



# RELATÓRIO DIVIDENDOS

RELATÓRIO COM INDICAÇÃO DE AÇÕES  
PAGADORAS DE DIVIDENDOS

**INDICADO PARA INVESTIDORES INICIANTES E EXPERIENTES**

EX | CAPITAL

-

# DIVIDENDOS

SANEPAR

Junho/Julho de 2018

# Sobre a Companhia

A Sanepar é a Companhia de saneamento básico do Estado do Paraná, possuindo os atributos para fazer parte do nosso relatório, com indicação de compra pelo preço atual.

A Companhia tem mais de 7Mil colaboradores, mais de 160 estações de tratamento de água e mais de 240 estações de tratamento de esgoto, atendendo mais de 3Milhões de unidades consumidoras.

O ponto que nos traz preocupação é o fato de ser uma estatal (sociedade de economia mista) e por isso suscetível a políticas públicas populistas, como o congelamento da tarifa ocorrido entre os anos de 2005 e 2010, o que por outro lado é compensado pelo seu histórico, o fato do Estado do Paraná estar classificado entre os melhores Estados da Federação,

Este relatório é protegido por Direitos Autorais, não podendo ser divulgado ou distribuído, sujeitando o infrator as sanções civis e criminais.

Figurando Curitiba como a melhor capital para se viver.

Pelo relatório divulgado pela Companhia em abril de 2018, 40% do capital total da empresa está nas mãos de acionistas estrangeiros; 32% nacionais e 20% nas mãos do Estado do Paraná. Quanto ao capital votante o cenário é um pouco diferente, tendo o Estado 60% das ações.

A Companhia tem um total de 503.735.173 ações, divididas em 167.9Mil ONs e 335.8Mil Preferenciais. Com a reestruturação feita pela Companhia, com a criação das Units, composta por 4 ações PN e 1 ON, estas é que têm maior liquidez no mercado.

Historicamente as ações preferenciais eram mais valorizadas, mas depois da reestruturação e da possibilidade de privatização, as ordinárias ganharam força:



Fonte: Bradesco Corretora

A valorização das ONs impactou as units ainda que sua participação no conjunto seja pequena e, nesse cenário, considerando o perfil do relatório que é a aquisição de ações para recebimento de dividendos, estamos recomendando a compra de SAPR4.

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

Ação	Preço
ON	R\$12,20
PN	R\$ 9,20
Units – 1 ON 4 PN	R\$49,16

Considerando a soma das quatro ações preferenciais e uma ordinária, a Unit deveria estar precificada em R\$49,00. Essas divergências de preço, com atenção especial para a relação preferencial ordinária, dão boas oportunidades para *long and short*, e também por isso a nossa preferência no momento é apostar na SAPR4, mesmo com a desvalorização das ordinárias nos últimos meses.

É claro que apostar nas ordinárias pode trazer bons frutos com ganho de capital, mas repito, este não é o nosso perfil. Por outro lado, o assinante pode optar por comprar a SAPR11, porque mantém maior exposição as preferenciais, sem peder a possibilidade de recompensa em caso de supervalorização das ordinárias, isso tudo sem contar que SAPR11 tem mais liquidez.

Por fim, é importante lembrar que a Sanepar está, ao menos em tese,

comprometida com a Governança Corporativa, tendo migrado para o nível 2 em 2016.

# 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.

Para o ano de 2018, o reajuste aprovado foi de 5,12%, muito abaixo do esperado pelo mercado, porque nele já está a revisão do reajuste aprovado em 2017. Foi estabelecido um adicional de 20% para os meses de janeiro, fevereiro, março e dezembro, nos municípios litorâneos de Pontal do Paraná, Matinhos e Guaratuba em consumos acima de 5m<sup>3</sup>.

O reajuste se refere a revisão anual como também parte do programa de reajuste de 25,63% autorizado pela Agência, mas que foi dividido em oito anos, ou seja, 3,2% do programa e apenas 1,92% de reajuste anual, abaixo da inflação de 2017.

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 blindava a autarquia de modo absoluto, mas contribui na ponta final à governança da própria Sanepar, mas o reajuste desse último ano de fato foi preocupante.

De toda sorte, acreditamos que nos próximos 3 anos os reajustes reflitam a inflação do período.

# Números

Como de costume, vamos falar primeiro dos dividendos, e uma informação importante é que os

dividendos das ações preferenciais são 10% maiores que das ações ordinárias, somando-se a isso a sua subvalorização, nossa orientação, repito, é pela compra de SAPR4, mas para quem deseja fazer grandes aportes, e considerando a menor liquidez que as UNITS, para os investidores com maior apetite a melhor opção é mesmo a SAPR11.

O Estatuto prevê a destinação mínima de 25% do lucro para os acionistas, o que mesmo sendo pouco perto do que outras companhias distribuem, aqui se mostra bem interessante porque o preço das ações acaba por influenciar em um DY% elevado, sem contar que nos últimos anos vem sendo distribuídos dividendos adicionais.

Em 2017 foram distribuídos dividendos adicionais, elevando o *payout* para perto de 50%. O valor proposto referente ao exercício de 2017 ficou em R\$0,66 para cada ação preferencial. Quanto a 2016 a proposta foi de R\$0,63 (valor pago em 2017), ou seja, um aumento de 4,7%.

Considerando a cotação na data em que este relatório é feito no valor de R\$9,20, isso significa que o *dividend yield* está em 7,17%. É claro que tem outras companhias com dividendos melhores, e parte delas estarão nos próximos relatórios, mas não podemos nos esquecer que dividendo não é tudo. Não adianta a Companhia pagar bons dividendos se descapitalizando, ou aumentando muito o seu endividamento, ou mesmo não tendo recursos para investimentos futuros.

O ROE médio<sup>1</sup> é de aproximadamente 12,97% e o lucro médio<sup>2</sup> por ação (cotação atual) é de 14,95%. O lucro por ação é excepcional, mas o ROE compromete parte do retorno do acionista que fica em torno de 13,65% com um *payout* de 50%:

$$Rs = (0,66 / 9,20) + (0,5 \times 0,1297)$$

$$Rs = 0,0717 + 0,0648$$

$$Rs = 13,65\%$$

---

<sup>1</sup> Retorno sobre o patrimônio líquido: a média fizemos com base nos últimos 36 meses, dando maior peso ao último ano e principalmente ao último trimestre que foi anualizado.

<sup>2</sup> Mesmo critério para apuração da média apontada acima

Especificamente para o ano de 2017, o ROE foi de 13,31% e o último trimestre anualizado de 14%, ou seja, a Companhia vem entregando resultados melhores nos últimos trimestres.

O lucro da companhia vem se mostrando crescente ao longo dos trimestres, um aumento de 16,77% na comparação 1T2017 com 1T2018.

A relação cotação valor patrimonial, está em 86,79%, ou seja, paga-se hoje pela Companhia menos que o seu patrimônio líquido, e isso por uma Companhia com lucros recorrentes, em uma atividade segura, e pouco endividada.

Especificamente quanto ao endividamento, este é de 0,94 em relação ao patrimônio líquido, o que representa um indicador muito bom. A Sabesp, por exemplo, mesmo sendo uma boa companhia e pouco endividada, tem essa relação em 1,22.

# 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 entrega 13,65% ao ano, mas isso é bom ou ruim?

Podemos estimar o retorno exigido ou custo do capital próprio com base no CAPM e nos demais elementos já identificados, o que nos leva a estimar o retorno exigido em 13,33%.

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 considerando que 50% dos recursos são distribuídos na forma de dividendos sendo a outra metade reinvestida a taxa ROE, estamos o preço justo em R\$11,41<sup>3</sup>. Estimar o preço justo para essa Companhia é extremamente complicado, seja porque a taxa exigida é muito elevada, seja porque o papel sofreu muito na crise, seja ainda porque as ações tiveram um aumento significativo logo após o impeachment.

**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.**

---

<sup>3</sup> Preço estimado levando em conta o retorno para o acionista, a taxa esperada de crescimento dos dividendos para os próximos anos e o custo do capital próprio.

# Conclusão

A companhia tem vários elementos que justificam certa exposição a ela, em especial o lucro por ação em mais de 14%.

No entanto, o mercado vê um risco para o ativo, que na minha concepção é exagerado, mas nem por isso devemos desconsiderá-lo. Em tese o mercado seria o melhor precificador, mas se esta assertiva fosse absoluta, não haveria necessidade dos investidores consultarem analistas para a tomada de decisão. De qualquer forma, quero deixar claro que minha sugestão de compra está pautada no expressivo lucro por ação, a subvalorização do papel em comparação com o seu patrimônio líquido, o fato da companhia prestar um serviço essencial, o pouco endividamento, e principalmente a Companhia apresentar lucros recorrentes e crescentes.

O investidor antes de adquirir as ações de determinada Companhia, deve avaliar qual é a intenção desse investimento, e dentro dessa intenção



avaliar se ele se adéqua ou não a primeira premissa. A Sanepar não é uma *startup*, não existe espaço para um crescimento absurdo com retornos exponenciais. Se for esta a sua proposta, Sanepar não se mostra o investimento certo. Mas eu acredito na Sanepar como um bom investimento pelos motivos já apresentados.



A valorização do papel nos últimos 10 anos foi de 5,64x ou 464% indo de R\$1,63 para R\$9,20. Isso representa uma rentabilidade média de 18,88% ao ano ou 1,45% ao mês. Considerando que esse cálculo foi feito já depois do ajuste após o topo histórico, e que a cotação atual está abaixo da média móvel de 100 períodos no gráfico semanal, e considerando por fim que não deve haver mudanças significativas no futuro a justificar um retorno muito abaixo do que foi identificado nos últimos 10 anos, as

expectativas são muito boas. Aliás, se algo extraordinário acontecer é mais provável que seja para o bem, com a privatização da Companhia, e não uma derrocada.

Por fim, considerando que este ano teremos eleições para o Governo do Estado, é importantíssimo monitorar as pesquisas e intenção de voto, as propostas e perfis dos candidatos.

*Valença-RJ, 20 de junho de 2018.*

### *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 foi cientificado quando da contratação 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 da instrução CVM 598/2018\*, tendo sido elaborado de modo independente, sem qualquer ingerência ou sugestão de terceiros, representando as opiniões pessoais do responsável e seus colaboradores.

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.

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

- <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst598.pdf>