

### Buy

Ticker	SBSP3
Preço Mercado em 26/03/2010	R\$ 30,40
Preço Potencial para 31/12/2010	R\$ 44,00
Potencial de Valorização	44,7%
<b>Sector</b>	<b>Saneamento</b>
Free Float	49,7%
Payout	29,4%
Min (52 sem)	R\$ 23,56
Máx (52 sem)	R\$ 35,96
Volume R\$ (21 d)	8.050K

Fonte: Economática e BB Banco de Investimento

Múltiplos	2010	2011
EV / EBITDA	6,1	5,7
P / L	5,5	5,1

### Cumpriu *guidances*, mas despesas impactaram resultado

O resultado apresentado pela Sabesp em 2009 pode ser caracterizado fundamentalmente por dois aspectos: (i) o cumprimento dos *guidances* operacionais e de investimento e; (ii) margens pressionadas pelo aumento nos custos e despesas em ritmo superior ao observado na receita.

O empenho da empresa em sua estratégia de aumento da abrangência e universalização dos serviços no estado de São Paulo propiciou números satisfatórios em termos de *drivers* operacionais. A Sabesp cumpriu alguns *guidances* de desempenho significativos para a melhoria da eficiência de seus serviços, como o índice de perdas de água (26,0% ante 27,9% em 2008), além de superar as previsões em termos de número de novas ligações e volume faturado para 2009.

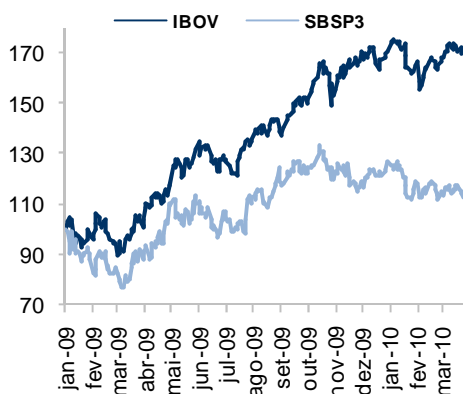
Por outro lado, o maior ritmo de expansão nos custos e despesas contribuiu para a redução de margens, notadamente no que diz respeito aos serviços de terceiros, que abrangem os dispêndios com a manutenção das redes de água e esgoto. Tais gastos são de natureza recorrente e decorrem do aumento da demanda pelos serviços de abastecimento.

Assim, apesar do cumprimento dos *guidances* operacionais fica evidente a necessidade de acelerar o processo para mudança da sistemática de cálculo do reajuste tarifário, a fim de evitar o constante descasamento entre receitas e despesas das companhias de saneamento básico.

### Análise do Desempenho – 2009 x 2008

A Receita Operacional Líquida da Sabesp aumentou 6,0% em relação a obtida em 2008, em função de: (i) reajuste tarifário de 4,43% que passou a vigorar a partir de setembro, e (ii) maiores volumes faturados, tanto de água quanto de esgoto (+2,1% em água e +3,2% em esgoto). A categoria residencial foi o destaque em termos de contribuição para o crescimento, com expansão de 2,5% em água e 3,3% em esgoto. O resultado superou também nossas estimativas de crescimento para o volume de água e esgoto, que previam 1,3% e 2,3%, respectivamente.

A margem bruta foi pressionada pelo aumento de 8,6% nos custos, ao passo que a elevação de 11,4% nas despesas comerciais e 16,1% nas administrativas foram determinantes para o achatamento da margem EBITDA. O efeito de gastos não-recorrentes no valor de R\$146 milhões utilizados no desligamento de 2.250 funcionários aposentados do quadro da empresa contribuiu para tais acréscimos. Por outro lado, os dispêndios com serviços de terceiros subiram 32,3%, e são decorrentes na maior parte de gastos com manutenção das redes de água e esgoto, em função de maior utilização dos serviços, apresentando assim caráter recorrente.



Fonte: Economática

R\$ Milhões	4T09	%4T08	%3T09	2009	%2008
Receita Operacional Líquida	1.824,6	7,0%	12,0%	6.730,5	6,0%
Lucro Bruto	1.175,7	23,9%	35,6%	3.654,3	3,8%
Margem Bruta (%)	64,4%	8,7 p.p.	13,6 p.p.	54,3%	-1,1 p.p.
EBITDA	834,3	13,9%	35,2%	2.741,7	-3,5%
Margem EBITDA (%)	45,7%	2,7 p.p.	3,0 p.p.	40,7%	-4,0 p.p.
Lucro Líquido	457,3	303,6%	133,6%	1.373,9	2.060%
Margem Líquida (%)	25,1%	18,5 p.p.	3,3 p.p.	20,4%	19,4p.p.

Em relação à última linha da DRE, dada a republicação das demonstrações financeiras relativas ao exercício de 2008 efetuada pela Sabesp, na qual a empresa contabilizou R\$409,1 milhões referentes à parte controversa do acordo com o Governo do Estado de São Paulo e reconheceu R\$535,4 milhões referentes aos desembolsos futuros com a previdência dos beneficiários, a base de comparação é bastante fraca. Todavia, mesmo desconsiderando-se este impacto, de aproximadamente R\$1 bilhão, a evolução do item seria bastante significativa, ao redor de 36%, influenciada pelo impacto da desvalorização do dólar no desempenho financeiro da empresa.

Analisando os principais *drivers* operacionais da empresa, além dos volumes faturados acima de nossas projeções, a empresa atingiu os patamares informados nos *guidances* em perdas de água, índice de atendimento de água e esgoto e superou a previsão de novas ligações tanto de água quanto de esgoto.

Highlights Operacionais	2009	2008	Δ%
Nº de ligações de água	7.118	6.945	2,5%
Nº de ligações de esgoto	5.520	5.336	3,4%
Volume faturado - água	1.918,8	1.880,2	2,1%
Volume faturado - esgoto	1.372,6	1.330,4	3,2%
População atendida - água	23.363	23.162	0,9%
População atendida - esgoto	19.600	19.198	2,1%
Índice de atendimento - água	100%	100%	0,0%
Índice de coleta de esgoto	80%	79%	1,3%
Índice de tratamento de esgoto	74%	72%	2,8%
Perdas de água	26,0%	27,9%	-6,8%

Fonte: Sabesp

## Endividamento

Em relação ao endividamento da empresa, observamos melhora no perfil da dívida, principalmente em função da diminuição da exposição em moeda estrangeira (26,6% do total versus 33,2% no final de 2008), bem como redução da parcela vincenda no curto prazo (15,4% contra 21,1% anteriormente). Além de contar com fontes de financiamento de órgãos governamentais, a empresa beneficiou-se da apreciação do real e da emissão de debêntures no mercado.

Outro fator positivo refere-se à redução da dívida líquida em 7,2%, sem que houvesse contrapartida no Capex da empresa. O montante total de recursos investidos somou R\$1,834 bilhão, superando em 11% o valor fornecido no *guidance* da empresa para 2009 (R\$1,650 bilhão), mesmo se considerarmos as perdas inflacionárias do período.

R\$ Milhões	2009	2008	%2008	3T09
Dívida Bruta	6.560,0	6.865,1	-4,4%	6.074,1
Dívida Líquida	5.790,6	6.243,1	-7,2%	5.687,8
Dívida Líquida / EBITDA (anual)	2,1	2,1	0,0%	1,2
Dívida CP / Dívida Bruta	15,4%	21,1%	-27,0%	26,7%
Dívida M.Est. / Dívida Bruta	26,6%	33,2%	-19,9%	30,2%
Dívida Bruta / PL	62,3%	65,4%	-4,8%	53,9%
Dívida Bruta / (Div. Bruta + PL)	38,4%	39,6%	-2,9%	35,0%

## Opinião do Analista

O cumprimento dos principais *guidances* operacionais foi um dado positivo no resultado da Sabesp, sinalizando o foco da empresa na sua estratégia de crescimento e no aumento da abrangência no estado de São Paulo. Além disso, os investimentos em 2009 foram 11% superiores ao inicialmente orçado, verificou-se melhora no perfil do endividamento e menor exposição da empresa ao dólar. No entanto, o crescimento das despesas é algo a ser monitorado nos resultados futuros.

Nos próximos meses, as expectativas devem permanecer em torno da provável assinatura do acordo da empresa com a prefeitura de São Paulo, cujas tratativas já encontram-se em fase de consulta pública, conforme divulgado pela empresa em Comunicado ao Mercado em 19/02. Além disso, o andamento do processo de estudo da nova metodologia de cálculo para a determinação do índice de reajuste tarifário também está em evidência, especialmente após alguns resultados onde observou-se que o índice de reajuste utilizado (4,43% em setembro de 2009) não é compatível com o crescimento de despesas como serviços terceirizados (32,3%).

Em termos acionários, levando-se em consideração os fundamentos da empresa e o último desempenho apresentado, atualizamos nosso preço-alvo em R\$44,00 para 31/12/2010, equivalente a um *upside* de 44,7%, e alteramos nossa recomendação de *hold* para *buy* para a Sabesp.

## Administração

### Diretor-Gerente

José Maurício Pereira Coelho

acoes@bb.com.br

## Equipe de Pesquisa

**Gerente** - Marianna Waltz - CNPI

marianna@bb.com.br

### Renda Variável

#### Agronegócios

Mariana Marcolin Peringer - CNPI

marianaperinger@bb.com.br

Jane Lima - CNPI

janelima@bb.com.br

#### Bancos

Nataniel Cezimbra - CNPI

nataniel.cezimbra@bb.com.br

#### Bens de Capital, Logística e Transportes

Fernanda Marques - CNPI

fernandamarques@bb.com.br

Victor Penna - CNPI

victor.penna@bb.com.br

#### Construção Civil e Materiais de Construção

Henrique Koch - CNPI

hkoch@bb.com.br

#### Consumo, Serviços e Small Caps

Marianna Waltz - CNPI

marianna@bb.com.br

Mário Bernardes Junior - CNPI

mariobj@bb.com.br

Leonardo Nitta - CNPI

leonardo.nitta@bb.com.br

#### Papel e Celulose

Antonio Emilio B. Ruiz - CNPI

antonioemilio@bb.com.br

#### Petróleo e Gás

Nelson Rodrigues de Matos - CNPI

nelsonrodriguesmatos@bb.com.br

#### Petroquímico

Nelson Rodrigues de Matos - CNPI

nelsonrodriguesmatos@bb.com.br

#### Saneamento

Letícia Soares Campos - CNPI

leticia-soares@bb.com.br

#### Siderurgia e Mineração

Antonio Emilio B. Ruiz - CNPI

antonioemilio@bb.com.br

#### Telecom

Leonardo Nitta - CNPI

leonardo.nitta@bb.com.br

#### Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves - CPA20

hmoreira@bb.com.br

Ney Fukuy Katayama - CPA20

neykatayama@bb.com.br

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam de nosso julgamento e podem ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade. O(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório declara(m) que:

- As análises refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a(s) empresa(s) em questão e foram realizadas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A, instituição à qual o analista está vinculado;
- Não é remunerado por serviços prestados ou possui relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou pessoa natural ou jurídica, fundo ou universidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s);
- Sua remuneração é fixa e não está, direta ou indiretamente, relacionada a recomendações específicas ou atrelada à precificação de quaisquer dos valores mobiliários emitidos pela empresa(s) analisada(s), ou às receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo BB-Banco de Investimento S.A.;
- Não é titular, direta ou indiretamente, de valores mobiliários de emissão da(s) empresa(s) analisada(s) que representam 5% ou mais de seu patrimônio pessoal, (nem) está envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores no mercado;
- Não mantém vínculo com pessoa natural que atue na(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório;
- De acordo com o BB-Banco de Investimento S.A.:
  - 1 - A instituição não é remunerada por serviços prestados nem possui relações com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s);
  - 2 - A instituição não possui participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

## Equipe de Vendas

### Atacado

bb.distribuicao@bb.com.br

### Gerente

 - Cleber Aguiar - CPA20

Erick Rodrigues - CPA20

Kate O. Mastroianni Dela Corte - CPA20

Maurício Oliveira Guimarães - CPA20

Pedro Mendes Rauber - CPA20

Thiago Cogo Pires - CPA20

Wagner Silveira Neustaedter - CPA20

### Varejo

acoes@bb.com.br

### Gerente

 - Marconi Maciel - CPA20

### Distribuição e varejo

Mário Francisco D'Amico - CPA20

Márcio Carvalho José - CPA20

## BB Securities

7th Floor, 16 St. Martin's Le Grand  
London EC1A4NA - UK  
+44 207 7960836 (facsimile)

### Managing Director

Eduardo Nascimento +44 (207) 3675801

### Deputy Managing Director

Leonardo Loyola +44 (207) 3675802

### Head of Capital Markets

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

### Sales

João Paulo Loyola +44 (207) 3675833/32

Jorge Bento

Renata Kreuzig

### Trading

Sara Brescini +44 (207) 3675852

Bruno Fantasia

Alex Freitas +44 (207) 3675842

### Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

### Private Clients

Newton Tanaka

+44 (207) 3675807

Marina Castro

## Banco do Brasil Securities LLC

600 Fifth Avenue, 3rd floor  
New York City, NY 10020 - USA  
(Member: NASD/SIPC/NFA)

### Managing Director

Gustavo Sousa +1 (212) 6267206

### Institutional Sales

Charles Langalis +1 (212) 6267206

### Sales Trader

Daniela Valle

+1 (212) 6267014

Cassandra Voss

+1 (212) 6267048

### BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar

Rio de Janeiro RJ - Brasil

Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355