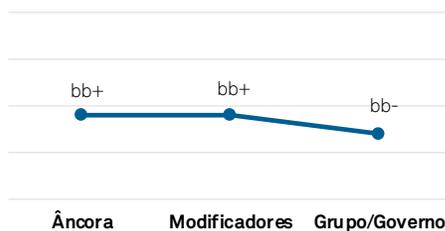
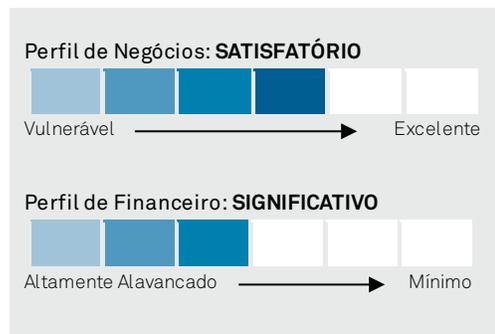


Análise Detalhada

Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - SABESP

29 de junho de 2021



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

Ratings de Crédito de Emissor

Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - SABESP

| | |
|------------------------|-------------------|
| Escala Global | BB-/Negativa/-- |
| Escala Nacional Brasil | brAAA/Negativa/-- |

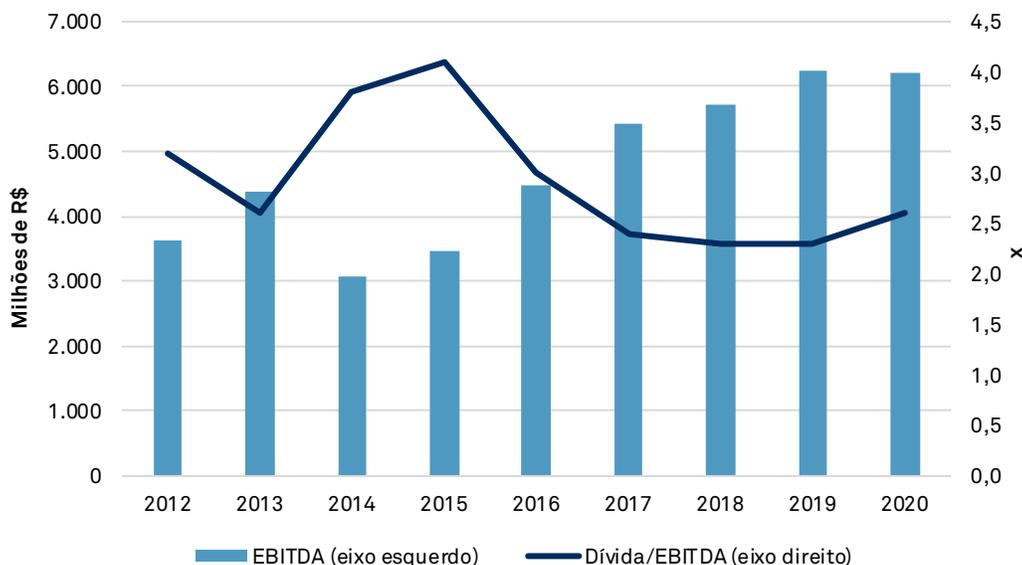
Destaques da Análise de Crédito

| Principais pontos fortes | Principais riscos |
|---|---|
| O abastecimento de água e tratamento de esgotos é um negócio regulado, estável, com monopólio e uma base de clientes diversificada. | Ainda não está claro os planos do estado de São Paulo, que é o acionista controlador da SABESP, para a empresa. Acreditamos na possibilidade de uma privatização. |
| Durante a pandemia da COVID-19, a empresa demonstrou resiliência, mantendo métricas de crédito confortáveis. | O perfil de crédito individual (SACP - <i>stand-alone credit profile</i>) é 'bb+', mas os ratings de crédito soberano do Brasil limitam os da empresa. |
| Investimentos contínuos para expandir a cobertura de água e esgoto, que já é superior à média brasileira. | Vulnerável ao impacto de secas, embora investimentos recentes na redundância do sistema de reservatórios ajudem a compensar parcialmente esse risco. |

Impacto moderado da pandemia. Mesmo tendo sido mais fraco que o de anos anteriores, o desempenho da **Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - SABESP** (SABESP) em 2020 e no primeiro trimestre de 2021 ficou alinhado às nossas expectativas. Seu índice de dívida ajustada sobre EBITDA atingiu 2,6x e prevíamos 2,8x. Dada a natureza essencial do serviço que presta, a SABESP deve continuar apresentando desempenho operacional resiliente, apesar da demanda moderada pela COVID-19, dada a retração no volume faturado das classes comercial e industrial, com queda de 10,6% e 9,0%, respectivamente, em relação aos níveis de 2019, enquanto a classe residencial, que representa a maior parte do volume faturado da empresa, está se mantendo bem (+2,9%). Conforme projetávamos, houve um aumento nas provisões para inadimplência de clientes, totalizando R\$ 445 milhões em 2020, por conta do choque econômico provocado pela pandemia, que pode continuar prejudicando os resultados em 2021.

Continuamos avaliando a liquidez da SABESP como adequada, dados seus vencimentos de longo prazo, com perfil médio ponderado de mais de quatro anos, e posição de caixa de R\$ 3,5 bilhões em 31 de março de 2021, enquanto os vencimentos das dívidas de curto prazo somavam R\$ 3,2 bilhões.

Gráfico 1 - EBITDA e alavancagem



Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Menor exposição à moeda estrangeira. Em 2020, a SABESP reduziu significativamente sua exposição à moeda estrangeira, tendo convertido para reais o empréstimo de US\$ 495 milhões do Inter-American Development Bank (IDB; AAA/Estável/A-1+) em abril, e amortizado no mês de setembro as notas no valor de US\$ 350 milhões que venciam em dezembro de 2020. Portanto, embora ainda continue exposta à moeda estrangeira, dado que seus fluxos de caixa são em reais, a dívida denominada em dólar ou iene caiu para 21% em março de 2021, sendo que um ano atrás era de 55% do endividamento total. Ainda assim, o perfil alongado de amortização da dívida em moeda estrangeira e sua taxa de juros favorável, somados aos índices de cobertura de juros superiores a 3,0x da empresa, lhe ajudam a compensar parcialmente os efeitos negativos das oscilações cambiais.

A empresa está mais resiliente ao risco hidrológico. A forte seca de 2014-2015 afetou as operações da SABESP, mas desde então, a empresa vem investindo significativamente para melhorar a confiabilidade no sistema de seus reservatórios de água, tornando-o mais resistente à volatilidade na entrada de água, especialmente considerando que as atuais condições hidrológicas são mais fracas do que às dos últimos anos.

Perspectiva: Negativa

A perspectiva negativa dos nossos ratings de crédito corporativo da SABESP para os próximos 12 meses indica nossa visão de que, como uma concessionária regulada, a empresa poderá estar sujeita à intervenção em um cenário improvável e hipotético de default do governo.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings nos próximos 12 meses no caso de uma deterioração fiscal no estado de São Paulo, que é o acionista controlador da SABESP, o que pode se traduzir em potencial interferência na política financeira da empresa ou em seus ajustes de tarifas. Se houver um rebaixamento nos ratings de crédito soberano do Brasil (BB-/Estável/B e brAAA/Estável/--), haverá uma ação similar nos nossos ratings da empresa porque sua qualidade de crédito se limita à do soberano. Poderemos também rebaixar nossos ratings com base nos próprios fundamentos da SABESP, como, por exemplo, se seu índice de geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida cair para menos de 9% ou se sua dívida sobre EBITDA ultrapassar 5,5x. Isso poderá ser deflagrado por uma combinação de desempenho operacional mais fraco devido a um período de poucas chuvas, com uma desvalorização acentuada do real.

Cenário de elevação

Poderemos alterar a perspectiva dos nossos ratings da SABESP para estável se as condições fiscais do acionista melhorarem ou ainda se houver a implementação de medidas específicas de forma que limitem efetivamente a capacidade de interferência do estado na empresa. Poderemos revisar para cima o SACP da empresa se sua dívida sobre EBITDA ficar consistentemente abaixo de 2,0x e o FFO sobre dívida perto de 35%, principalmente por melhor desempenho, menor endividamento, combinados com uma menor exposição à dívida em moeda estrangeira.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- Nenhuma seca severa afetando as operações da empresa nos próximos anos.
- Com a economia em recuperação, dado que o consumo residencial permaneceu resiliente durante a pandemia, esperamos agora um crescimento de 1,5% nos serviços de água e esgoto.
- Reajuste de tarifas pela inflação.
- Investimentos anuais de cerca de R\$ 4,2 bilhões, sobretudo para serviços de esgoto.
- Pagamento de dividendos de 27,9%.

| | 2021E | 2022E |
|-------------------------|---------|---------|
| Dívida sobre EBITDA (x) | 2,5-3,0 | 2,5-3,0 |
| FFO sobre dívida (%) | 23-27 | 23-27 |

E – Esperado

Projeções de caso-base

Apesar da pandemia, as métricas de crédito da SABESP se mostraram resilientes em 2020, tendo fechado o ano com um índice de dívida sobre EBITDA de 2,6x, visto que atende principalmente à classe residencial, que é mais resiliente. Além disso, dados os investimentos no passado para integração dos seus principais reservatórios, acreditamos que o desempenho da empresa estará mais resiliente a um cenário de seca. Portanto, esperamos que sua dívida sobre EBITDA fique entre 2,5x-3,0x nos próximos anos e o FFO sobre dívida em torno de 23%-26%.

Descrição da Empresa

A SABESP é a maior prestadora de serviços de água e esgoto na América Latina em termos de número de clientes e receitas líquidas. A empresa opera sistemas de água e esgoto em 375 municípios de São Paulo, estado que responde por quase 32% do PIB brasileiro. Também é uma entidade vinculada ao governo (GRE - *government-related entity*), sendo o estado de São Paulo seu acionista controlador, detendo 50,3% de seu capital. As demais ações da SABESP são negociadas na B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) 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 de capital (WACC - *Weighted Average Cost of Capital*) que pagará os investimentos da empresa, os quais, por sua vez, aumentarão sua base de ativos durante o ciclo.

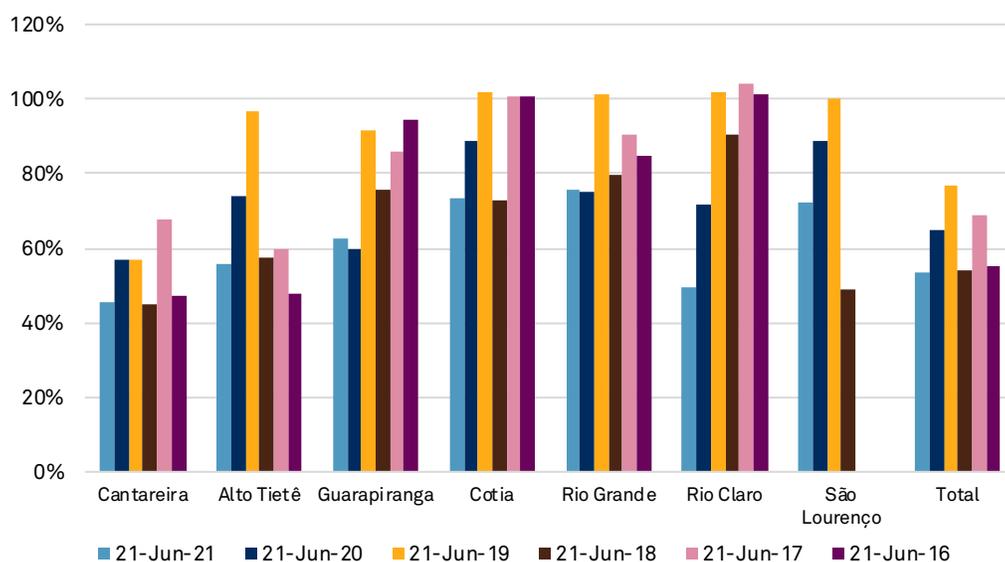
Em abril passado, o regulador aprovou os termos do terceiro ciclo de revisão tarifária, que incorporou mudanças na estrutura das taxas e em seus componentes. Uma taxa básica (P0) foi aprovada em R\$ 5,1213/m³ em fevereiro de 2021 com base em um WACC regulatório de 8,10%. As mudanças na estrutura tarifária serão implementadas gradualmente a partir de 2022. A nova taxa consistirá no seguinte:

- Valor fixo por conexão para cobrir os custos de infraestrutura, e um valor variável em função dos volumes.
- Remoção da cobrança mínima mensal de 10 m³.
- Tarifa única para todas as regiões e diferenciação para cada tipo de serviço, como abastecimento de água, coleta e tratamento de esgoto.
- Aumento escalonado da tarifa real para clientes residenciais: 1,5% em 2022, 3,0% em 2023 e 4,6% em 2024.

Acreditamos que o marco regulatório em vigor assegura que a SABESP continuará investindo na melhoria da cobertura dos serviços nos municípios onde opera.

Resiliência a secas é maior do que nos anos anteriores. Desde a seca de 2014-2015, a SABESP vem adotando várias medidas para conectar seus reservatórios de água que atendem à região metropolitana de São Paulo e aumentar a produção de água. Atualmente, mesmo com os níveis dos reservatórios mais baixos do que há um ano, acreditamos que a empresa está mais bem preparada para uma temporada de seca severa do que no passado, indicando um desempenho operacional e financeiro mais resiliente. Os níveis de água em seus principais reservatórios, o Cantareira e o Alto Tietê, que representam cerca de 60% do abastecimento de água da região metropolitana de São Paulo, eram de 45,2% e 54,7% em 28 de junho de 2021, versus 56,4% e 73,5% um ano atrás.

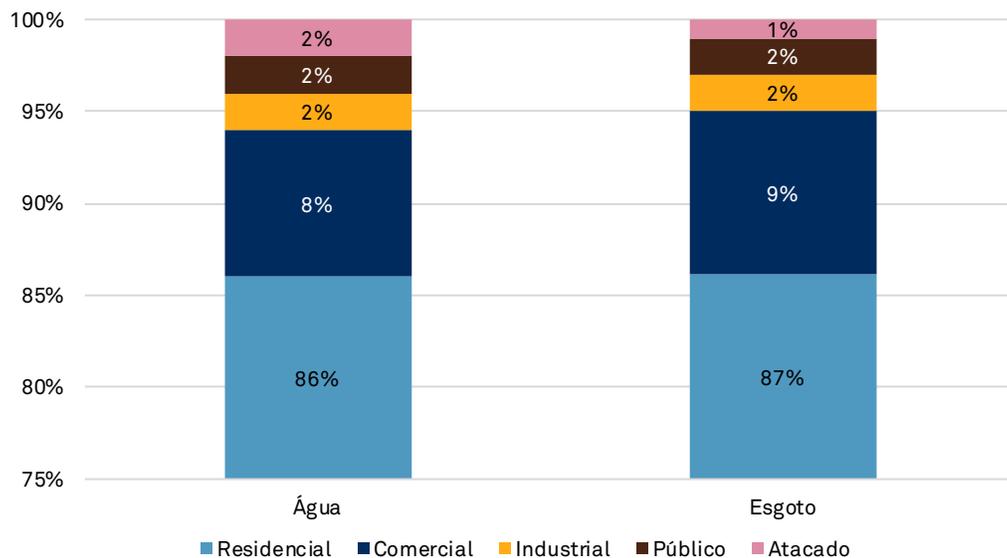
Gráfico 2 - Nível dos reservatórios



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Base de clientes diversificada, apesar da concentração geográfica. Tendo em vista que a maior parte de sua base de clientes é composta da classe residencial, não acreditamos que a SABESP enfrentará riscos de concentração de clientes. Vemos isso como positivo para a empresa, pois o comportamento de consumo dos clientes residenciais tende a ser de certa forma inelástico. Além disso, como a SABESP agora é a responsável pelos serviços de água das cidades de Guarulhos, Mauá e Santo André, a participação do mercado de atacado em sua base de clientes será menor.

Gráfico 3 - Composição dos clientes por volume faturado em 2020



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

A SABESP atua majoritariamente na região metropolitana da cidade de São Paulo, que representa cerca de 70% de sua receita. Por outro lado, o contrato de concessão dessa área, ainda com 19 anos restantes, lhe proporciona estabilidade de receita.

Comparação com os pares

Selecionamos a Rand Water e a Vodokanal St. Petersburgas como pares da SABESP porque ambas as empresas são prestadoras exclusivas de serviços de água, além de serem GREs 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 | | | |
| | Sabesp | Rand Water | Vodokanal St. Petersburg |
| Ratings em 4 de junho de 2021 | BB-/Negativa/-- | BB-/Estável/-- | BB+/Estável/B |
| --Ano fiscal findo em-- | | | |
| | 31 de dezembro de 2020 | 30 de junho de 2020 | 31 de dezembro de 2019 |
| (R\$ Milhões) | | | |
| Receitas | 13.800,2 | 5.187,3 | 2.326,2 |
| EBITDA | 6.199,7 | 1.264,8 | 1.117,9 |
| FFO | 4.961,7 | 1.126,6 | 961,1 |
| Despesas com juros | 1.210,3 | 137,7 | 80,4 |
| Juros-caixa pagos | 865,0 | 138,2 | 106,5 |
| Fluxo de caixa das operações | 4.739,9 | 1.020,4 | 622,2 |
| Capex | 3.103,7 | 532,9 | 627,9 |
| FOCF | 1.636,1 | 487,5 | (5,6) |
| Fluxo de caixa discricionário (DCF - discretionary cash flow) | 746,0 | 487,5 | (5,6) |
| Caixa e investimentos de curto prazo | 3.807,5 | 1.802,1 | 121,4 |
| Dívida | 16.319,7 | 0,0 | 614,6 |
| Patrimônio líquido | 22.793,7 | 8.093,4 | 5.735,2 |
| Índices ajustados | | | |
| Margem EBITDA (%) | 44,9 | 24,4 | 48,1 |
| Retorno sobre capital (%) | 11,8 | 15,7 | 8,2 |
| Cobertura de juros pelo EBITDA (x) | 5,1 | 9,2 | 13,9 |
| Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x) | 6,7 | 9,2 | 10,0 |
| Dívida/EBITDA (x) | 2,6 | 0,0 | 0,5 |
| FFO/Dívida (%) | 30,4 | N.S. | 156,4 |
| Fluxo de caixa das operações/Dívida (%) | 29,0 | N.S. | 101,2 |
| FOCF/Dívida (%) | 10,0 | N.S. | (0,9) |
| DCF/Dívida (%) | 4,6 | N.S. | (0,9) |
| N.S.--Não Significativo | | | |

Perfil de Risco Financeiro: Significativo

A SABESP mostrou resiliência em 2020, apesar do forte impacto da COVID-19 na atividade econômica em geral e nas taxas de câmbio, tendo sustentado um desempenho operacional adequado e métricas de crédito confortáveis, que esperamos continuem assim nos próximos anos. Além disso, acreditamos que suas operações agora estarão mais resilientes à hidrologia, após os investimentos na conexão de seus reservatórios. Portanto, projetamos que sua dívida sobre EBITDA permanecerá entre 2,5-3,0x e o FFO sobre dívida em cerca de 25% nos próximos anos. Como a SABESP possui um plano de investimentos robusto, de cerca de R\$ 21 bilhões até 2025, acreditamos que precisará captar novas dívidas para financiá-lo e também para refinaranciar dívidas existentes e distribuir dividendos nos próximos anos.

Tabela 2 - Resumo Financeiro**Setor da indústria: Água**

| | 1T21 findos nos últimos 12 meses | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 |
|--|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| (R\$ Milhões) | | | | | | |
| Receitas | 13.933,3 | 13.800,2 | 13.700,2 | 12.354,4 | 11.457,4 | 10.365,3 |
| EBITDA | 6.325,0 | 6.199,7 | 6.299,3 | 5.713,5 | 5.420,7 | 4.472,2 |
| FFO | 4.808,8 | 4.961,7 | 4.106,0 | 3.604,9 | 3.163,4 | 2.001,8 |
| Despesas com juros | 1.171,0 | 1.210,3 | 1.269,2 | 1.350,3 | 1.383,0 | 1.204,7 |
| Juros-caixa pagos | 628,7 | 865,0 | 970,6 | 1.220,6 | 1.325,1 | 1.440,7 |
| Fluxo de caixa das operações | 4.612,9 | 4.739,9 | 3.964,0 | 3.354,4 | 2.652,8 | 2.302,8 |
| Capex | 3.376,9 | 3.103,7 | 3.040,2 | 1.694,7 | 1.327,7 | 1.435,1 |
| FOCF | 1.236,0 | 1.636,1 | 923,8 | 1.659,7 | 1.325,2 | 867,8 |
| Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>) | 345,9 | 746,0 | 183,8 | 1.006,3 | 559,2 | 728,4 |
| Caixa e investimentos de curto prazo | 3.508,4 | 3.807,5 | 2.253,2 | 3.029,2 | 2.283,0 | 1.886,2 |
| Caixa disponível bruto | 3.508,4 | 3.807,5 | 2.253,2 | 3.029,2 | 2.283,0 | 1.886,2 |
| Dívida | 16.376,2 | 16.319,7 | 14.352,4 | 13.093,6 | 12.750,3 | 13.343,2 |
| Patrimônio líquido | 23.290,6 | 22.793,7 | 21.635,8 | 19.551,7 | 17.513,0 | 15.419,2 |
| Índices ajustados | | | | | | |
| Margem EBITDA (%) | 45,4 | 44,9 | 46,0 | 46,2 | 47,3 | 43,1 |
| Retorno sobre capital (%) | 11,4 | 11,8 | 14,1 | 14,9 | 14,8 | 12,9 |
| Cobertura de juros pelo EBITDA (x) | 5,4 | 5,1 | 5,0 | 4,2 | 3,9 | 3,7 |
| Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x) | 6,7 | 6,7 | 5,2 | 4,0 | 3,4 | 2,4 |
| Dívida/EBITDA (x) | 2,6 | 2,6 | 2,3 | 2,3 | 2,4 | 3,0 |
| FFO/Dívida (%) | 29,4 | 30,4 | 28,6 | 27,5 | 24,8 | 15,0 |
| Fluxo de caixa das operações/Dívida (%) | 28,2 | 29,0 | 27,6 | 25,6 | 20,8 | 17,3 |
| FOCF/Dívida (%) | 7,5 | 10,0 | 6,4 | 12,7 | 10,4 | 6,5 |
| DCF/Dívida (%) | 2,1 | 4,6 | 1,3 | 7,7 | 4,4 | 5,5 |

Liquidez: Adequada

Ainda vemos a liquidez da SABESP como adequada porque esperamos que as fontes de caixa excedam os usos em mais de 1,1x nos próximos 12 meses, e que a empresa continue cumprindo com suas cláusulas contratuais restritivas (*covenants*). Projetamos que a relação entre fontes e usos de caixa seguirá positiva nos próximos 12 meses, ainda que o EBITDA projetado caia 10%. Acreditamos que a empresa possui flexibilidade para absorver eventos de alto impacto, mas de baixa probabilidade, com risco de refinanciamento limitado, como indicado por seu desempenho na seca de 2015. Em nossa visão, a SABESP tem bom acesso aos mercados de capitais e dívida,

além de um sólido relacionamento com bancos públicos e privados e agências multilaterais de crédito.

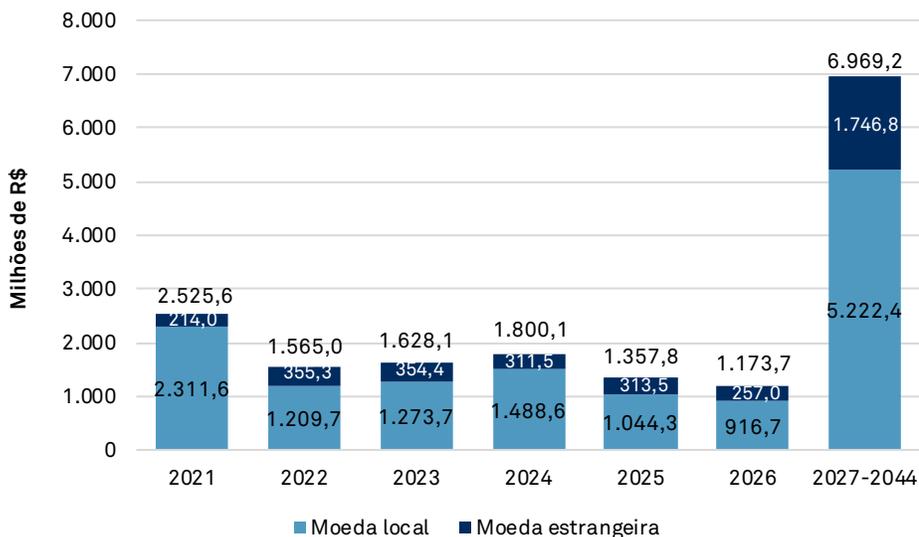
Principais fontes de liquidez

- Caixa consolidado e investimentos líquidos de R\$ 3,5 bilhões em 31 de março de 2021.
- Fluxo de caixa projetado de cerca de R\$ 4,5 bilhões nos próximos 12 meses.

Principais usos de liquidez

- Dívidas de curto prazo de R\$ 3,2 bilhões em 31 de março de 2021.
- Investimentos anuais mínimos de cerca de R\$ 2,0 bilhões.

Gráfico 4 - Vencimentos de dívidas (em 31 de março de 2021)



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Os contratos de dívidas da SABESP estabelecem diversos *covenants* e todos estavam sendo cumpridos em março de 2021.

Expectativa de cumprimento

Esperamos que a empresa cumpra com seus *covenants* nos próximos trimestres, mesmo com a volatilidade cambial, já que cerca de 20% de sua dívida é denominada em dólar ou iene. Ainda que seu EBITDA decline cerca de 10% em face de um prolongamento da pandemia, de condições hidrológicas desafiadoras, ou de uma desvalorização do real e de um crescimento de 15% em sua dívida bruta e líquida, acreditamos que a SABESP terá colchão suficiente para continuar cumprindo com seus *covenants*. Em nossa visão, conforme vencida ou era financiada a dívida da empresa, o *covenant* de 3,65x de dívida bruta sobre EBITDA foi sendo substituído gradativamente pelo limite de 3,50x com base na dívida líquida.

Requisitos/Exigências

As emissões mais recentes de debêntures da empresa estão sujeitas aos seguintes *covenants*:

- Dívida líquida sobre EBITDA de até 3,5x.
- Cobertura de juros pelo EBITDA de pelo menos 1,5x.

Esses *covenants* são medidos trimestralmente e uma aceleração do pagamento da dívida ocorrerá somente se a empresa não conseguir cumpri-los por dois trimestres consecutivos ou não consecutivos (em um período de 12 meses). Para as suas 14^a e 18^a emissões de debêntures e seu empréstimo com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), exceto para o contrato 08.2.0169.1, o cumprimento do *covenant* é medido trimestralmente e incorpora o seguinte:

- Dívida líquida sobre EBITDA de até 3,0x.
- Cobertura de juros pelo EBITDA igual ou superior a 3,5x.

Um descumprimento de *covenant* ocorrerá se a SABESP não cumprir com esses limites por dois trimestres durante um período de 12 meses. Para o empréstimo com o BNDES, a empresa precisará aumentar os recebíveis dados em garantia em 20% se houver descumprimento.

Para o contrato 08.2.0169.1 com o BNDES, calculado anualmente, são estes os *covenants*:

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

Para a 12^a emissão de debêntures, o cumprimento dos *covenants* é medido trimestralmente e só haverá descumprimento se a SABESP não honrar por dois trimestres em um período de 12 meses os seguintes limites:

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

Essa emissão também possui uma cláusula de gatilho de rating, portanto, se rebaixarmos nosso rating na Escala Nacional Brasil da SABESP para abaixo de 'brAA-', o pagamento da dívida será acelerado.

Para sua 17^a emissão de debêntures, o cálculo de cumprimento do *covenant* 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 pelo menos 1,5x.

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

Vemos a SABESP como mais exposta a riscos ambientais do que seus pares, devido aos desafios operacionais e financeiros que a concessionária de água brasileira pode enfrentar caso ocorra 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 concessão. Por exemplo, o nível da água no reservatório principal da SABESP caiu por causa de uma forte seca em 2014, obrigando a concessionária a tomar várias medidas para controlar o consumo de água em todo o estado de São Paulo, como a redução da pressão da água, interrompendo o abastecimento 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 na época.

Quanto aos fatores sociais, a SABESP fornece serviços de abastecimento de água a cerca de 28 milhões de pessoas diretamente e de coleta de esgoto a quase 24 milhões de pessoas em 375 municípios no estado de São Paulo. Comparada à média de outras empresas no Brasil, vemos a distribuição de água e cobertura de coleta de esgoto da SABESP muito mais alta. A empresa atende a uma área e população muito mais extensas, o que exigiu sólidos investimentos na expansão dos serviços e melhorou a qualidade de vida das comunidades onde atua.

Em relação aos fatores de governança, o controle do estado sobre a SABESP poderia, em última análise, enfraquecer a eficácia de sua estrutura de governança, pois poderia promover os interesses e prioridades do governo em detrimento daqueles de outros acionistas. A empresa também está exposta a extensas leis e regulamentos. No entanto, os ratings consideram que o risco de interferência, embora maior do que em outras jurisdições, não colocaria em risco o perfil de crédito da empresa.

Influência do Grupo

Vemos a SABESP como uma GRE porque o estado de São Paulo possui 50,3% de participação. Em geral, a qualidade de crédito dos governos locais e regionais (LRGs - *local and regional governments*) brasileiros geralmente limita a das entidades que controlam. Atribuímos vários graus de probabilidade de suporte dos estados a essas empresas. No entanto, também acreditamos que os estados podem intervir, redirecionando recursos para o governo e, portanto, podem enfraquecer as GREs, especialmente em meio a condições fiscais desafiadoras. Acreditamos que a SABESP possui sólidos padrões de governança, um histórico de atuação sem intervenção do governo e resiliência financeira, o que ajuda a mitigar o risco de potencial interferência. Além disso, embora os dividendos que a empresa deva distribuir não sejam relevantes quando comparados à receita operacional geral do estado, a SABESP é um importante veículo para o estado em termos de investimento público na economia local. Também acreditamos que o incentivo do estado para prejudicar um provedor de serviços essenciais é limitado em meio a uma crise de saúde pública sem precedentes. Ainda assim, também testamos a resiliência da SABESP a um cenário hipotético de default do estado de São Paulo. Devido à ainda fraca economia brasileira e ao fato de nosso caso-base já refletir condições estressadas, o nível de estresse incorporado em nosso teste na SABESP foi limitado e incluiu um aumento extraordinário no tributo estadual, um atraso na aplicação de tarifas e necessidades de capital muito mais altas em função do aumento da inadimplência. Nesse cenário hipotético, esperamos que a SABESP seja relativamente resiliente a um default estadual.

Ratings de Emissão - Análise de Subordinação

Avaliamos os seguintes instrumentos de dívida da SABESP:

- 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'.

- 25ª emissão de debêntures no valor de R\$ 1,45 bilhão com vencimento em 2021, avaliada em 'brAAA'.
- 26ª emissão de debêntures no valor de R\$ 1,45 bilhão com vencimento em 2030, avaliada em 'brAAA'.
- 27ª emissão de debêntures no valor de R\$ 1 bilhão com vencimento em 2027, avaliada em 'brAAA'.
- 28ª emissão de debêntures de até R\$ 1,2 bilhão com vencimento em 2028, avaliada em 'brAAA'.

Estrutura de capital

A estrutura de capital da SABESP consiste de dívidas que somam aproximadamente R\$ 17 bilhões, incluindo sua dívida *senior unsecured*.

Conclusões analíticas

Todos os ratings de emissão da SABESP estão no mesmo nível dos ratings de crédito de emissor que atribuímos à empresa na escala global e na Escala Nacional Brasil. Isso porque a SABESP emitiu toda a dívida classificada no nível operacional e menos de 20% de sua dívida é *secured*, e, portanto, não representa uma desvantagem significativa para os credores *unsecured*.

Reconciliação

Tabela 3 - Reconciliação dos montantes reportados pela Sabesp com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ Milhões)

| --Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2020-- | | | | | | | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|-------------------|-------------------|---|------------------------------|---------|--|
| Montantes reportados pela Sabesp | | | | | | | | | |
| | Dívida | Receita | EBITDA | Lucro operacional | Despesas de juros | EBITDA ajustado pela S&P Global Ratings | Fluxo de caixa das operações | Capex | |
| Reportado | 16.784,0 | 17.797,5 | 6.529,5 | 4.492,4 | 812,7 | 6.199,7 | 4.978,2 | 3.342,1 | |
| Ajustes da S&P Global Ratings | | | | | | | | | |
| Impostos-caixa pagos | -- | -- | -- | -- | -- | (373,1) | -- | -- | |
| Juros-caixa pagos | -- | -- | -- | -- | -- | (626,6) | -- | -- | |
| Passivos de arrendamentos reportados | 474,6 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | |
| Caixa acessível & investimentos líquidos | (3.807,5) | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | |
| Juros capitalizados | -- | -- | -- | -- | 238,3 | (238,3) | (238,3) | (238,3) | |
| Resultado (despesas) de empresas não consolidadas | -- | -- | (14,1) | -- | -- | -- | -- | -- | |
| Resultado não operacional (despesa) | -- | -- | -- | 238,1 | -- | -- | -- | -- | |
| Dívida: Remuneração de trabalhadores / autossseguro | 2.868,6 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | |
| Receita: Lucro financeiro/juros | -- | (280,8) | (280,8) | (280,8) | -- | -- | -- | -- | |
| Receita: Outros | -- | (3.716,6) | (3.716,6) | (3.716,6) | -- | -- | -- | -- | |
| COGS: ganhos/(perdas) de atualização monetária | -- | -- | 37,3 | 37,3 | -- | -- | -- | -- | |
| COGS* - Itens não operacionais não recorrentes | -- | -- | 3.630,1 | 3.630,1 | -- | -- | -- | -- | |
| SG&A: Ganhos/(perdas) de atualização monetária | -- | -- | 122,0 | 122,0 | -- | -- | -- | -- | |
| EBITDA: Outros | -- | -- | (107,7) | (107,7) | -- | -- | -- | -- | |
| Despesas com juros: Outros | -- | -- | -- | -- | 159,3 | -- | -- | -- | |
| Capital de giro: Impostos | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 373,1 | -- | |
| Capital de giro: Outros | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 977,2 | -- | |
| Fluxo de caixa operacional: Impostos | -- | -- | -- | -- | -- | -- | (373,1) | -- | |
| Fluxo de caixa operacional: Outros | -- | -- | -- | -- | -- | -- | (977,2) | -- | |
| Ajustes totais | (464,3) | (3.997,4) | (329,8) | (77,5) | 397,6 | (1.238,1) | (238,3) | (238,3) | |
| Montantes ajustados pela S&P Global Ratings | | | | | | | | | |
| | Dívida | Receita | EBITDA | EBIT | Despesas de juros | FFO | Fluxo de caixa das operações | Capex | |
| Ajustados | 16.319,7 | 13.800,2 | 6.199,7 | 4.414,8 | 1.210,3 | 4.961,7 | 4.739,9 | 3.103,7 | |

*Custo das mercadorias vendidas (COGS - Cost of Goods Sold)

Tabela de Classificação de Ratings

| | |
|--|------------------------|
| Rating de Crédito de Emissor | |
| Escala Global | BB-/Negativa/-- |
| Escala Nacional Brasil | brAAA/Negativa/-- |
| 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 | Neutra (sem impacto) |
| Estrutura de capital | Neutra (sem impacto) |
| Liquidez | Adequada (sem impacto) |
| Política financeira | Neutra (sem impacto) |
| Administração e governança | Regular (sem impacto) |
| Análise de ratings comparáveis | Neutra (sem impacto) |
| Perfil de crédito individual (SACP) | bb+ |
| Probabilidade de suporte governamental | Moderadamente alta |

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

- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [Critério Geral: Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Refletindo o risco de subordinação em ratings de emissão de entidades corporativas](#), 28 de março de 2018
- [Ratings de Entidades Vinculadas a Governos \(GREs, ou Government-Related Entities\): Metodologia e Premissas](#), 25 de março de 2015
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Metodologia 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
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 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
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011
- [Perfis de crédito individuais \(Stand-Alone Credit Profiles ou SACP\): Componente de um rating](#), 1º de outubro de 2010

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 29 de junho de 2021)

| Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo | |
|--|-------------------|
| Rating de Crédito de Emissor | |
| Escala Global | BB-/Negativa/-- |
| Escala Nacional Brasil | brAAA/Negativa/-- |
| Rating de Emissão <i>Senior Unsecured</i> | |
| Escala Nacional Brasil | brAAA |
| Histórico do Rating de Crédito de Emissor | |
| <i>Escala Global</i> | |
| 12-Jun-2020 | BB-/Negativa/-- |
| 12-Jan-2018 | BB-/Estável/-- |
| 18-Ago-2017 | BB/Negativa/-- |
| 24-Mai-2017 | BB/CW Neg./-- |
| <i>Escala Nacional Brasil</i> | |
| 12-Jun-2020 | brAAA/Negativa/-- |
| 11-Jul-2018 | brAAA/Estável/-- |
| 12-Jan-2018 | brAA-/Estável/-- |
| 18-Ago-2017 | brAA-/Negativa/-- |
| 20-Jun-2017 | brAA-/CW Neg./-- |
| 24-Mai-2017 | brA+/CW Neg./-- |

*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 © 2021 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 websites www.spglobal.com/ratings/pt/ (gratuito) e www.ratingsdirect.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.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGS DIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.