

## Sanepar (SAPR11): Resultado do 4T20

### O EBITDA ajustado ficou 3% acima de nossa estimativa

A Sanepar entregou resultados do 4T amplamente em linha com nossas projeções. A receita líquida ficou em R\$ 1,237 bilhão (vs. R\$ 1,265 bilhão da estimativa do BTG), enquanto o EBITDA ajustado atingiu R\$ 570 milhões, 3% acima de nossa projeção. As tarifas médias implícitas foram ligeiramente mais altas do que esperávamos, mas os volumes ainda ficaram abaixo das expectativas, caindo 3,4% a/a. Os volumes ainda estão sendo impactados pela precária situação hidrológica do estado do Paraná. Mesmo assim, a empresa fez um ótimo trabalho no controle de custos. Os custos gerais caíram 3% a/a, com pessoal, material e despesas de terceiros caindo 7%. A inadimplência passou de R\$ 6 milhões no 4T19 para R\$ 35 milhões neste trimestre.

### Momento desafiador

A Sanepar tem navegado em águas turbulentas (literalmente). A empresa tem enfrentado uma forte seca, o que levou a iniciativas de economia de água, e sofreu decisões muito negativas na frente regulatória. Seu reajuste tarifário anual relativo a 2020, que teve um reajuste tarifário aprovado de 9,62%, foi adiado e só foi implementado em fevereiro com um reajuste implícito bem menor de 5,11%. O regulador optou por excluir do cálculo o componente de diferimento tarifário (referente à 1ª revisão tarifária da Sanepar), que totalizou 3,44%. O regulador alega que os impactos relacionados à postergação do reajuste tarifário e à exclusão do componente de diferimento serão compensados na revisão tarifária. Mesmo assim, os números preliminares divulgados pelo regulador ficaram muito abaixo de nossas estimativas. O RAB (base de ativos regulatórios) preliminar foi estabelecido em R\$ 13,2 bilhões, ficando abaixo de nossa estimativa de R\$ 17,4 bilhões e o WACC proposto foi de 7,2% (vs. 7,5% de projeção do BTG). Com essas variáveis em vigor, a revisão tarifária levaria a uma queda na tarifa de 2,58%.

### Qual EV/RAB considerar?

Com tudo o que está acontecendo com a Sanepar, pode-se argumentar que o nome tem um desconto excessivo, sendo negociado a um EV/RAB implícito de 0,55x para o final de 2021. No entanto, se o RAB preliminar se tornar final, estaríamos realmente olhando para um EV/RAB implícito de 0,72x, enquanto a Sabesp está negociando a 0,76x EV/RAB, que não está enfrentando uma crise hidrológica e teve uma revisão tarifária preliminar positiva.

#### BTG Pactual – Equity Research:

**Joao Pimentel**

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

**Ricardo Cavalieri**

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Sanepar (SAPR11)

Data	12/02/2021
Ticker	SAPR11
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	32,0
Preço (R\$)	22,3
Listagem	Nível 2

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	6.825,61
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	66,30

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	4,6x	4,3x
EV/EBITDA	4,8x	4,5x

#### Stock Performance:

Fevereiro (%)	2,2%
LTM (%)	-33,4%



<b>Valuation</b>	<b>12/2018</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020E</b>	<b>12/2021E</b>	<b>12/2022E</b>
RoIC (EBIT) %	15,9	17,0	17,1	17,6	17,7
EV/EBITDA	13,4	17,5	5,6	4,8	4,5
P/L	20,8	28,4	6,1	4,6	4,3
Dividend Yield %	0,0	0,0	1,7	9,6	10,9

  

<b>Resumo Financeiro (R\$ milhões)</b>	<b>12/2018</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020E</b>	<b>12/2021E</b>	<b>12/2022E</b>
Receita	4.162	4.723	5.025	5.489	5.952
EBITDA	1.645	1.977	2.150	2.406	2.671
Lucro Líquido	892	1.080	1.288	1.472	1.573
LPA (R\$)	2,95	3,57	4,26	4,87	5,21
DPA Líquido (R\$)	1,08	1,42	2,63	2,44	2,60
Dívida Líquida/Caixa	-3.387	-4.043	-4.181	-4.707	-5.249

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 22,26, em 11 de Fevereiro de 2021.

## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo o banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

**Certificação dos analistas:** Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)