

Caio Farme – CNPI 1668

Código: CSMG3

## COPASA (CSMG3)

### PERSPECTIVA: POSITIVA

Preço: R\$ 25,84

Data: 13/04/2021

### DADOS DE MERCADO / VALUATION

Valor de Mercado: R\$ 5,9 bilhões

Número de Ações: 380,25 milhões

Mín-Máx (1 Ano): R\$ 12,23 – R\$ 17,60

Valor Justo Estimado: R\$ 9,82 bi

Valor Justo / ação: R\$ 25,84

Potencial de Valorização: 66,60%

Potencial de Dividendos: 7,73%

Índice P/L (2021E): 6,47

Índice P/ Valor Patrimonial: 0,85 x

Dívida Líquida/ EBITDA: 1,60x.

ROE: 12,65%

A Copasa (Companhia de Saneamento de Minas Gerais) é uma sociedade de economia mista, na qual é controlada pelo Estado de Minas Gerais. A empresa possui como atividades, o planejamento, a execução, a ampliação, a remodelação e a exploração dos serviços públicos de saneamento básico, envolvendo abastecimento de água, esgotamento sanitário e resíduos sólidos. Em 2020, a companhia possuía a concessão para a prestação dos serviços de abastecimento de água em 640 municípios e para a prestação de serviços de esgotamento sanitário em 310 municípios.

## TESE DE INVESTIMENTO:

Desde o início do mandato, o atual governo de Minas Gerais colocou se favorável a privatização de empresas estatais.

Diante disso, empresas estatais como a Cemig e a Copasa foram incluídas no programa de desestatização do governo estadual.

Nesse sentido, no último dia 09/09 a Copasa comunicou por meio de fato relevante a assinatura de um contrato com o BNDES para a realização de serviços técnicos de avaliação sobre a privatização da companhia.

Entretanto, a execução de privatizações no estado de Minas Gerais é um processo complexo, pois segundo a sua constituição tal processo precisa da aprovação via plebiscito.

Como forma de facilitar o processo, o governo mineiro espera um entendimento na Assembléia Legislativa de Minas Gerais para derrubar a necessidade do referendo.

Contudo, acreditamos que o caminho é desafiador até a aprovação de um projeto de lei que permita privatizações no estado, pois o partido do atual governo elegeu apenas 3 dos 77 deputados na última eleição, com a Assembléia Legislativa de Minas sendo composta principalmente por partidos tradicionais como o PT, PSDB e MDB.

Logo, o grande catalisador das ações da Copasa no curto prazo é a 2ª Revisão tarifária da companhia com vigência a partir de 01.08.2021.

A revisão tarifária que ocorre a cada quatro a cinco anos tem por característica manter o equilíbrio-financeiro da companhia, na qual é feita uma revisão do nível de eficiência de custos operacionais e remuneração dos investimentos.

Logo, todo processo de revisão tarifária busca remunerar o concessionário pelos custos e despesas incorridos e investimentos realizados.

A atual revisão tarifária da Copasa está ocorrendo em três fases, sendo que a 2ª fase começou no dia 26.10.2020 e foram discutidas as metodologias para a reconstrução das tarifas e debatidos os programas especiais, os incentivos tarifários e as alterações sobre a estrutura tarifária que irão vigorar no próximo ciclo na qual a referida fase foi concluída no último dia 31 de março.

Agora falta a 3ª fase (última) que iniciou no último dia 01 de abril com previsão para ser concluída em 30.06.2021 e será a aplicação das metodologias, bem como a definição da metodologia para os reajustes tarifários anuais.

A companhia se diz confiante e acredita que será atendida nas questões relevantes como metodologia, base regulatória, estrutura tarifária, custos de capital e operacionais e incentivos tarifários.

Desde a posse do governo Zema em Minas Gerais, a Copasa teve melhora considerável nos seus dados de lucratividade conforme podemos visualizar abaixo:

<b>Dados Rentabilidade (R\$ mil)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Lucro Líquido</b>	<b>578.701</b>	<b>754.374</b>	<b>816.477</b>
<b>Margem Líquida (%)</b>	<b>12,21</b>	<b>14,63</b>	<b>15,28</b>

Fonte: <http://bluechipinvest.com.br/detalhes/csmg3>

O principal motivo para a melhora nos indicadores de rentabilidade da Copasa se deve as novas medidas implantadas pelo governo mineiro diante da

expectativa de venda da companhia conforme já dito, pois uma vez apresentando números melhores a empresa tende a ser melhor avaliada para a privatização.

Vale ainda citar o novo marco regulatório para o setor de saneamento aprovado pelo governo federal no último dia 15 de julho que prevê principalmente: (i) melhora do ambiente regulatório com a ANA tendo a função de criar novas normas regulatórias para o setor ; (ii) atualização dos contratos para alcançar metas de universalização até 2033 ; (iii) permissão de privatização de empresas estatais.

Temos uma visão positiva para as ações da Copasa, apesar de acreditarmos que a privatização não sairá no atual mandato do governo mineiro, pois a empresa apresenta bons fundamentos como situação financeira confortável, resultados sólidos nos últimos anos e pertencente a um setor resiliente a crises econômicas como a atual da pandemia da COVID – 19.

## Preço Justo

Para calcular o preço justo das ações da companhia optamos pelo modelo de fluxo de caixa descontado na qual teve como base a projeção de resultados da companhia até o ano de 2026.

Com base nesse método obtivemos um valor justo para a companhia de R\$ 9,82 bilhões, o que representa um preço-justo de R\$ 25,84 por ação, implicando em um potencial de valorização de 66,60% considerando o preço de fechamento das ações da companhia de R\$ 15,51.

Segue abaixo uma tabela com as principais premissas consideradas e o cálculo do valor presente dos fluxos de caixa.

Ke	10,12%
RF	1,37%
(RM-RF)	5,00
Beta	0,79
Risco-Brasil	2,87%
Kd	6,49%

Ano	2021'	2022'	2023'	2024'	2025'	2026'
Inflação EUA	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%
Inflação BR	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%

Com a premissa de que a inflação brasileira será de 4,5% a partir de 2021 até o final da projeção, foi encontrado um wacc (taxa de desconto) de 10,50% em todos anos projetados. Segue abaixo as taxas de desconto encontradas, com seus respectivos fatores de desconto:

Ano	2021'	2022'	2023'	2024'	2025'	2026'
Wacc nominal	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%
Fator de desconto	1,11	1,22	1,35	1,49	1,65	-

Com as taxas de desconto encontradas segue no quadro abaixo os valores presentes dos fluxos de caixa em cada ano:

Período	Valor Presente dos Fluxos de Caixa (R\$ mil)
2021'	R\$ 406.707
2022'	R\$ 473.048
2023'	R\$ 659.898
2024'	R\$ 710.008
2025'	R\$ 732.822
2026'	R\$ 9.817.744 - (Perpetuidade)

Fluxo Cx R\$ mil	2021'	2022'	2023'	2024'	2025'	2026'
Receita Liq	5.610.505	6.031.293	6.634.422	7.098.832	7.524.761	7.863.376
Ebit	1.385.795	1.565.724	1.818.495	1.987.673	2.106.933	2.201.745
Impostos	24,42%	24,42%	24,42%	24,42%	24,42%	24,42%
Capex	(1.307.000)	(1.365.000)	(1.275.000)	(1.275.000)	(1.250.000)	(1.179.506)
Depreciação	706.440	759.388	800.843	838.966	873.013	896.735
CDG/ Rec.Liq	2.606	(111)	(9.796)	(7.523)	(6.900)	(5.486)
Fluxo de Cx	449.430	577.651	890.466	1.058.726	1.207.533	1.375.822

Receita Líquida – Foi previsto para 2021 um crescimento de 5,0% na receita que teve como base a inflação de 4,5% mais 0,5% de expansão no volume, pois diante da atual crise da pandemia adotamos maior conservadorismo no crescimento do consumo de água. Em 2022 e 2023 esperamos crescimento de 7,5% e 10,0% na receita respectivamente devido a expectativa de recuperação da atividade econômica brasileira que virá com a população já vacinada contra a COVID -19 normalizando assim o andamento da economia doméstica. A partir de 2024 em diante, projetamos desacelerações no crescimento até chegar a 4,5% no último ano da projeção (2026) que está em linha com a inflação de longo prazo para a economia brasileira.

Margem Ebit – Em 2020 estamos projetando margem ebit de 24,7%, sendo 0,7 p.p acima daquela registrada no último exercício, pois com o crescimento da receita haverá maior diluição dos custos fixos. Para os demais anos, projetamos expansão gradual das margens, até chegar a 28,0% no último ano da projeção que virá com o crescimento da receita líquida diluindo os custos fixos e os ganhos que esperamos de eficiência companhia.

Depreciação – No cálculo da depreciação, utilizamos o valor de aproximadamente 8,0% sobre os ativos imobilizados e intangíveis da empresa, que foi próximo a média dos últimos anos da empresa.

CAPEX – Em relação ao CAPEX de 2021 até 2025, as projeções se basearam no programa de investimentos divulgado pela companhia. Já no último ano da projeção, fomos conservadores e o CAPEX projetado foi equivalente a 15,0% da receita da empresa, o maior percentual dos últimos três anos.

Varição da Necessidade de Capital de Giro – Para esta rubrica os valores projetados tiveram como base o Giro dos Estoques, Contas a Receber e a Pagar do último exercício. Isto levou a uma variação de capital de giro de aproximadamente R\$ 2,6 milhões positivos para 2020, R\$ 111 mil negativos para 2021 e R\$ 9,8 milhões negativos para 2022. Para os anos seguintes, estamos prevendo que a variação de capital de giro equivalerá a aproximadamente 1,6% da variação da receita, que foi próxima ao patamar do ano anterior (2023).

Impostos – Para a alíquota de Imposto de Renda e Contribuição Social a Pagar usamos o valor de 24,42% para 2020 que foi a média dos últimos anos.

PREÇO ALVO – MODELO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (R\$ mil)	
Valor Presente dos Fluxos de Caixa (+)	R\$ 2.982.483
Valor Presente da Perpetuidade (+)	R\$ 9.817.744
Caixa / Aplicações Financeiras	R\$ 805.619
Ativos não Operacionais	R\$ 260
(-) Dívidas Financeiras	(R\$ 3.781.141)
Valor Econômico da Empresa	R\$ 9.824.966
Quantidade de ações (mil)	380.253
<b>Preço – Alvo</b>	<b>R\$ 25,84</b>

## Conclusão

Diante do que foi exposto acima recomendamos **COMPRA** para as ações da Copasa (CSMG3), pois a empresa apresenta atrativo potencial de valorização de acordo com o preço – alvo encontrado e ainda possui como diferenciais resultados sólidos nos últimos anos com comprovado crescimento na lucratividade, sem contar ainda o novo marco do saneamento que levou a melhora no ambiente regulatório do setor.

Vale ressaltar como pontos positivos da empresa: **i)** Alta previsibilidade no nível de receitas devido ao monopólio do setor e as características do mercado consumidor ; **ii)** Atuação no estado de elevado nível de desenvolvimento econômico quando comparado com a média do país; **iii)** Boa parte da receita (51,5% de 2020) são provenientes de contratos de longo prazo ; **iv)** Situação financeira confortável ; **v)** Resultados sólidos nos últimos anos.

Sobre os riscos (pontos negativos), relacionamos os seguintes; **i)** Crises hídricas podem afetar o resultado da empresa ; **ii)** Gestão da companhia possui grande interferência do estado já que o controlador é o governo de Minas Gerais



; iii) Setor de saneamento é regulado pelo estado, logo existe a possibilidade de ingerência estatal ; iv) O segundo ciclo de revisão tarifária pode não ser favorável a companhia.

As ações da Copasa (CSMG3) são negociadas a múltiplo de 6,47x para 2021 contra média dos últimos anos de 10,39x.

### Quadro Financeiro

DRE (R\$ mil)	2021'	2022'	2023'
<b>Receita Líquida</b>	5.610.505	6.031.293	6.634.422
<b>CPV</b>	(3.085.778)	(3.256.898)	(3.516.244)
<b>Lucro Bruto</b>	2.524.727	2.774.395	3.118.178
<b>Despesa com Vendas</b>	(617.156)	(663.442)	(729.786)
<b>Despesa Gerais e Adm</b>	(521.901)	(545.387)	(569.929)
<b>Outras Rec. e Desp Oper.</b>	0	0	0
<b>Resultado Eqv. Patr.</b>	0	0	0
<b>Lucro Operacional</b>	1.385.670	1.565.566	1.818.463
<b>Resultado Financeiro</b>	(179.744)	(164.932)	(166.131)
<b>LAIR</b>	1.205.927	1.400.634	1.652.332
<b>IR</b>	(294.487)	(342.035)	(403.499)
<b>Lucro Líquido</b>	911.439	1.058.999	1.248.832

**BALANÇO PATRIMONIAL PROJETADO (R\$ mil)**

**2021'**

**2022'**

**2023'**

<b>ATIVO TOTAL</b>	11.856.939	12.331.381	12.930.945
<b>1.01 - ATIVO CIRCULANTE</b>	1.488.290	1.357.120	1.482.528
<b>1.01.01 – CAIXA/APLICAÇÕES FIN.</b>	234.032	16.754	18.429
<b>1.01.02 - CONTAS A RECEBER</b>	1.097.713	1.180.042	1.298.046
<b>1.01.03 – ESTOQUES</b>	68.158	71.938	77.666
<b>1.01.04 - OUTROS ATIVOS CIRCULANTES</b>	88.387	88.387	88.387
<b>1.02 - ATIVO REALIZÀVEL A LONGO PRAZO</b>	2.288.263	2.288.263	2.288.263
<b>1.03 – INVESTIMENTOS</b>	260	260	260
<b>1.03 - ATIVO PERMANENTE</b>	8.080.126	8.685.738	9.159.895
<b>PASSIVO TOTAL</b>	11.856.939	12.331.381	12.930.945
<b>1.01 - PASSIVO CIRCULANTE</b>	1.645.567	1.744.016	1.570.292
<b>1.01.01 – FORNECEDORES</b>	223.923	236.341	255.160
<b>1.01.02 - EMPRÈSTIMOS E FINANCIAMENTOS</b>	794.977	807.428	519.768
<b>1.01.03 - OUTROS PASSIVOS CIRCULANTES</b>	626.677	700.247	795.364
<b>1.02 - PASSIVO NÃO CIRCULANTE</b>	3.299.040	3.145.734	3.294.606
<b>1.02.01 - EMPRÈSTMOS E FINANCIAMENTOS LONGO PRAZO</b>	2.556.811	2.403.505	2.552.377
<b>1.02.02 - OUTROS PASSIVOS NÃO CIRCULANTES</b>	742.229	742.229	742.229
<b>1.03 - PATRIMÔNIO LÌQUIDO</b>	6.912.332	7.441.631	8.066.047

Tendo em vista o disposto na instrução CVM n 598 de 03/05/2018, o analista de investimentos envolvido na elaboração deste Relatório declara que:

- a) A recomendação contida neste relatório reflete exclusivamente sua opinião sobre a companhia e suas ações;
- b) O Relatório foi elaborado de forma independente e autônoma, inclusive em relação a OHM Research;
- c) As informações, opiniões, estimativas, e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança;
- d) Não possui vínculo com pessoa natural que trabalhe para a empresa objeto deste Relatório Analítico, e tampouco qualquer interesse financeiro;

Não possui diretamente ou indiretamente, ações de emissão da companhia objeto deste Relatório. Todavia, poderá estar envolvido na aquisição e posterior alienação destas ações, dentro dos padrões estabelecidos pela instrução CVM n 598;

Analista Responsável: Caio R. Lyra Farne d'Amoed - CNPI