

12 de junho de 2018

Ratings 'BB-' e 'brAA-' da CESP reafirmados; perspectiva continua estável

Analista principal:

Álvaro Landi, São Paulo, 55 (11) 3039-9757, alvaro.landi@spglobal.com

Contato analítico adicional:

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

Líder do comitê de rating:

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

Resumo

- Esperamos que empresa brasileira de geração de energia elétrica CESP mantenha níveis reduzidos de alavancagem nos próximos anos, apesar de sua maior dependência de energia de terceiros para honrar seus contratos.
- Reafirmamos os ratings 'BB-' na escala global e 'brAA-' na Escala Nacional Brasil da CESP, os quais são limitados aos ratings do estado de São Paulo.
- A perspectiva estável reflete aquela dos ratings do estado de São Paulo.

Ação de Rating

São Paulo (S&P Global Ratings), 12 de junho de 2018 – A S&P Global Ratings reafirmou hoje os ratings 'BB-' na escala global e 'brAA-' na Escala Nacional Brasil à **CESP - Companhia Energética de São Paulo** (CESP), ambos com perspectiva estável. O perfil de crédito individual (SACP, na sigla em inglês) 'bbb-' da empresa permanece inalterado.

Fundamentos

O SACP 'bbb-' da empresa reflete nossa visão de que a CESP manterá sua alavancagem muito baixa nos próximos anos, apesar da crescente dependência de energia de terceiros para honrar seus contratos de venda de energia elétrica. No entanto, os ratings da empresa permanecem limitados aos de seu acionista, o estado de São Paulo (BB-/Estável/--, brAA-/Estável/--). Apesar de não esperarmos um cenário de intervenção do governo no curto prazo, os ratings são limitados pela ausência de um marco legal que proteja a empresa de uma potencial intervenção negativa de seu acionista controlador em um cenário hipotético de default e/ou de um estresse financeiro.

Continuamos avaliando a CESP como uma empresa de um único ativo, uma vez que Porto Primavera representa mais de 90% de seus 1.003 megawatts (MW) de energia disponível para venda aos clientes. Além disso, após o Ministério de Minas e Energia (MME) revisar para baixo o nível de energia assegurada (que determina o montante máximo que as usinas hidrelétricas podem vender no Brasil) da CESP, a geração de energia pela empresa se reduziu em relação a seus contratos – indicando que, mesmo em condições hidrológicas favoráveis, a empresa dependeria de eletricidade de terceiros para honrar as entregas contratadas por seus clientes. Isso pressiona a eficiência operacional e a rentabilidade da empresa. Tal concentração em uma única usina hidrelétrica, somada ao descompasso entre a energia assegurada e as entregas contratadas, reforça nossa opinião de que a CESP se compara negativamente com outras geradoras de energia com capacidade similar.

A CESP deve reportar margens EBITDA mais baixas (entre 20% e 25%) nos próximos anos, mas ainda esperamos que sua geração de fluxo de caixa seja suficiente para honrar o serviço de sua dívida e amortizá-la dentro do prazo de vencimento, sem necessidade de refinanciamento, enquanto mantém sua alavancagem muito baixa.

Nosso cenário-base para a CESP considera as seguintes premissas:

- Taxa de inflação, que vinculamos a reajustes dos contratos de energia elétrica e a custos gerais e administrativos, de 3,6% em 2018 e 4,0% em 2019;
- Energia elétrica adquirida de terceiros totalizando cerca de 190 MW por ano; e
- Investimentos (capex) em torno de R\$ 10,0 milhões em 2018 e 2019.

Com base nessas premissas, esperamos que a CESP registre as seguintes métricas de crédito em 2018 e 2019:

- EBITDA ajustado em torno de R\$ 300 milhões-R\$ 350 milhões por ano; e
- Índice de dívida sobre EBITDA inferior a 1,0x.

Atualmente, a empresa está envolvida em litígios com o MME com relação a indenizações de investimentos não amortizados sobre suas concessões anteriores não renovadas mediante os termos da Lei 12.783/2013 – as usinas hidrelétricas de Três Irmãos, Jupia e Ilha Solteira. A CESP argumenta que deve receber mais de R\$ 8 bilhões, enquanto a proposta do MME foi de R\$ 1,7 bilhão. Uma decisão favorável da Justiça poderá gerar fluxos de caixa extraordinários para a CESP, mas como o prazo para essa decisão judicial é incerto, não o incorporamos em nosso cenário-base.

Influência do governo

A CESP está em processo de privatização pelo governo do estado de São Paulo, embora a data ainda seja incerta. Dado o menor porte da empresa após esta optar por não renovar suas concessões, acreditamos que o estado de São Paulo preferirá monetizar sua participação de controle na empresa em vez de receber fluxos de dividendos, os quais são agora muito mais baixos do que no passado. Dessa forma, vemos uma baixa probabilidade de suporte extraordinário do governo para a CESP.

Liquidez

Em nossa visão, a liquidez da CESP permanece adequada. Esperamos que as fontes de caixa superem os usos em pelo menos 2x nos próximos 12 meses. Também esperamos que a diferença entre fontes e usos permaneça positiva no mesmo período, ainda que o EBITDA projetado decline 50%. Entretanto, acreditamos que sua atual liquidez robusta poderá se reduzir nos próximos 24 meses diante de um

evento de alto impacto e baixa probabilidade. Além disso, não acreditamos que a CESP se beneficie de um sólido relacionamento com seus credores, o que também pode limitar sua flexibilidade.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de R\$ 420 milhões em 31 de março de 2018; e
- Geração de fluxo de caixa esperada de aproximadamente R\$ 320 milhões anualmente nos próximos 24 meses.

Principais usos de liquidez:

- Vencimentos de dívida de aproximadamente R\$ 200 milhões nos próximos 12 meses e de cerca de R\$ 140 milhões nos próximos 24 meses;
- Investimentos de manutenção de cerca de R\$ 10 milhões anuais nos próximos 24 meses.

A empresa não possui cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) para suas obrigações de dívida.

Perspectiva

A perspectiva estável dos ratings da CESP reflete aquela dos ratings do estado de São Paulo, cuja qualidade de crédito limita os ratings da empresa.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings da CESP se rebaixarmos os ratings do estado de São Paulo, o que, por sua vez, dependeria de ação similar nos ratings soberanos do Brasil.

Poderemos revisar o SACP da empresa para baixo se esta emitir novas dívidas e sua alavancagem aumentar, de modo que seu índice de dívida líquida sobre EBITDA exceda 2,0x.

Cenário de elevação

Não esperamos uma elevação no curto prazo, uma vez que os ratings da empresa são limitados por aqueles do estado de São Paulo.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

CESP – COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO

Ratings de Crédito de Emissor	
Escala global	BB-/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAA-/Estável/--
Risco de negócios:	
Risco-país:	Moderadamente alto
Risco da indústria:	Moderadamente alto
Posição competitiva	Regular
Risco financeiro:	
Fluxo de caixa/Alavancagem	Mínimo
Âncora	bbb-
Modificadores:	
Diversificação/Efeito-portfólio:	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, em inglês)	bbb-
Probabilidade de suporte de GRE*	Baixa
*GRE (<i>Government-Related Entities</i>): Entidades Vinculadas ao Governo	

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, por isso devem ser lidos em conjunto com tais critérios. Por favor, veja os critérios de rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Tabelas de mapeamento das escalas nacionais e regionais da S&P Global Ratings](#), 14 de agosto de 2017
- [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
- [Ratings de Crédito nas Escalas Nacionais e Regionais](#), 22 de setembro de 2014
- [Principais Fatores de Crédito para a Indústria de Energia e Gás Não Regulada](#), 28 de março de 2014
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Uso de *CreditWatch* e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

Artigo

- [Ratings na escala global da CESP e Sabesp rebaixados de 'BB' para 'BB-' após ação similar nos ratings do estado de São Paulo](#), 12 de janeiro de 2018

LISTA DE RATINGS

Ratings Reafirmados

CESP – COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO	
<i>Ratings de Crédito de Emissor</i>	
Escala global	
Moeda estrangeira	BB-/Estável/--
Moeda local	BB-/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAA-/Estável/--

EMISSOR	DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL	DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING
CESP – COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO		
<i>Ratings de Crédito de Emissor</i>		
Escala Global		
Moeda estrangeira	5 de fevereiro de 2001	12 de janeiro de 2018
Moeda local	5 de fevereiro de 2001	12 de janeiro de 2018
Escala Nacional Brasil	7 de junho de 2002	12 de janeiro de 2018

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

Outros serviços fornecidos ao emissor

Não há outros serviços prestados a este emissor.

Atributos e limitações do rating de crédito

A S&P Global Ratings utiliza informações em suas análises de crédito provenientes de fontes consideradas confiáveis, incluindo aquelas fornecidas pelo emissor. A S&P Global Ratings não realiza auditorias ou quaisquer processos de *due diligence* ou de verificação independente da informação recebida do emissor ou de terceiros em conexão com seus processos de rating de crédito ou de monitoramento dos ratings atribuídos. A S&P Global Ratings não verifica a completude e a precisão das informações que recebe. A informação que nos é fornecida pode, de fato, conter imprecisões ou omissões que possam ser relevantes para a análise de crédito de rating.

Em conexão com a análise deste (s) rating (s) de crédito, a S&P Global Ratings acredita que há informação suficiente e de qualidade satisfatória de maneira a permitir-lhe ter uma opinião de rating de crédito. A atribuição de um rating de crédito para um emissor ou emissão pela S&P Global Ratings não deve ser vista como uma garantia da precisão, completude ou tempestividade da (i) informação na qual a S&P Global Ratings se baseou em conexão com o rating de crédito ou (ii) dos resultados que possam ser obtidos por meio da utilização do rating de crédito ou de informações relacionadas.

Fontes de informação

Para atribuição e monitoramento de seus ratings a S&P Global Ratings utiliza, de acordo com o tipo de emissor/emissão, informações recebidas dos emissores e/ou de seus agentes e conselheiros, inclusive, balanços financeiros auditados do Ano Fiscal, informações financeiras trimestrais, informações corporativas, prospectos e outros materiais oferecidos, informações históricas e projetadas recebidas durante as reuniões com a administração dos emissores, bem como os relatórios de análises dos aspectos econômico-financeiros (MD&A) e similares da entidade avaliada e/ou de sua matriz. Além disso, utilizamos informações de domínio público, incluindo informações publicadas pelos reguladores de valores mobiliários, do setor bancário, de seguros e ou outros reguladores, bolsas de valores, e outras fontes públicas, bem como de serviços de informações de mercado nacionais e internacionais.

Aviso de ratings ao emissor

O aviso da S&P Global Ratings para os emissores em relação ao rating atribuído é abordado na política "[Notificações ao Emissor \(incluindo Apelações\)](#)".

Frequência de revisão de atribuição de ratings

O monitoramento da S&P Global Ratings de seus ratings de crédito é abordado em:

- [Descrição Geral do Processo de Ratings de Crédito \(seção de Revisão de Ratings de Crédito\)](#)
- [Política de Monitoramento](#)

Conflitos de interesse potenciais da S&P Global Ratings

A S&P Global Ratings publica a lista de conflitos de interesse reais ou potenciais em "[Conflitos de Interesse — Instrução N° 521/2012, Artigo 16 XII](#)" seção em www.standardandpoors.com.br.

Faixa limite de 5%

A S&P Global Ratings Brasil publica em seu Formulário de Referência apresentado em http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/disclosures o nome das entidades responsáveis por mais de 5% de suas receitas anuais.

Copyright© 2018 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, completitude, 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 COMERCIALIZABILIDADE, 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.

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).