

Resultado 4T20 e Revisão de Preço

SANEPAR
4T20: Corte de custos para enfrentar pandemia, estiagem e revisão tarifária.

A Sanepar divulgou os números do 4T20 e de 2020 demonstrando, mais uma vez, o impacto da pandemia e do rodízio de abastecimento de água devido à situação de emergência hídrica no Estado do Paraná sobre os volumes faturados e sobre a inadimplência. No entanto, parte desses impactos foram compensados pela redução de custos e despesas operacionais, com destaque para o custo com pessoal que começou a apresentar redução neste último trimestre do ano, após finalização do Plano de Aposentadoria Incentivada (PAI) realizado entre março e setembro de 2020.

Aproveitamos para atualizar nosso valuation e revisar nosso preço alvo para a **unit SAPR11** para o final de 2021, que agora é de **R\$ 28,00** (de R\$ 37,00 anteriormente). Como a forte queda verificada nas ações nos últimos 12 meses abre espaço para um grande potencial de valorização (31,3% até o fim do ano), assim como implica em um grande retorno potencial por dividendos (9,2% no ano), mantemos a recomendação de **Compra**.

Destacamos a proposta inicial de revisão tarifária para o próximo ciclo, que se inicia em abril de 2021, publicada em dezembro. A maioria dos parâmetros tarifários vieram piores do que contemplávamos em nosso modelo, porém ressaltamos que a proposta esteve em consulta pública até o dia 17/2 e pode sofrer alterações antes da publicação final. Entre os principais parâmetros: (i) a base de ativos regulatórios reconhecida pelo regulador veio abaixo do esperado, com exclusão de ~25% dos investimentos dos últimos anos, (ii) o WACC regulatório ficou em 7,21% (após impostos) ante os 8,6% do ciclo anterior, e (iii) o índice de inadimplência regulatório veio em linha com o histórico pré-pandemia, o que consideramos desafiador para os próximos anos. Já em relação aos (iv) custos operacionais, entendemos que, com o programa de aposentadoria realizado em 2020, a Sanepar cumprirá essa meta.

A **receita líquida** totalizou R\$ 1.236,9 milhões, representando queda de 7,7% na comparação anual, principalmente em função da estiagem que exigiu o estabelecimento de rodízio no abastecimento de água em regiões da metrópole Curitiba e campanhas de conscientização de consumo, que reduziram os volumes faturados em ~3,5%, assim como da queda de 16,4% na receita de serviços. No acumulado do ano, a receita totalizou R\$ 4.799,7 milhões, montante 1,6% superior a 2019, devido ao reajuste tarifário que compensou a queda de ~1% nos volumes faturados.

Em relação aos **custos e despesas operacionais**, houve redução no 4T20 tanto em comparação com o 3T20 quanto com o 4T19, uma vez que a companhia começou a colher frutos do Programa de Aposentadoria Incentivada com adesão de 565 empregados, o que aumentou custos em ~R\$ 130 milhões de março a setembro com os desligamentos, porém reduziu as despesas com pessoal já a partir do 4T20. No ano, a despesa com pessoal apresentou alta de 10,7% a/a, devido ao custo extraordinário dos desligamentos já citado; mas, para 2021, projetamos despesas inferiores a 2020 e 2019, retomando patamares semelhantes aos de 2018. Outro custo com variações relevantes tanto no trimestre quanto no ano é a perda na realização de crédito, que tem sido impactado pela pandemia e apresentou valores mais de 4 vezes superior aos de 2019, atingindo ~R\$ 90 milhões em 2020.

Destaques Financeiros

R\$ milhões	4T20	3T20	4T19	t/t	a/a	2020	a/a
Receita líquida	1.236,8	1.166,7	1.339,6	6,0%	-7,7%	4.799,7	1,6%
Custos e despesas operacionais	-783,6	-866,0	-794,5	-9,5%	-1,4%	-3.229,1	4,6%
EBITDA	547,2	392,2	631,2	39,5%	-13,3%	1.932,4	-2,0%
Margem EBITDA	44,2%	33,6%	47,1%	1.062 bps	-288 bps	40,3%	-149 bps
D&A	94,0	91,5	86,1	2,7%	9,2%	361,9	7,2%
EBIT	453,2	300,7	545,1	50,7%	-16,9%	1.570,5	-3,9%
Resultado financeiro líquido	-62,8	-57,4	-46,0	9,4%	36,7%	-204,8	13,5%
EBT	390,3	243,2	499,1	60,5%	-21,8%	1.365,8	-6,1%
Impostos	-99,0	-78,7	-112,8	25,9%	-12,3%	-369,4	-1,2%
Lucro líquido	291,4	164,6	386,3	77,0%	-24,6%	996,3	-7,7%
Margem líquida	23,6%	14,1%	28,8%	945 bps	-528 bps	20,8%	-211 bps
Dívida Líquida	2.773,3	2.701,0	2.806,4	2,7%	-1,2%	2.773	-1,2%
Dívida Líquida / EBITDA	1,4x	1,3x	1,4x	0,1x	0,0x	1,4x	0,0x

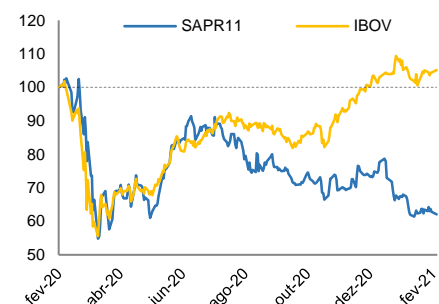
Fonte: Sanepar e BB Investimentos.

SAPR11

Recomendação	Compra
Preço-alvo - 2021E	28,00
Preço da ação - 18/2/2021	21,32
Potencial de Valorização	31,3%
Dividend yield	9,2%
Retorno total ao acionista	40,5%

Dados de Mercado

em 18/2/2021		
Valor de Mercado	R\$ milhões	6.528
Varição 1 mês	%	-9,5%
Varição 12 meses	%	-39,2%
Min. 52 sem.	R\$	18,83
Máx. 52 sem.	R\$	35,95


Valuation

		2021e
Valor de Empresa	R\$ milhões	11.773
Dívida líquida	R\$ milhões	3.306
Valor para o Acionista	R\$ milhões	8.467
Ações	# milhões	1.511
WACC	%	10,3

Múltiplos

	2021e	2022e	2023e
EV/EBITDA	5,4	5,1	4,7
P/L	6,8	6,6	6,5
LPA (R\$)	0,83	0,84	0,87
Dividend yield (%)	9,2	9,4	9,6

 Rafael Dias
rafaeldias@bb.com.br

No agregado, o total de custos e despesas operacionais apresentaram queda de 1,4% a/a no 4T20, o que não foi suficiente para aumentar o EBITDA e a margem EBITDA, pois a queda de receita foi maior. No acumulado do ano, os custos totais apresentaram alta de 4,6%, impactados pelo custo com desligamentos, levando à queda de 2% no EBITDA anual e perda de 1,49% na margem EBITDA anual.

Destaques Operacionais

Água	4T20	3T20	4T19	t/t	a/a	2020	a/a
Número de Ligações	3.273.811	3.247.872	3.194.537	0,8%	2,5%	3.273.811	2,5%
Volume Faturado (milhões de m³)	132,6	127,6	137	3,9%	-3,2%	525,8	-1,3%
Residencial	114,2	110,9	115	3,0%	-0,7%	453,6	1,1%
Comercial	10,2	9,3	11,8	9,7%	-13,6%	39,8	-12,1%
Industrial	3,7	3,2	3,8	15,6%	-2,6%	13,3	-7,6%
Utilidade Pública	1,0	0,8	1,1	25,0%	-9,1%	3,8	-15,6%
Poder Público	3,5	3,4	5,3	2,9%	-34,0%	15,3	-23,9%
Perdas na Distribuição (%)	34,3%	34,7%	34,4%	-35 bps	-6 bps	34,3%	-6 bps
Receita bruta de Água (R\$ milhões)	807,7	758,5	872,1	6,5%	-7,4%	3.124,1	1,8%
Inadimplência (%)	2,80%	2,90%	1,65%	-10 bps	115 bps	2,80%	115 bps

Esgoto	4T20	3T20	4T19	t/t	a/a	2020	a/a
Número de Ligações	2.308.138	2.278.458	2.231.127	1,3%	3,5%	2.308.138	3,5%
Volume Faturado (milhões de m³)	99,4	96,2	103,2	3,3%	-3,7%	396,2	-0,8%
Residencial	86,1	84	86,5	2,5%	-0,5%	342,9	2,3%
comercial	9,1	8,1	10,8	12,3%	-15,7%	35,5	-14,5%
Industrial	0,7	0,8	0,9	-12,5%	-22,2%	2,9	-17,1%
Utilidade Pública	0,8	0,7	0,9	14,3%	-11,1%	3,2	-15,8%
Poder Público	2,7	2,6	4	3,8%	-32,5%	11,7	-23,0%
Receita bruta de Esgoto (R\$ milhões)	475,8	449,4	518	5,9%	-8,1%	18,6	-99,0%

Fonte: Sanepar e BB Investimentos.

Os investimentos em expansão totalizaram R\$ 263,5 milhões (-4,0% a/a) no 4T20 e totalizaram R\$ 968,9 milhões no ano de 2020 (-5,0% a/a). O endividamento líquido da companhia se manteve praticamente estável, encerrando 2020 em R\$ 2.773,3 milhões, correspondendo a 1,4x seu EBITDA anual.

Revisão de Preço

O cenário macroeconômico nacional e hidrológico no Estado do Paraná se deteriorou bastante desde o nosso início de cobertura e, tanto a atualização da performance dos volumes em 2020, quanto a projetada para os próximos anos, foram impactadas negativamente pela pandemia e pelo rodízio no abastecimento de água em partes da região metropolitana de Curitiba. Ressaltamos que o impacto da pandemia se deu também sobre o nível de inadimplência, que foi majorado ao longo do último ano.

A outra variável relevante que alterou nossas projeções é a tarifa estimada para a 2ª Revisão Tarifária Periódica e que determinará as novas tarifas de água e esgoto válidas entre 2021 e 2024. Os números indicados na proposta que esteve em consulta pública entre 4 de janeiro e 17 de fevereiro sugerem tarifas menores que havíamos estimado anteriormente. Na presente atualização de preço, assumimos exatamente o que consta na proposta indicativa publicada em dezembro, mas, como ela ainda pode sofrer ajustes até o resultado final a ser conhecido em abril, nossas projeções também serão revistas caso isso ocorra.

Mesmo diante do cenário desafiador em que a companhia se encontra, entendemos que a forte desvalorização sofrida por suas *units* foram exageradas e o atual nível de preço em que são negociadas oferece grande perspectiva de rentabilizar os acionistas tanto via dividendos (estimados em 9,2%), quanto pelo potencial de valorização que estimamos em 31,3% até o fim do ano em relação ao fechamento na data de ontem (18).

Seguem as premissas assumidas na avaliação por fluxo de caixa descontado e as projeções dos demonstrativos financeiros para os próximos cinco anos.

Avaliação	Premissas	
VP dos FCLFs (R\$ milhões)	Beta	0,99
VP do valor terminal (R\$ milhões)	WACC	10,3%
Valor da Empresa (R\$ milhões)	D/(D+E)	31,3%
Dívida líquida 2021 (R\$ milhões)	Taxa Livre de Risco	4,8%
Valor para o Acionista (R\$ milhões)	Prêmio de Mercado	4,6%
Quantidade de <i>units</i> (# milhões)	Payout	50%
Preço-alvo (por ação)	Risco-país	2,1%

Fluxo de Caixa Livre da Firma	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Lucro operacional (EBIT)	1.745.781	1.853.720	1.965.893	2.081.910	2.339.937
(-) Imposto de renda	-413.413	-438.973	-465.537	-493.010	-554.113
(=) Lucro operacional livre de impostos	1.332.368	1.414.747	1.500.357	1.588.900	1.785.824
(+) D&A	425.764	475.526	526.881	579.776	634.258
(-) Investimentos	-1.046.232	-1.081.803	-1.116.421	-1.149.914	-1.184.411
(+/-) Capital de giro	-237.325	-12.432	-12.769	-12.442	-38.878
(=) FCLF	474.576	796.038	898.047	1.006.320	1.196.793

DRE	2020a	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Receita Líquida	4.799.655	4.783.099	5.091.743	5.409.861	5.736.508	6.215.760
Custos não gerenciáveis	-1.625.688	-1.639.166	-1.733.906	-1.830.937	-1.929.940	-2.034.598
Custos gerenciáveis	-1.106.500	-972.388	-1.028.590	-1.086.150	-1.144.881	-1.206.967
EBITDA	2.067.467	2.171.545	2.329.247	2.492.774	2.661.686	2.974.195
Depreciação e amortização	-361.867	-425.764	-475.526	-526.881	-579.776	-634.258
EBIT	1.705.600	1.745.781	1.853.720	1.965.893	2.081.910	2.339.937
Resultado financeiro	-204.775	-93.640	-178.873	-241.662	-261.819	-257.880
EBT	1.500.825	1.652.140	1.674.847	1.724.232	1.820.091	2.082.057
Imposto de renda	-369.412	-391.238	-396.615	-408.310	-431.010	-493.045
Lucro líquido	1.131.413	1.260.902	1.278.232	1.315.922	1.389.081	1.589.012

Balanco Patrimonial	2020a	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Ativo	13.190.858	13.970.062	14.879.847	15.780.407	16.664.637	17.671.236
Ativo circulante	1.756.277	1.223.171	1.295.398	1.369.413	1.441.526	1.552.781
Caixa e equivalentes	874.323	152.698	161.714	170.954	180.388	193.845
Contas a receber	779.404	908.798	962.461	1.017.453	1.070.666	1.153.693
Estoques	53.857	63.335	67.075	70.907	74.616	80.402
Impostos	6.810	34.892	36.953	39.064	41.107	44.295
Outros ativos circulantes	41.883	63.449	67.195	71.035	74.750	80.546
Ativo não circulante	11.434.581	12.746.891	13.584.449	14.410.994	15.223.111	16.118.455
Contas a receber	20.199	24.532	25.981	27.465	28.981	31.143
Impostos a recuperar	656.495	797.334	844.415	892.662	941.922	1.012.193
Outros ativos não circulantes	2.548.215	3.094.886	3.277.636	3.464.910	3.656.113	3.928.871
Imobilizado, intangível e investimentos	8.209.672	8.830.139	9.436.416	10.025.957	10.596.095	11.146.248
Passivo	13.190.858	13.970.062	14.879.847	15.780.407	16.664.637	17.671.236
Passivo circulante	1.448.859	1.503.765	1.554.544	1.606.549	1.656.787	1.715.707
Dívida Financeira de Curto Prazo	521.505	625.217	625.217	625.217	625.217	625.217
Fornecedores	209.428	217.574	230.149	243.029	255.470	270.062
Outros	717.926	660.975	699.178	738.304	776.100	820.428
Realizável a longo prazo	4.798.836	4.861.160	5.049.094	5.206.790	5.311.515	5.424.963
Dívida Financeira de Longo Prazo	3.126.083	2.829.550	2.897.519	2.932.281	2.911.492	2.845.891
Provisões	1.637.939	1.989.328	2.106.796	2.227.171	2.350.073	2.525.396
Obrigações diversas	34.814	42.283	44.779	47.338	49.950	53.677
Patrimônio líquido	6.943.163	7.605.137	8.276.209	8.967.068	9.696.335	10.530.566

Fonte: Sanepar e BB Investimentos

INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da ICVM 598, o BB-Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A ("Grupo") pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 – O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB–Banco de Investimento S.A.

Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 - As recomendações 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 ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens			
	3	4	5	6
Rafael Dias	-	-	-	-

3 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 - O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

RATING

"RATING" é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. "O investidor não deve considerar em hipótese alguma o "RATING" como recomendação de Investimento.

BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI

e-mail: pesquisa@bb.com.br

+55 (11) 4298 7000

Diretor	Gerente Executivo
Francisco Augusto Lassalvia	Wesley Bernabé, CFA
Gerente da Equipe de Pesquisa	
Victor Penna victor.penna@bb.com.br	
Renda Variável	
Açúcar e Etanol	Óleo e Gás
Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
Agronegócios, Alimentos e Bebidas	Papel e Celulose
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Mariana Longobardo marianalongobardo@bb.com.br	Mary Silva mary.silva@bb.com.br
Bancos e Serviços Financeiros	Siderurgia e Mineração
Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Bens de Capital	Mary Silva mary.silva@bb.com.br
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Transporte e Logística
Educação	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
Melina Constantino mconstantino@bb.com.br	Utilities
Imobiliário	Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br
Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	Varejo
	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Macroeconomia e Estratégia de Mercado	Renda Fixa
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Henrique Tomaz, CFA htomaz@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
Richardí Ferreira richardi@bb.com.br	
Equipe de Vendas	Contatos
Gerente - Henrique Reis henrique.reis@bb.com.br	bb.distribuicao@bb.com.br acoes@bb.com.br
Carolina Duch	
Denise Rédua de Oliveira	
Eliza Mitiko Abe	
Fábio Caponi Bertoluci	
Marcela Andressa Pereira	
Pedro Gonçalves	
Sandra Regina Saran	

BB Securities - London

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

Managing Director

Juliano Marcatto de Abreu julianomarcatto@bb.com.br

Head of Sales and Trading

Henrique Catarino henrique.catarino@bb.com.br

Syndicate

Daniel Bridges daniel.bridges@bb.com.br

Trading

Bruno Fantasia bruno.fantasia@bb.com.br

Gianpaolo Rivas gianpaolo.rivas@bb.com.br

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Andre Haui andrehaui@bb.com.br

Institutional Sales

Michelle Malvezzi m.malvezzi@bb.com.br

Fabio Frazão fabio.frazao@bb.com.br

BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

Managing Director

Marcelo Sobreira marcelosobreira@bb.com.br

Institutional Sales

Zhao Hao, CFA hao.zhao@bb.com.br