S&P Global
Ratings

Comunicado à Imprensa

11 de maio de 2017

Perspectiva dos ratings da Eletropaulo alterada para estável, refletindo menor risco de quebra de *covenants*

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

Líder do comitê de rating:
Marcelo Schwarz, CFA, São Paulo, 55 (11) 3039-9782, marcelo.schwarz@spglobal.com

Resumo

- A Eletropaulo melhorou sua liquidez porque conseguiu recuperar em 2016 os custos mais altos de energia do passado. Esperamos agora folgas mais confortáveis nas cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) de suas dívidas nos próximos trimestres.
- Entretanto, a distribuidora se encontra atualmente envolvida em dois grandes processos judiciais que poderão prejudicar suas métricas de crédito caso a Justiça lhe conceda uma sentença desfavorável, embora o prazo para resolução seja incerto.
- Alteramos a perspectiva dos ratings 'BB-' na escala global e 'brA-' na Escala Nacional Brasil da empresa de negativa para estável. Além disso, reafirmamos esses ratings.
- A perspectiva estável baseia-se em nossa visão de uma melhora na liquidez da Eletropaulo e de um menor risco de quebra de *covenants*.

Ações de Rating

São Paulo (S&P Global Ratings), 11 de maio de 2017 – A S&P Global Ratings alterou hoje a perspectiva dos ratings de crédito corporativo da **Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.** (Eletropaulo) de negativa para estável. Além disso, reafirmamos os ratings 'BB-' na escala global e 'brA-' na Escala Nacional Brasil atribuídos à empresa. Ao mesmo tempo, reafirmamos o rating 'brA-' de sua 15ª emissão de debêntures, no valor de R$ 200 milhões e com vencimento em 2018.

Fundamentos

A alteração da perspectiva reflete nossa opinião de menor risco de descumprimento de *covenants* nos próximos trimestres, pois a Eletropaulo utilizou seus fluxos de caixa mais altos em 2016 resultantes da monetização de ativos regulatórios para reduzir sua dívida. Ainda assim, os dois litígios pendentes poderão afetar suas métricas de crédito caso a Justiça conceda uma decisão desfavorável à empresa, embora o prazo de resolução ainda seja incerto.

A Eletropaulo opera no segmento de distribuição de eletricidade e detém o monopólio para atender 24 municípios na região metropolitana de São Paulo. A concessionária é a maior distribuidora do país, com participação de cerca de 9,5% no consumo nacional de eletricidade. A empresa enfrenta vários desafios operacionais, sobretudo para reduzir seus índices de Duração Equivalente de Interrupção (DEC) e de Frequência Equivalente de Interrupção (FEC) em sua área de concessão, dado que essas métricas são superiores ao mínimo regulatório. Acreditamos que seus investimentos no valor de R$ 1,7 bilhão para 2017 e 2018, que contemplam a automação de uma parte de sua rede de distribuição, possam favorecer seu desempenho operacional nos próximos anos. Isso poderá reduzir as multas que a empresa tem de pagar na forma de descontos nas contas de energia.

Similar a outras distribuidoras de eletricidade no Brasil, a Eletropaulo também teve redução na demanda por energia em sua área de concessão em 2016. Isso, juntamente com a participação obrigatória da empresa no Leilão A-1 de 2015, lhe forçou a apresentar contratos de compra e venda de energia elétrica que excedessem sua demanda em 105%, que é o limite reconhecido nas tarifas das distribuidoras. O excesso de oferta afetou várias distribuidoras brasileiras, levando o órgão regulador, a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), a estabelecer alguns mecanismos para reduzir tal exposição. Como consequência, a Eletropaulo reduziu seu nível de energia contratada para 105,9% em 2017, em conformidade com suas expectativas. Esperamos que a empresa continue utilizando esses mecanismos com o objetivo de reduzir o excesso de oferta em 2018.

A Eletropaulo conseguiu recuperar em 2016 uma grande parte dos custos mais altos de eletricidade do passado ao converter seus ativos regulatórios em caixa. Isso resultou em uma geração de fluxo de caixa acima das expectativas e na redução da dívida da empresa. No entanto, esperamos que a concessionária reembolse os passivos regulatórios no valor de R$ 520 milhões acumulados até o primeiro trimestre de 2017 a seus clientes ao longo de 2017 e 2018. Consequentemente, sua geração de fluxo de caixa nestes anos provavelmente diminuirá.

Nosso cenário-base considera as seguintes premissas:

- Crescimento aproximado de 1,0% ao ano no consumo de energia em 2017 e 2018, em linha com a lenta recuperação econômica no Brasil;
- Aumento nas tarifas em julho de 2017, uma vez que o reembolso dos passivos regulatórios poderá ser compensado por custos não gerenciáveis mais elevados relacionados a indenizações de transmissão, que serão incorporados às tarifas da Eletropaulo (e às de outras distribuidoras);
- Ligeira oferta excedente de energia em 2017 e 2018;

- Investimentos superiores a R$ 900 milhões em 2017 e de aproximadamente R$ 750 milhões em 2018, principalmente para reforçar sua eficiência operacional;
- Distribuição de dividendos de R$ 22,5 milhões em 2017, já anunciados pela empresa, e índice de pagamento mínimo de 25% começando em 2018; e
- Nenhum aumento adicional de dívida, somente para fins de refinanciamento.

Com base nessas premissas, esperamos que a Eletropaulo registre as seguintes métricas de crédito, de acordo com nossa metodologia:

Índice	**2016R***	**2017E***	**2018E**
EBITDA (R$ Milhões)	2.640.7	1.400-1.600	1.300-1.500
FFO**/dívida (%)	31,1	11-13	10-12
Dívida/EBITDA (x)	2,2	3,8-4,3	4,0-4,5
R--Real. E--Estimativa ** FFO (sigla em inglês para geração interna de caixa)			

Nossas métricas ajustadas excluem das receitas da empresa a parte não-caixa de ativos e passivos regulatórios, mas a incorporamos em nossas métricas projetadas, pois esperamos uma monetização ou reembolso. Também ajustamos os montantes de dívida líquida aos passivos relacionados ao fundo de pensão de cerca de R$ 3,6 bilhões.

A maior geração de fluxo de caixa em 2017 deve ajudar a Eletropaulo a manter seu índice de FFO sobre dívida na faixa de 10%-13% e de dívida sobre EBITDA entre 3,8x-4,5x nos próximos dois anos. Não consideramos acúmulo significativo de ativos regulatórios ou descasamentos entre tarifas e custos.

A Eletropaulo está envolvida em dois grandes processos judiciais. O primeiro é com a ANEEL, e refere-se à base de ativos regulatórios da empresa que envolve R$ 635,5 milhões e não há nenhum prazo definido para a potencial saída de caixa. O segundo, na Justiça desde 1988, é com a **Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras S.A.** (Eletrobras: BB/Negativa/-- e --/--/brA-1), e refere-se a um contrato de empréstimo no valor de R$ 1,9 bilhão entre a Eletropaulo Eletricidade de São Paulo S.A., quando a primeira empresa ainda era controlada pelo estado de São Paulo, e a Eletrobras. Uma decisão judicial desfavorável para a Eletropaulo, em nossa visão, enfraquece as métricas de crédito da empresa e sua flexibilidade financeira. O prazo para que haja uma decisão judicial em ambos os casos é incerto.

Liquidez

Alteramos a avaliação de liquidez da Eletropaulo de menos que adequada para adequada, com base em nossa visão de que a folga nos *covenants* de dívida da empresa será mais confortável do que nossas expectativas anteriores. Esperamos um índice de fontes sobre usos de ao menos 10% e que a diferença entre estes permaneça acima de zero, mesmo que o EBITDA esperado seja 10% inferior a nosso cenário-base. Além disso, acreditamos que a empresa continuará cumprindo seus *covenants* financeiros, ainda que seu EBITDA decline 10%.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de R$ 1,3 bilhão em 31 de março de 2017;
- Geração de fluxo de caixa esperada em torno de R$ 550 milhões nos próximos 12 meses;
- Linhas de crédito comprometidas da Caixa Econômica Federal de R$ 100 milhões; e
- 20ª emissão de debêntures da empresa, no valor de R$ 700 milhões, realizada em abril de 2017.

Principais usos de liquidez:

- Vencimentos de dívida de aproximadamente R$ 870 milhões nos próximos 12 meses;
- Investimentos (capex) de cerca de R$ 900 milhões nos próximos 12 meses; e
- Pagamento de dividendos em torno de R$ 22,5 milhões nos próximos 12 meses.

A Eletropaulo tem de cumprir dois *covenants* financeiros relacionados às suas obrigações de dívida, os quais incorporam todos os seus ativos e passivos regulatórios, sendo eles:

- Dívida líquida sobre EBITDA de até 3,5x;
- Índice de cobertura de juros pelo EBITDA acima de 1,75x.

Uma quebra de *covenant* ocorre apenas se a empresa não atender os limites por dois trimestres consecutivos, o que proporciona certa flexibilidade.

Perspectiva

A perspectiva estável reflete nossa opinião de que o risco de descumprimento dos *covenants* diminuiu, uma vez que a Eletropaulo conseguiu recuperar seus custos de eletricidade anteriores, possibilitando-lhe reduzir sua dívida líquida em 2016, apesar da provável geração de fluxo de caixa mais baixa nos próximos anos.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings da Eletropaulo nos próximos 12 meses se seu fluxo de caixa se enfraquecer além de nossas expectativas, se sua liquidez se deteriorar ou se suas métricas de crédito se enfraquecerem consistentemente, resultando em um índice de FFO sobre dívida abaixo de 9% e de dívida sobre EBITDA acima de 5,5x. Um rebaixamento também poderá ocorrer caso a Justiça conceda à empresa uma decisão desfavorável nos dois litígios.

Cenário de elevação

Poderemos elevar os ratings da Eletropaulo nos próximos 12 meses caso a empresa registre métricas de crédito mais fortes para sua categoria de rating em base consistente, incluindo FFO sobre dívida acima de 13% e dívida sobre EBITDA abaixo de 4,5x. Além disso, decisões judiciais favoráveis para os processos da empresa também poderão resultar em uma elevação dos ratings.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

ELETROPAULO METROPOLITANA ELETRICIDADE DE SÃO PAULO S.A.	
Ratings de Crédito Corporativo	
Escala global	BB-/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brA-/Estável/--
Risco de Negócios	Satisfatório
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Muito baixo
Posição competitiva	Satisfatória
Risco Financeiro	Agressivo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Agressivo
Âncora	bb
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfólio	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	Negativa (-1 degrau)
SACP	bb-

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, 1º de junho de 2016
- 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 concessionárias de serviços de utilidade pública reguladas, 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
- Uso de CreditWatch e Perspectivas, 14 de setembro de 2009
- 2008 Critério de Ratings Corporativos: Avaliação de emissões, 15 de abril de 2008

LISTA DE RATINGS

Ratings Reafirmados; Ação de Perspectiva

ELETROPAULO METROPOLITANA ELETRICIDADE DE SÃO PAULO S.A.		
Ratings de Crédito Corporativo	**De**	**Para**
Escala global		
Moeda estrangeira	BB-/Negativa/--	BB-/Estável/--
Moeda local	BB-/Negativa/--	BB-/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brA-/Negativa/--	brA-/Estável/--

Rating de Emissão Reafirmado	
Ratings de Emissão	
Debêntures *senior unsecured*	brA-

EMISSOR	DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL	DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING
ELETROPAULO METROPOLITANA ELETRICIDADE DE SÃO PAULO S.A.		
Ratings de Crédito de Emissor		
Escala global		
Moeda estrangeira longo prazo	02 de junho de 2000	13 de maio de 2016
Moeda local longo prazo	02 de junho de 2000	13 de maio de 2016
Escala Nacional Brasil longo prazo	19 de junho de 2000	13 de maio de 2016

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.

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© 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, 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 COMERCIABILIDADE, 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).