

# SABESP (SBSP3) | Projeto de Privatização Aprovado!

## E agora?

### Conclusão

**Seguimos com a recomendação de COMPRAR para SBSP3.** Com a recente performance, a ação acabou por ultrapassar nosso preço-alvo. Entretanto, segue negociando abaixo de 1x EV/BRR 23E (de acordo com as nossas estimativas, a empresa deveria valer pelo menos R\$79/ação caso negociasse em linha ao seu valor patrimonial) e, em nossa leitura, deve oferecer ainda algum potencial de valorização mesmo sem considerar a materialização da privatização em si (que deve ocorrer em meados de 2024, se considerarmos os prazos médios de operações similares). Por enquanto, não devemos ter novo fluxo de notícias até o fim desse ano. Em 2024, vai ser importante acompanhar a evolução de alguns pontos relacionados a formatação da privatização em si, como I) regulação de tarifas por parte da ARSESP, II) adesão dos municípios ao URAE (vereadores da cidade de SP precisam aprovar a sua entrada, principalmente) e, finalmente, III) formatação da oferta em si. Caso concluído, achamos que a privatização da empresa tem potencial transformador em termos de ganho de governança e ganhos de eficiência (maiores detalhes ao longo do documento).

### Os fatos

**Projeto de lei aprovado! E agora?** Acreditamos que um dos pontos mais cruciais de todo o processo de privatização finalmente aconteceu. O projeto de lei foi aprovado por 62 votos favoráveis e apenas um voto contrário (alguns deputados não votaram). Os detalhes do projeto de lei já foram discutidos em outro documento nosso, que sugerimos a leitura para o entendimento dos detalhes (para maiores informações, clique aqui e aqui).

### Quais os riscos?

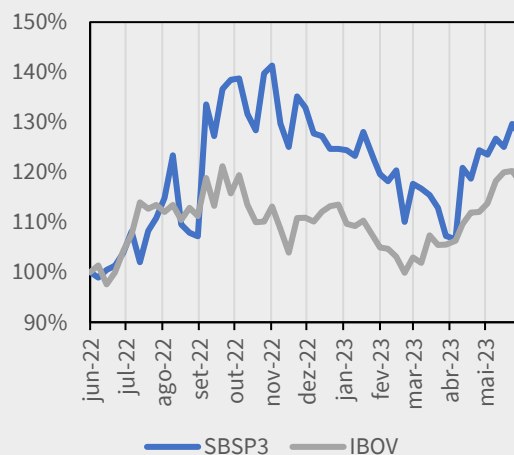
Em nossa leitura, o processo de privatização ainda apresenta alguns riscos. Dentre eles citamos: I) risco de preço: uma queda no preço dos ativos pode fazer com que a operação deixe de ser interessante, II) risco político: escândalos ou coisas desse tipo, III) Risco Jurídico: como a empresa pretende se transformar em uma corporation (Governo do Estado de SP pretende ficar com uma participação de 15-30% no ativo), uma eventual decisão do supremo favorável ao fim dos voting rights da Eletrobras (onde a empresa tem um direito a voto limitado a 10% vs uma participação de 40%) pode acabar por trazer uma maior percepção de risco ao case da Sabesp, IV) não adesão dos municípios ao URAE (principalmente do estado de São Paulo) pode retirar grande parte da atratividade da operação.

### Empresas

#### SABESP (SBSP3)

Recomendação	<b>COMPRAR</b>
<b>Target Price 12M</b>	<b>R\$ 66,00</b>
Preço Atual (R\$)	68,99
<b>Upside</b>	<b>-4,33%</b>

### Performance



**Vitor Sousa**

vitor.sousa@genial.com.br

**Israel Rodrigues**

israel.rodrigues@genial.com.br

**Brasil - Genial Investimentos**  
**Genial Institucional S.A. CCTVM**

Av. Brig. Faria Lima, 3400 - 9º

Em quanto tempo a privatização deve acontecer?

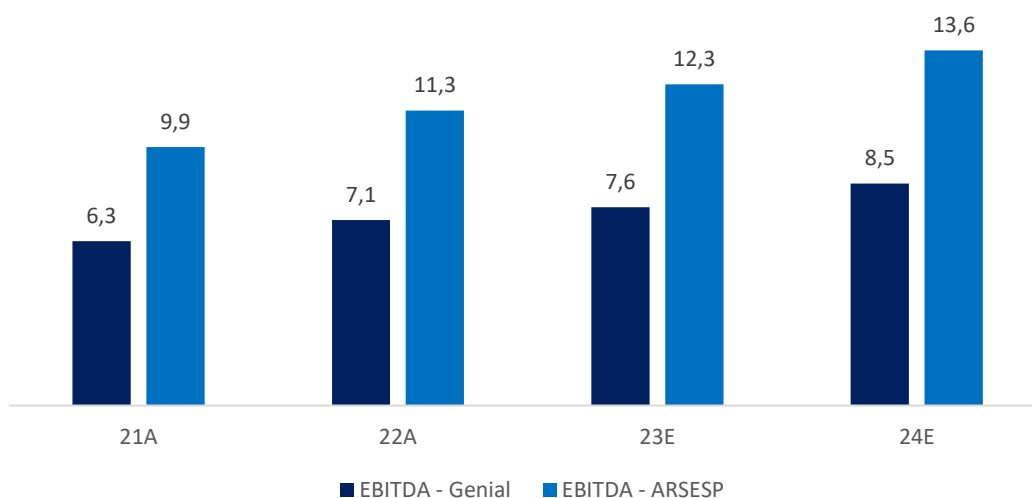
Não existe uma fórmula precisa para estimar o tempo da aprovação do projeto de lei até a conclusão da operação. Entretanto, houve alguns processos de privatização recentes que podem ser usados como referência: Eletrobras, Copel e Corsan. Observando estas operações como exemplo, o tempo médio entre a aprovação do projeto até a sua conclusão foi de 350 dias. Como mencionamos, a proximidade das eleições municipais (Out/24) deve ser acompanhada de perto à medida que a proximidade a tal data deve "poluir" o debate em relação ao processo como um todo. Observando o tempo médio que levou até a conclusão da operação, é bem possível que caso tudo aconteça conforme o esperado, a privatização não aconteça até meio do ano que vem.

Privatização	Aprovação do PL	Conclusão	Nº de dias
Eletrobras	13/07/2021	14/06/2022	336
Corsan	31/08/2021	20/12/2022	476
Copel	24/11/2022	09/08/2023	258

Qual potencial de valorização caso a operação seja aprovada?

Em nossa opinião, o verdadeiro valor a ser destravado pela empresa advém da materialização da sua privatização. Nos termos atuais, vemos uma empresa que opera com números abaixo daqueles estabelecidos em suas tarifas (EBITDA Real vs Regulatório) ocasionando um fluxo de caixa magro após pagamento de juros e investimentos, que por sua vez ainda não foram suficientes para universalizar os serviços de água e esgoto no estado após quase meio século de história (vale lembrar que a SABESP é uma das melhores operações de saneamento do Brasil...). Para fins de comparação, o gráfico abaixo mostra as nossas estimativas/realizado de EBITDA para empresa e o EBITDA regulatório da empresa, considerando os números divulgados em sua última revisão tarifária. Como podemos perceber, existe uma ineficiência de c. R\$3-4 bilhões regulatório vs realizado. Imaginamos que esse "gap" de ineficiência deve ser atacado caso a privatização venha a avançar.

EBITDA Real vs Regulatório - R\$ Bilhões



A operação deverá acontecer via emissão de novas ações em que o governo do estado de São Paulo deve ficar com uma fatia remanescente entre 15-30% (vs 50,3% hoje). Se considerarmos o último preço de fechamento das ações da SBSP3 e venda de participação

da empresa para atingir as fatias determinadas, a operação ficaria entre R\$8,2-R\$14,2 bilhões.

Em nossa leitura, existem duas maneiras de estimar o potencial de valorização da empresa pós-privatização. O método “clássico” diz respeito ao ajuste de premissas do modelo relacionadas a perdas, custo de capital, custos operacionais etc. O problema desse método é que ele se submete ao modelo do analista e toda a subjetividade das diversas variáveis que o compõe. No método que vamos descrever consideramos mais simples e mais fácil de ter as suas premissas verificadas (críticas são muito bem-vindas!)

Abaixo, vamos tratar duas grandes variáveis: I) evolução da base de remuneração regulatória considerando investimentos até a meta de universalização (2029) e II) múltiplo implícito da empresa pós-privatização (Valor da firma/Base de Remuneração Regulatória) – empresas eficientes tendem a negociar em pelo menos 1x VF/BRR. Caso a percepção de valor do mercado em relação as operações da Sabesp privatizada forem muito positivas, imaginamos que esse valor pode ser ainda maior (no setor de energia elétrica, distribuidoras eficientes chegam a negociar 2x EV/BRR). Ou seja, como premissa básica estamos utilizando o re-rating no múltiplo EV/BRR da empresa para pelo menos 1x vs os níveis atuais, que está em EV/BRR 23E de 0,81x.

De acordo com a própria Sabesp, os investimentos esperados até 2029 com foco na universalização é de R\$66 bilhões (a base de ativos regulatória publicada em 2021 é de R\$55,9 bilhões). Se considerarmos esse nível de investimentos até 2029 e ajustarmos pelo IPCA esperado, a base de remuneração regulatória em 2029 deveria ser de aproximadamente R\$140 bilhões. No exemplo abaixo, utilizamos as nossas estimativas até 2023. Considerando que a privatização aconteça em 2024, passamos a aplicar os as estimativas de investimentos consideradas para sua universalização.

#### Evolução BRR estimada – R\$ Bilhões

	21A	22A	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E
BRR	58,6	61,7	64,2	67,3	78,3	89,8	101,7	114,1	127,1
Invest.				11,0	11,5	12,0	12,4	12,9	13,4
BRR + Invest	58,6	61,7	64,2	78,3	89,8	101,7	114,1	127,1	140,5
IPCA (%)	10,1%	6,6%	5,1%	4,2%	4,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

Dito isso, ao aplicarmos uma análise de sensibilidade das bases de remuneração regulatória em dois cenários (base-otimista) entre 1,0x – 1,2x, encontramos um potencial de valorização de 50% – 200% até 2029 pela aproximação de múltiplos-alvo em relação aos preços de hoje. Entendemos as limitações desse método (principalmente ao manter o endividamento constante ao longo dos anos em meio a altos investimentos), mas as ordens de grandeza alcançadas nas análises de sensibilidade nos permitem nos sentir razoavelmente confortáveis com esse método.

	24E	25E	26E	27E	28E	29E
Base de Remuneração - R\$ (A)	R\$ 78,3	R\$ 89,8	R\$ 101,7	R\$ 114,1	R\$ 127,1	R\$ 140,5
VF/BRR 1x (A x 1,0x = C) - base	R\$ 78,3	R\$ 89,8	R\$ 101,7	R\$ 114,1	R\$ 127,1	R\$ 140,5
VF/BRR 1x (A x 1,2x = D) - otimismo	R\$ 93,9	R\$ 107,7	R\$ 122,1	R\$ 137,0	R\$ 152,5	R\$ 168,6
Endividamento (E)	-R\$15,5	-R\$15,5	-R\$15,5	-R\$15,5	-R\$15,5	-R\$15,5
Valor Estimado (R\$ - Bi) - Base (C-E)	R\$ 62,8	R\$ 74,3	R\$ 86,2	R\$ 98,6	R\$ 111,6	R\$ 125,0
Valor Estimado (R\$ - Bi) - Otimista (D-E)	R\$ 78,4	R\$ 92,2	R\$ 106,6	R\$ 121,5	R\$ 137,0	R\$ 153,1
Potencial de Valorização (Valor de Mercado = R\$40,6 bi)	54,6%	82,9%	112,3%	143,0%	174,8%	207,9%
Potencial de Valorização (Valor de Mercado = R\$40,6 bi)	93,1%	127,1%	162,4%	199,2%	237,4%	277,2%

## Disclaimer

A Genial pode fazer negócios com empresas que constam nos seus relatórios de pesquisa. Como resultado, os investidores devem estar cientes de que a empresa pode ter um conflito de interesses que poderia afetar a objetividade deste relatório. Os investidores devem considerar este relatório como apenas um dos fatores na tomada de sua decisão de investimento. Para as declarações do analista e outros disclaimers importantes, consulte a Seção de Disclaimers, localizada no final deste relatório.

### 1. DISCLAIMER GERAL

Este relatório foi produzido pelo departamento de Research da Genial. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Genial. A Genial não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

Este relatório de Research destina-se à distribuição somente em circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório de Research não leva em consideração os objetivos específicos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer indivíduo em especial, mesmo quando enviado a um único destinatário. Este relatório de Research não se propõe a ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos aqui referidos. Nem a Genial nem qualquer um de seus conselheiros, diretores, funcionários ou representantes terá qualquer responsabilidade decorrente de qualquer erro, imprecisão ou imperfeição de fato ou opinião contida neste relatório, ou será responsabilizado por quaisquer perdas ou danos que possam surgir a partir da utilização deste relatório de Research.

A Genial poderá contar com barreiras de informação, tais como "chinese walls", para controlar o fluxo de informações dentro de suas áreas, unidades, divisões, grupos ou afiliadas.

O desempenho passado não é necessariamente um indicador de resultados futuros e nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita pela Genial em relação ao desempenho futuro. Rendimentos de aplicações podem variar. O preço ou valor dos investimentos aos quais este relatório de Research se refere, direta ou indiretamente, podem cair ou subir contra o interesse dos investidores. Qualquer recomendação ou opinião contida neste relatório de pesquisa pode se tornar desatualizada em consequência de alterações no ambiente em que o emitente dos valores mobiliários sob análise atua, além de alterações nas estimativas e previsões, premissas e metodologia de avaliação aqui utilizadas.

### 2. DECLARAÇÕES DO ANALISTA

O analista de investimento declara que as opiniões contidas nesse relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma, inclusive em relação a GENIAL.

A remuneração dos analistas está, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela GENIAL.

Além disso, o analista certifica que nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será direta ou indiretamente relacionada com as recomendações ou opiniões específicas expressas neste relatório de Research.

A remuneração do analista não se baseia nas receitas de outras empresas de grupo, mas pode, no entanto, derivar de receitas oriundas dos negócios e operações financeiras da GENIAL, suas afiliadas e/ou subsidiárias como um todo. A remuneração paga aos analistas é de responsabilidade exclusiva da GENIAL.

O analista declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e atende às exigências da Resolução CVM nº 20/2021.

O analista declara que pode ser diretamente, em nome próprio, titular de valores mobiliários objeto do presente relatório.

Salvo disposição em contrário, os indivíduos listados na capa deste relatório são analistas devidamente credenciados.

### 3. DECLARAÇÕES DA EMPRESA

A Genial, suas afiliadas, coligadas, controladoras e/ou subsidiárias têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação aos emissores ou aos valores mobiliários objetos da análise.

### 4. DISCLOSURES ADICIONAIS

(i) Este documento foi preparado pelo Research da Genial e é publicado com o único propósito de fornecer informações sobre as empresas e seus valores mobiliários.

(ii) As informações contidas neste documento são fornecidas apenas para fins informativos e não constituem uma oferta para comprar ou vender, e não devem ser interpretadas como uma solicitação para adquirir quaisquer valores mobiliários em qualquer jurisdição. As opiniões aqui expressas, no que diz respeito à compra, venda ou detenção de valores mobiliários, ou com relação à ponderação de tais valores mobiliários numa carteira real ou hipotética, são baseadas em uma análise cuidadosa feita pelos analistas que elaboraram este relatório e não devem ser interpretadas por investidores como recomendações para qualquer decisão de investimento. A decisão final do investidor

deve ser tomada levando em consideração todos os riscos e as taxas envolvidas. Este relatório é baseado em informações obtidas de fontes públicas primárias ou secundárias, ou diretamente das empresas, e é combinado com estimativas e cálculos elaborados pela GENIAL. Este relatório não pretende ser uma declaração completa de todos os fatos relevantes relacionados a qualquer estratégia da empresa, indústria, segurança ou mercado mencionados. As informações foram obtidas de fontes consideradas confiáveis; a GENIAL não faz nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, quanto à integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento são baseadas em dados atuais e estão sujeitas a alterações. Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. A GENIAL não está obrigada a atualizar ou revisar este documento, ou a avisar sobre quaisquer alterações em tais dados.

(iii) Os valores mobiliários discutidos neste relatório, bem como as opiniões e recomendações contidas neste documento, podem não ser apropriados para todo tipo de investidor. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de um determinado investidor. Os investidores que desejam comprar, vender ou investir em títulos que são abrangidos por este relatório devem procurar aconselhamento financeiro independente que leve as características individuais e necessidades em consideração, antes de tomar qualquer decisão de investimento em relação aos valores mobiliários em questão. Cada investidor deve tomar decisões de investimento independentes depois de analisar cuidadosamente os riscos, taxas e comissões envolvidas. Se um instrumento financeiro for denominado numa moeda diferente da moeda do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar adversamente o preço ou valor, ou da renda derivada do instrumento financeiro e o leitor deste relatório assume todos os riscos cambiais. Resultados com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento. O desempenho passado não necessariamente indica resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, é aqui feita sobre o desempenho futuro. Portanto, a GENIAL, suas empresas afiliadas, e os analistas envolvidos neste relatório não assumem qualquer responsabilidade por qualquer perda direta, indireta ou decorrente do uso das informações contidas no presente, e qualquer pessoa que use este relatório se compromete a indenizar irrevogavelmente a GENIAL e suas afiliadas por quaisquer reclamações e demandas.

(iv) Os preços neste relatório são considerados confiáveis a partir da data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes expressamente especificadas junto aos dados relevantes; (ii) preço cotado no principal mercado regulamentado para o ativo em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; ou (iv) dados de propriedade da GENIAL ou disponíveis para a GENIAL.

(v) Nenhuma garantia expressa ou implícita é fornecida em relação à exatidão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas à GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas. Em todos os casos, os investidores deverão realizar sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação a títulos ou mercados que são analisados neste relatório.

(vi) A GENIAL não faz declarações neste documento de que os investidores vão obter lucros. A GENIAL não vai compartilhar com os investidores os lucros de investimento, nem aceita qualquer responsabilidade por eventuais perdas de investimento. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência na tomada de suas decisões de investimento. A GENIAL não aceita deveres fiduciários em nome dos destinatários deste relatório. Este relatório não deve ser considerado como substituto para o exercício de julgamento independente do destinatário. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas refletem a opinião atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório a partir da data em que foi emitido e são, portanto, sujeitas a mudanças sem aviso prévio e podem diferir ou ser contrárias a opiniões expressas por outras áreas de negócios da GENIAL, como resultado da utilização de diferentes critérios e hipóteses. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento.

(vii) Uma vez que as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, a GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas podem ter publicado ou podem vir a publicar outros relatórios que não apresentem uniformidade e/ou cheguem a conclusões diferentes daquelas aqui contidas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma garantia de que os assuntos nelas referidas de fato ocorrerá. O preço e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. Resultado com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente.

(viii) Este documento não pode ser: (a) fotocopiado ou duplicado de qualquer forma, no todo ou em parte, e/ou (b) distribuído sem o prévio consentimento por escrito da GENIAL. A GENIAL não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

(ix) Nem a GENIAL nem quaisquer de suas afiliadas ou seus respectivos diretores, funcionários ou agentes, aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano resultante do uso de toda ou qualquer parte deste relatório.

(x) Genial Investimentos é a plataforma de negociações da Genial Investimentos Corretora de Valores Mobiliários, uma empresa do Grupo Genial.