactada por variações monetárias e cambiais líquidas de R\$ 502 milhões no trimestre). Ressalte-se que o comportamento do câmbio já foi melhor que no 1T20. Ao final de junho de 2020 sua dívida líquida era de R\$ 13,0 bilhões (1,67x o EBITDA) pouco acima de R\$ 12,2 bilhões do trimestre anterior. A dívida bruta somava R\$ 16,4 bilhões sendo 34% em moeda estrangeira (abaixo de 55% do 1T20) e com R\$ 3,4 bilhões em caixa. Os investimentos realizados no 2T20 alcançaram R\$ 1,3 bilhão acumulando R\$ 2,0 bilhões no 1S20 – sendo que R\$ 827 milhões que não afetaram o caixa.

- Em 10 de julho de 2020, a companhia realizou a 26ª emissão de debêntures no valor de R\$ 1,045 bilhão, com vencimento em julho de 2030, em duas séries, sendo a 1ª série no montante de R\$ 600,0 milhões com juros à taxa de IPCA + 4,65% ao ano e a 2ª série no montante de R\$ 445,0 milhões com juros à taxa de IPCA + 4,95% ao ano.

Precificação. Revisitamos o modelo de precificação (FCD), incorporando o lucro do trimestre, a adequação dos investimentos, a redução dos custos e despesas, atualização dos dados macroeconômicos e a perspectiva de evolução dos negócios da companhia neste novo cenário. Reduzimos a WACC de 11,5% para 10,0% e mantivemos a taxa de 3,0% de crescimento na perpetuidade. Chegamos ao Preço Justo de R\$ 63,00/ação acima do valor anterior de R\$ 57,00/ação.

No momento não estamos trabalhando com cenário de privatização da companhia e/ou capitalização; ou mesmo a criação de uma holding com a chegada de um investidor estratégico, considerada no governo anterior. Não descartamos a possibilidade da realização de parcerias da empresa com a iniciativa privada, condição amplamente favorecida, dada a aprovação do novo marco regulatório do setor de saneamento. Como sinalizado, a Sabesp segue avaliando as oportunidades de mercado. Já o controlador aguarda o parecer do Conselho Diretor do Programa Estadual de Desestatização. Nesse contexto permanecemos avaliando as possibilidades.

R\$ milhões	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	perpetuidade
Rec. Líquida	17.984	16.705	17.165	18.445	20.040	20.782	
EBITDA	7.511	6.390	7.361	7.970	8.681	8.824	
margem ebitda	41,8%	38,3%	42,9%	43,2%	43,3%	42,5%	
Lucro Líquido	3.368	1.295	3.210	3.424	3.235	3.182	3.684
margem líquida	18,7%	7,8%	18,7%	18,6%	16,1%	15,3%	
LPA (R\$/ação)	4,93	1,89	4,70	5,01	4,73	4,65	5,39

Fonte: Sabesp/Planner Corretora.

Fluxo de Caixa	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	perpetuidade
Ebitda	7.267	6.390	7.361	7.970	8.681	8.824	9.542
Var.NCG	414	-253	423	215	506	538	409
IR/CS	1.570	89	531	801	918	843	884
Investimentos (Capex)	2.893	2.865	3.355	3.446	3.093	3.289	3.428
Fluxo de Caixa Operacional	2.389	3.689	3.053	3.508	4.164	4.154	4.821

WACC:	10,0%
perpetuidade:	3,0%
Fluxo de caixa descontado (FCD)	14.799
VP na perpetuidade	41.283
Valor da Empresa (R\$ milhões)	56.082
(-) Dívida Líquida	13.021
Valor Econômico (R\$ milhões)	43.061
# ações (em milhões)	684
Preço Justo (R\$ por ação)	63,00

Fonte: Sabesp/Planner Corretora.

Análise de sensibilidade 2021. No preço justo de R\$ 63,00 a ação da Sabesp está sendo avaliada a um P/L de 13,4x e a um VE/EBITDA de 7,6x ambos para 2021.

Análise de Sensibilidade para 2021e

Preço alvo WACC	taxa de cresc. na perpetuidade				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
8,5%	73,32	79,15	86,05	94,32	104,44
9,0%	66,49	71,37	77,07	83,79	91,87
9,5%	60,60	64,72	69,48	75,04	81,60
10,0%	55,45	58,97	63,00	67,65	73,07
10,5%	50,92	53,96	57,39	61,32	65,86
11,0%	46,91	49,54	52,50	55,86	59,69
11,5%	43,33	45,63	48,20	51,09	54,36

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

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

P/VPA WACC	taxa de cresc. na perpetuidade				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
8,5%	2,36	2,54	2,76	3,03	3,36
9,0%	2,14	2,29	2,48	2,69	2,95
9,5%	1,95	2,08	2,23	2,41	2,62
10,0%	1,78	1,89	2,02	2,17	2,35
10,5%	1,64	1,73	1,84	1,97	2,12
11,0%	1,51	1,59	1,69	1,79	1,92
11,5%	1,39	1,47	1,55	1,64	1,75

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

Karoline Sartin Borges
kborges@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.