

## Sabesp (SBSP3 – Compra)

### Resultado do 4T20 em linha e melhora da margem operacional

A Sabesp registrou no 4T20 um lucro líquido de R\$ 831,5 milhões com queda de 21,5% ante o lucro de R\$ 1,0 bilhão de igual trimestre do ano anterior. Esse resultado refletiu o crescimento de 4,0% da receita líquida (+2,5% em volume faturado e +1,5% em preço médio); o melhor resultado operacional (+6,9% no EBITDA ajustado) com conseqüente incremento de margem EBITDA aj. (+1,0pp). De outro lado, destaque para a piora no resultado financeiro e maior alíquota efetiva de IR/CS entre os trimestres. Revisitamos o modelo de precificação (FCD) e chegamos ao Preço Justo de R\$ 57,00/ação (de R\$ 63,00/ação anterior). Seguimos com recomendação de COMPRA.

#### Destaques que sustentam o posicionamento e nossa recomendação

Em 2020 a companhia apresentou um lucro líquido de R\$ 973,3 milhões, comparativamente aos R\$ 3,4 bilhões de 2019. Dentre os principais aspectos que explicam a queda de 71,1% do lucro entre os períodos, a instabilidade econômica agravada pela pandemia, com redução de receita, da tarifa média e maior inadimplência; postergação do reajuste tarifário de maio de 2020 retomado em agosto e principalmente, despesa com variação cambial de R\$ 2,2 bilhões em 2020.

A companhia adotou uma série de medidas para reduzir a exposição cambial. Dentre elas, a conversão de dívida em dólar para reais e a amortização antecipada de Eurobônus. Com isso a dívida em moeda estrangeira, que representava 48% em 2019 foi reduzida para 21% em dezembro de 2020, abrindo espaço para uma melhora do serviço da dívida e aumento do lucro líquido em 2021.

No contexto da pandemia, a Diretoria Colegiada da Sabesp prorrogou por 30 dias, de 31 de março para 30 de abril de 2021, as medidas para minimização dos impactos econômicos em estabelecimentos comerciais e de serviços. Existe a possibilidade de parcelamento das dívidas em até 12 meses, de modo a reduzir as despesas com inadimplência que somaram R\$ 448 milhões em 2020 e impactaram sobremaneira o resultado na última linha.

Os custos e despesas, desconsiderados os custos de construção, cresceram em linha com a inflação. Destaque para a queda de 7,4% nos gastos com pessoal, materiais e serviços, que no conjunto, somaram R\$ 1,25 bilhão em 2020. Ou seja, numa retomada gradual da economia, esperada para este ano, a tendência é de incremento do resultado operacional e melhora das margens, ao longo dos próximos anos.

Olhando para frente atentar para o resultado da revisão tarifária e eventuais atualizações no processo de privatização. Não contemplamos a privatização da companhia e/ou capitalização; ou mesmo a criação de uma holding com a chegada de um investidor estratégico. Contudo, não descartamos a realização de parcerias da empresa com a iniciativa privada, condição favorecida pela aprovação do novo marco regulatório do setor.

No preço atual de R\$ 40,87/ação, equivalente a um valor de mercado de R\$ 27,9 bilhões, os múltiplos da companhia para 2021e são: P/L de 8,6x, VE/EBITDA de 5,9x, VE/RAB de 0,8x, sendo negociada a 1,2x o valor patrimonial.

**Precificação.** Revisitamos o modelo de precificação (FCD), incorporando o lucro do trimestre, a adequação dos investimentos, nova base de custos e despesas, atualização dos dados macroeconômicos e a perspectiva de evolução dos negócios da companhia. Para o período de 2021 a 2025, a companhia planeja investir R\$ 21,0 bilhões – média anual de R\$ 4,2 bilhões. Mantivemos a WACC de 10,0% em todo horizonte de projeção (5 anos e perpetuidade a partir do 6º ano) e elevamos de 3,00% para 3,50% a taxa de crescimento na perpetuidade. Chegamos ao Preço Justo de R\$ 57,00/ação, abaixo do valor anterior de R\$ 63,00/ação, mas ainda com potencial de alta de 39,5% ante a cotação de sexta-feira (26/03) de R\$ 40,87/ação.

Victor Luiz de F Martins, CNPI

[vmartins@plannercorretora.com.br](mailto:vmartins@plannercorretora.com.br)

+55 11 2172-2565

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

#### Dados da Ação

Sabesp	SBSP3
Última cotação (R\$/ação)	40,87
Preço Justo (R\$/ação)	57,00
Valorização potencial (%)	39,5
Cot. Máx. (12m) (R\$/ação)	63,88
Cot. Mín. (12m) (R\$/ação)	32,07
Cotação Máx. (12m)/Atual (%)	56,3
Variação da Ação no Ano (%)	-8,0
Variação Ibovespa no Ano (%)	-3,6
Cot./VPA (atual) (x)	1,2
P/L (2021) (x)	8,6
Valor de Mercado (R\$ bilhões)	27,9
Base Acionária (milhões)	683,5

#### Desempenho da ação em 12m versus Ibovespa

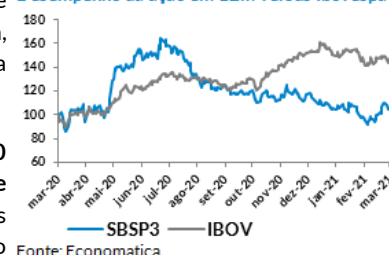


Fig.1 - Precificação: DRE e FCD

R\$ milhões	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	perpetuidade
Rec. Líquida	17.798	19.553	20.089	20.922	21.955	23.063	24.227
EBITDA	6.422	7.012	7.652	8.282	8.821	9.349	9.865
margem ebitda	36,1%	35,9%	38,1%	39,6%	40,2%	40,5%	40,7%
Lucro Líquido	973	3.250	3.750	4.250	5.187	5.918	6.508
margem líquida	5,5%	16,6%	18,7%	20,3%	23,6%	25,7%	26,9%
LPA (R\$/ação)	1,42	4,75	5,49	6,22	7,59	8,66	9,52

Fluxo de Caixa	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	perpetuidade
EBITDA	7.012	7.652	8.282	8.821	9.349	9.865
Var.NCG	32	85	107	123	129	135
IR/CS	1.397	1.270	1.407	1.183	738	807
Investimentos (Capex)	4.065	4.200	4.188	4.148	4.065	4.179
<b>Fluxo de Caixa Operacional</b>	<b>1.519</b>	<b>2.097</b>	<b>2.581</b>	<b>3.367</b>	<b>4.417</b>	<b>4.744</b>

WACC:	10,0%
perpetuidade:	3,5%
Fluxo de caixa descontado	10.312
Perpetuidade	42.099
Valor da empresa	52.411
(-) Dívida Líquida	13.451
Valor presente líquido	38.960
Valor presente líquido (R\$/ação)	<b>R\$ 57,00</b>
Cotação atual (R\$/ação)	R\$ 40,87
Potencial de valorização (%)	39,5%

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

**Análise de sensibilidade.** No preço justo de R\$ 57,00/ação, a Sabesp está sendo avaliada a um P/L de 12,0x e a um VE/EBITDA de 6,8x ambos para 2021.

Fig.2 - Sensibilidade no Preço Justo

Preço Justo	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
8,5%	68,30	74,87	82,76	92,39	104,44
9,0%	60,77	66,19	72,58	80,26	89,64
9,5%	54,34	58,86	64,13	70,36	77,84
10,0%	48,79	52,60	<b>57,00</b>	62,13	68,20
10,5%	43,94	47,19	50,91	55,20	60,20
11,0%	39,69	42,48	45,65	49,27	53,45
11,5%	35,92	38,34	41,06	44,15	47,68

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

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

P/VPA	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
8,5%	2,05	2,25	2,48	2,77	3,13
9,0%	1,82	1,98	2,18	2,41	2,69
9,5%	1,63	1,76	1,92	2,11	2,33
10,0%	1,46	1,58	<b>1,71</b>	1,86	2,05
10,5%	1,32	1,42	1,53	1,66	1,81
11,0%	1,19	1,27	1,37	1,48	1,60
11,5%	1,08	1,15	1,23	1,32	1,43

Fonte: Planner Corretora.

### Destaques do resultado de 2020

Em 2020, a receita operacional líquida (considerando a receita de construção) somou R\$ 17,8 bilhões, um decréscimo de 1,0% ante 2019, sensibilizada por uma redução de 4,0% da tarifa média, parcialmente compensada pelo aumento de 3,1% dos volumes faturados de água e esgoto.

- Do lado positivo: (i) a formalização de acordo com o município de Mauá em junho de 2020, gerando um acréscimo de R\$ 204,1 milhões no faturamento; (ii) o maior volume faturado na categoria residencial, gerando um acréscimo aproximado de R\$ 840,0 milhões; (iii) a maior receita referente

ao faturamento no varejo no município de Santo André, no montante de R\$ 214,2 milhões; e (iv) o reajuste tarifário de 3,4% desde agosto de 2020;

- Ressalte-se que em 2020, a receita de construção aumentou R\$ 770,1 milhões ou 26,1%, quando comparada a 2019, explicada principalmente, por maior investimento efetuado na construção de ativos;
- De outro lado (a) a formalização do acordo com o município de Santo André em 2019, gerou R\$ 1,3 bilhão de receita, não recorrente, no ano anterior; e (b) o menor volume faturado nas categorias comercial, industrial e pública, resultando em uma redução de aproximadamente R\$ 805,0 milhões quando comparado a 2019.

Fig.3 – Principais indicadores financeiros

Sabesp - Principais Indicadores R\$ milhões	4T19	3T20	4T20	var % 3m	var % 12m	2019	2020	var %
Receita Oper Líquida	4.696,6	4.438,5	4.884,2	10,0	4,0	17.983,7	17.797,5	-1,0
EBITDA ajustado	1.724,8	1.513,6	1.843,0	21,8	6,9	7.510,5	6.421,8	-14,5
margem EBITDA aj. (%)	36,7	34,1	37,7	3,6 pp	1,0 pp	41,8	36,1	-5,7 pp
Resultado Fin Líquido	-7,7	-330,6	-180,0	-45,6	2.237,7	-1.033,7	-3.166,4	206,3
margem financeira (%)	-0,2	-7,4	-3,7	3,8 pp	-3,5 pp	-5,7	-5,7	0,0 pp
Lucro Líquido	1.057,0	421,6	831,5	97,2	-21,3	3.367,5	973,3	-71,1
Patrimônio Líquido	21.635,8	21.696,6	22.793,7	5,1	5,4	21.635,8	22.793,7	5,4
Investimentos	1.368,0	1.072,7	1.262,0	17,6	-7,7	5.068,0	4.379,5	-13,6
Dívida Líquida	10.991,5	13.448,8	13.451,1	0,0	22,4	10.991,5	13.451,1	22,4
Dívida Líquida/EBITDA aj. (x)	1,5	2,1	2,1			1,5	2,1	

Fonte: Sabesp/Planner Corretora.

Os custos e despesas, que consideram os custos de construção, somaram R\$ 13,4 bilhões, um acréscimo de 9,5% ou R\$ 1,2 bilhão, quando comparados a 2019. A participação dos custos, despesas administrativas e comerciais e custos de construção na receita líquida foram de 75,4% em 2020, ante 68,2% em 2019.

- Destaque para a queda de 7,4% nos gastos com pessoal, materiais e serviços, que no conjunto, somaram R\$ 1,25 bilhão em 2020, e que se comparam com a inflação de 4,52% no período.
- Atentar que, desconsiderando os custos de construção, o acréscimo foi 4,5% ou R\$ 421,2 milhões, a despeito do forte crescimento de 247,2% das perdas estimadas com inadimplência, de R\$ 128,1 milhões em 2019 para R\$ 444,8 milhões em 2020.

O EBITDA ajustado alcançou R\$ 6,4 bilhões em 2020, com redução de 14,5% (ou R\$ 1,1 bilhão) em relação aos R\$ 7,5 bilhões apresentados em 2019. Dentre os fatores que contribuíram, destaque para o início da operação de Mauá (com efeito líquido positivo de R\$ 280,8 milhões); a instabilidade econômica agravada pela pandemia; a redução do endividamento da companhia atrelada à exposição cambial; e a operação no município de Santo André (que havia trazido uma contribuição líquida de R\$ 1,3 bilhão em 2019 sendo reduzida para R\$ 174,2 milhões em 2020).

- A margem EBITDA ajustada atingiu 36,1% em 2020, ante 41,8% em 2019. Desconsiderando os efeitos da receita e do custo de construção, a margem EBITDA ajustada resultou em 45,0% em 2020, ante 49,5% em 2019.

O investimento realizado no 4T20 foi de R\$ 1,3 bilhão, acumulando R\$ 4,4 bilhões em 2020. Para o período de 2021 a 2025, a companhia planeja investir R\$ 21,0 bilhões, sendo R\$ 8,2 bilhões em água e R\$ 12,8 bilhões em coleta e tratamento de esgoto. Ao final de dezembro de 2020 a dívida líquida da companhia era de R\$ 13,5 bilhões, em linha com o trimestre anterior, equivalente a 2,1x o EBITDA ajustado.

## 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, CNPI  
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.