

Sanepar (SAPR11 – Compra)

Resultado no 4T20 refletiu o contingenciamento da demanda e a suspensão do reajuste tarifário

A companhia registrou no 4T20 um lucro líquido de R\$ 291 milhões, com redução de 24,6% em relação ao lucro líquido de R\$ 386 milhões do 4T19, impactado pela queda de 7,7% da receita líquida que alcançou R\$ 1,2 bilhão no trimestre, reflexo da diminuição de 3,2% no volume faturado de água e de 3,7% no volume faturado de esgoto, resultante da situação de emergência hídrica no Estado do Paraná, aliado à postergação do reajuste tarifário de 2020 e os efeitos da pandemia. O resultado refletiu ainda o efeito residual da contabilização do PAI-Programa de Aposentadoria Incentivada e o parcelamento de multa ambiental junto ao Ibama.

O cenário para 2021 se mostra mais favorável. O volume de chuvas em novembro e dezembro veio acima da média histórica, contribuindo para o aumento do nível dos reservatórios e abrindo espaço para a redução do contingenciamento da demanda. No fechamento do trimestre, o volume médio dos reservatórios estava em 40,95% (em 10/03 o nível médio era de 57,4%). A companhia antecipou alguns investimentos, realizou novas parcerias e soluções e espera chegar em 70% de reservação no final do 1º semestre.

Ressalte-se que após a suspensão, o reajuste das tarifas de água e esgoto foi retomado em fevereiro deste ano. Atentar para a Segunda Revisão Tarifária Periódica (2ª RTP) em andamento e as decisões decorrentes da análise da agência, dentre elas a base de ativos, a taxa de retorno e os reajustes pleiteados pela companhia. Seguimos com recomendação de COMPRA para SAPR11 e reduzimos o Preço Justo de R\$ 37,00/Unit para R\$ 32,00/Unit.

Destaques

Os custos e despesas totais somaram R\$ 783,7 milhões no 4T20 com leve redução de 1,3% em relação ao 4T19. Destaque para a queda de 11,0% na linha de Pessoal, redução de 14,6% nos gastos com Energia Elétrica e queda de 1,7% na linha de Serviços de Terceiros, entre outros. Estes valores foram parcialmente compensados pelo incremento de Perdas na Realização de Créditos, influenciadas principalmente pelo crescimento das provisões de perdas das contas a receber de clientes particulares, o aumento de Provisões para Contingências e Conversão de Multa Ambiental. O EBITDA caiu 13,3% para R\$ 547 milhões, impactado pela redução de 16,9% do resultado operacional. O ROAE reduziu-se de 18,2% no 4T19 para 15,2% no 4T20. Nesta base de comparação a margem EBITDA caiu de 47,1% para 44,2%.

A geração de caixa operacional no 4T20 foi de R\$ 270,6 milhões, com redução de 33,2% em relação ao 4T19. A Conversão do EBITDA em Caixa Operacional foi de 49,4%, em função do efeito de pagamento de tributos postergados e o pagamento do PAI-Programa de Aposentadoria Incentivada.

No 4T20 o volume faturado de água tratada foi de 132,9 milhões de m³, contra 137,0 milhões de m³ no 4T19, representando uma redução de 3,2%. O volume faturado de esgoto no 4T20 caiu 3,7% em comparação ao 4T19. O índice de atendimento com água tratada é de 100% e a cobertura com coleta de esgoto é de 75,1% da população urbana na área de concessão, com um índice de tratamento de 100%.

O resultado financeiro piorou entre os trimestres, com alta de 36,7% das despesas financeiras líquidas para R\$ 62,9 milhões, explicado principalmente pelo crescimento das despesas financeiras em 14,4%. Em 2020 esta linha de despesa financeira líquida cresceu 13,5% para R\$ 204,8 milhões.

Olhando 2020 ante 2019, em grandes números, a receita líquida cresceu 1,6% para R\$ 4,9 bilhões, O EBITDA somou R\$ 1,93 bilhão com queda de 2,0% e o lucro líquido caiu 7,7% para 996 milhões. A linha de

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	SAPR11	
Recomendação	COMPRA	
Cotação atual (R\$)	R\$ / Unit	20,36
Preço Justo	R\$ / Unit	32,00
Potencial	%	57,2
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ / Unit	18,83 - 32,88

Dados da Ação		
Total de Units	milhões	302,2
Ações Ordinárias	%	33,3
Free Float	%	80,0
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	58,7
Valor de Mercado	R\$ milhões	6.186

Desempenho da Ação			
	Dia	Ano	52 Sem.
SAPR11	3,9%	-20,2%	-36,1%
Ibovespa	1,3%	-5,2%	22,3%

Cotação de 10/3/2021

Principais Múltiplos			
	2020	2021E	2022E
P/L (x)	7,7	6,0	5,6
VE/EBITDA (x)	5,4	4,6	4,8
ROE (%)	15,2	14,0	13,7
Div. Líq./EBITDA aj. (12m) (x)	1,4	1,7	2,0
Receita Líquida (R\$ mm)	4.800	5.160	5.580
Lucro Líq. recorr. (R\$ mm)	996	1.020	1.105
Margem EBITDA aj. (%)	40,2	41,2	40,0
Margem Líquida (%)	20,8	19,8	19,8
Payout (%)	31,2	30,0	30,0
Retorno Dividendo (%)	4,0	5,0	5,4
Cotação/VPA (x)	1,2	0,8	0,7

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

despesas foi impactada pelo Programa de Aposentadoria Incentivada (PAI) que teve uma adesão de 565 empregados e gasto de R\$ 132,8 milhões com retorno (*payback*) estimado em 11,4 meses.

Os investimentos somaram R\$ 263,5 milhões no 4T20 e R\$ 968,9 milhões em 2020. A dívida líquida passou de R\$ 2,80 bilhões em dezembro de 2019 para R\$ 2,77 bilhões em dezembro de 2020, com estabilidade da alavancagem em 1,4x o EBITDA. No ano de 2020 houve liberação de R\$ 350,0 milhões referente à 10ª Emissão de Debêntures e a captação de R\$ 200,0 milhões, mediante emissão de Cédula de Crédito Bancário.

Regulação

AGEPAR avaliará compensação pela substituição do IGP-M pelo IPCA na 2ª Revisão Tarifária da companhia. A Sanepar comunicou em 18/02 que a Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados do Paraná – AGEPAR informou que avaliará a solicitação da companhia referente à compensação dos valores oriundos da substituição do IGP-M pelo IPCA, por ocasião do Reajuste Tarifário do ano de 2020, na 2ª Revisão Tarifária Periódica que está em andamento. Embora positiva a notícia, não existe garantia de que o pleito da companhia será atendido.

Reajuste tarifário de 2020. O Conselho Diretor da Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados do Paraná – AGEPAR decidiu em reunião realizada em 29/12/20 pela aplicação do Índice de Reajuste Tarifário anual de 5,11236%, com vigência a partir de 05 de fevereiro de 2021.

- Ficou decidido que eventuais perdas de receita decorrentes da não aplicação do índice integral serão objeto de análise no processo de Revisão Tarifária Periódica, previsto para iniciar em 2021.
- Lembrando que em relação ao reajuste tarifário de 2020 a Agepar havia aprovado o percentual de 9,6299% com vigência a partir de 31 de outubro de 2020. Em seguida o Governo do Paraná (controlador da companhia) pediu a suspensão da revisão das tarifas de água e esgoto autorizadas pela Agepar, por conta dos reflexos da queda de renda da população em função da pandemia e da calamidade hídrica. Teve início então um procedimento de mediação pela agência, entre as partes, encerrado a partir deste comunicado.

Na mesma data (29/12/20) a Agepar definiu sobre o processo de Abertura de Consulta Pública relativo à Segunda Revisão Tarifária Periódica (2ª RTP). Os resultados dos estudos preliminares elaborados pela Agepar apontam para a tarifa básica preliminar, a vigorar no próximo ciclo, no valor de R\$ 5,3031/m³ o que representa uma redução de 2,5882% em relação à tarifa que passou a vigorar em 05/02/2021.

Conforme informações divulgadas no site da AGEPAR, a Consulta Pública nº 01/2021 referente à primeira fase da 2ª RTP teve início no dia 04 de janeiro de 2021. As contribuições ocorreram entre os dias 04 de janeiro de 2021 e 17 de fevereiro de 2021.

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 diferido 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. Em termos reais, do índice 25,63% a ser reposicionado a partir de 2017, integrou a tarifa da companhia 13,16% até 2019, restando ainda 11,02% a ser diferido até 2024, equivalente a 5 parcelas. Em dezembro de 2020, a melhor estimativa, apontava para um valor diferido a ser recuperado na receita, de R\$ 1,58 bilhão.

Precificação

Realizamos a precificação da Sanepar e chegamos ao Preço Justo de R\$ 32,00/Unit. Utilizamos o modelo de fluxo de caixa descontado, com WACC de 10,0% em todo horizonte de projeção, crescimento de 3% na perpetuidade e premissas de crescimento que julgamos sustentáveis. Temos expectativa positiva para os seus resultados nos próximos períodos, tendo em vista o seu modelo de negócio e o retorno dos investimentos previstos. No horizonte de projeção de 5 anos e perpetuidade no sexto ano, a taxa de crescimento anual (CAGR) foi de 9,4% para a Receita Líquida, de 10,2% para o EBITDA e de 5,6% para o Lucro Líquido. Chegamos a um preço justo de R\$ 32,00/Unit, abaixo do preço anterior de R\$ 37,00 por Unit.

Figura 1: DRE e Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	perpetuidade
Rec. Líquida	4.800	5.160	5.580	6.107	6.735	7.435	8.207
EBITDA	1.932	2.128	2.231	2.495	2.802	3.124	3.465
margem ebitda	40,2%	41,2%	40,0%	40,9%	41,6%	42,0%	42,2%
Lucro Líquido	996	1.020	1.105	1.100	1.160	1.285	1.385
margem líquida	20,8%	19,8%	19,8%	18,0%	17,2%	17,3%	16,9%
LPA (R\$/Unit)	3,30	3,38	3,66	3,64	3,84	4,25	4,58

Fluxo de Caixa	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	perpetuidade
EBITDA	2.128	2.231	2.495	2.802	3.124	3.465
Var.NCG	36	59	73	82	91	100
IR/CS	327	191	394	546	678	827
Investimentos (Capex)	1.030	1.120	1.201	1.325	1.387	1.413
Fluxo de Caixa Operacional	735	861	828	849	968	1.125

WACC:	10,0%
perpetuidade:	3,0%
Fluxo de caixa descontado	3.237
Perpetuidade	9.233
Valor da empresa	12.469
(-) Dívida Líquida	2.796
Valor presente líquido	9.673
Valor presente líquido (R\$/Unit)	R\$ 32,00
Cotação atual (R\$/Unit)	R\$ 20,36
Potencial de valorização (%)	57,2%

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

Figura 2: Análise de sensibilidade para 2021e com base no Preço Justo

Preço Justo	taxa de cresc. na perpetuidade					
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
8,5%	37,51	40,48	43,99	48,20	53,35	
9,0%	33,94	36,42	39,32	42,73	46,84	
9,5%	30,87	32,96	35,37	38,19	41,52	
10,0%	28,18	29,97	32,00	34,35	37,10	
10,5%	25,82	27,36	29,09	31,08	33,37	
11,0%	23,73	25,06	26,55	28,24	30,17	
11,5%	21,87	23,02	24,32	25,77	27,42	

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

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

P/VPA	taxa de cresc. na perpetuidade					
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
8,5%	8,16	8,81	9,57	10,49	11,61	
9,0%	7,39	7,93	8,56	9,30	10,19	
9,5%	6,72	7,17	7,70	8,31	9,04	
10,0%	6,13	6,52	6,97	7,48	8,07	
10,5%	5,62	5,95	6,33	6,76	7,26	
11,0%	5,17	5,45	5,78	6,15	6,57	
11,5%	4,76	5,01	5,29	5,61	5,97	

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, CNPI
kborges@planner.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.