

9 de junho de 2017

## Ratings 'BB' na escala global e 'brAA-' na Escala Nacional Brasil da CESP permanecem em *CreditWatch* negativo

### Analista principal:

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

### Contato analítico adicional:

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

### Líder do comitê de rating:

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

---

### Resumo

- A empresa brasileira de geração de energia elétrica CESP deve manter sua alavancagem muito baixa apesar de sua menor geração de fluxo de caixa nos próximos anos, devido a uma disponibilidade de eletricidade menor para venda por meio de contratos, e condições hidrológicas mais fracas.
- Mantivemos os ratings 'BB' na escala global e 'brAA-' na Escala Nacional Brasil da empresa, que são limitados por aqueles atribuídos ao Estado de São Paulo, na listagem *CreditWatch* com implicações negativas.
- O *CreditWatch* negativo da CESP reflete o *CreditWatch* do Estado de São Paulo.

### Ação de Rating

**São Paulo (S&P Global Ratings), 9 de junho de 2017** – A S&P Global Ratings disse hoje que manteve seus ratings 'BB' na escala global e 'brAA-' na Escala Nacional Brasil atribuídos à **CESP - Companhia Energética de São Paulo** (CESP) na listagem *CreditWatch* com implicações negativas. O perfil de crédito individual (SACP) 'bbb-' da empresa permanece inalterado.

### Fundamentos

O *CreditWatch* baseia-se na limitação dos ratings da CESP aos do **estado de São Paulo** ("São Paulo" ou "estado": BB/CW Neg./- e brAA-/CW Neg./-). Os ratings da empresa são restringidos pela ausência de uma estrutura legal que poderia proteger a CESP de uma potencial intervenção por parte de seu acionista controlador durante um hipotético *default* ou dificuldades financeiras no estado. No entanto, não esperamos tal cenário no curto prazo porque São Paulo não possui histórico intervencionista.

As três usinas hidrelétricas da CESP juntas possuem 1.081 *megawatts* (MW) disponíveis para venda a clientes. Uma das usinas, Porto Primavera, é responsável por mais de 90% da geração de eletricidade total da empresa, reforçando nossa visão de que a CESP é quase que uma entidade de um único ativo, o que a coloca em uma posição desfavorável quando comparada a outras geradoras com capacidade similar.

No começo de maio, o Ministério de Minas e Energia (MME) revisou o nível de energia assegurada, o qual determina o montante máximo que as usinas hidrelétricas podem vender no Brasil. Essa revisão diminuirá a rentabilidade da CESP e sua geração de fluxo de caixa, começando no ano de 2018, porque houve uma queda no montante que a empresa pode vender em contratos de 1.081 MW para 1.003 MW. A CESP ainda tem contratos – 230 MW no mercado regulado e cerca de 850 MW no mercado livre até 2021 – que ultrapassam o montante de energia total que a empresa pode vender, forçando-a a comprar aproximadamente 78 MW de eletricidade de terceiros para abastecer seus clientes.

Além disso, as condições hidrológicas no Brasil pioraram nos últimos trimestres. O período de chuvas não foi suficiente para reabastecer o nível dos reservatórios das regiões Sudeste e Centro-Oeste, que se encontra atualmente em torno de 43%, e estes são os principais do Brasil, uma vez que representam 70% da capacidade de armazenamento do país.

Dadas essas condições, assumimos um Fator de Ajuste de Garantia Física (Fator GSF, *generation scaling factor*) de aproximadamente 80% para 2017 e 2018 e uma média de preço do mercado *spot* de cerca de R\$ 250 por megawatt/hora (MWh) durante o mesmo período. A CESP então terá de comprar esse limite de 20% no mercado *spot* para garantir que seus clientes livres recebam o que a empresa prometeu; os contratos regulados contam com *hedge* (proteção) para o risco hidrológico e, portanto, não colocam a empresa exposta a comprar energia no mercado *spot* para suprir o mercado regulado. Além disso, os contratos existentes serão anualmente ajustados pela inflação, cujos índices projetamos em torno de 4,1% para 2017 e 3,9% para 2018. Esses fatores diminuirão as margens EBITDA da empresa para 20%-25% nos próximos dois anos. No entanto, ainda esperamos que sua geração de fluxo de caixa seja suficiente para manter a pontualidade das amortizações de dívida, sem necessidade de refinanciamento. Também esperamos que a CESP mantenha suas métricas de crédito de alavancagem muito baixas, incluindo dívida sobre EBITDA consistentemente abaixo de 1,0x nos próximos dois anos. Assumimos que a empresa realizará apenas investimentos de manutenção e distribuirá dividendos de 100% de seu lucro líquido do ano anterior para os acionistas.

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*

O governo do estado de São Paulo está no processo de privatização da CESP. Dado o tamanho menor da empresa depois que ela não aceitou renovar suas concessões, acreditamos que o estado preferirá vender sua participação de controle na empresa em vez de receber fluxos de dividendos, os quais são agora muito menores do que no passado. Dessa forma, acreditamos que há uma baixa probabilidade de suporte governamental extraordinário 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 24 meses. Também esperamos que a diferença entre fontes e usos permaneça positiva no mesmo período mesmo se houver um declínio de 50% no EBITDA projetado. No entanto, acreditamos que um evento de alto impacto e de baixa probabilidade nos próximos 24 meses poderá reduzir a atual liquidez robusta da empresa.

### *Principais fontes de liquidez:*

- Posição de caixa de R\$ 634,3 milhões em 31 de março de 2017; e
- Geração de fluxo de caixa esperada de aproximadamente R\$ 300 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\$ 170 milhões nos próximos 24 meses;
- Investimentos de manutenção de cerca de R\$ 10 milhões anuais nos próximos 24 meses; e
- Distribuição de dividendos de quase R\$ 150 milhões nos próximos 12 meses e perto de R\$ 200 milhões nos próximos 24 meses.

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

## Perspectiva

Pretendemos solucionar o *CreditWatch* dos ratings da CESP e do estado de São Paulo nos próximos 90 dias.

### *Cenário de rebaixamento*

Poderemos rebaixar os ratings da CESP se rebaixarmos também os ratings do estado de São Paulo, o que, por sua vez, dependeria de ação similar nos ratings soberanos do Brasil. Isso ocorre porque não acreditamos que podemos avaliar a CESP acima dos ratings de seu acionista controlador.

### *Cenário de elevação*

Poderemos reafirmar os ratings da CESP após ação similar nos ratings do estado de São Paulo, o que, por sua vez, poderá ocorrer se o cenário de elevação dos ratings do Brasil se concretizar. Nesse cenário, as maiores incertezas políticas no país são de curta duração e as equipes administrativa e econômica possuem apoio suficiente do Congresso para continuar avançando com medidas corretivas e tempestivas das políticas, a fim de estancar a deterioração fiscal e fortalecer as perspectivas de crescimento do PIB.

## TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

### CESP - COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO

Ratings de Crédito Corporativo	
Escala global	BB/CW Neg./--
Escala Nacional Brasil	brAA-/CW Neg./--
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-portfolio	Neutra (sem impacto)
Estrutura de capital	Neutra (sem impacto)
Política Financeira	Neutra (sem impacto)
Liquidez	Adequada (sem impacto)
Administração e governança	Regular (sem impacto)
Análise de Ratings Comparáveis	Neutra (sem impacto)
SACP	bbb-
GRE - Probabilidade de suporte	Baixa (limitado)

*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](http://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](#), 1º de junho de 2016
- [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
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 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
- [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Perfis de crédito individual \(Stand-Alone Credit Profiles ou SACP\): componente de um rating](#), 1º de outubro de 2010
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

### Artigos

- [Ratings da Cesp e Sabesp colocados em CreditWatch negativo após ação similar nos ratings do estado de São Paulo](#), 24 de maio de 2017
- [Ratings de três governos locais e regionais brasileiros colocados em CreditWatch negativo após ação similar no rating soberano](#), 23 de maio de 2017
- [S&P Global Ratings coloca ratings de longo prazo 'BB' e 'brAA-' do Brasil em CreditWatch negativo por aumento das incertezas políticas](#), 22 de maio de 2017

## LISTA DE RATINGS

Ratings e *CreditWatch* Inalterados

### CESP - COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO

Ratings de Crédito de Emissor

Escala global

Moeda estrangeira

BB/CW Neg./--

Moeda local

BB/CW Neg./--

Escala Nacional Brasil

brAA-/CW Neg./--

### EMISSOR

### DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL

### DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING

### CESP - COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO

Ratings de Crédito de Emissor

Escala global

Moeda estrangeira longo prazo

5 de fevereiro de 2001

24 de maio de 2017

Moeda local longo prazo

5 de fevereiro de 2001

24 de maio de 2017

Escala Nacional Brasil

7 de junho de 2002

24 de maio de 2017

## INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

### Outros serviços fornecidos ao emissor

Não há outros serviços prestados a este emissor, clique [aqui](#) para mais informações.

### 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 Nº 521/2012, Artigo 16 XII](#)" seção em [www.standardandpoors.com.br](http://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](http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/disclosures) o nome das entidades responsáveis por mais de 5% de suas receitas anuais.



Copyright© 2017 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

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

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

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

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

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

#### Austrália

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