

MILES CAPITAL

RELATÓRIO DE GESTÃO
DEZEMBRO 2024

Índice

A onda da eficiência: até quando a Sanepar resistirá?	3
Seção 1 - Métricas da ineficiência: Sanepar vs. parâmetros regulatórios	7
Seção 2 - Os Malefícios da Ineficiência	9
Seção 2.1 - Para o investidor: lógica perversa de que quanto maior o investimento, maior a destruição de valor.....	9
Seção 2.2 - Para o consumidor: tarifas maiores	10
Seção 3 - Ineficiência levando o valuation da Sanepar a ter um grande desconto para seus pares	13
Seção 4 - Exceção à regra: <i>turnaround</i> nas estatais vs. Sanepar.....	15
Seção 5 - O tamanho da assimetria	16
Seção 5.1 - Precatório que pode chegar a 44% do <i>market cap</i> atual da Sanepar	16
Seção 5.2 - Adequação a métricas do setor privado maximizando valor para investidores e consumidores	17
Seção 5.3 - Build up de valuation da Sanepar.....	18
Seção 6 - Revisão tarifária de 2025 e a redução da percepção de risco.....	19
Seção 7 - A necessária blindagem do risco político / regulatório: o período de congelamento das tarifas e a revisão tarifária de 2017	20
Seção 8 - As oportunidades no setor de saneamento básico no Brasil.....	24

A onda da eficiência: até quando a Sanepar resistirá?

Ao longo dos últimos anos, o setor de saneamento no Brasil vem passando por uma enorme transformação. O Novo Marco do Saneamento, aprovado em 2020, representou o início de uma mudança de trajetória, buscando alterar o trágico atraso da universalização dos serviços no país, onde quase 100 milhões de brasileiros ainda não possuem acesso à coleta de esgoto e mais de 30 milhões não tem acesso à água potável.

Diante desse contexto, diversos governos estaduais têm se mobilizado para reverter esse quadro, acelerando a atração de recursos privados e aumentando a eficiência na prestação dos serviços – a presença privada no setor, em termos de municípios atendidos, já saltou de meros 6% em 2020 para 30% em 2024.

Os exemplos mais notáveis foram as privatizações no RS e em SP, além de diversas concessões como no RJ e AL. Especificamente em SP, o processo de privatização da Sabesp trouxe uma série de inovações nos âmbitos de governança e regulação que acreditamos que servirão como modelo de referência para diversos outros estados seguirem com essa onda positiva de transformação. Destacamos com otimismo o movimento recente do governo de Minas Gerais de protocolar o projeto de lei de desestatização da Copasa, em um esforço para seguir caminho similar.

Nesse sentido, o objetivo da presente carta é de demonstrarmos o grande potencial que enxergamos para a Sanepar. O governo do Estado do Paraná tem nas mãos uma enorme oportunidade de estar na vanguarda da transformação do setor caso opte por buscar uma maior eficiência operacional, seja pela via da desestatização ou por um choque de gestão na companhia. Como consequência, poderia ampliar significativamente investimentos e ao mesmo tempo buscar tarifas mais módicas – enxergamos um potencial de redução das tarifas de até 15% caso a companhia atinja níveis de eficiência similares aos de *players* privados (conforme mostramos na seção 5.2). Por sua vez, a ampliação de investimentos poderia favorecer não só a população do Paraná, mas também outras regiões do Brasil no futuro, mediante uma expansão da empresa para outras áreas de concessão.

No entanto, cabe uma reflexão crítica sobre a estratégia atual da empresa, uma vez que ao longo das últimas décadas acompanhando o setor de *utilities*, nos deparamos diversas vezes com empresas estatais e seus planos de acelerar investimentos, mesmo quando ainda ineficientes no campo operacional. Neste momento, a Sanepar está passando por uma situação similar.

Em nossa visão, quando uma empresa é operacionalmente ineficiente num setor de retornos regulados, acelerar investimentos torna-se uma estratégia inadequada que traz como consequência a destruição de valor aos investidores e ao consumidor. Portanto, a busca constante por eficiência passa a ser algo extremamente relevante, principalmente agora no contexto em que diversos estados estão seguindo nessa direção e devem colher os frutos positivos disso ao longo dos próximos anos.

Identificamos na Sanepar uma conjunção bastante rara de fatores que acreditamos que possam levar a companhia a uma mudança profunda e a um futuro de enorme geração de valor, por consequência também tornando-a uma excelente oportunidade de investimento: (1) governo atual com orientação pró-investimento privado e aumento de eficiência, além de possuir forte apoio político; (2) alta qualidade do corpo técnico da empresa, amplamente reconhecido setorialmente; (3) atuação num setor com enormes oportunidades de alocação de capital para as empresas eficientes e (4) *valuation* extremamente atrativo, negociando a 0,57x EV/RAB¹ e 5,4x P/E em nosso cenário base - ou a 0,65x EV/RAB e 6,9x P/E no pior cenário - sendo, com larga margem, o *valuation* mais descontado do setor de *utilities*. Destacamos ainda que a Sanepar atualmente negocia em um dos menores patamares de *valuation* dos últimos 20 anos, inclusive com desconto relevante para o conturbado período de 2003 a 2009 (quando houve congelamento tarifário), e embute uma expectativa de que seus resultados operacionais irão piorar significativamente nos próximos anos.

Conforme aprofundaremos ao longo dessa carta, acreditamos ser improvável que essa piora operacional embutida no *valuation* atual se materialize. Dessa forma, enxergamos uma ordem de grandeza de 35% de upside para as ações da Sanepar mesmo que nada aconteça e ela siga com o alto nível de ineficiência corrente. O que está implícito nesse potencial de valorização seria o múltiplo de 0,57x EV/RAB convergir para 0,70x, múltiplo que julgamos mais justo para uma empresa que entrega um EBITDA equivalente a 75% de seu patamar regulatório. Apenas para fins de comparação, a Copasa, também estatal e controlada pelo governo de MG, negocia a 0,95x EV/RAB, uma vez que entrega um nível de eficiência em linha com o proposto pela sua regulação.

Já no cenário que julgamos ser o mais lógico economicamente e mais alinhado com a orientação pró eficiência do atual governo, prevemos um *re-rating* significativo do múltiplo da Sanepar para algo entre 0,9x e 1,2x RAB (cenários dela se tornando uma estatal eficiente ou passando por um processo de desestatização), o que implicaria num *upside* de 131% no ponto médio desse *range*, ou R\$70/SAPR11.

Nos últimos 22 anos cobrindo o setor de *utilities*, essa certamente parece ser uma das maiores assimetrias com que já nos deparamos.

As métricas da ineficiência... Pelo fato de a Sanepar atuar em um segmento regulado, é importante analisarmos a performance da companhia em relação ao arcabouço regulatório ao qual está sujeita, definido pela AGEPAR (Agência Reguladora do Paraná).

É a agência que determina os custos e despesas eficientes na prestação dos serviços, realiza a diligência necessária para constatar se houve prudência nos investimentos feitos para a construção da base de ativos da concessão e determina as tarifas, que devem cobrir esses custos e despesas, além da remuneração justa dos investimentos realizados. Nesse sentido, destacamos que o Estado do Paraná tem direcionado seus esforços, nos últimos anos, para fortalecer e ampliar a capacitação

¹ Todos os valores que fazem referência ao valor de mercado das companhias têm como base o preço de fechamento de 29/11/2024. Os múltiplos são referentes ao ano de 2025, a menos que indicado de outra forma.

técnica da agência, além de adotar um discurso voltado à melhoria contínua e à previsibilidade regulatória.

Ineficiência chega a ~25% do EBITDA Regulatório... Analisando esses parâmetros determinados pela AGEPAR e comparando aos resultados de fato entregues pela Sanepar, concluímos que a empresa entrega consistentemente um EBITDA cerca de 25% abaixo do regulatório ao longo dos últimos anos. Desde 2017, quando foi implementada a nova regulação pela AGEPAR, até 2023, estimamos que as ineficiências apresentadas pela Sanepar tenham representado uma perda somada de EBITDA e consequentemente de capacidade financeira para investimentos da ordem de R\$ 8,4bi (equivalente a 92% do *market cap* ou cerca de 37% da base de ativos atual da empresa). Destacamos que o valor da ineficiência calculada apenas nesses últimos 7 anos já teria sido praticamente suficiente para atingimento da universalização no Paraná.

Única estatal de capital aberto que não seguiu a tendência de ganho de eficiência nos últimos 6 anos... Desde 2018, quando tivemos a eleição de uma série de governadores com orientação liberal na economia principalmente nos estados do Sul e Sudeste, as principais empresas estatais listadas em bolsa tiveram melhorias significativas de eficiência, mesmo nos casos em que não houve desestatização – sendo a Sanepar a exceção.

Conforme nos aprofundaremos na Seção 4, ao longo dos últimos 6 anos, Cemig e Copasa saíram de um patamar de resultados de ~60% de seus EBITDAs regulatórios para ~105%. A Copel, que tinha o mesmo controlador da Sanepar até agosto de 2023, foi o caso mais emblemático de *turnaround*, saindo de ~55% do EBITDA regulatório em seu braço de distribuição para ~120%. Finalmente, a Sabesp, quando ainda estatal, em apenas 18 meses do atual governo migrou de resultados na ordem de ~70% para ~90% de seu EBITDA regulatório.

Os malefícios da ineficiência: (1) Destruição de valor aos investidores... O efeito imediato quando observamos uma empresa que apresenta custos e despesas mais ineficientes do que os determinados pelo regulador é uma compressão na taxa de retorno do investidor. Como o retorno justo também é determinado pelo regulador, torna-se evidente a lógica perversa de que quanto mais a empresa investe operando nessas condições, maior a destruição de valor aos investidores.

(2) Maiores tarifas aos consumidores... Empresas eficientes de *utilities* que prestam serviços tanto de distribuição de energia elétrica como de saneamento básico, e que têm regulação similar à da Sanepar, acabam por compartilhar grande parte dessa eficiência gerada com o consumidor ao longo dos ciclos tarifários. Isso teve o efeito de ser um importante vetor baixista para as tarifas de energia elétrica nas últimas décadas (conforme mostramos na Seção 2.2).

Ao analisarmos o caso de desestatização da Sabesp, entendemos ser bastante provável que ao longo dos próximos anos vejamos acontecer em São Paulo essa mesma dinâmica tarifária benéfica ao consumidor. Como referência, o novo modelo regulatório proposto congelou os custos regulatórios unitários em termos reais e estabeleceu uma curva de compartilhamento dos ganhos de eficiência ao longo do tempo. Neste caso, estimamos que nos próximos 10 anos cerca de R\$ 16 bilhões vindos de

ganhos de eficiência serão repassados à modicidade tarifária. No longo prazo, o benefício para o consumidor será uma redução permanente de ~8% nas tarifas.

Oportunidade de blindar a companhia de riscos que já se materializaram no passado...

Entre 2006 e 2010, a Sanepar passou por um período em que os reajustes tarifários aprovados pelo regulador não foram aplicados às tarifas. Durante esses anos, enquanto o IPCA teve alta de 23%, os custos de pessoal aumentaram 49%. Essa defasagem comprometeu significativamente a geração de caixa da empresa, limitando sua capacidade de investimento e trazendo impactos negativos à sustentabilidade financeira naquele período.

Outro episódio em que julgamos ter havido má governança em relação à Sanepar foi em sua revisão tarifária de 2017, quando o reajuste sinalizado pela empresa aos investidores ao longo do *roadshow* do processo de “*Re-IPO*” acabou sendo diferido por 8 anos, representando um grande aumento do risco percebido à época. Além de uma queda de 30% nas ações nos dias seguintes ao acontecimento, entendemos que esse processo eliminou o interesse de muitos investidores em acompanhar a empresa – desinteresse esse que segue presente até hoje. Tratamos desse tema em mais detalhes na Seção 7.

Aceleração da universalização no Paraná e criação de um potencial novo e necessário

player nacional... Em se adequando às métricas de eficiência do setor privado, concluímos que a empresa poderia ter uma geração de caixa ~60% maior² que a atual e conseqüentemente uma maior capacidade de investimento. Isso poderia ser um importante vetor na direção de acelerar a universalização dos serviços, maximizando valor a todos os *stakeholders*.

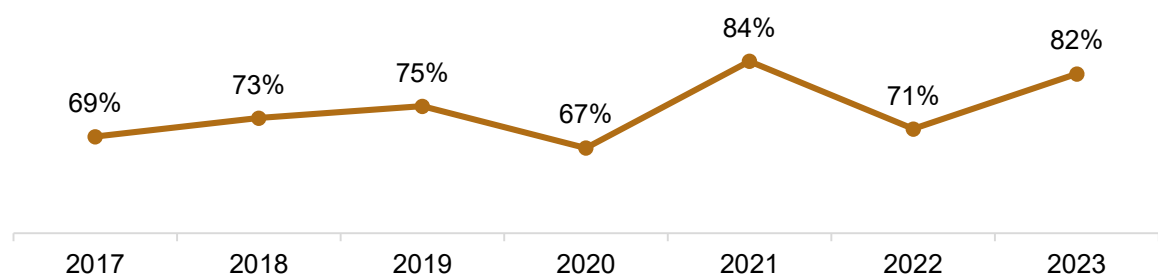
Além disso, vemos uma enorme oportunidade para a Sanepar quando olhamos para a necessidade de investimento para se obter a universalização dos serviços no Brasil, determinada no Novo Marco do Saneamento. Julgamos que será um enorme desafio cumprir essa meta apenas com os poucos atores presentes no setor hoje. Acreditamos ser necessário o surgimento de novos *players* nacionais, eficientes e com capacidade de atrair capital. Dada sua alta qualidade técnica, acreditamos que a Sanepar esteja muito bem-posicionada para ocupar esse espaço, pendendo apenas uma mudança relacionada à eficiência operacional.

² Geração de caixa adicional com a convergência para um nível de eficiência dos players privados – cerca de 1,2bi de geração de caixa adicional – sobre um fluxo de caixa operacional estimado para 2024 na casa de 2,0bi

Seção 1 - Métricas da ineficiência: Sanepar vs. parâmetros regulatórios

Desde 2017, ano em que foi implementada a regulação vigente, o EBITDA efetivo da Sanepar tem permanecido entre 70% e 80% do EBITDA regulatório, o que indica que a ineficiência tem sido um problema persistente para a empresa nos últimos anos.

Figura 1: EBITDA Realizado/EBITDA Regulatório da Sanepar de 2017 a 2023



Fonte: AGEPAR, DFs da companhia e Miles Capital

Atualmente, o EBITDA efetivo da Sanepar é 24% inferior ao EBITDA regulatório. Conforme destacado na Figura 2, os grandes vilões são os custos e despesas operacionais.

Observamos ainda que a empresa atualmente tem uma receita realizada 4% superior à regulatória, em função de variações de volume e *mix* tarifário. Todavia, esse efeito é capturado na próxima revisão tarifária. A partir do meio de 2025, quando não haverá mais esse efeito positivo de receita, tudo mais constante, a *underperformance* do EBITDA chegará a 33% (ou R\$838mi).

Figura 2: EBITDA regulatório vs. EBITDA realizado

Valores 1S24 anualizados	Regulatório	Realizado	Diferença	<i>Underperformance</i>
Receitas	5.565	5.802	237	4%
Opex e inadimplência	-3.051	-3.888	-838	-27%
EBITDA³	2.514	1.914	-600	-24%

Fonte: AGEPAR, DFs da companhia e Miles Capital

³ Receita e EBITDA desconsideram parcela do diferimento na tarifa, ajustando tais valores somente pela parcela do P0 tarifário, a fim de retirar distorções positivas no EBITDA causadas pela parcela diferida.

Destacamos que, em função de uma série de amarras legais, uma empresa estatal deve seguir regras mais restritas para contratação de pessoal, serviços de terceiros compras de materiais/equipamentos, o que usualmente significa custos e despesas substancialmente superiores aos de empresas privadas, além de menor velocidade na tomada de decisões. Como exemplo, conforme exibido na tabela a seguir, mostramos que o custo médio por funcionário da Sanepar chega a 2,2x a média de *peers* privados que atuam no mesmo segmento.

Figura 3: Despesa por funcionário

	Aegea	BRK	Iguá	Média	Sanepar	
Número de funcionários	13.712	5.979	2.649	7.447	6.084	
Despesa de pessoal (R\$mi)	1.642	633	307	848	1.506	
Despesa por funcionário (R\$000)	120	106	116	114	248	2,2x

Fonte: AGEPAR, DFs da companhia e Miles Capital

A manutenção de uma ineficiência dessa magnitude em um país com custo de capital estruturalmente elevado resultou, entre 2017 – ano em que a nova regulação foi implementada – e 2023, em uma destruição de valor estimada em R\$ 8,4 bilhões. Esse montante representa aproximadamente 37% da base total de ativos da Sanepar e 92% de seu valor de mercado atual. É importante destacar que essa destruição de valor continuará ocorrendo enquanto a empresa não superar suas ineficiências.

Figura 4: Comparativo do EBITDA realizado vs. regulatório ano a ano, desde 2017 (nova regulação)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA regulatório⁴	2.000	2.254	2.621	2.889	2.700	3.164	3.464
EBITDA efetivo	1.384	1.642	1.972	1.934	2.273	2.238	2.828
Ineficiência	-616	-612	-649	-955	-427	-926	-636
Ineficiência (%)	-31%	-27%	-25%	-33%	-16%	-29%	-18%
NPV Ineficiência	-8.438						

Fonte: AGEPAR, DFs da companhia e Miles Capital

⁴ Diferentemente da Figura 2, nesse exercício consideramos a parcela do diferimento no EBITDA regulatório e no EBITDA efetivo, a fim de demonstrar qual a ineficiência efetivamente performada em resultado no período em questão.

Seção 2 - Os Malefícios da Ineficiência

Seção 2.1 - Para o investidor: lógica perversa de que quanto maior o investimento, maior a destruição de valor

Dentre as diversas consequências negativas que a ineficiência traz num setor regulado, destacamos a compressão dos retornos do investidor/concessionário.

O retorno que o investidor deve ter num investimento feito para prestação de serviço de saneamento básico no Estado do Paraná é calculado pela AGEPAR. A agência basicamente calcula a base de ativos (RAB), que equivale ao total de investimentos não depreciados realizados para a adequada prestação dos serviços. Além disso, observando-se parâmetros macroeconômicos, prêmios de risco e custos de capital, é também determinada uma taxa de retorno (WACC) que deve remunerar esses investimentos.

Por fim, a AGEPAR determina custos e despesas que considera eficientes para a prestação dos serviços. Dessa forma, de maneira simplificada, o cálculo da tarifa nada mais é que uma “conta de chegada” para que a empresa gere uma receita capaz de cobrir custos e despesas considerados eficientes pelo regulador e remunerar o investimento feito.

O efeito imediato quando observamos uma empresa que apresenta custos e despesas mais ineficientes do que os determinados pelo regulador é uma compressão na taxa de retorno. Como o retorno justo é determinado pelo regulador, torna-se evidente a lógica perversa de que quanto mais a empresa investe operando nessas condições, maior a destruição de valor aos investidores.

Conceitualmente, uma empresa que performa em linha com seus parâmetros regulatórios teria como valor justo um múltiplo EV/RAB de 1,0x. Já uma empresa que consegue ser mais eficiente que seus parâmetros regulatórios de forma consistente e carrega uma parte dessa eficiência para outros ciclos tarifários deveria negociar com prêmio para sua base de ativos, uma vez que, na prática, a empresa consegue obter retornos superiores ao retorno regulatório. O inverso também é válido quando a empresa tem uma performance pior que a de seus parâmetros regulatórios.

Na tabela a seguir mostramos uma sensibilidade do múltiplo EV/RAB, variando a eficiência da empresa medida pelo EBITDA realizado como percentual do EBITDA regulatório, e o volume de investimentos realizados medido pelo Capex realizado em relação à sua depreciação regulatória (quota de reintegração regulatória – QRR).

Podemos observar que conforme caminhamos para o ângulo inferior esquerdo, em que a empresa é mais ineficiente e investe mais, a destruição de valor vai se tornando crescente. O inverso também é verdadeiro quando observamos, conforme caminhamos para o ângulo inferior direito da tabela, que conforme a empresa se torna mais eficiente, quanto maior o investimento, maior a geração de valor e por consequência o múltiplo justo de avaliação da empresa.

Figura 5: Sensibilidade do múltiplo EV/RAB à eficiência e volume de investimentos

Sensibilidade EV/RAB		EBITDA/Regulatório						
		0,70x	0,80x	0,90x	1,00x	1,10x	1,20x	1,30x
Capex/QRR até 2048	0,50x	0,73x	0,82x	0,91x	1,00x	1,09x	1,18x	1,27x
	1,00x	0,70x	0,80x	0,90x	1,00x	1,10x	1,20x	1,30x
	1,50x	0,68x	0,78x	0,89x	1,00x	1,11x	1,22x	1,32x
	2,00x	0,65x	0,76x	0,88x	1,00x	1,12x	1,24x	1,35x
	2,50x	0,62x	0,74x	0,87x	1,00x	1,13x	1,26x	1,38x
	3,00x	0,58x	0,72x	0,86x	1,00x	1,14x	1,28x	1,42x
Delta 3,0x-1,0x		-0,12x	-0,08x	-0,04x	0,00x	0,04x	0,08x	0,12x

Fonte: Miles Capital

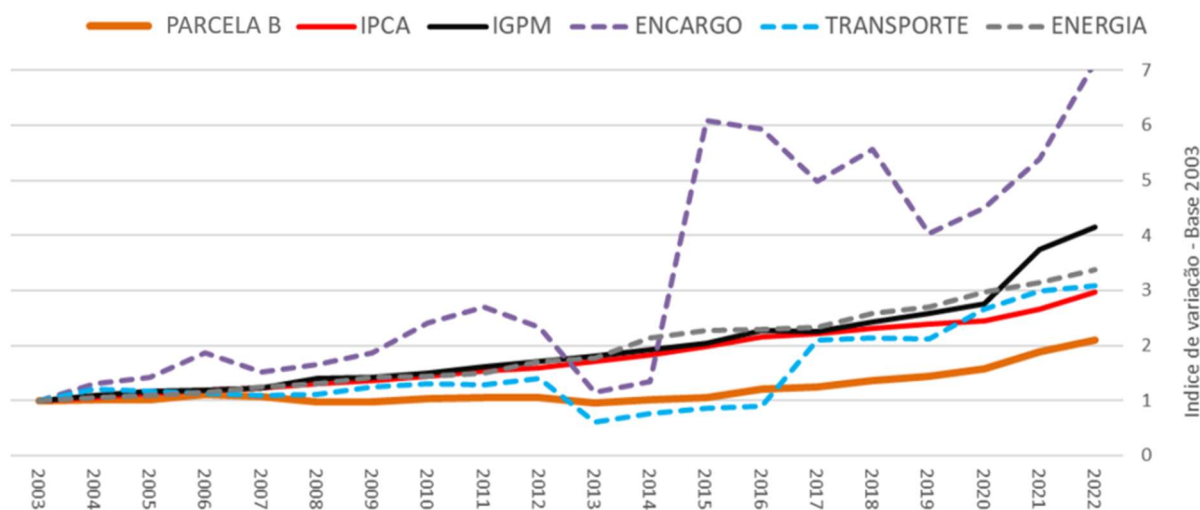
Dessa forma, o que está implícito em nossa análise é uma discordância da estratégia adotada pela Sanepar de aumentar investimentos nas condições atuais de eficiência operacional da companhia.

Seção 2.2 - Para o consumidor: tarifas maiores

Como forma de avaliar o impacto nas tarifas da implementação de eficiência operacional, utilizamos como referência o setor elétrico. Na Figura 6, mostramos a evolução histórica dos diversos componentes das tarifas de energia elétrica, bem como dos índices IPCA e IGP-M.

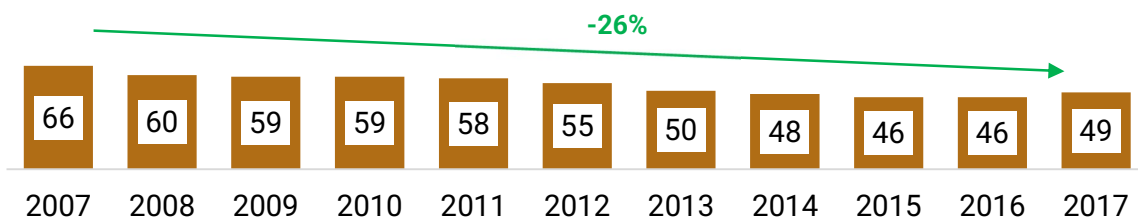
Nota-se que o crescimento da “Parcela B” (componente que remunera os investimentos e cobre os custos gerenciáveis das concessionárias) foi bastante inferior à inflação medida pelo IPCA ou pelo IGP-M no período de 2003 a 2022.

Nesse período, aconteceram diversas privatizações no setor elétrico que, associadas a um modelo regulatório de incentivo à eficiência, geraram um ciclo virtuoso de investimentos, universalização dos serviços e implementação de eficiência.

Figura 6: Variação das componentes da tarifa de energia elétrica, IPCA e IGPM (base 100)

Fonte: i4 Economic Regulation, ANEEL

Para reforçar esse ponto, fazemos referência a estudo realizado pela ANEEL em 2018 que analisou a evolução específica do peso dos custos regulatórios na tarifa. No período de 2007 a 2017, ocorreu uma redução de 26% desse componente em termos reais, mostrando como a implementação da eficiência, associada a uma regulação por incentivos, de fato gera um vetor baixista para as tarifas.

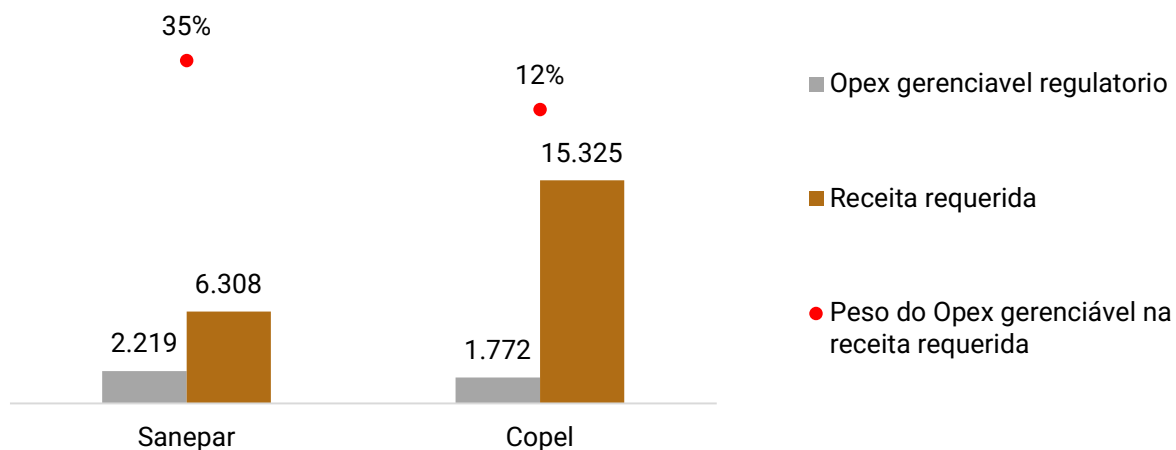
Figura 7: Evolução dos custos regulatórios na tarifa de energia elétrica de 2007 a 2017 em termos reais, em R\$/MWh

Fonte: ANEEL (Nota Técnica nº 27/SRM/SGT/SPE/SRD-2019)

Estabelecido o paralelo com o setor de distribuição de energia, é fundamental ressaltar que, no setor de saneamento, a eficiência operacional desempenha um papel ainda mais crucial na redução de tarifas. Isso se deve ao fato de que os custos operacionais das concessionárias representam uma parcela consideravelmente maior na composição tarifária em comparação ao setor de energia elétrica. Isso ocorre pois, no caso da energia elétrica, o consumidor também arca com outros componentes, como transmissão, geração e encargos setoriais, além da parcela destinada à distribuidora.

Na Figura 8, ilustramos essa diferença ao comparar a composição tarifária da Sanepar com a da Copel. Observa-se que, enquanto os custos operacionais gerenciáveis representam 35% da tarifa final da Sanepar, na Copel esse peso é significativamente menor, atingindo apenas 12%.

Figura 8: Diferença entre saneamento e distribuição de energia do peso dos custos gerenciáveis na receita requerida: exemplo Sanepar e Copel



Fonte: AGEPAR, ANEEL, DFs das companhias e Miles Capital

Conforme mostraremos com maior profundidade na Seção 5.2 dessa carta, um simples exercício de adequação das métricas operacionais da Sanepar às praticadas no setor privado teria como potencial uma redução da ordem de 15% em suas tarifas, tudo mais constante.

Seção 3 - Ineficiência levando o valuation da Sanepar a ter um grande desconto para seus pares

Como citamos anteriormente, o múltiplo EV/RAB justo de uma companhia regulada guarda relação direta com como seus parâmetros de eficiência, custo de capital e nível de investimento se comportam em comparação aos parâmetros regulatórios.

Conforme demonstrado na Figura 8, a Sanepar negocia com enorme desconto para suas empresas pares no saneamento. Para se ter dimensão do tamanho desse desconto, caso a Sanepar fosse avaliada a 1,0x EV/RAB, próxima ao múltiplo atribuído às ações da Copasa, negociaria a um valor de R\$ 66/SAPR11 (118% de prêmio para a atual cotação).

Apesar de ainda entregar um resultado de 90% do EBITDA Regulatório, entendemos que a Sabesp negocie no múltiplo atual em função da expectativa de continuidade de melhoria operacional na empresa. Acreditamos que o múltiplo justo para Sabesp seja de 1,35x RAB e que haverá uma convergência para esse *valuation* na medida que a melhoria operacional e execução do plano de investimentos sejam entregues.

No caso da Copasa, apesar da empresa já ter apresentado melhorias operacionais relevantes, evidenciadas por um EBITDA realizado superior ao regulatório, seu múltiplo EV/RAB permanece ligeiramente abaixo de 1,0x. Esse cenário reflete a percepção dos investidores de maior risco em relação aos resultados futuros em empresas estatais, uma vez que seu controlador pode mudar a cada 4 anos. Com o andamento e confirmação do processo de privatização, estimamos que seu múltiplo possa atingir patamar similar ao que vemos como *target* para a Sabesp (1,35x EV/RAB), a depender do modelo regulatório final.

Já na Sanepar, o múltiplo de 0,57x ou 0,65x EV/RAB (nos cenários de recebimento de 50% ou zero do precatório) deixa implícito que o investidor acredita que a companhia seguirá destruindo valor. Um múltiplo nessa magnitude indica que, na avaliação dos investidores, cerca de 40% do que a empresa investe será a fundo perdido. Destacamos que se trata do menor *valuation* de toda a nossa cobertura de *utilities*.

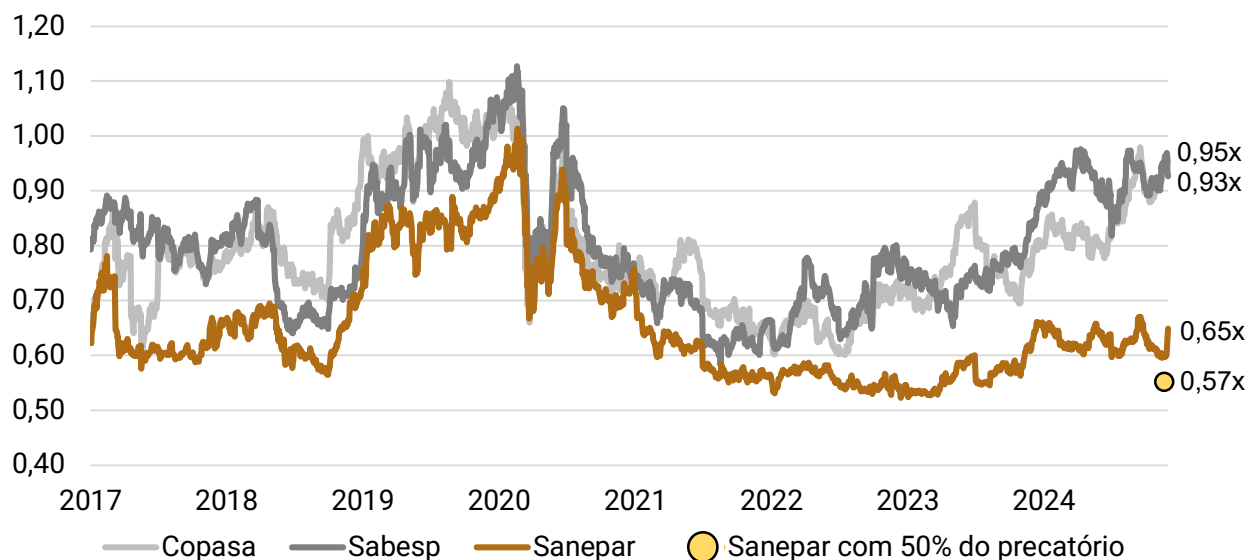
Figura 8: Correlação entre performance (ou expectativa futura de performance) do EBITDA em relação ao Regulatório e múltiplos EV/RAB

Outperformance vs EV/RAB 2025e	Sabesp	Copasa	Sanepar
EBITDA Regulatório	13.404	2.747	3.742
EBITDA Realizado	11.098	2.958	2.859
EBITDA/Regulatório	83%	108%	76%
EV/RAB 2025e	0,93	0,95	0,57

Fonte: AGEPAR, ARSESP, ARSAE-MG, DFs das companhias e Miles Capital

Conforme podemos observar na Figura 9, a ação da Sanepar se encontra próxima ao piso de seu *valuation* histórico e com o maior desconto para seus pares desde 2017, mesmo sem considerar o recebimento do precatório. Assumindo o recebimento de 50% desse valor, a Sanepar estaria consideravelmente ainda mais descontada.

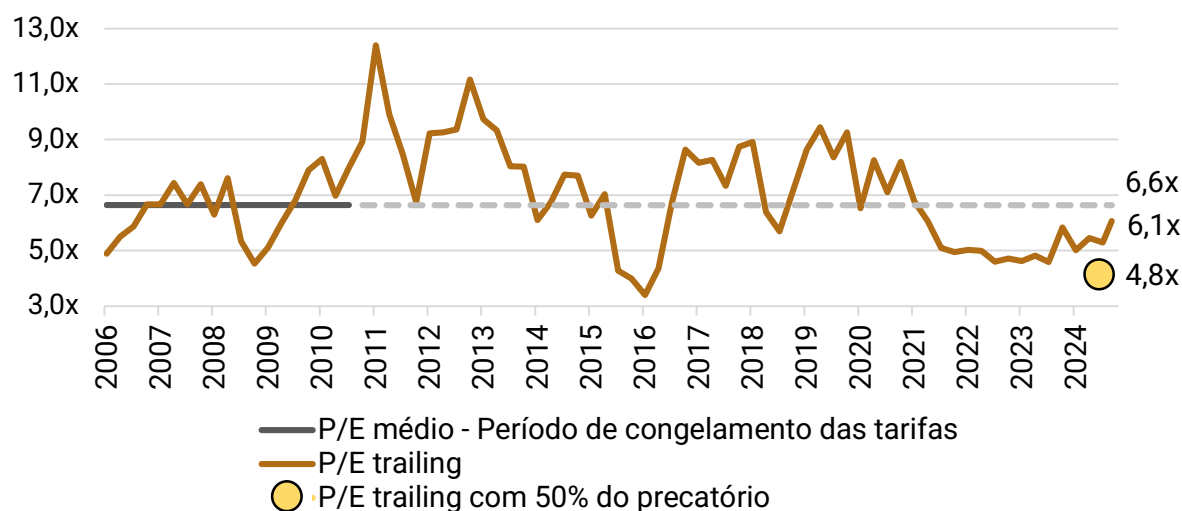
Figura 9: EV/RAB histórico de Copasa, Sabesp e Sanepar



Fonte: ARSESP, AGEPAR, ARSAE-MG, DFs das companhias e Miles Capital

Concluindo essa seção sobre *valuation*, destacamos na figura 10 que atualmente a Sanepar negocia a um P/E 30% mais baixo do que o múltiplo do período que julgamos ter sido o pior em termos de governança da empresa - os anos de 2006 a 2010, onde as tarifas da companhia foram congeladas. Na Seção 7 dessa carta trazemos uma análise mais detalhada sobre esse período.

Figura 10: P/E atual vs. período de 2006 a 2009



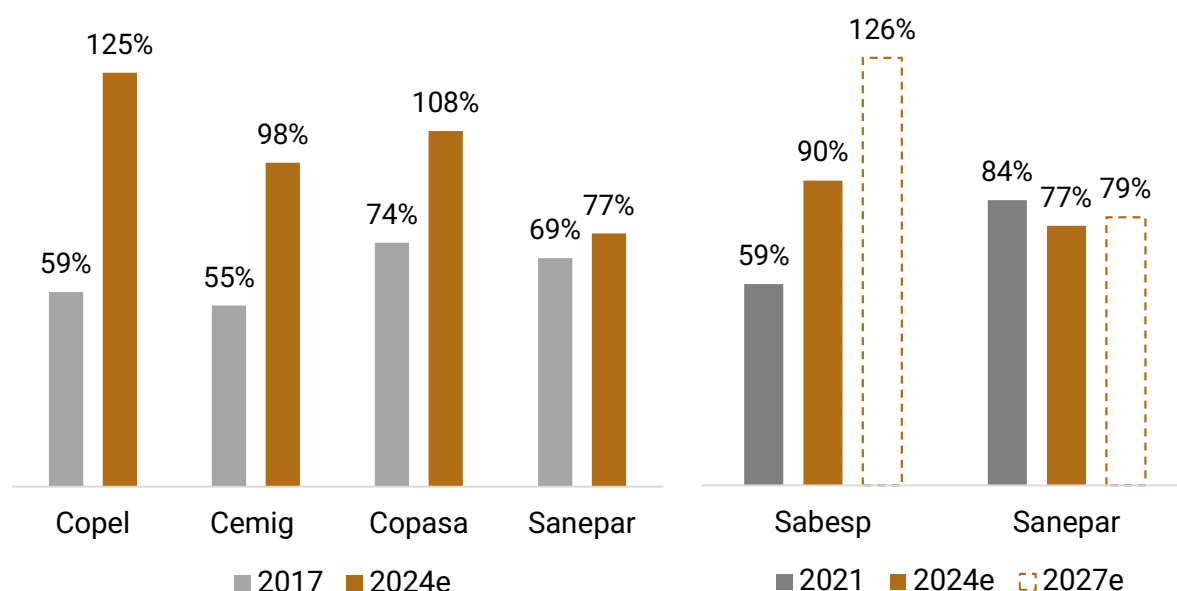
Fonte: AGEPAR, DFs Sanepar e Miles Capital

Seção 4 - Exceção à regra: *turnaround* nas estatais vs. Sanepar

Ao longo dos quase 6 anos de mandato dos governadores de Minas Gerais e do Paraná, pudemos observar de forma geral uma clara tendência de melhoria operacional e ganho de eficiência em suas empresas estatais. Em São Paulo, mesmo com apenas pouco menos de dois anos de mandato do atual governo, observamos tendência semelhante na Sabesp.

A Figura 11 apresenta uma análise da eficiência de todas as estatais (ou ex-estatais, no caso da Copel) dos estados de Minas Gerais, Paraná e São Paulo, comparando o desempenho do ano anterior à posse dos atuais governos com a eficiência atual. Nota-se um significativo *turnaround* operacional em todas as empresas, exceto na Sanepar.

Figura 11: EBITDA realizado / EBITDA regulatório



Fonte: ARSESP, AGEPAR, ARSAE-MG, ANEEL, DFs das companhias e Miles Capital

Seção 5 - O tamanho da assimetria

Negociando no piso de seu múltiplo histórico e no teto de desconto para seus pares, entendemos que as ações da Sanepar oferecem uma assimetria bastante positiva.

Nossa opinião é que o valuation atual de 0,57x – 0,65x EV/RAB (com 50% ou zero de recebimento do precatório) já penaliza excessivamente uma empresa que nos últimos 8 anos entregou, em média, 75% de seu EBITDA regulatório. Acreditamos que uma empresa com esse histórico de performance operacional deveria negociar mais próxima a 0,70x EV/RAB, o que implicaria um upside de 35% (ou 16% no cenário sem o precatório), no caso de a empresa seguir como está, sem melhoria operacional e/ou privatização.

No caso de uma melhoria operacional que leve o EBITDA da empresa para o patamar regulatório, movimento que observamos nas demais estatais listadas em bolsa, o *valuation* da Sanepar deveria ter um *re-rate* para 0,9x-1,0x RAB (similar ao caso da Copasa), um upside de ~105% no ponto médio desse range em relação ao preço atual.

Já no cenário de privatização, sem evolução alguma da atual regulação, consideramos que o *valuation* justo seria perto de 1,1x RAB (*upside* de 145%); num cenário de evolução da regulação na direção de estimular mais fortemente os ganhos de eficiência, num modelo mais semelhante ao praticado em São Paulo na Sabesp pela ARSESP ou a nível nacional pela ANEEL no setor de distribuição de energia elétrica, o *valuation* poderia chegar a 1,2-1,35x RAB (*upside* de 194% no ponto médio).

Mostramos o “passo a passo” do valuation partindo do pior para o melhor cenário da Seção 5.3.

Seção 5.1 - Precatório que pode chegar a 44% do *market cap* atual da Sanepar

Na data de 17 de maio de 2024, a Sanepar divulgou um fato relevante ao mercado, informando que o Tribunal Regional Federal da 1ª Região (TRF1) enviou ao Conselho de Justiça Federal (CJF), a relação de precatórios para a inclusão no Orçamento Geral da União do exercício de 2025. O valor informado foi de R\$3,9bi (R\$4,2bi a valores de hoje). Destacamos que, por se tratar de um precatório, trata-se de um direito incontroverso.

Além disso, de acordo com consulta feita via Lei de Acesso à Informação, entendemos que o precatório foi incluído no projeto de lei orçamentário anual (PLOA 2025), entregue pelo poder executivo ao Congresso Nacional em agosto de 2024, e que deve ser votado até o fim da sessão legislativa do ano corrente.

Após a sanção do projeto em lei, caberá a AGEPAR uma definição dos percentuais desse precatório que pertencerão à empresa e o que deverá ser repassado ao consumidor.

Preferimos, no estágio atual, não nos aprofundarmos na análise desse tema, porém o vemos como um provável *upside risk* bastante expressivo. Conforme mostramos na Figura 12, o precatório pode representar até 43% do market cap atual.

Nosso entendimento é que 100% dos analistas de *sell side* que possuem cobertura da companhia desconsideram integralmente esse precatório em seus modelos.

Figura 12: Valuation SAPR11 em diferentes cenários de precatório

Valuation	2025e			Precatório como % do market cap
	P/E	EV/RAB	TIR	
Cenário 1 - sem precatório	6,9	0,65	13,3%	0,0%
Cenário 2 - com 50% do precatório	5,4	0,57	14,8%	21,8%
Cenário 3 - com 100% do precatório	3,9	0,49	16,3%	43,5%

Fonte: DFs Sanepar, Lei de Acesso à Informação e Miles Capital

Seção 5.2 - Adequação a métricas do setor privado maximizando valor para investidores e consumidores

A seguir, buscamos entender o potencial efeito positivo que a implementação de eficiência teria tanto aos investidores da empresa quanto aos consumidores por ela atendidos.

Na Figura 13, fazemos um exercício que busca adequar a estrutura de custos e despesas da Sanepar à do setor privado. Para isso consideramos os custos por economia (unidade consumidora) de uma amostra das maiores concessões maduras de empresas privados. Além disso, ajustamos nossos cálculos para refletir ganhos de escala pelo fato de a Sanepar atender um número de economias de quase 14 vezes o da média das concessões analisadas.

Como resultado, visualizamos uma redução potencial de ~42% dos custos e despesas gerenciáveis da Sanepar. Considerando o compartilhamento destes ganhos de eficiência com os usuários ao longo do tempo, a redução de tarifa poderia chegar a cerca de 15%.

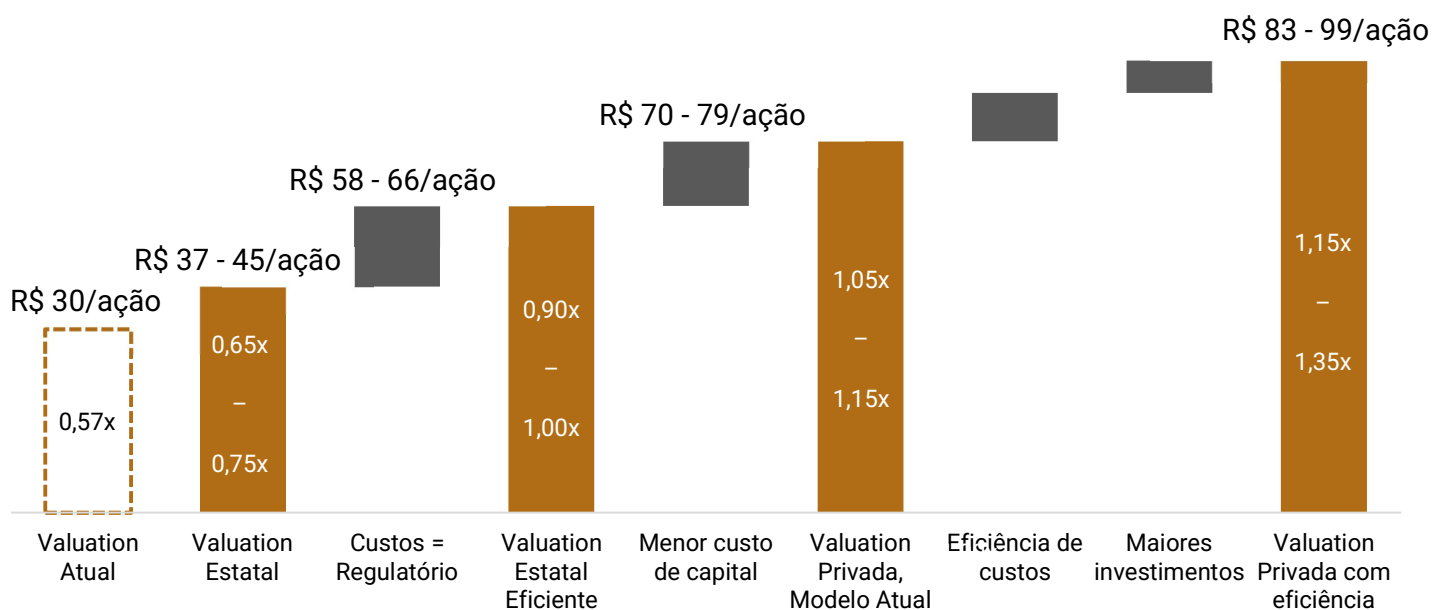
Figura 13: Potencial de redução de custos gerenciáveis da Sanepar em relação a concessões privadas maduras

	Aegea				Igua	BRK	Média	Sanepar	%
	Guariroba	Prolagos	Teresina	Manaus	Cuiabá*	Saneatins			
Número de economias	669	480	463	631	446	663	559	7.729	
Custo por funcionário	44	74	34	39	100	105	66	274	-76%
Funcionários/economias	1,3	0,8	2,3	2,2	1,2	1,5	1,6	0,8	97%
Custo de pessoal/economia	59	57	80	85	118	160	102	215	-52%
PMSO/economia	224	214	240	382	276	407	290	412	-30%
PMSO/economia com escala	200	215	188	328	236	329	240	412	-42%

Fonte: DFs das companhias, SNIS e Miles Capital

Seção 5.3 - Build up de valuation da Sanepar

Figura 14: Build-up de valuation da Sanepar em diferentes cenários



Fonte: Miles Capital

Seção 6 - Revisão tarifária de 2025 e a redução da percepção de risco

Diferentemente da traumática revisão tarifária de 2017 (ver Figura 18 da Seção 7) em que o reajuste calculado à época, de 25,63%, foi diferido em 8 anos e levou a uma forte desconfiança do investidor e consequente forte queda das ações da Sanepar, estimamos que a revisão de 2025 deva levar a uma pequena redução tarifária.

Isto se deve, principalmente, ao fato de que atualmente há um componente financeiro que representa ~11% da tarifa e acaba no ciclo tarifário de 2024. Trata-se justamente do componente financeiro que compensa a companhia pelo diferimento que aconteceu em 2017.

Considerando que (1) já existe um vetor baixista de tarifas pela saída do componente financeiro e (2) o governo do estado e a agência reguladora tem buscado tornar o ambiente regulatório mais robusto e previsível, vemos como bastante provável que o processo tarifário de 2025 ocorra de maneira totalmente técnica e seja visto pelo mercado como um redutor da percepção de risco do case da Sanepar - ainda muito afetado pelo histórico conturbado das revisões passadas, como já citamos.

Figura 15: Tabela com cálculo do reajuste na revisão tarifária de 2025

Componentes tarifários	Tarifa atual
P0 econômico com Fator-X	6,11
Componente financeiro (diferimento)	0,74
Ajuste compensatório	-0,23
<hr/>	
Tarifa total (R\$/m³)	6,63
% de redução com fim do diferimento	-11,2%

Fonte: AGEPAR e Miles Capital

Seção 7 - A necessária blindagem do risco político / regulatório: o período de congelamento das tarifas e a revisão tarifária de 2017

Entre 2003 e 2009, a Sanepar enfrentou uma significativa destruição de valor para seus *stakeholders*. Como ilustrado na Figura 16, o EBITDA e o lucro líquido da empresa, corrigidos por IPCA e volume faturado – considerados as melhores *proxies* para o crescimento dessas métricas, mantendo constante o nível de eficiência – apresentaram quedas de 35% e 51%, respectivamente, entre 2002, ano imediatamente anterior ao período analisado, e 2009 (último ano de governo do governador Roberto Requião).

Um dos principais fatores que contribuíram para esse resultado foi o aumento desproporcional das linhas de custos e despesas ao longo do período. Como consequência, os investimentos da companhia caíram, registrando uma redução de 37% quando ajustados pela mesma métrica.

Figura 16: Deterioração econômico-financeira da Sanepar entre 2003 e 2009 devido à interferência política

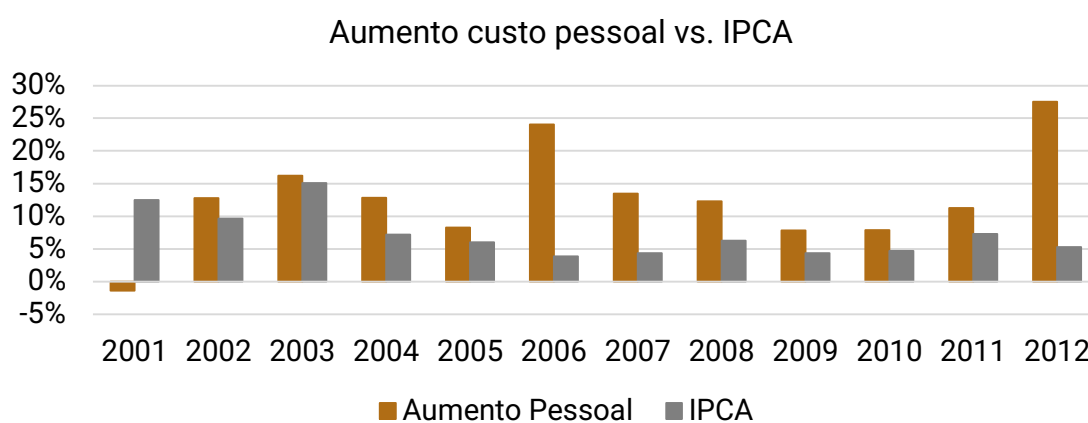
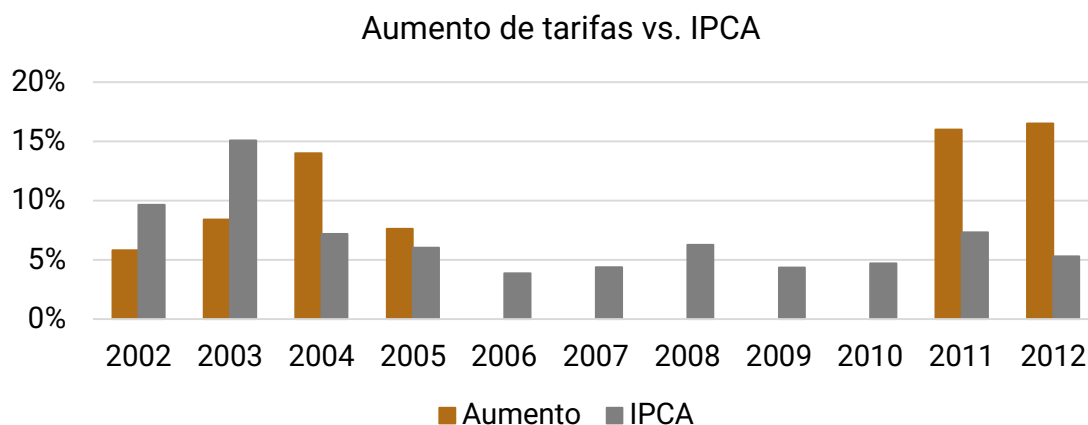
	2002 (Pré-Requião)	2002 ajustado por IPCA + volume	2009 (Último ano Requião)	2009 vs. 2002 com IPCA + volume
Custos e despesas caixa	434	838	931	11,1%
EBITDA	470	907	593	-34,7%
Lucro Líquido	145	280	138	-50,7%
Investimentos	258	498	313	-37,2%

Fonte: DFs Sanepar, IBGE e Miles Capital

De acordo com o que podemos observar nas Figuras 17 e 18, essa destruição de valor se originou numa política de proibir a Sanepar de repassar os reajustes concedidos pelo regulador, ao mesmo tempo em que as despesas da companhia subiam expressivamente acima da inflação do período.

A nosso ver, dada a forte orientação pró-investimento/eficiência, associada a um amplo apoio político do atual governo, tem-se uma oportunidade valiosa de blindar a companhia no futuro de riscos como os que se materializaram nesses anos.

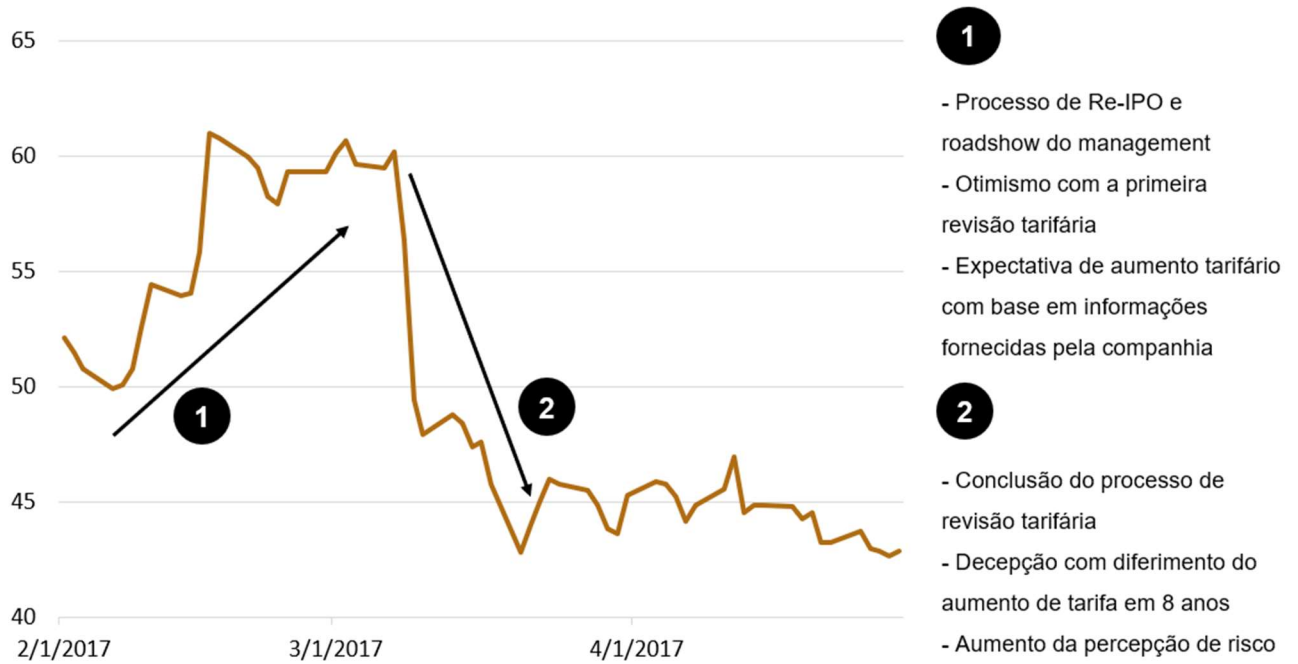
Figura 17 e 18: Tarifas congeladas durante o período de 2006-2010 com custo de pessoal subindo consideravelmente mais do que o IPCA



Fonte: DFs Sanepar, AGEPAR, IBGE e Miles Capital

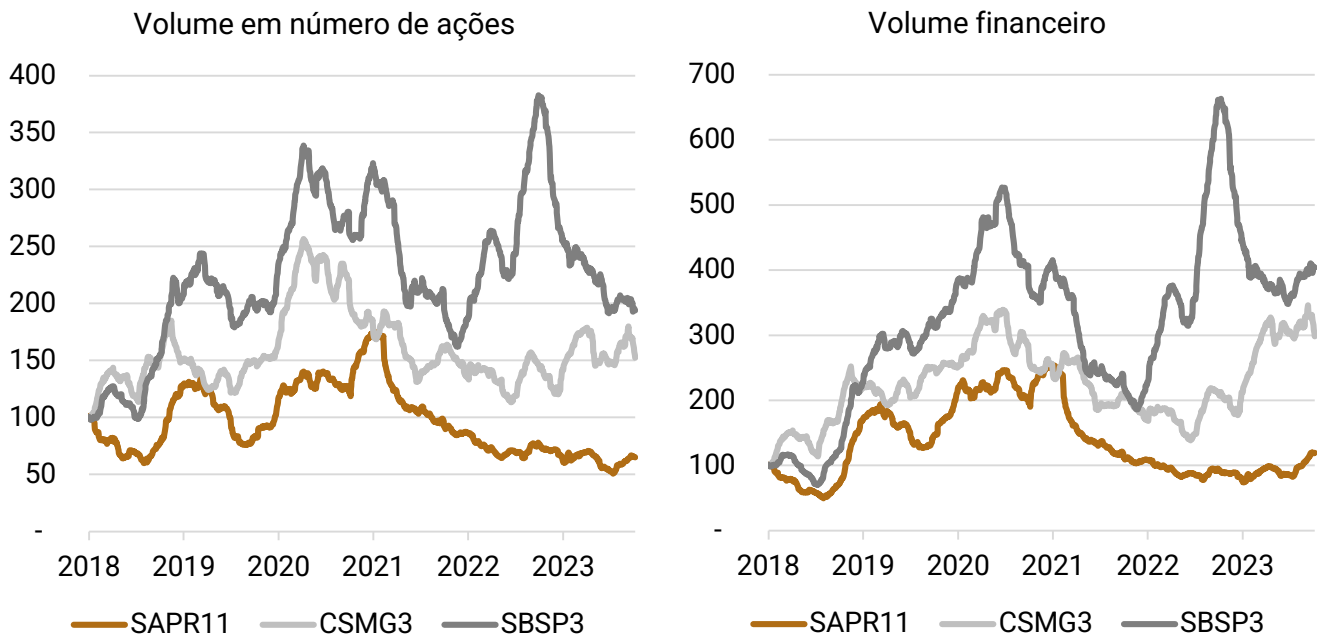
Além disso, como citamos anteriormente, o processo de revisão tarifária de 2017 foi visto como um episódio de má governança e eliminou de forma quase que permanente o interesse de grande parte dos investidores pela companhia. Isso pode ser evidenciado (1) pela redução do número de ações negociadas desde 2017, contrastando com o aumento nas ações dos *peers*; e (2) pela performance das ações, com larga margem a pior entre as empresas do setor.

Figura 19: Performance das ações da Sanepar ao longo da revisão tarifária de 2017 (diferimento do reajuste em 8 anos)



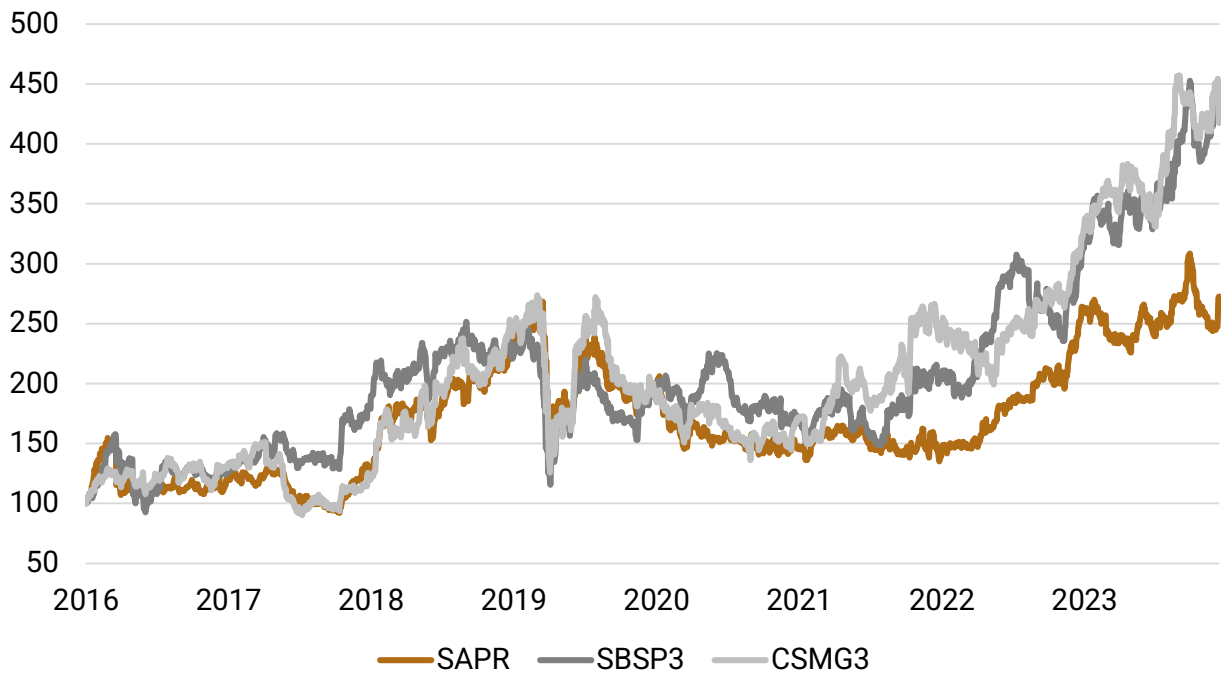
Fonte: Bloomberg, Miles Capital

Figura 20: Evolução da liquidez das ações do setor de saneamento em número de ações e volume financeiro em base 100



Fonte: Bloomberg

Figura 21: Performance das estatais de saneamento listadas desde o re-IPO da Sanepar em base 100



Fonte: Bloomberg, Miles Capital

Seção 8 - As oportunidades no setor de saneamento básico no Brasil

Uma vez que a Sanepar tenha implementado um maior nível de eficiência operacional e já tenha endereçado parte significativa da sua missão de universalização dos serviços no Paraná, vemos a companhia com um enorme potencial de se tornar um dos atores mais relevantes nacionalmente.

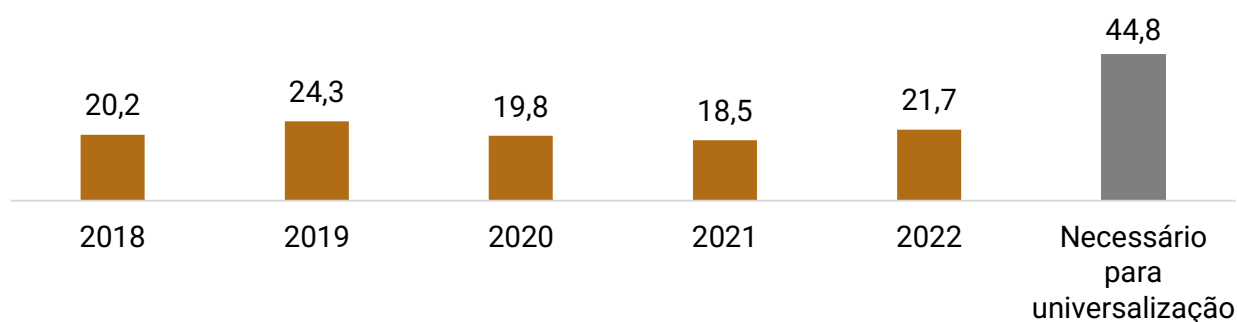
Para o cumprimento das metas de atendimento estabelecidas no Novo Marco do Saneamento, são necessários investimentos extremamente vultuosos. As estimativas mais recentes, com base tanto em dados do PLANSAB quanto em estudos de consultorias renomadas, apontam uma necessidade de investimentos entre R\$ 500 bi e R\$ 900 bi – ou seja, um nível anual entre R\$ 55 bi e R\$ 100 bi para que as metas sejam atingidas em 2033, salto enorme em relação aos R\$ 22 bi investidos em 2022.

Figura 22: Abundantes oportunidades de alocação de capital em saneamento nos próximos anos

Local	Projeto	População (mi)	Capex (R\$bi)	Data esperada do leilão
PA	Concessão ou PPP	4,2	18,5	1T25
GO	PPP	1,5	6,6	2T26
MA	Concessão ou PPP	4,9	18,7	4T26
PB	PPP	2,3	5,8	4T25
PE	Concessão ou PPP	9,2	24,8	3T25
RO	Concessão ou PPP	1,3	5,8	2T26
RN	PPP	1,6	3,2	1T26
Universaliza SP	Concessão	-	26,0	-
Total			109,4	

Fonte: BNDES, RI Equatorial e Governo de São Paulo

Figura 23: Evolução dos investimentos em saneamento básico no Brasil, em bilhões de reais



Fonte: SNIS, Instituto Trata Brasil