

# Análise Detalhada

---

## Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - Sabesp

**Data de publicação:** 17 de abril de 2019

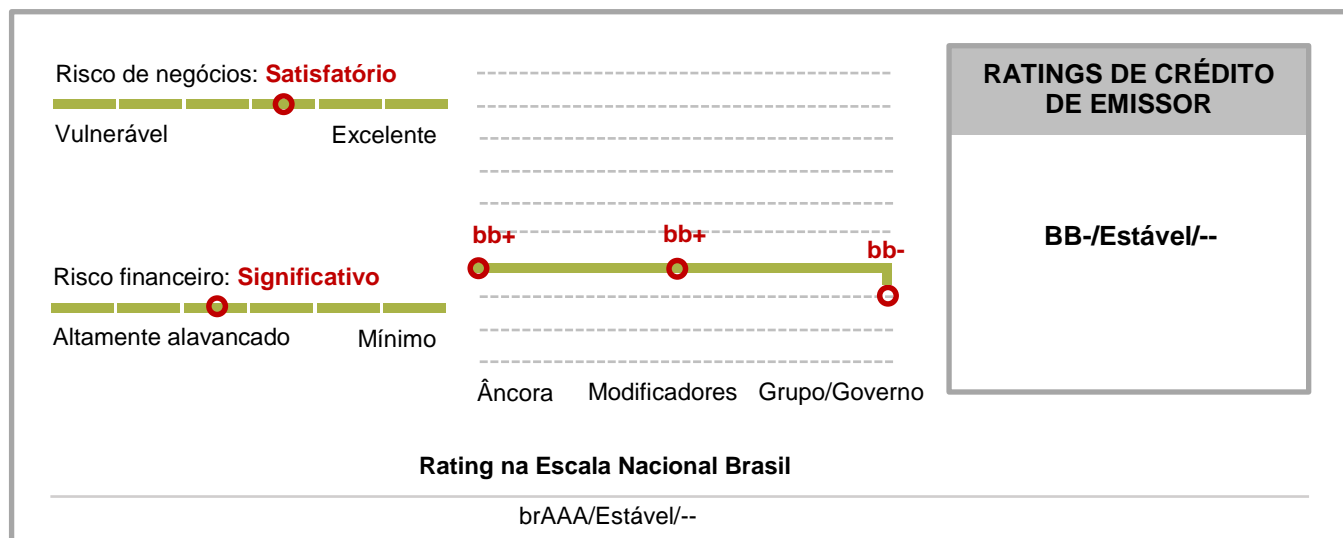
**Analista principal:**

Vinicius Ferreira, São Paulo, 55 11 3039-9763, [vinicius.ferreira@spglobal.com](mailto:vinicius.ferreira@spglobal.com)

**Contatos analíticos adicionais:**

Marcelo Schwarz, CFA, São Paulo, 55 11 3039-9782, [marcelo.schwarz@spglobal.com](mailto:marcelo.schwarz@spglobal.com)

André Pugliese, São Paulo, 55 11 3039-9776, [andre.pugliese@spglobal.com](mailto:andre.pugliese@spglobal.com)



## Destaques da Análise de Crédito

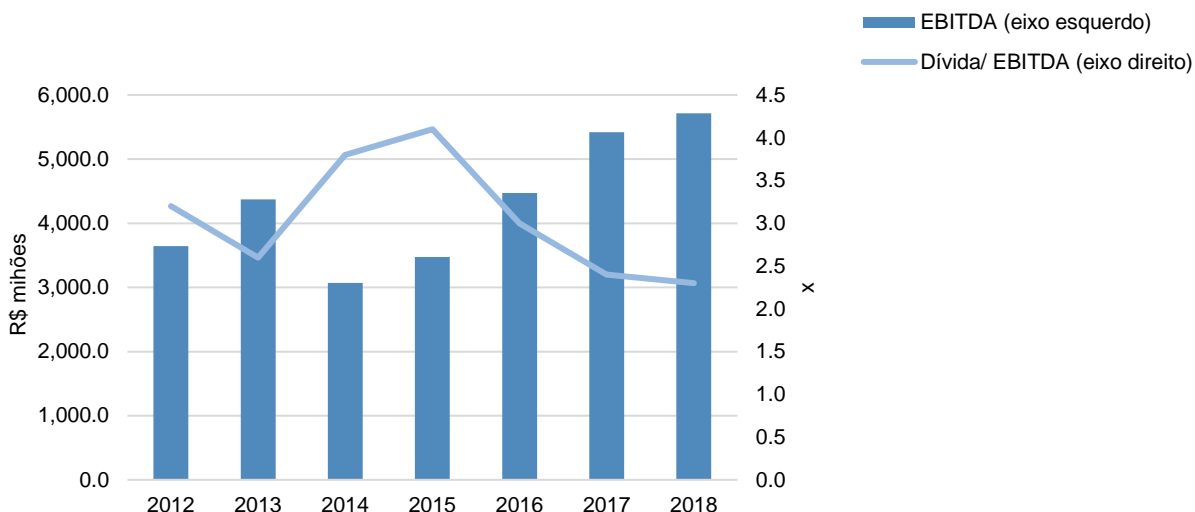
Resumo	
Principais Pontos Fortes	Principais Riscos
Negócio regulado e estável de abastecimento de água e tratamento de esgotos, com um monopólio e uma base de clientes diversificada;	Exposição à moeda estrangeira (sem hedge) pode afetar as métricas de crédito;
Investimentos recentes na redundância do sistema de reservatórios ajudam a compensar parcialmente o impacto negativo das secas;	Ainda não são claros os planos do acionista controlador da Sabesp, que é o estado de São Paulo, para a empresa. Privatização é possível;
Investimentos contínuos para expandir a cobertura de água e esgoto, que já é superior à média no Brasil.	Apesar de seu perfil de crédito individual (SACP - <i>stand-alone credit profile</i> ) 'bb+', os ratings da empresa são limitados pelos ratings do Brasil.

**Empresa está mais resiliente à hidrologia, mas ainda exposta às flutuações cambiais.** A seca severa entre 2014-2015 no estado de São Paulo combinada com a forte depreciação do real prejudicou a Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - Sabesp (Sabesp). Entretanto, como a hidrologia voltou ao normal e a empresa realizou investimentos para melhorar a confiabilidade no sistema de seus reservatórios de água, esperamos que seja mais resiliente à volatilidade das chuvas.

No entanto, embora a Sabesp gere 100% de seu fluxo de caixa em moeda local, ela permanece exposta às flutuações cambiais, já que aproximadamente 50% de sua dívida financeira é denominada em dólar ou iene japonês (sem hedge).

Em nossa visão, o perfil de amortização de dívida alongado da dívida em moeda estrangeira da Sabesp, as taxas de juros atraentes e seus índices de cobertura de juros acima de 3,0x compensam parcialmente os efeitos negativos das flutuações cambiais.

**Gráfico 1**  
**EBITDA e evolução da dívida**



Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

**A Sabesp concentra seus investimentos no segmento de tratamento de esgotos.** Após diversos investimentos destinados a aumentar a disponibilidade e produção de água para atender a Região Metropolitana de São Paulo, a Sabesp alocará cerca de 55% de seu plano de investimentos de R\$ 7,0 bilhões ao longo dos próximos dois anos para expandir a cobertura de coleta e tratamento de esgotos.

**Os planos do estado de São Paulo para a Sabesp ainda não são claros.** Para financiar a estratégia de expansão da empresa, acreditamos que o estado de São Paulo considera duas opções para capitalizá-la:

- a) Na primeira, o estado continuaria controlando a Sabesp, mas, indiretamente, criando um veículo intermediário listado em bolsa para deter as ações do estado na empresa. Essa nova entidade captaria recursos e usaria parte deles para capitalizar a Sabesp a fim de dar suporte a investimentos adicionais.
- b) Na segunda, a estratégia seria privatizar a Sabesp, o que seria um processo mais complicado, porque dependeria do desenvolvimento de um marco regulatório nacional no Brasil para o fornecimento de água e tratamento de esgotos (atualmente, o marco é em nível estadual e municipal), e sujeito à resistência política porque precisa de aprovação da Assembleia Legislativa do estado de São Paulo. Além disso, podem ser necessárias aprovações dos municípios onde a Sabesp opera.

## Perspectiva: Estável

A perspectiva estável dos ratings da Sabesp para os próximos 12 meses reflete nossa visão de que a empresa, por ser uma concessionária de serviços de utilidade pública regulada, pode estar sujeita a uma intervenção governamental em um cenário hipotético de default soberano. A empresa é controlada pelo governo de São Paulo, e a qualidade de crédito dos estados brasileiros é limitada por aquela do Brasil (BB-/Estável/B e brAAA/Estável/--).

### Cenário de rebaixamento

Uma ação de rating negativa nos ratings soberanos levaria a um rebaixamento dos ratings da Sabesp, uma vez que limitamos a qualidade de crédito do acionista controlador da empresa àquela do Brasil.

Poderemos rebaixar os ratings da Sabesp se seu índice de geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida ficar abaixo de 9% ou se seu índice de dívida sobre EBITDA exceder 5,5x devido a um desempenho operacional mais fraco – o que poderia decorrer de um período de chuvas muito fracas – combinado a uma forte depreciação do real.

### Cenário de elevação

Uma elevação dos ratings nos próximos 12 meses dependeria de uma elevação dos ratings do Brasil.

Poderemos elevar o SACP da empresa se seu índice de dívida sobre EBITDA permanecer consistentemente abaixo de 2,0x e o FFO sobre dívida ficar próximo de 35%, principalmente em razão de melhora do desempenho operacional, redução da dívida e declínio significativo de sua exposição à dívida em moeda estrangeira.

## Nosso Cenário-Base

Premissas	Principais Métricas		
	2019E*	2020E	
<ul style="list-style-type: none"><li>Nenhuma seca severa afetando as operações da empresa nos próximos anos;</li><li>Consumo de água na área de concessão crescendo cerca de 2,0% em 2019 e 1,5% em 2020 e nos anos subsequentes;</li><li>Inflação no Brasil, que é usada para reajustar as tarifas de água e esgoto e o aumento de despesas, na faixa de 3,8% em 2019 e 4,0% em 2020;</li><li>Investimentos anuais de aproximadamente R\$ 3,5 bilhões, sobretudo para serviços de esgoto;</li><li>Índice de pagamento de dividendos de 25% a partir de 2019.</li></ul>	EBITDA (R\$ bilhões)	5,7-6,3	6,0-6,5
	Dívida/EBITDA (x)	2,2-2,6	2,2-2,6
	FFO/dívida (x)	24-28	24-28
	FOCF/dívida (%)	(2)-2	(2)-2
	E* – estimativa		

### Projeções de caso-base

Esperamos que a Sabesp reporte métricas de crédito relativamente estáveis em 2019 e 2020. Considerando os investimentos que a empresa já realizou no passado para integrar seus principais reservatórios, acreditamos que seu desempenho agora está mais resiliente à seca. Dessa forma, esperamos um índice de dívida sobre EBITDA entre 2,2x-2,6x e FFO sobre dívida entre 24%-28% nos próximos dois anos.

Dado o alto nível de investimentos anuais, acreditamos que a empresa registrará fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) negativo ou perto de zero nos próximos dois anos, indicando sua necessidade de *funding* externo para financiar esses investimentos.

## Descrição da Empresa

A Sabesp é a maior prestadora de serviços de água e de esgoto na América Latina, com base no número de clientes e nas receitas líquidas. A empresa opera sistemas de água e esgoto em 369 municípios de São Paulo, estado que responde por quase 32% do PIB brasileiro. Em 31 de dezembro de 2018, as receitas ajustadas da empresa foram de R\$ 12,4 bilhões e seu EBITDA ajustado de R\$ 5,7 bilhões.

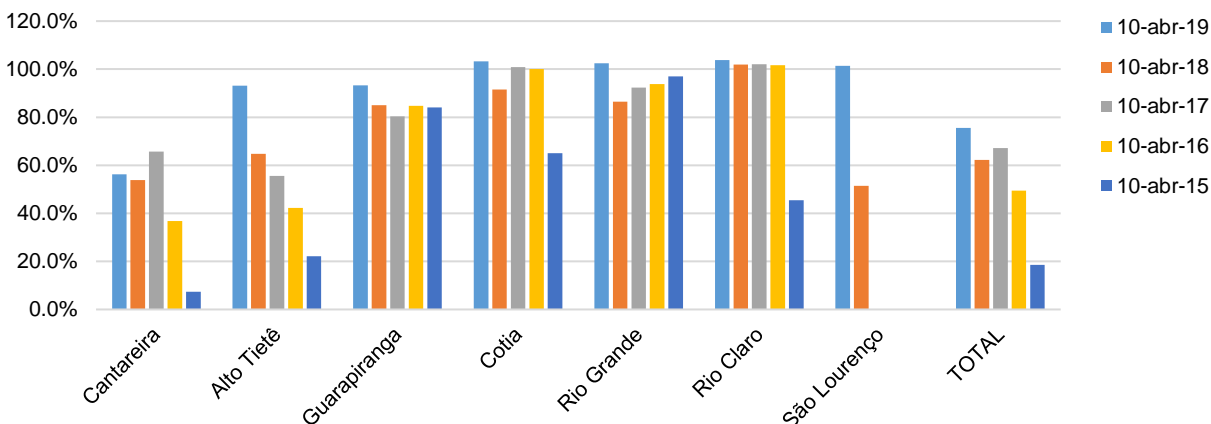
A Sabesp é uma entidade vinculada ao governo (GRE - *government-related entity*), uma vez que o estado de São Paulo é seu acionista controlador, detendo 50,3% da empresa. As demais ações que compõem o capital da Sabesp são negociadas na B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (BB-/Estável/B) e na Bolsa de Valores de Nova York (New York Stock Exchange).

## Risco de Negócios: Satisfatório

**Marco regulatório transparente, embora em nível regional.** O marco regulatório da Sabesp é de responsabilidade da Agência Reguladora de Saneamento e Energia do Estado de São Paulo - Arsesp, que é responsável por autorizar os reajustes tarifários anuais da empresa – ajustes estes relacionados ao repasse de custos e despesas para as atividades de água e esgoto. Além disso, a Arsesp estabelece a metodologia de revisão tarifária periódica da Sabesp – que ocorre a cada quatro anos –, a qual define o custo médio ponderado do capital (WACC - *Weighted Average Cost of Capital*) que pagará os investimentos da Sabesp, os quais, por sua vez, aumentarão a base de ativos da empresa durante o ciclo. Em nossa opinião, o marco regulatório em vigor assegura que a Sabesp continuará investindo na melhoria da cobertura dos serviços nos municípios onde opera.

**Dependência dos níveis dos reservatórios é maior que nos últimos anos.** Desde a seca de 2014-2015, a Sabesp vem adotando várias medidas para conectar seus reservatórios de água que atendem a região metropolitana de São Paulo e aumentar a produção de água. Atualmente, seus reservatórios estão nos níveis mais altos, e acreditamos que a empresa está melhor preparada para uma estação de seca severa do que no passado, indicando um desempenho operacional e financeiro mais resiliente.

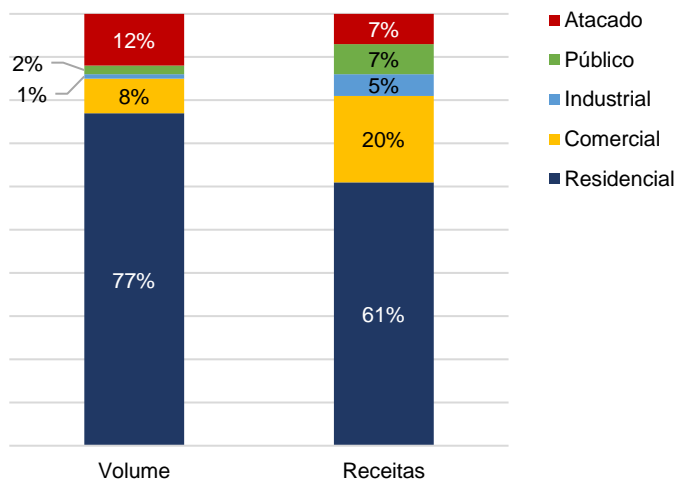
**Gráfico 2**  
**Níveis dos reservatórios**



Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

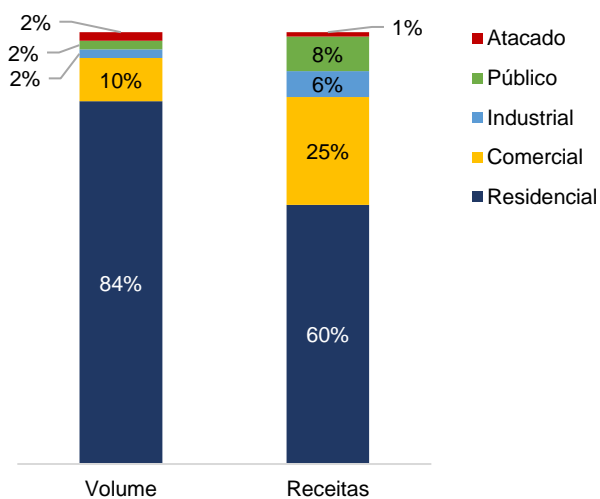
**Base de clientes diversificada, mas cobertura geográfica concentrada.** Como a base de clientes da Sabesp foca sobretudo o segmento residencial, não acreditamos que a empresa enfrentará riscos de concentração de clientes. Vemos isso como positivo para a Sabesp porque o comportamento do consumo dos clientes residenciais tende a ser de certa forma inelástico. Além disso, como a empresa agora é responsável pelos serviços de água da cidade de Guarulhos, o mercado de atacado terá uma menor participação em sua base de clientes.

**Gráfico 3**  
**Representatividade dos clientes de serviços de água**



Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

**Gráfico 4**  
**Representatividade dos clientes de serviços de esgoto**



Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

No entanto, a Sabesp está concentrada geograficamente na região metropolitana de São Paulo, onde gera 70% de suas receitas. Por outro lado, como ainda restam 21 anos para vencer o contrato de concessão da empresa com o município de São Paulo, isso proporciona estabilidade às suas receitas.

## Comparação com os pares

**Tabela 1 - Sabesp: Comparação com os Pares**

Setor da indústria: Água

	Sabesp	Rand Water	Vodokanal St. Petersburg
Ratings em 11 de abril de 2019	BB-/Estável/--	BB/Estável/--	BB+/Estável/--
	--Exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2018--	--Exercício fiscal findo em 30 de junho de 2018--	--Exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2017--
<b>(R\$ Milhões)</b>			
Receitas	12,354.4	3,780.0	2,033.3
EBITDA	5,713.5	1,003.0	924.0
FFO	3,604.9	880.2	765.7
Despesas com juros	1,350.3	133.5	117.9
Juros-caixa pagos	1,220.6	122.8	107.7
Fluxo de caixa das operações	3,354.4	716.1	700.7
Capex	1,694.7	434.7	521.5
Fluxo de caixa operacional livre	1,659.7	281.3	179.2
Fluxo de caixa discricionário	1,006.3	281.3	179.2
Caixa e investimentos de curto prazo	3,029.2	502.0	80.5
Dívida	13,093.6	858.8	867.4
Patrimônio líquido	19,551.7	5,288.8	4,500.6
<b>Índices ajustados</b>			
Margem EBITDA (%)	46.2	26.5	45.4
Retorno sobre capital (%)	14.9	16.0	6.3
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	4.2	7.5	7.8
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	4.0	8.2	8.1
Dívida/EBITDA (x)	2.3	0.9	0.9
FFO/Dívida (%)	27.5	102.5	88.3
Fluxo de caixa das operações/Dívida (%)	25.6	83.4	80.8
Fluxo de caixa operacional livre/Dívida (%)	12.7	32.8	20.7
Fluxo de caixa discricionário/Dívida (%)	7.7	32.8	20.7



Selecionamos a Rand Water e a Vodokanal St. Petersburg como pares da Sabesp porque ambas as empresas são prestadoras de serviços de água puras, bem como entidades vinculadas ao governo e avaliadas como 'BB'.

Ao compará-las, vemos que a Sabesp possui uma escala muito mais ampla e um marco regulatório menos sujeito à interferência política, o que a permite ser mais alavancada. Acreditamos que essa situação permanecerá nos próximos anos, já que a empresa investirá mais na expansão da cobertura de esgoto.

## Risco Financeiro: Significativo

Acreditamos que as operações da Sabesp estão mais resilientes agora que a empresa investiu na conexão de seus reservatórios. Portanto, esperamos que apresente um índice de dívida sobre EBITDA entre 2,2x-2,6x em 2019 e 2020, enquanto seu FFO sobre dívida permanecerá entre 24% e 28%. Um crescimento do consumo de água em torno de 1,5%-2,0% nos próximos dois anos, enquanto a Sabesp simultaneamente ajusta suas tarifas em linha com a inflação, deve sustentar essas métricas.

Como a Sabesp possui um plano de investimentos robusto de cerca de R\$ 7,0 bilhões nos próximos dois anos, esperamos que precise emitir outras dívidas para financiar esses investimentos, refinanciar suas dívidas existentes e distribuir dividendos.

## Resumo Financeiro

**Tabela 2 - Sabesp: Resumo Financeiro**

Setor da indústria: Água

	--Exercício fiscal findo em 31 de dezembro de--				
	2018	2017	2016	2015	2014
Histórico de rating	BB-/Estável/--	BB/Negativa/--	BB/Negativa/--	BB/Estável/--	BB+/Negativa/--
<b>(R\$ Milhões)</b>					
Receitas	12,354.4	11,457.4	10,365.3	8,374.9	8,295.2
EBITDA	5,713.5	5,420.7	4,472.2	3,472.7	3,070.8
FFO	3,604.9	3,163.4	2,001.8	2,277.7	1,753.4
Despesas com juros	1,350.3	1,383.0	1,204.7	1,340.3	959.7
Juros-caixa pagos	1,220.6	1,325.1	1,440.7	1,177.2	881.8
Fluxo de caixa das operações	3,354.4	2,652.8	2,302.8	2,174.9	2,202.0
Capex	1,694.7	1,327.7	1,435.1	1,985.6	2,470.0
Fluxo de caixa operacional livre	1,659.7	1,325.2	867.8	189.3	(268.1)
Fluxo de caixa discricionário	1,006.3	559.2	728.4	(12.9)	(735.5)
Caixa e investimentos de curto prazo	3,029.2	2,283.0	1,886.2	1,639.2	1,723.0
Caixa disponível bruto	3,029.2	2,283.0	1,886.2	1,639.2	1,723.0
Dívida	13,093.6	12,750.3	13,343.2	14,314.6	11,792.4
Patrimônio líquido	19,551.7	17,513.0	15,419.2	13,716.6	13,304.4
<b>Índices ajustados</b>					
Margem EBITDA (%)	46.2	47.3	43.1	41.5	37.0
Retorno sobre capital (%)	14.9	14.8	12.9	9.9	9.7
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	4.2	3.9	3.7	2.6	3.2
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	4.0	3.4	2.4	2.9	3.0
Dívida/EBITDA (x)	2.3	2.4	3.0	4.1	3.8
FFO/Dívida (%)	27.5	24.8	15.0	15.9	14.9
Fluxo de caixa das operações/Dívidas (%)	25.6	20.8	17.3	15.2	18.7
Fluxo de caixa operacional livre/Dívida (%)	12.7	10.4	6.5	1.3	(2.3)
Fluxo de caixa discricionário/Dívida (%)	7.7	4.4	5.5	(0.1)	(6.2)

## Liquidez: Adequada

Esperamos que as fontes de liquidez da Sabesp excedam os usos em torno de 1,5x nos próximos 12 meses e que a empresa continue honrando suas cláusulas contratuais restritivas (*covenants*). Também esperamos que a relação entre fontes e usos de caixa permaneça positiva nos próximos 12 meses, ainda que o EBITDA projetado caia 10%. Acreditamos ainda que a empresa possui flexibilidade para absorver eventos de alto impacto e baixa probabilidade com risco de refinanciamento limitado, como se notou durante a seca de 2015.

Em nossa visão, a Sabesp tem bom acesso aos mercados de crédito e capital, além de bom relacionamento com bancos públicos e privados e agências multilaterais de crédito.

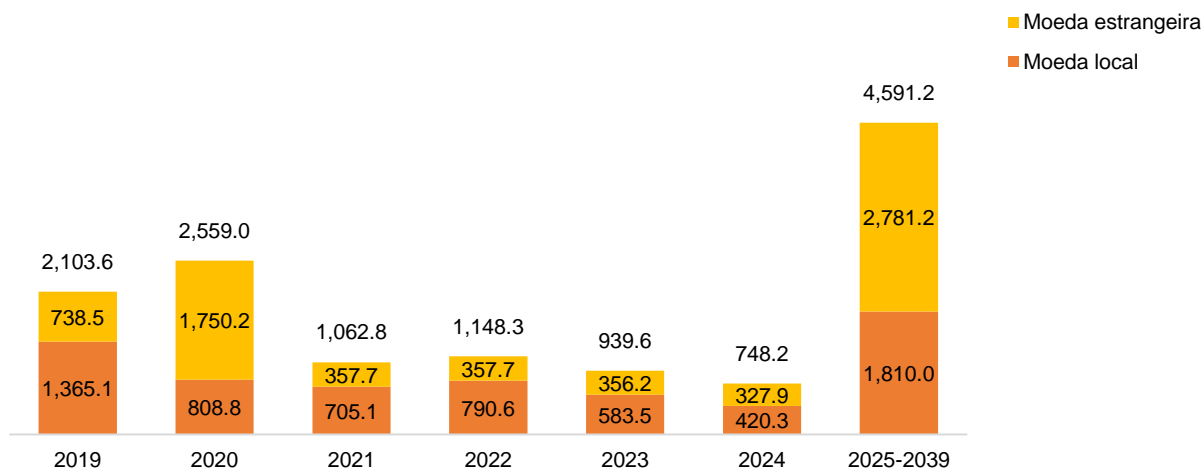
Principais Fontes de Liquidez	Principais Usos de Liquidez
<ul style="list-style-type: none"> <li>Caixa e investimentos líquidos consolidados de R\$ 3,1 bilhões em 31 de dezembro de 2018;</li> <li>Geração de fluxo de caixa projetada em torno de R\$ 4,0 bilhões em 2019;</li> <li>Dívida a ser desembolsada (com compromisso firme com credores) de R\$ 1,0 bilhão.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vencimentos de dívida de curto prazo de R\$ 2,2 bilhões em 31 de dezembro de 2018;</li> <li>Investimentos anuais mínimos de cerca de R\$ 2,0 bilhões em 2019;</li> <li>Pagamento de dividendos em torno de R\$ 700 milhões, equivalente a 25% do lucro líquido do exercício fiscal anterior.</li> </ul>

## Vencimentos de dívida

### Gráfico 5

#### Cronograma de amortização de dívida

Em 31 de dezembro de 2018



Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

## Análise de Covenants

Os contratos de dívida da Sabesp possuem *covenants* e todos estavam sendo cumpridos até o final de 2018.

### Expectativas de cumprimento

Esperamos que a empresa cumpra com seus *covenants* financeiros nos próximos trimestres, mesmo com a taxa do câmbio mais volátil, uma vez que cerca de 50% de sua dívida é denominada em dólar ou iene. Ainda que o EBITDA da Sabesp decline cerca de 10% devido às condições hidrológicas desafiadoras, ou que haja uma desvalorização do real e a dívida bruta e líquida da empresa elevem-se 15%, acreditamos que a Sabesp terá folga suficiente para continuar cumprindo com seus *covenants* financeiros.

Em nossa visão, como a dívida da Sabesp já venceu ou foi financiada, os *covenants* financeiros que estabelecem um índice de dívida bruta sobre EBITDA de 3,65x foram gradualmente substituídos por um limiar de 3,50x em uma base de dívida líquida.

### Exigências

A proposta da 23ª emissão de debêntures da empresa, no valor de R\$ 1,5 bilhão, terá os seguintes *covenants* financeiros:

- Índice de dívida líquida sobre EBITDA de até 3,5x;
- Cobertura de juros pelo EBITDA de ao menos 1,5x.

A medição desses *covenants* ocorre trimestralmente e só haverá uma aceleração da dívida se a empresa não os cumprir por dois trimestres consecutivos ou dois intercalados.

Com relação às 10ª, 14ª e 18ª emissões de debêntures e à dívida da empresa com o BNDES (exceto o contrato 08.2.0169.1), a medição dos *covenants* também é trimestral e considera o seguinte:

- Índice de dívida líquida sobre EBITDA de até 3,0x;
- Cobertura de juros pelo EBITDA equivalente ou superior a 3,5x.

Será considerada uma quebra de *covenants* se a Sabesp não conseguir cumprir com esses limiares por dois trimestres durante um período de 12 meses. Para a dívida com o BNDES, a empresa precisará aumentar os recebíveis dados em garantia em 20% se houver descumprimento dos *covenants*.

Para o contrato 08.2.0169.1 com o BNDES, calculado em base anual, os limites são:

- Margem EBITDA de 38% ou acima;
- Cobertura de juros pelo EBITDA de 2,35x ou maior;
- Dívida líquida sobre EBITDA de até 3,2x.

Para a 12ª emissão de debêntures da empresa, a medição do *covenants* também é trimestral e só haverá quebra desses *covenants* se a Sabesp não honrar por dois trimestres em um período de 12 meses os seguintes limiares:

- Índice de liquidez acima de 1,0x;
- Cobertura de juros pelo EBITDA de ao menos 1,5x.

Essa emissão também possui uma cláusula de gatilho de rating, a qual prevê um aceleração da dívida se o rating na Escala Nacional Brasil da Sabesp for rebaixado para abaixo de 'brAA-'.

A medição dos *covenants* referentes às 15ª, 17ª e 20ª emissões de debêntures também é trimestral, e só haverá uma quebra se a Sabesp não honrar por dois trimestres em um período de 12 meses os seguintes limiares:

- Dívida bruta sobre EBITDA de até 3,65x;
- Cobertura de juros pelo EBITDA mínima de 1,5x.

E, por fim, a medição dos *covenants* das 21ª e 22ª emissões de debêntures também é trimestral e só haverá descumprimento se a Sabesp não honrar por dois trimestres consecutivos ou não consecutivos o seguinte:

- Índice de dívida líquida sobre EBITDA de até 3,65x;
- Cobertura de juros pelo EBITDA mínima de 1,5x.

## Influência do Governo

O estado de São Paulo é o acionista controlador da Sabesp, detendo 50,3% de suas ações. Atualmente, a qualidade de crédito dos estados brasileiros limita os ratings de suas GREs. Em nossa visão, há uma probabilidade moderadamente alta de o acionista controlador fornecer suporte extraordinário tempestivo e suficiente à Sabesp no caso de estresse financeiro. Nossa visão se baseia nos seguintes fatores:

- A Sabesp presta serviços de água e esgoto para cerca de 70% da população do estado;
- Hoje, o estado detém a maior parte do capital da empresa.

Atualmente, o estado de São Paulo vem discutindo como capitalizar a Sabesp para que a empresa tenha capacidade para investir nos próximos anos sem aumentar seu endividamento. O estado vem discutindo dois modelos:

- a) No primeiro, seria criado um veículo intermediário que deteria as ações do estado na Sabesp, e o governo paulista ainda controlaria a empresa, mas, indiretamente;
- b) No segundo, a empresa seria privatizada, mas o governo estadual sinalizou que isso só ocorrerá se um amplo marco regulatório federal for aprovado para o setor de saneamento. Além disso, esse plano exige aprovação do Legislativo estadual.

## Fatores Ambientais, Sociais e de Governança (ESG - Environmental, Social, and Governance)

Os fatores ambientais e sociais são bastante relevantes para os ratings da Sabesp e a governança tem menos importância.

Como uma concessionária de serviços de água, a empresa depende da disponibilidade de água em seus reservatórios para fornecer a seus clientes. O impacto de eventos climáticos extremos pode ter consequências críticas para a empresa e para as pessoas em sua área de influência. Por exemplo, em 2014, o principal reservatório da Sabesp foi afetado por uma seca severa que forçou a empresa a adotar várias medidas para controlar o consumo de água em todo o estado de São Paulo, como, por exemplo, reduzindo a pressão da água, o que interrompeu o fornecimento de água em algumas áreas. A Sabesp também ofereceu descontos a clientes para incentivar a economia do consumo de água. Esses eventos afetaram suas métricas de crédito e nos levaram a alterar o SACP da empresa, de 'bb+' para 'bb'. Para mitigar os efeitos da seca, a Sabesp fez investimentos para conectar os reservatórios existentes e construir outros novos, resultando em maior disponibilidade de água que melhora a confiabilidade da água e mitiga parcialmente os efeitos de uma seca mais severa no futuro. Em 2016, quando os níveis de água dos reservatórios da empresa retornaram ao normal e suas métricas de crédito voltaram para os níveis anteriores, voltamos seu SACP para 'bb+'.

De uma perspectiva social, a Sabesp fornece serviços de abastecimento de água a 28 milhões de pessoas diretamente e de coleta de esgoto a cerca de 22 milhões de pessoas em 369 municípios no estado de São Paulo. Comparado à média de outras empresas no Brasil, consideramos a cobertura de abastecimento de água e coleta de esgoto da Sabesp como muito mais ampla. A empresa atende a uma área e população muito mais extensas, o que exigiu expressivos investimentos na expansão dos serviços e melhorou a qualidade de vida das comunidades em que opera.

Os fatores de governança atualmente não afetam nossos ratings. Em nossa visão, como a Sabesp é controlada pelo estado de São Paulo, isso pode prejudicar a eficácia de sua estrutura de governança, uma vez que pode promover os interesses e prioridades do governo em detrimento daqueles de outras partes. A Sabesp também está exposta a diversas leis e regulamentos municipais, estaduais e federal no Brasil que buscam proteger a saúde dos cidadãos e o meio ambiente. No entanto, os ratings consideram que o risco de interferência, embora acima da média quando comparado ao de outras jurisdições, não deve afetar o perfil de crédito da empresa.

## Ratings Acima do Soberano

A Sabesp opera em um ambiente altamente regulado. O setor é regulado no nível estadual por meio da Arsesp. Acreditamos que o governo pode interferir no setor de concessionárias de serviços de água, tendo em vista sua capacidade de determinar as diretrizes para o segmento. Dessa forma, acreditamos que um default do estado de São Paulo incentivaria o governo a intervir na empresa, o que afetaria a capacidade da Sabesp de honrar suas obrigações de dívida. Nesse sentido, por ser uma concessionária regulada, limitamos os ratings da empresa aos de seu acionista controlador, cujos ratings, por sua vez, são limitados pelos do Brasil.

## Ratings de Emissão - Análise do Risco de Subordinação

Avaliamos os seguintes instrumentos de dívida da Sabesp:

- Notas no valor de US\$350 milhões com vencimento em dezembro de 2020, avaliadas em 'BB-';
- 12ª emissão de debêntures no valor de R\$ 500 milhões com vencimento em 2025, avaliada em 'brAAA';
- 17ª emissão de debêntures no valor de R\$ 750 milhões com vencimento em 2023, avaliada em 'brAAA';
- 21ª emissão de debêntures no valor de R\$ 500 milhões com vencimento em 2022, avaliada em 'brAAA'.

Além disso, atribuímos recentemente o rating de emissão 'brAAA' à proposta de 23ª emissão de debêntures da empresa, no valor de R\$ 1,5 bilhão e com vencimento em 2027.

### **Estrutura de capital**

A estrutura de capital da Sabesp consiste de dívidas no valor de R\$ 13,2 bilhões, incluindo sua dívida *senior unsecured*.

### **Conclusões analíticas**

Todos os ratings de emissão da Sabesp estão na mesma categoria que seus ratings de crédito de emissor na escala global e na Escala Nacional Brasil, visto que todas as dívidas avaliadas foram emitidas no nível operacional, e apenas 20% de sua dívida financeira é garantida (*secured*), não representando uma desvantagem significativa para os credores sem garantia (*unsecured*).

## Reconciliação

**Tabela 3 - Reconciliação dos Montantes Reportados da Sabesp com os Montantes Ajustados da S&P Global Ratings (R\$ Milhões)**

--Exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2018--

Montantes reportados da Sabesp								
	Dívida	Receitas	EBITDA	Lucro Operacional	Despesas com Juros	EBITDA Ajustado da S&P Global Ratings	Fluxo de Caixa das Operações	Capex
	13,152.8	16,085.1	6,569.2	5,176.7	691.4	5,713.5	3,842.9	2,183.2
Ajustes da S&P Global Ratings								
Impostos-caixa pagos	--	--	--	--	--	(888.1)	--	--
Impostos-caixa pagos - Outros	--	--	--	--	--	--	--	--
Juros-caixa pagos	--	--	--	--	--	(732.0)	--	--
Caixa acessível & Investimentos líquidos	(3,029.2)	--	--	--	--	--	--	--
Juros capitalizados	--	--	--	--	488.5	(488.5)	(488.5)	(488.5)
Lucro (despesa) de empresas não consolidadas	--	--	(6.5)	--	--	--	--	--
Lucro não operacional (despesa)	--	--	--	363.0	--	--	--	--
Dívida - Remuneração funcionários/Autosseguro	2,970.0	--	--	--	--	--	--	--
Receitas - Finanças/Lucro de juros	--	(928.0)	(928.0)	(928.0)	--	--	--	--
Receitas - Outras	--	(2,802.7)	(2,802.7)	(2,802.7)	--	--	--	--
COGS- Ganhos de avaliação /(perdas)	--	--	25.1	25.1	--	--	--	--
COGS - Outros itens não recorrentes e não operacionais	--	--	2,739.7	2,739.7	--	--	--	--
SG&A- Ganhos de avaliação /(perdas)	--	--	145.4	145.4	--	--	--	--
EBITDA - Outros	--	--	(28.6)	(28.6)	--	--	--	--
Despesas com juros - Outros	--	--	--	--	170.4	--	--	--
Capital de giro - Impostos	--	--	--	--	--	--	888.1	--
Capital de giro - Outros	--	--	--	--	--	--	1,246.3	--
OCF - Impostos	--	--	--	--	--	--	(888.1)	--
OCF - Outros	--	--	--	--	--	--	(1,246.3)	--
Ajustes totais	(59.2)	(3,730.7)	(855.7)	(486.1)	658.9	(2,108.6)	(488.5)	(488.5)



**Montantes ajustados da S&P Global Ratings**

	Dívida	Receitas	EBITDA	EBIT	Despesas com Juros	FFO	Fluxo de Caixa das Operações	Capex
	13,093.6	12,354.4	5,713.5	4,690.5	1,350.3	3,604.9	3,354.4	1,694.7

## Tabela de Classificação de Ratings

**Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - Sabesp****Ratings de Crédito de Emissor**

<b>Escala global</b>	BB-/Estável/--
----------------------	----------------

<b>Escala Nacional Brasil</b>	brAAA/Estável/--
-------------------------------	------------------

<b>Risco de negócios</b>	Satisfatório
--------------------------	--------------

<b>Risco-país</b>	Moderadamente alto
-------------------	--------------------

<b>Risco da indústria</b>	Muito baixo
---------------------------	-------------

<b>Posição competitiva</b>	Satisfatória
----------------------------	--------------

<b>Risco financeiro</b>	Significativo
-------------------------	---------------

<b>Fluxo de caixa/Alavancagem</b>	Significativo
-----------------------------------	---------------

<b>Âncora</b>	bb+
---------------	-----

**Modificadores**

<b>Diversificação/Efeito-portfolio</b>	Neutra (sem impacto)
--	----------------------

<b>Estrutura de capital</b>	Neutra (sem impacto)
-----------------------------	----------------------

<b>Liquidez</b>	Adequada (sem impacto)
-----------------	------------------------

<b>Política financeira</b>	Neutra (sem impacto)
----------------------------	----------------------

<b>Administração e governança</b>	Regular (sem impacto)
-----------------------------------	-----------------------

<b>Análise de ratings comparáveis</b>	Neutra (sem impacto)
---------------------------------------	----------------------

<b>SACP</b>	bb+
-------------	-----

<b>Probabilidade de suporte do governo</b>	Moderadamente alta (-2 degraus em relação ao SACP)
--	--

<b>Rating acima do soberano</b>	(sem impacto)
---------------------------------	---------------

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos Critérios e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com). Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com). Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

## Critérios e Artigos Relacionados

### Critérios

- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013
- [Refletindo o risco de subordinação em ratings de emissão de entidades corporativas](#), 28 de março de 2018
- [Ratings de Entidades Vinculadas a Governos \(GREs, na sigla em inglês para Government-Related Entities\): Metodologia e Premissas](#), 25 de março de 2015
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Principais fatores de crédito para a indústria de concessionárias de serviços de utilidade pública reguladas](#), 19 de novembro de 2013
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Perfis de crédito individual \(Stand-Alone Credit Profiles ou SACP\): componente de um rating](#), 1º de outubro de 2010
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

### Artigo

- [Rating 'brAAA' atribuído à emissão de debêntures de R\\$ 1,5 bilhão da Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo \(Sabesp\)](#), 16 de abril de 2019

## Matriz de Risco de Negócios e Risco Financeiro

Perfil de Risco de Negócios	Perfil de Risco Financeiro					
	Mínimo	Modesto	Intermediário	Significativo	Agressivo	Altamente alavancado
Excelente	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
Forte	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
<b>Satisfatório</b>	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	<b>bbb-/bb+</b>	bb	b+
Regular	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
Fraco	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
Vulnerável	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

## Tabela de Ratings Detalhados (Em 17 de abril de 2019)\*

### Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - Sabesp

Ratings de Crédito de Emissor	BB-/Estável/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAAA/Estável/--
Notas <i>senior unsecured</i>	
<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAAA
Notas <i>senior unsecured</i>	BB-

### Histórico dos Ratings de Crédito de Emissor

12-Jan-2018		BB-/Estável/--
18-Ago-2017		BB/Negativa/--
24-Mai-2017		BB/CW Neg./--
19-Fev-2016		BB/Negativa/--
13-Out-2015		BB/Estável/--
23-Dez-2014		BB+/Negativa/--
05-Mai-2014		BB+/Estável/--
11-Jul-2018	<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAAA/Estável/--
12-Jan-2018		brAA-/Estável/--
18-Ago-2017		brAA-/Negativa/--
20-Jun-2017		brAA-/CW Neg./--
24-Mai-2017		brA+/CW Neg./--
19-Fev-2016		brA+/Negativa/--
13-Out-2015		brAA-/Estável/--
23-Dez-2014		brAA+/Negativa/--
05-Mai-2014		brAA+/Estável/--

\*A menos que observado em contrário, os ratings neste relatório referem-se a ratings na escala global. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings na escala global são comparáveis entre países. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings em escala nacional referem-se a devedores ou obrigações de um país específico. Ratings de emissão ou de dívidas podem incluir dívidas garantidas por outra entidade e dívidas avaliadas garantidas por uma entidade.

Copyright© 2019 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus sites na [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (gratuito), e [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) e [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

#### **Austrália**

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).