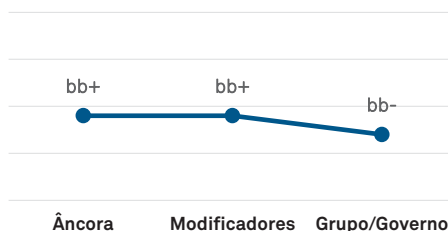
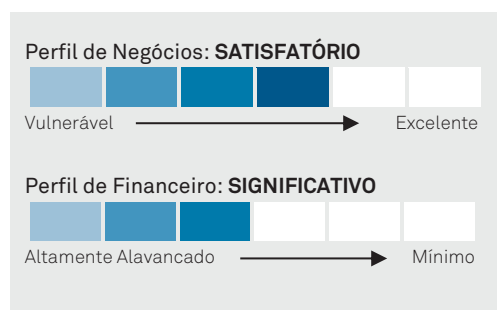


Análise Detalhada

Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo

20 de abril de 2020



ANALISTA PRINCIPAL

Vinicius Ferreira
São Paulo
55 (11) 3039-9763
vinicius.ferreira
@spglobal.com

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

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

Destaques da Análise de Crédito

Principais pontos fortes

Negócio regulado e estável de abastecimento de água e tratamento de esgotos, com monopólio e uma base de clientes diversificada.

Investimentos recentes na redundância do sistema de reservatórios ajudam a compensar parcialmente o impacto negativo das secas.

Investimentos contínuos para expandir a cobertura de água e esgoto, que já é superior à média no Brasil.

Principais riscos

Impacto da COVID-19 e da exposição cambial (sem hedge) podem deteriorar as métricas de crédito.

Ainda não são claros os planos do acionista controlador da Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (Sabesp), que é o estado de São Paulo, para a empresa. Acreditamos que a privatização seja um possível caminho.

Apesar de seu perfil de crédito individual (SACP - *stand-alone credit profile*) 'bb+', os ratings da empresa são limitados pelos ratings do Brasil.

O impacto da pandemia da COVID-19 na Sabesp deve ser moderado.

As medidas de distanciamento social para conter a disseminação do coronavírus estão afetando a atividade econômica de empresas de vários setores no Brasil. Não esperamos que a Sabesp seja significativamente afetada, dada a natureza essencial dos serviços de água e esgoto que fornece à população no estado de São Paulo. O segmento residencial, que é mais resiliente, representa

cerca de dois terços de suas receitas totais, enquanto os clientes comerciais e industriais do atacado, mais expostos às condições econômicas gerais, correspondem a menos de 30%.

No entanto, para atenuar o impacto econômico em parte dos clientes, e após anúncio do governador do estado de São Paulo – seu acionista controlador –, clientes de baixa renda estão isentos do pagamento das contas de água por 90 dias a partir de 1º de abril de 2020. A Sabesp anunciou que espera compensar as receitas mais baixas com iniciativas para reduzir as despesas e ajustes no orçamento. Mesmo desconsiderando isso, esperamos que o impacto na geração de fluxo de caixa e métricas de crédito da empresa seja muito limitado, pois as famílias que atualmente se beneficiam das tarifas de baixa renda representam cerca de 5% de seus clientes residenciais. Além disso, as margens do segmento de baixa renda são tipicamente inferiores às do restante do segmento residencial. O órgão regulador também anunciou que avaliará o equilíbrio econômico e financeiro dos serviços fornecidos pela Sabesp. Além disso, embora o regulador tenha aprovado no início de abril um ajuste de 2,4924% nas tarifas, a implementação foi adiada por 90 dias, e entrará em vigor em julho de 2020. O regulador anunciará novas tarifas especialmente para compensar por esse período de isenção. Continuaremos monitorando não apenas um potencial aumento no montante de perdas e inadimplência, mas também quaisquer interferências políticas que possam afetar o perfil de crédito da empresa.

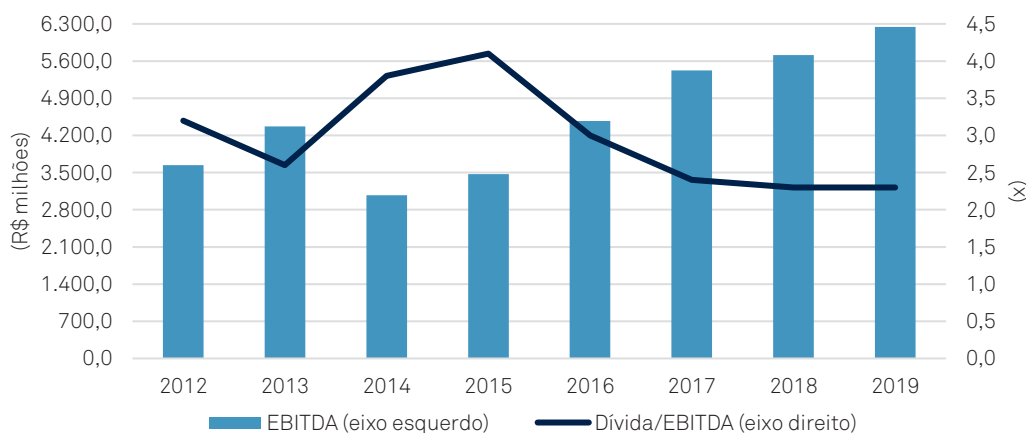
Empresa está mais resiliente ao risco de hidrologia, mas continua exposta às flutuações cambiais.

A seca severa entre 2014-2015 no estado de São Paulo, combinada com a forte depreciação do real, prejudicou 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 esteja mais resiliente à volatilidade das chuvas.

No entanto, embora gere 100% de seu fluxo de caixa em moeda local, a Sabesp 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
Evolução do EBITDA e da dívida



Copyright © 2020 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Perspectiva: Estável

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

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 resultar do impacto da pandemia da COVID-19 mais longa do que o esperado ou 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

- Nenhuma seca severa afetando as operações da empresa nos próximos anos.
- Devido à pandemia do coronavírus, alteramos nossa premissa de consumo de água. Esperamos agora crescimento nulo ou ínfimo em 2020. Também esperamos maiores níveis de inadimplência e maiores necessidade de capital de giro este ano.
- Tarifas reajustadas em 2,4924% a partir de julho de 2020. Nos próximos anos, esperamos um aumento nas tarifas de água e esgoto em linha com a inflação.
- Investimentos anuais de aproximadamente R\$ 3,5 bilhões, sobretudo para serviços de esgoto.
- Índice de pagamento de dividendos de 25% a partir de 2020.

Principais Métricas

	2020E	2021E
Dívida/EBITDA (x)	2,8-3,3	2,5-3,0
FFO/Dívida (%)	20-24	22-26

E: Esperado

Projeções de caso-base

Apesar da pandemia do coronavírus, não esperamos que as métricas de crédito da Sabesp sejam significativamente afetadas em 2020 e 2021, uma vez que está exposta sobretudo ao segmento residencial, que é mais resiliente. 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 que a SABESP registre um índice de dívida sobre EBITDA entre 2,8x-3,3x e FFO sobre dívida entre 20%-26% 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 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 372 municípios de São Paulo, estado que responde por quase 32% do PIB brasileiro. Em 31 de dezembro de 2019, as receitas ajustadas da empresa foram de R\$ 13,7 bilhões e seu EBITDA ajustado de R\$ 6,2 bilhões.

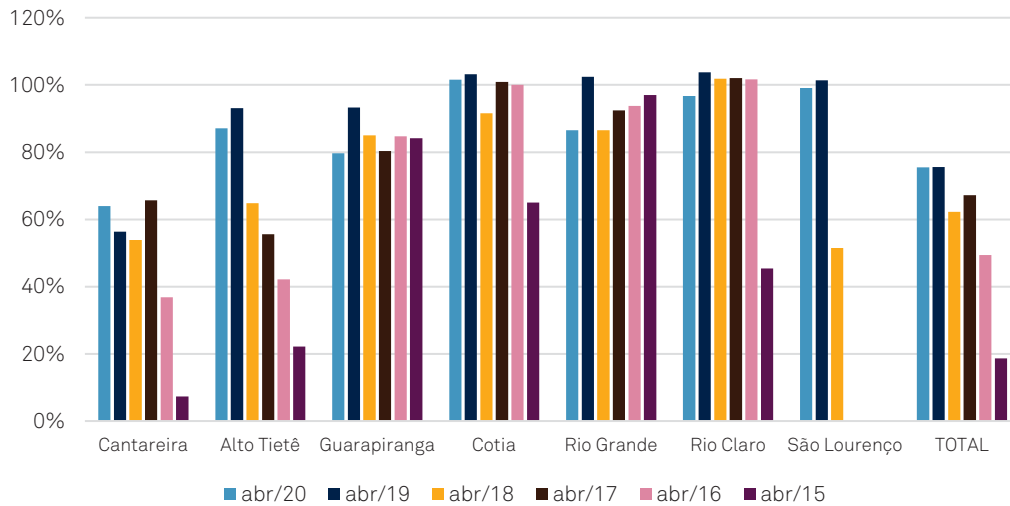
A Sabesp é uma entidade vinculada ao governo (GRE - *government-related entity*), sendo o estado de São Paulo seu acionista controlador, o qual detém 50,3% do capital da empresa. As demais ações que compõem o capital da Sabesp são negociadas na B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão e na New York Stock Exchange,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

Perfil de Risco de Negócios: Satisfatório

Marco regulatório transparente, embora 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.

Os níveis de reservatórios e a resiliência estão superiores aos dos 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 mais bem preparada para uma estação de seca severa do que no passado, indicando um desempenho operacional e financeiro mais resiliente.

Gráfico 2
Níveis dos reservatórios

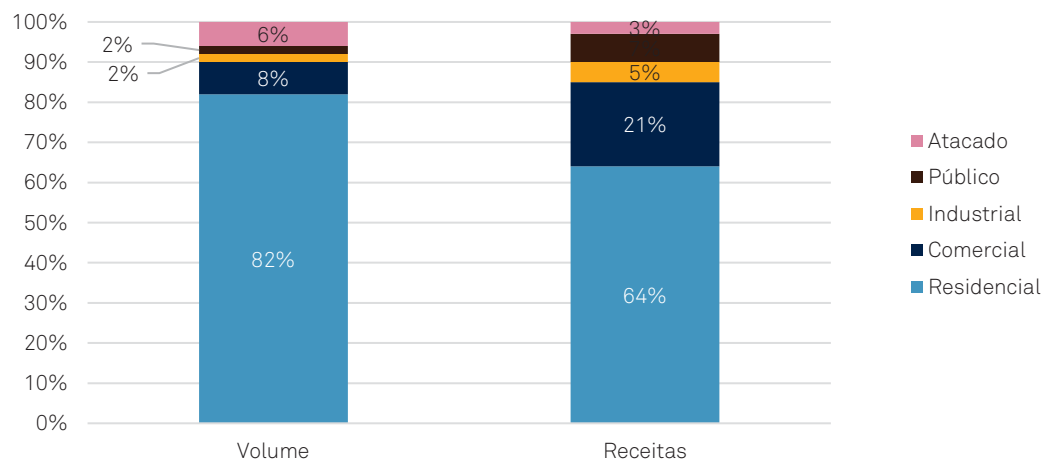


Copyright © 2020 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Base de clientes diversificada, apesar da concentração geográfica.

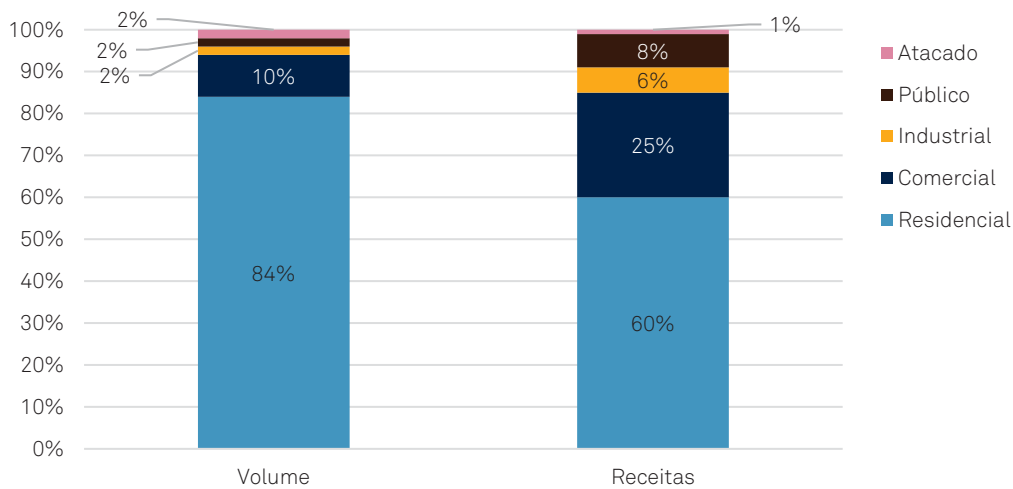
Como a base de clientes da Sabesp foca sobretudo o segmento residencial, não vemos riscos de concentração de clientes. Consideramos isso positivo para a companhia, pois o comportamento do consumo dos clientes residenciais tende a ser de certa forma inelástico. Além disso, como a Sabesp é agora responsável pelos serviços de água das cidades de Guarulhos e Santo André, o mercado de atacado terá uma menor participação em sua base de clientes.

Gráfico 3
Representatividade dos clientes dos serviços de água



Copyright © 2020 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Gráfico 4
Representatividade dos clientes de serviços de esgoto



Copyright © 2020 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 73% de suas receitas. Por outro lado, como ainda faltam 20 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

Selecionamos essas empresas como pares da Sabesp porque ambas as empresas são prestadoras exclusivamente de serviços de água, bem como entidades vinculadas ao governo e avaliadas na categoria 'BB'.

Ao compará-las, vemos que a Sabesp possui uma escala muito mais ampla e um marco regulatório ainda 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.

Tabela 1 – Comparação com os pares
Setor da indústria: Água

	Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo		Rand Water		Vodokanal St. Petersburg	
	BB-/Estável/--	BB+/Negativa/--	BB+/Estável/B	BB+/Estável/B	BB+/Estável/B	BB+/Estável/B
Ratings em 13 de abril de 2020						
(R\$ milhões)	-Exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2019-	-Exercício fiscal findo em 30 de junho de 2019-	-Exercício fiscal findo em 30 de junho de 2019-	-Exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2018-	-Exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2018-	-Exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2018-
Receitas	13.700,2	4.152,4	4.152,4	2.246,5	2.246,5	2.246,5
EBITDA	6.240,2	1.150,5	1.150,5	1.040,2	1.040,2	1.040,2
FFO	4.046,9	1.026,8	1.026,8	932,2	932,2	932,2
Despesas com juros	1.269,2	118,0	118,0	104,9	104,9	104,9
Juros-caixa pagos	970,6	123,6	123,6	96,4	96,4	96,4
Fluxo de caixa das operações	3.964,0	963,7	963,7	529,6	529,6	529,6
Capex	3.040,2	300,9	300,9	634,1	634,1	634,1
Fluxo de caixa operacional livre	923,8	662,8	662,8	(104,5)	(104,5)	(104,5)
Fluxo de caixa discricionário	183,8	662,8	662,8	(104,5)	(104,5)	(104,5)
Caixa e investimentos de curto prazo	2.253,2	960,2	960,2	58,1	58,1	58,1
Dívida	14.352,4	478,4	478,4	718,9	718,9	718,9
Patrimônio líquido	21.635,8	5.883,8	5.883,8	4.016,1	4.016,1	4.016,1
Índices ajustados						
Margem EBITDA (%)	45,5	27,7	27,7	46,3	46,3	46,3
Retorno sobre capital (%)	13,9	16,9	16,9	7,0	7,0	7,0
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	4,9	9,7	9,7	9,9	9,9	9,9
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	5,2	9,3	9,3	10,7	10,7	10,7
Dívida/EBITDA (x)	2,3	0,4	0,4	0,7	0,7	0,7
FFO/Dívida (%)	28,2	214,6	214,6	129,7	129,7	129,7
Fluxo de caixa das operações/Dívida (%)	27,6	201,4	201,4	73,7	73,7	73,7
Fluxo de caixa operacional livre/Dívida (%)	6,4	138,5	138,5	(14,5)	(14,5)	(14,5)
Fluxo de caixa discricionário/Dívida (%)	1,3	138,5	138,5	(14,5)	(14,5)	(14,5)

Perfil de Risco Financeiro: Significativo

Apesar do impacto negativo esperado da COVID-19 na atividade econômica geral e das taxas de câmbio, esperamos que a Sabesp mantenha uma performance operacional adequada e métricas de crédito relativamente confortáveis nos próximos anos. Além disso, acreditamos que as operações da Sabesp sejam agora mais resilientes à hidrologia, após os investimentos na conexão de seus reservatórios. Esperamos que a empresa registre um pico do índice de dívida sobre EBITDA em torno de 3,0x e de FFO sobre dívida próximo de 20% em 2020, com recuperação gradual nos próximos anos. Apesar do menor consumo de água, um aumento da inadimplência e maiores necessidades de capital de giro, esperamos que a Sabesp sustente essas métricas este ano.

Como a Sabesp possui um plano de investimento de cerca de R\$ 7,8 bilhões nos próximos dois anos, esperamos que precise emitir novas dívidas para financiar esses investimentos, refinanciar as dívidas existentes e distribuir dividendos.

Resumo financeiro

Tabela 2 – Resumo financeiro

Setor da indústria: Água

	-- Exercício fiscal findo em 31 de dezembro de --				
	2019	2018	2017	2016	2015
(R\$ milhões)					
Receitas	13.700,2	12.354,4	11.457,4	10.365,3	8.374,9
EBITDA	6.240,2	5.713,5	5.420,7	4.472,2	3.472,7
FFO	4.046,9	3.604,9	3.163,4	2.001,8	2.277,7
Despesas com juros	1.269,2	1.350,3	1.383,0	1.204,7	1.340,3
Juros-caixa pagos	970,6	1.220,6	1.325,1	1.440,7	1.177,2
Fluxo de caixa das operações	3.964,0	3.354,4	2.652,8	2.302,8	2.174,9
Capex	3.040,2	1.694,7	1.327,7	1.435,1	1.985,6
Fluxo de caixa operacional livre	923,8	1.659,7	1.325,2	867,8	189,3
Fluxo de caixa discricionário	183,8	1.006,3	559,2	728,4	(12,9)
Caixa e investimentos de curto prazo	2.253,2	3.029,2	2.283,0	1.886,2	1.639,2
Caixa disponível bruto	2.253,2	3.029,2	2.283,0	1.886,2	1.639,2
Dívida	14.352,4	13.093,6	12.750,3	13.343,2	14.314,6
Patrimônio líquido	21.635,8	19.551,7	17.513,0	15.419,2	13.716,6
Índices ajustados					
Margem EBITDA (%)	45,5	46,2	47,3	43,1	41,5
Retorno sobre capital (%)	13,9	14,9	14,8	12,9	9,9
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	4,9	4,2	3,9	3,7	2,6
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	5,2	4,0	3,4	2,4	2,9
Dívida/EBITDA (x)	2,3	2,3	2,4	3,0	4,1
FFO/Dívida (%)	28,2	27,5	24,8	15,0	15,9
Fluxo de caixa das operações/Dívidas (%)	27,6	25,6	20,8	17,3	15,2
Fluxo de caixa operacional livre/Dívida (%)	6,4	12,7	10,4	6,5	1,3
Fluxo de caixa discricionário/Dívida (%)	1,3	7,7	4,4	5,5	(0,1)

FFO (*Funds from operations*): Geração interna de caixa.

Liquidez: Adequada

Esperamos que as fontes de liquidez da Sabesp excedam os usos em torno de 1,1x 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 indicado por seu desempenho 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

- Caixa e investimentos líquidos consolidados de R\$ 2,3 bilhões em 31 de dezembro de 2019; e
- Geração de fluxo de caixa projetada em torno de R\$ 4,0 bilhões em 2020.

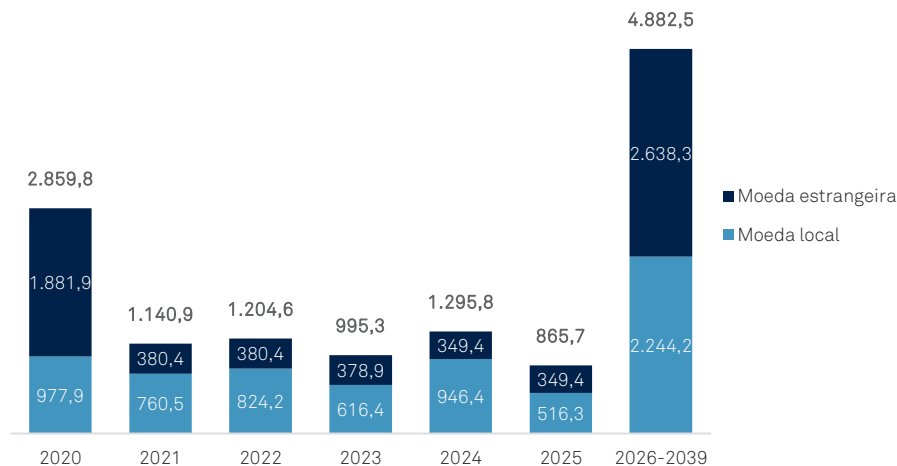
Principais usos de liquidez

- Vencimentos de dívida de curto prazo de R\$ 2,9 bilhões em 31 de dezembro de 2019;
- Investimentos anuais mínimos de cerca de R\$ 2,0 bilhões; e
- Pagamento de dividendos equivalentes a 25% do lucro líquido do exercício fiscal anterior.

Vencimentos de dívida

Gráfico 5

Perfil De Vencimento Da Dívida Em 31 de dezembro de 2019



Copyright © 2020 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 2019.

Expectativa 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% diante de um prolongamento da pandemia, de condições hidrológicas desafiadoras, ou se real se desvalorizar e a dívida bruta e líquida da empresa crescerem 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

As emissões mais recentes de debêntures da empresa estão sujeitas aos 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 10^a, 14^a e 18^a 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 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 superior; e
- Dívida líquida sobre EBITDA de até 3,2x.

Para a 12^a 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-'.

Para sua 17^a emissão de debêntures, o cálculo do cumprimento também é trimestral, e só haverá descumprimento se a Sabesp não honrar por dois trimestres consecutivos ou não consecutivos o seguinte:

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

Fatores Ambientais, Sociais e de Governança (ESG – *Environmental, Social, and Governance*)

Consideramos a Sabesp como mais exposta a riscos ambientais do que seus pares em função dos desafios operacionais e financeiros que pode enfrentar devido a eventos climáticos extremos. 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 a forçou a adotar várias medidas para controlar o consumo de água em todo o estado de São Paulo, como reduzir 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 as métricas de crédito da empresa na época.

De uma perspectiva social, a Sabesp fornece serviços de abastecimento de água a cerca de 28 milhões de pessoas diretamente e de coleta de esgoto a cerca de 24 milhões de pessoas em 372 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 os ratings da empresa. Entretanto, em nossa visão, o fato de ser controlada pelo estado de São Paulo pode prejudicar a eficácia da estrutura de governança da Sabesp, uma vez que a empresa pode promover os interesses e prioridades do governo em detrimento daqueles de outras partes relacionadas. A Sabesp também está exposta a diversas leis e regulamentos municipais. 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.

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 baseia-se nos seguintes fatores:

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

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

- No primeiro, seria criado um veículo intermediário que deteria as ações do estado na Sabesp. O governo paulista ainda controlaria a empresa, mas indiretamente.
- No segundo, a empresa seria privatizada. Contudo, 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 poder legislativo estadual.

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 são limitados pelos do Brasil.

Ratings de Emissão - Análise 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\$ 1 bilhão com vencimento em 2023, avaliada em 'brAAA';

- 21ª emissão de debêntures no valor de R\$ 500 milhões com vencimento em 2022, avaliada em 'brAAA';
- 23ª emissão de debêntures no valor de R\$ 867 milhões com vencimento em 2027, avaliada em 'brAAA';
- 24ª emissão de debêntures no valor de R\$ 400 milhões com vencimento em 2029, avaliada em 'brAAA'.

Estrutura de capital

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

Conclusões analíticas

Todos os ratings de emissão da Sabesp estão no mesmo nível 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 4 – Reconciliação dos montantes reportados pela Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ milhões)

-- Exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2019--									
Montantes Reportados pela Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo									
	Dívida	Receitas	EBITDA	Operacional	Lucro	Despesas	EBITDA Ajustado	Fluxo de Caixa	Capex
	12.710,6	17.983,7	7.491,7	5.711,6	841,3	6.240,2	4.197,2	3.273,4	
Ajustes da S&P Global Ratings									
Impostos-caixa pagos	--	--	--	--	--	(1.222,7)	--	--	--
Impostos-caixa pagos - Outros	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Juros-caixa pagos	--	--	--	--	--	(737,3)	--	--	--
Passivos de arrendamento reportados	534,1	--	--	--	--	--	--	--	--
Caixa acessível & Investimentos líquidos	(2.253,2)	--	--	--	--	--	--	--	--
Juros capitalizados	--	--	--	--	233,3	(233,3)	(233,3)	(233,3)	(233,3)
Lucro (despesa) de empresas não consolidadas	--	--	(3,7)	--	--	--	--	--	--
Lucro não operacional (despesa)	--	--	--	301,7	--	--	--	--	--
Dívida - Remuneração funcionários/Autosseguro	3.360,9	--	--	--	--	--	--	--	--
Receitas - Receitas financeiras/de juros	--	(1.336,9)	(1.336,9)	(1.336,9)	--	--	--	--	--
Receitas - Outras	--	(2.946,6)	(2.946,6)	(2.946,6)	--	--	--	--	--
COGS*- Ganhos/(perdas) de avaliação	--	--	(9,6)	(9,6)	--	--	--	--	--
COGS*- Outros itens não operacionais não recorrentes	--	--	2.881,4	2.881,4	--	--	--	--	--
SG&A- Ganhos/(perdas) de avaliação	--	--	145,1	145,1	--	--	--	--	--
EBITDA - Outros	--	--	18,7	18,7	--	--	--	--	--
Despesas com juros - Outros	--	--	--	--	194,6	--	--	--	--
Capital de giro - Impostos	--	--	--	--	--	--	1.222,7	--	--
Capital de giro - Outros	--	--	--	--	--	--	--	1.200,8	--
OCF** - Impostos	--	--	--	--	--	--	--	(1.222,7)	--
OCF** - Outros	--	--	--	--	--	--	--	(1.200,8)	--
Ajustes totais	1.641,8	(4.283,5)	(1.251,5)	(946,2)	427,9	(2.193,3)	(233,3)	(233,3)	(233,3)
Montantes ajustados pela S&P Global Ratings									
	Dívida	Receitas	EBITDA	EBIT	Despesas	FFO	Fluxo de Caixa	Capex	
	14.352,4	13.700,2	6.240,2	4.765,5	1.269,2	4.046,9	3.964,0	3.040,2	

*COGS (Cost of Goods Sold): Custo dos produtos vendidos. **OCF (Operating Cash Flow): Fluxo de Caixa Operacional.

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Global	BB-/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de negócios	Satisfatório
Risco-país	Moderadamente Alto
Risco da indústria	Muito Baixo
Posição competitiva	Satisfatória
Risco financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Âncora	bb+
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutro (sem impacto)
Estrutura de capital	Neutro (sem impacto)
Liquidez	Adequada (sem impacto)
Política financeira	Neutro (sem impacto)
Administração e governança	Regular (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis	Neutro (sem impacto)
Perfil de crédito individual (SACP)	bb+
Probabilidade de suporte do governo	Moderadamente alta (-2 degraus do SACP)
Rating acima do rating soberano	(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 para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site 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. Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [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
- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 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

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
Satisfatório	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	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 Detalhada de Ratings (Ratings em 20 de abril de 2020)**Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo**

Rating de Crédito de Emissor

Escala Global	BB-/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--

Rating de Emissão *Senior Unsecured*

Escala Nacional Brasil	brAAA
<i>Senior Unsecured</i>	BB-

Histórico do Rating 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/--
11-Jul-2018	Escala Nacional Brasil 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/--

*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.

Contato adicional: Matheus Gusman, São Paulo, (55) 11 3039-4846, matheus.f@spglobal.com

Copyright© 2020 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 COMERCIALIZAÇÃO, 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 (gratuito), e www.ratingsdirect.com e 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.

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).