

Sobre a Companhia

A Sanepar é a Companhia de saneamento básico do Estado do Paraná, com milhares de colaboradores, mais de 160 estações de tratamento de água e mais de 240 estações de tratamento de esgoto, atendendo mais de 3 Milhões de unidades consumidoras.

Sua origem data de 1963, tendo então completado 60 anos em 2023 e foi reconhecida como a melhor empresa de saneamento do país (Fonte Valor 1000 - ano 2023).

Trata-se de uma sociedade de economia mista (estatal), com sede em Curitiba/PR, atendendo 344 cidades paranaenses e 1 no estado de Santa

Catarina (Porto União), totalizando 345 municípios, além de 297 localidades.

No novo Ranking do Saneamento Básico brasileiro, divulgado pelo Instituto Trata Brasil em março de 2023, a Sanepar mantém suas principais cidades entre as 20 primeiras em saneamento: São José dos Pinhais (8º), Cascavel (10º), Ponta Grossa (11º), Maringá (14º), Curitiba (15º) e Londrina (19º), sendo a segunda capital mais saneada do país. (SNIS 2020).

Segundo a empresa, em 2023 ela investiu R\$ 1,9 bilhão em diversas obras e

projetos para o aprimoramento, manutenção e expansão de redes, tendo nos últimos 4 anos investido cerca de R\$7bi.

A fiscalização e regulação, inclusive tarifária de suas operações, é basicamente executada pela AGEPAR, uma agência reguladora do Estado do Paraná.

As ações da Companhia, tanto ordinárias quanto preferenciais, são negociadas na (B3) sob os códigos SAPR3, SAPR4 e SAPR11.

O ponto que nos traz preocupação é o fato de ser uma estatal, e por isso suscetível a políticas públicas populistas, como o congelamento da tarifa ocorrido entre os anos de 2005 e 2010 com o mesmo problema percebido durante a pandemia da COVID-19, o que por outro lado, é compensado pelo seu histórico, o fato de o Estado do Paraná estar classificado entre um dos melhores da Federação, figurando Curitiba como a melhor capital para se viver.

A Companhia tem um total de 1.511.205.519 ações, divididas em 503Mil de ONs e 1mi Preferenciais.

ACIONISTAS	QUANTIDADE DE AÇÕES			% PARTICIPAÇÃO	
	ON	PN	TOTAL	CAPITAL VOTANTE	CAPITAL TOTAL
Estado do Paraná	302.653.775	3	302.653.778	60,08%	20,03%
Municípios (70)	-	5.561.963	5.561.963	-	0,37%
Acionistas Nacionais (519.455)	134.530.133	667.010.863	801.540.996	26,71%	53,04%
Acionistas Estrangeiros (323)	66.551.351	334.897.431	401.448.782	13,21%	26,56%
Total	503.735.259	1.007.470.260	1.511.205.519	100,00%	100,00%

Fonte: site da Sanepar

Historicamente as ações preferenciais são mais valorizadas em razão da maior liquidez e maior pagamento de dividendos, mas por vezes a situação se inverte, oportunizando ganhos com *long and short*:



No momento em que o Relatório é feito, as ações estão sendo negociadas pelos seguintes preços:

Ação	Preço
ON	R\$ 5,01
PN	R\$ 5,23
Units – 1 ON 4 PN	R\$25,98

Considerando a soma das quatro ações preferenciais e uma ordinária, a Unit deveria estar precificada em R\$25,85. Essa discrepância de preços também oportuniza operações de *long and short* com as units.

Particularmente prefiro comprar ações SAPR3 quando estão abaixo de 7% do valor da SAPR4, e iniciando a operação de *long and short* em blocos, quando as ações preferenciais estão no mesmo preço das ordinárias. Iniciando o investimento hoje, eu daria prioridade a SAPR4 em razão dos dividendos maiores.

Política Tarifária

Um dado importante em qualquer Companhia de saneamento é a política

tarifária: a tarifa cobrada pela Sanepar é estabelecida pela Agência Reguladora do Paraná (AGEPAR), mais especificamente por seu Conselho Diretor, na forma da Lei Complementar 94/2002.

Em 08/02/2024 a Sanepar encaminhou a proposta de reajuste tarifário, ainda sem reposta, e em abril de 2023 a AGEPAR homologou a proposta da Estrutura Tarifária apresentada no 3º cenário da Nota Técnica n.º 14/2022 (Anexo 14 – protocolo nº 20.287.166-6), com a tarifa de água equivalente à tarifa de esgoto (razão 1 para 1) e um período de adaptação para avaliação e adequação dos sistemas da concessionária, com implementação definitiva a partir do próximo ciclo tarifário (3ª RTP), devendo ainda ser criado um grupo de trabalho envolvendo AGEPAR e a SANEPAR para acompanhamento dos dados reais nesta nova estrutura tarifária e eventuais ajustes antes de sua implementação de forma definitiva.

Também homologou a tarifa média aplicável ao ano 2023, a partir de 17 de maio, igual a R\$ 6,4385/m³, representando

um aumento percentual de 8,23% com relação a tarifa vigente;

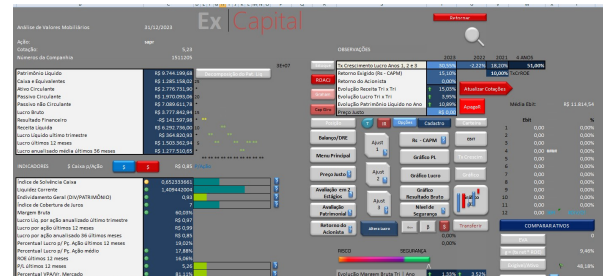
A mencionada Lei Complementar e o Decreto 7765/2017 dão autonomia a Agência reguladora, elemento importantíssimo para diminuir a ingerência política, o que por certo não blindou a autarquia de modo absoluto, mas contribuiu na ponta final à governança da própria Sanepar.

Números

Quanto aos dividendos, reforço que as ações preferenciais (SAPR4) recebem 10% a mais em dividendos, o que é um elemento importantíssimo neste caso, já que o investimento na Sanepar tem característica de longo prazo.

Nos últimos anos, o *payout* tem sido superior a 30%. Geralmente a Cia tem duas datas de corte, em julho e dezembro, com um único pagamento em junho de cada ano. No ano de 2023 foi aprovada a distribuição de R\$0,35 por PN;

no ano de 2022 R\$0,30; e no ano de 2021 R\$0,23. Quando consideramos a cotação atual de R\$5,21, em 2023 teria um yield de 6,7%.



Com base em nosso sistema de análise, o índice de liquidez corrente está acima de 1, e o endividamento comparado ao patrimônio líquido pouco abaixo de 1. O lucro por ação dos últimos 12 meses foi de pouco mais de 19%, e o lucro médio de pouco mais de 17%, o que obviamente representam ótimos números. O ROE (*Return on Equity* ou Retorno sobre o Patrimônio Líquido) dos últimos doze meses foi de 16%, e se paga pela ação hoje pouco mais de 80% do valor patrimonial, ou seja, paga-se menos do que o valor do patrimônio líquido da empresa, com um desconto de quase 20%. Identificamos um retorno ao acionista (média ponderada ROE-LPA) entre 14% e 17%, o que representa um número excepcional.

Em nosso relatório anterior no ano de 2018, apontava para o ano de 2017 o ROE de 13,31%, demonstrando assim grande evolução nos últimos anos.

	4T23 (1)	4T22 (2)	Var. (1/2)	4T21 (3)	Var. (2/3)
Receita Líquida	1.696,9	1.475,2	15,0%	1.383,2	6,7%
Resultado Operacional	598,1	496,3	20,5%	474,8	4,5%
EBITDA	722,5	610,3	18,4%	576,5	5,9%
Lucro Líquido	364,9	350,9	4,0%	332,0	5,7%
ROE (Anualizado)	16,2	13,9	2,3 p.p.	15,9	-2,0 p.p.
ROIC (Anualizado)	12,4	10,7	1,7 p.p.	12,7	-2,0 p.p.
Dívida Líquida	4.492,5	3.875,4	15,9%	3.137,5	23,5%
Margem Bruta	56,4	56,6	-0,2 p.p.	55,9	0,7 p.p.
Margem Operacional	25,0	27,0	-2,0 p.p.	27,5	-0,5 p.p.
Margem Líquida	21,5	23,8	-2,3 p.p.	24,0	-0,2 p.p.
Margem EBITDA	42,6	41,4	1,2 p.p.	41,7	-0,3 p.p.
Endividamento do PL	48,2	47,2	1,0 p.p.	46,5	0,7 p.p.
Dívida Líquida/EBITDA	1,6	1,7	-0,1 p.p.	1,4	0,3 p.p.

Fonte: press release 4T/2023

O lucro da companhia vem se mostrando crescente ao longo dos trimestres, um aumento de 4% tri contra tri, e de 5,7% de 4T2022 comparado ao 4T2021.

Especificamente quanto ao endividamento, este é de 0,93 em relação ao patrimônio líquido, representando um indicador muito bom em números absolutos e também quando comparado aos seus pares, sendo certo que quanto menor o endividamento mais seguro é o investimento, ainda que certo nível de dívida é bem vindo na estrutura de capital para maximizar os retornos da Cia e dos acionistas.

Retorno Exigido

Para saber se devemos ou não comprar SAPR4, precisamos avaliar qual é o retorno exigido para este investimento, e comparar tal retorno com o que ele entrega. Já sabemos que o retorno ao acionista está entre 14 e 17%, com um ROE no último ano de 19%, números excelentes.

Podemos estimar o retorno exigido ou o custo do capital próprio com base no CAPM e nos demais elementos já identificados, estimando o retorno exigido com base no retorno futuro livre de risco, também estimado, em 9%, resultando assim em um custo de capital de 14,5%.

Considerando que o retorno exigido é menor que o retorno entregue, o papel se mostra uma boa opção de compra.

Preço Justo

Como já mencionado, acreditamos que a companhia continuará pagando bons dividendos, com um aumento médio de 3% a 4% ao ano, e por isso estimamos o preço justo com base nos números apresentados e em nossa ferramenta de análise, em R\$7,81¹.

ATENÇÃO: Estabelecer o preço justo não significa que o valor apontado será alcançado ou superado pelo mercado, sendo apenas uma estimativa que leva em consideração vários fatores, inclusive de ordem subjetiva, e não pode ser considerado como elemento isolado para investimento, ou seja, não estamos estimando, e nem temos essa pretensão, de que a cotação atingirá esse patamar.

Conclusão

A companhia tem vários elementos que justificam certa exposição a ela, em especial o lucro por ação.

No entanto, o mercado vê um risco importante para esse ativo, que na minha concepção é exagerado, mas nem por isso devemos desconsiderá-lo. O fato de ser uma sociedade de economia mista, no meu sentir, é o maior risco, associado a ela os novos contratos de parceria, o risco hídrico e aqueles identificados no relatório anual. Minha recomendação de compra leva em consideração o expressivo lucro por ação, a subvalorização do papel em comparação com o seu patrimônio líquido, o fato de a companhia prestar um serviço essencial, o pouco endividamento e, principalmente, a Companhia apresentar lucros recorrentes.

O investidor que tem como perfil investir em ações com alto crescimento, certamente Sanepar não seria uma opção, mas no meu sentir, e é este o foco que tendo empregar em meus relatórios, é o investimento de longo prazo, em empresas

³ Trata-se de mera estimativa, com base nos números do passado e nossa expectativa para futuro..

sólidas, com lucros recorrentes e, assim, com menor risco.

Por outro lado, o mercado pensa diferente, e a cotação do papel nos últimos anos demonstra isso, então a aquisição de SAPR4 hoje significa, quase que necessariamente, aceitar perdas momentâneas ou até por um período médio de tempo. Nossa proposta é de investimentos constantes e de pequena monta, ou seja, a compra de um número limitado de ações e novas compras quando o papel apresentar quedas substanciais, igual ou acima de 10%.



A valorização do papel nos últimos 10 anos foi de 5,67x, muito próximo da mesma valorização dos últimos 10 anos identificada no relatório que fizemos em 2018, o que mostra consistência na valorização, mas passando, é claro, por muitos altos e baixos. A cotação atual pode ser considerada alta quando comparada ao seu histórico, e por isso é que, mesmo com um LPA tão alto, e em

um setor tão resiliente, minha recomendação firme é de um investimento pequeno com novas aquisições quando, e se, tivermos quedas importantes na cotação, o que é bastante realista ao analisarmos o gráfico anterior.

Por fim, devemos considerar a possibilidade, ainda que remota, de uma privatização, o que poderia representar um *upside* significativo, mas no meu sentir, essa possibilidade não deve ser precificada.

Valença-RJ, 27 de março de 2024.

Disclaimer

Este relatório é um conjunto de informações públicas organizadas de acordo com a opinião do analista, não podendo ser utilizado como único elemento para compra ou venda do ativo analisado. Não representa, pois, compromisso com resultados futuros, cuja intenção é auxiliar o investidor na tomada de decisão, mas sem qualquer vinculação.

O Investidor está ciente dos riscos que o mercado de renda variável representa, por sua própria natureza, podendo sujeitar o investidor a perdas significativas e, por isso, deve estar sempre respaldado pelo conhecimento e diversificação.

O analista responsável por este relatório é Antonio Marcus Ermida, certificado CNPI número 1949, observando o cumprimento das instruções da CVM, tendo sido elaborado de modo independente, sem qualquer ingerência ou sugestão de terceiros, representando as opiniões pessoais do responsável.

Fotografias, gráficos e outros elementos retirados de livros, sites, revistas ou outras fontes, são reproduções parciais autorizadas por lei cuja fonte está indicada, em regra, logo após a informação ou imagem utilizada.

Foram utilizadas para este relatório informações da própria Cia, do site fundamentus e de outros arquivos públicos.

ATENÇÃO: O INVESTIMENTO EM RENDA VARIÁVEL É ARRISCADO, PODENDO HAVER PERDAS SIGNIFICATIVAS.