



Sabesp (SBSP3) | Finalmente, a atualização de Estimativas Pós-Privatização! – Novo Preço-Alvo!

Conclusão

Estamos com recomendação de COMPRAR para SBSP3. Estamos introduzindo um preço-alvo de R\$ 120/ação, representando um retorno potencial de 39% (37% de potencial de valorização + 2,2% de rendimento de dividendo esperado para 2025E). Aos níveis atuais de preço, vemos a empresa negociando com uma taxa interna de retorno real de 12,6% – um prêmio moderado em relação ao rendimento implícito das notas do Tesouro com prazo similar ao da concessão da própria Sabesp (Tesouro 2060: +7,18%) e ao nosso Ke real de 9,9%.

Nossas novas estimativas consideram: I) extensão das concessões da empresa até 2060; II) expansão da base de investimentos em aproximadamente R\$ 70 bilhões até 2030; III) menor taxa de desconto; IV) moderada redução de custos/provisões e fim de políticas desajustadas à realidade de uma empresa privada (como o desconto para grandes consumidores); V) distribuição de dividendos em linha com a política estabelecida em termos de pay-outs: 25% em 2024-2025, até 50% entre 2026-2027, até 75% entre 2028-2029 e até 100% a partir de 2030.

SBSP3 | Preço - Alvo: R\$120/ação | Ke: 9,9% real | Recomendação: Comprar | TIR Implícita: 12,6%
Real

DRE (R\$bi)	2025E	2026E	2027E	2028E
Receita Líquida (+)	25.157	29.376	31.847	33.917
Custos Op. (-)	12.509	13.514	14.656	15.588
EBITDA (=)	12.677	15.897	17.229	18.368
D&A (-)	3.599	4.251	4.829	5.314
Lucro Operacional (=)	9.393	11.921	12.633	13.230
Resultado Financeiro (+/-)	-2.067	-2.410	-2.959	-2.918
Lucro antes do IR (=)	7.326	9.511	9.675	10.313
Imposto de Renda (-)	-2.045	-2.375	-2.324	-2.462
Lucro Líquido (=)	5.280	7.136	7.351	7.851
LPA	7,7	10,4	10,8	11,5

Fonte: Genial Análisa

genial análisa

Real				
Balço (R\$mn)	2025E	2026E	2028E	2029E
Caixa	4.811	4.973	4.154	4.236
Recebíveis	4.512	5.268	5.711	6.082
Outros Ativos Circ.	934	934	934	934
Ativos Circulantes	10.256	11.175	10.800	11.253
Intangível	58.834	68.171	75.248	79.415
Imobilizado	475	475	475	475
Investimentos	162	162	162	162
Outros Ativos LP	9.117	9.117	9.117	9.117
Ativos	78.843	89.099	95.801	100.421

Fonte: Genial Analisa genial analisa

Passivos	25E	26E	27E	28E
Dívidas	29.445	35.941	38.659	40.964
Fornecedores	566	614	662	710
Outros Ativos Circulantes	5.259	5.259	5.259	5.259
Outros Ativos Não Circ.	7.467	7.612	7.872	8.177
Pat. Líquido	36.106	39.674	43.349	45.312
Passivo + Pat. Líq.	78.843	89.099	95.801	100.421

Fonte: Genial Analisa genial analisa

Valuation	25E	26E	27E	28E
P/L	11,4x	8,4x	8,2x	7,7x
VF/EBITDA	6,7x	5,7x	5,5x	5,3x
P/VPA	1,7x	1,5x	1,4x	1,3x
Rend. Div. (%)	2,2%	5,9%	6,1%	9,8%
Retorno sob Pat.	14,6%	18,0%	17,0%	17,3%
Ret. Sob Ativos	6,7%	8,0%	7,7%	7,8%
ROIC	11,1%	12,7%	12,3%	12,3%
VF/BRR	1,00x	0,95x	0,90x	0,87x

Fonte: Genial Analisa genial analisa

Os Fatos

A tese da empresa é pautada na execução do processo de aceleração e universalização dos serviços de água e esgoto na cidade de São Paulo, além de todos os desafios relacionados à aplicação de aproximadamente R\$ 70 bilhões em investimentos até

2030 e ao aumento dos pontos de eficiência desejáveis para uma empresa que acabou de ser privatizada. Entretanto, vamos elencar aqui o que julgamos como os principais riscos ao case.

Riscos

Em nossa leitura, os principais riscos a serem acompanhados daqui por diante são:

I) **Plano de Investimentos & Revisões Tarifárias** | De acordo com os termos da privatização, a empresa passará por processos de revisão tarifária anualmente até 2030, quando a universalização dos serviços de água e esgoto deve ser alcançada. Dito isso, é importante entender que existe uma penalidade tarifária a ser aplicada nas revisões caso a empresa não alcance a sua meta de universalização (Fator U).

5.2.1. O Índice de Reajuste Tarifário (IRT) será calculado de acordo com a fórmula abaixo:

$$IRT = \frac{RT_1}{RT_0} + (\text{inflação} - \text{Fator X} \pm \text{Fator Q} - \text{Fator U})$$

Em que:

RT_1 é a Receita Tarifária base de equilíbrio no PERÍODO DE REFERÊNCIA a ser reajustada, sendo definida conforme critérios especificados abaixo;

RT_0 é a Receita Tarifária base observada no PERÍODO DE REFERÊNCIA a ser reajustada, que corresponde ao produto entre MR e Tarifas Vigentes;

Fator X é o fator de compartilhamento dos ganhos de eficiência tecnológica nos custos operacionais;

Fator Q é o Fator de Incentivo à Qualidade dos serviços;

Fator U é o Fator de Universalização;

O **Fator U** é o índice aplicado anualmente nos processos de reajuste que pode reduzir o Índice de Reajuste Tarifário (IRT) previsto no Anexo V – Modelo Regulatório em caso de descumprimento de alguma das metas de cobertura para um município, agrupamento de municípios ou a URAE-1.

Tal indicador terá o seguinte impacto na distribuição de dividendos: **▪ Fator U igual a 0%:** Sem consequências. **▪ Fator U entre 0% e 1%:** 80% do pagamento permitido para o ano. **▪ Fator U entre 1% e 2%:** 60% do pagamento permitido para o ano. **▪ Fator U acima de 2%:** Pagamento limitado ao dividendo mínimo obrigatório.

II) **Nova Governança** | O Conselho de Administração terá três membros indicados pelo Estado de São Paulo, três membros independentes e outros três membros indicados pelo investidor de referência. Esse arranjo não é necessariamente novo no mercado brasileiro, mas é novo para a Sabesp. Resta acompanhar se esse formato gerará bons frutos.

III) **Risco Político** | Apesar de se tratar de uma empresa privatizada, é importante entender que a Sabesp atende milhões de pessoas com serviços essenciais de água e esgoto. Por motivos diversos, os serviços podem ser interrompidos, trazendo descontentamento da população com o serviço prestado. Citamos como exemplo a seca nos reservatórios de 2015/2016, cenário em que a culpa por algo que não necessariamente é responsabilidade da empresa pode trazer pressão política por parte do corpo político.

Uma outra maneira de avaliar a empresa (e vocês já sabem como é...)

Apesar de todo o trabalho em construir um modelo econômico-financeiro razoável e com suas inúmeras premissas, acreditamos que a nossa famosa avaliação de múltiplo VF/BRR versus Evolução da Base de Remuneração Regulatória reflete melhor o nosso sentimento em relação ao case, por se tratar da evolução de “um filme” e não necessariamente de uma “fotografia”, como os modelos tendem a ser, baseando-se nas premissas que conseguimos enxergar hoje.

A tabela abaixo tem três premissas básicas: I) Evolução da Base de Remuneração Regulatória considerando os investimentos planejados até 2030 (c. R\$ 70 bilhões); II) Reprecificação do múltiplo que a empresa negocia, baseada nas evoluções de governança, execução e ganhos de eficiência; III) Endividamento da empresa.

Vale lembrar que a expressiva multiplicação no valor do acionista de referência da Sabesp (Equatorial, EQTL3) se baseou grandemente nesse racional: via aquisição de distribuidoras de energia elétrica quebradas por valores irrisórios, seguido por investimentos e foco no turnaround operacional desses ativos. A consequência natural desse processo foi a reprecificação do múltiplo em que a empresa originalmente negociava no momento de sua aquisição.

Em relação à reprecificação do múltiplo da Sabesp, é importante mencionar que estamos falando de uma empresa de serviço público no estado de São Paulo, com cobertura dos serviços prestados inclusive na capital. O estado de São Paulo possui não apenas 22% de toda a população brasileira, mas também representa 31% de toda a riqueza/PIB do Brasil. Sendo assim, estamos falando de uma alta densidade populacional e uma massa salarial acima da média das demais regiões do país, que invariavelmente se convertem em uma maior propensão ao consumo, menores perdas, menor inadimplência e ganho de escala nas operações.

Portanto, acreditamos que a atual operadora terá um grande espaço para entregar ganhos operacionais muito acima do que aqueles considerados em nossas estimativas atuais, que contêm um grande grau de conservadorismo.

Como podemos perceber, SBSP3 negocia próxima a 1x Valor da Firma/Base de Remuneração 25E. Ou seja, em nossa leitura, os atuais preços de mercado não precificam a evolução da base de investimentos para além de 2025 (sem considerar a possível aquisição de novas concessões ao longo do tempo) e não consideram a empresa negociando com qualquer prêmio em termos de execução — o que consideramos um grande exagero, tendo em vista o longo histórico da empresa em termos de execução nesse tipo de negócio e as características únicas da área de concessão onde a Sabesp atua.

[Acesse o disclaimer.](#)

Vitor Sousa
Analista - Setor Elétrico e Saneamento
Genial Investimentos