

14 de agosto de 2018

## Ratings 'brAAA' da Comgás reafirmados; perspectiva segue estável

### Analista principal:

Alvaro 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 a Comgás continue apresentando forte geração de caixa nos próximos anos, suficiente para cobrir não somente suas necessidades de investimento como também manter elevada distribuição de dividendos, permitindo a manutenção de métricas de crédito conservadoras.
- Reafirmamos os ratings 'brAAA' atribuídos na Escala Nacional Brasil à Comgás e à sua quarta emissão de debêntures.
- A perspectiva estável do rating de crédito corporativo da Comgás reflete nossa expectativa de que a empresa manterá métricas de créditos confortáveis, com dívida sobre EBITDA abaixo de 1,5x e geração interna de caixa (FFO, em inglês) sobre dívida acima de 35%.

### Ação de Rating

**São Paulo (S&P Global Ratings), 14 de agosto de 2018** – A S&P Global Ratings reafirmou hoje o rating de crédito corporativo 'brAAA' na Escala Nacional Brasil atribuído à **Companhia de Gás de São Paulo - Comgás** ("Comgás"). A perspectiva do rating é estável.

Ao mesmo tempo, reafirmamos o rating de emissão 'brAAA' da quarta emissão de debêntures realizada pela Comgás em três séries e com vencimento final em 2025. O rating de recuperação '3' dessa emissão *senior unsecured* permanece inalterado, refletindo nossa expectativa de uma recuperação significativa (entre 50% e 70%) em caso de default.

## Fundamentos

A reafirmação do rating e a perspectiva deste refletem nossa visão de que a Comgás deve continuar apresentando forte geração operacional de caixa, sendo suficiente para cobrir suas necessidades de investimento e manter sua elevada distribuição de dividendos. Assim, esperamos que a empresa apresente métricas de crédito ainda mais conservadoras do que prevíamos anteriormente, mesmo em um cenário em que a definição da terceira revisão tarifária crie maiores incentivos para a Comgás aumentar seu programa de investimentos.

A terceira revisão tarifária da Comgás foi originalmente programada para maio de 2014, mas ainda não foi implementada. Enquanto aguarda que a Agência Reguladora de Saneamento e Energia do Estado de São Paulo (ARSESP) desenvolva a metodologia que será aplicada para revisão das tarifas e definição do Custo Médio Ponderado do Capital (WACC, na sigla em inglês), a Comgás vem mantendo uma estratégia de ser seletiva em seus investimentos de expansão e priorizando a saturação da rede em sua área de concessão. O segmento de distribuição de gás no Brasil é supervisionado por diversas autoridades locais e, no caso de São Paulo, a ARSESP – que é vinculada ao governo do estado – é a responsável por estabelecer as tarifas.

Não obstante o atraso da terceira revisão tarifária, a ARSESP segue autorizando ajustes da tarifa pela inflação. Além disso, em nossa visão, a Comgás beneficia-se de a regulação prever um mecanismo que prevê que, quando o montante acumulado na conta regulatória da empresa atinge 3,5% da receita líquida do ano anterior, a empresa solicita ao regulador o reajuste extraordinário de suas tarifas, a fim de refletir adequadamente os custos que são efetivamente incorridos. Até hoje, os reajustes extraordinários que a Comgás solicitou à ARSESP sempre foram analisados e concedidos, o que serve como um mitigante à empresa, dado que minimiza o impacto negativo sobre sua geração de caixa.

A empresa segue beneficiando-se da larga escala e eficiência de suas operações, tendo mostrado resiliência mesmo diante de um cenário macroeconômico desafiador. Nossa expectativa é que, com a retomada da atividade econômica e a expansão da base de clientes da Comgás, sobretudo após a conclusão de sua terceira revisão tarifária, a empresa continue apresentando forte performance financeira.

Nos últimos 12 meses terminados em 30 de junho de 2018, a Comgás apresentou as seguintes métricas de crédito, ajustadas de acordo com a metodologia da S&P Global Ratings: índice de dívida sobre EBITDA de 1,3x e FFO sobre dívida de quase 70%, além de um fluxo de caixa discricionário positivo (DCF, em inglês), indicando caixa livre para amortização de dívidas. Nosso cenário-base incorpora as seguintes premissas:

- Crescimento anual no consumo de gás (excluindo cogeração e usinas térmicas) de aproximadamente 3% ao ano em 2018 e 2019, levando-se em consideração uma lenta recuperação do consumo da classe industrial;
- Reajustes tarifários em linha com a inflação nos meses de maio de cada ano. Não esperamos reajustes extraordinários em nosso cenário-base;
- Enquanto a revisão tarifária não é concluída, os investimentos anuais permanecerão próximos a R\$ 500 milhões;
- A dívida em moeda estrangeira deve continuar totalmente protegida por hedge, evitando exposição a variações cambiais, e

- Pagamento de dividendos de 100% do lucro líquido do exercício anterior.

Baseado nas premissas acima, acreditamos que a Comgás apresentará as seguintes métricas de crédito:

<b>Métrica</b>	<b>2016R*</b>	<b>2017R</b>	<b>2018E*</b>	<b>2019E</b>
EBITDA (R\$ milhões)	1.967,2	1.520,9	1.550-1.650	1.700-1800
Dívida/EBITDA (x)	0,9	1,3	1,0-1,5	1,0-1,5
FFO/Dívida (%)	102	70,0	50-60	60-70
*R - Realizada / E - Estimada				

Atuando no segmento de distribuição de gás, a Comgás detém o monopólio para atender 177 municípios, incluindo as regiões metropolitanas de São Paulo e Campinas, além da região litorânea de Santos e o Vale do Paraíba, todas estas localizadas no estado paulista, o qual gera cerca de um quarto do PIB brasileiro. Detentora de um contrato de concessão que expira em 2029 e que pode ser renovado por mais 20 anos, a Comgás conta com cerca de 30 milhões de habitantes em sua área de atuação, ou 15% da população nacional. Essa área possui ainda os maiores gasodutos do país, incluindo aqueles que transportam gás da Bolívia, e a área de concessão está localizada próxima à área de produção de gás da Bacia de Santos.

Com a expiração dos contratos de fornecimento de gás que a Comgás possui com a Petrobras em 2019, esperamos que novos acordos sejam firmados em breve, sem que haja risco de falta de suprimento. Atualmente, a Petrobras fornece gás por meio de dois contratos: um referente ao gás das bacias de gás da petrolífera brasileira e outro das bacias de gás da Bolívia. Como a Comgás não utiliza todo o volume de gás boliviano que está contratado, existe uma flexibilidade de 12 meses para que continue comprando gás após o vencimento do contrato, a fim de usar o volume de gás não utilizado durante a vigência do contrato. Dada a relevante proporção que a Comgás tem no mercado e a possibilidade de compra do gás de outras fontes, não antecipamos dificuldades em firmar novos acordos para tal fornecimento.

#### *Liquidez*

Acreditamos que a Comgás continuará apresentando uma posição de liquidez confortável, na qual suas fontes de recursos deverão exceder os seus usos em pelo menos 50% nos próximos 12 meses e que as fontes deverão ser suficientes para cobrir todos os usos nos próximos 24 meses. Além disso, a Comgás possui folga significativa em suas cláusulas contratuais restritivas (*covenants*), que devem continuar sendo cumpridas nos próximos 24 meses, ainda que haja uma redução de 30% em seu EBITDA.

Principais fontes de liquidez:

- Caixa e investimentos de curto prazo de R\$ 2,4 bilhões em 30 de junho de 2018, e
- Geração de fluxo de caixa anual esperada em torno de R\$1,1 bilhão-1,3 bilhão nos próximos 12 e 24 meses.

Principais usos de liquidez:

- Vencimentos de dívida de aproximadamente R\$ 850 milhões nos próximos 12 meses e R\$ 565 milhões nos 12 meses subsequentes;
- Investimentos anuais em torno de R\$ 500 milhões, e
- Distribuição de dividendos equivalentes a 100% do lucro líquido do ano anterior – apesar de acreditarmos que em um cenário de estresse, a Comgás possua certa flexibilidade para reduzir o pagamento de dividendos em até 25% do lucro líquido do ano anterior, o mínimo obrigatório por lei.

A Comgás deve cumprir com dois *covenants* (descritos abaixo) em suas dívidas e esperamos que os cumpra com folga significativa nos próximos dois anos.

- Dívida líquida sobre EBITDA de até 4,0x (0,9x em 30 de junho de 2018), e
- Dívida de curto prazo sobre dívida total de até 0,6x (0,22x em 30 de junho de 2018).

#### *Influência do grupo*

Em nossa visão, atualmente a Comgás opera como uma subsidiária independente de seu acionista majoritário, a **Cosan S.A. Indústria e Comércio** (Cosan: BB-/Estável/--). Também, em nossa visão, as restrições regulatórias, como a necessidade de autorização da ARSESP para empréstimos com partes relacionadas de um grupo, reforçam certo isolamento da Comgás em relação à Cosan.

#### **Perspectiva**

A perspectiva estável do rating corporativo reflete nossa visão que a empresa manterá níveis de alavancagem confortáveis, com dívida sobre EBITDA abaixo de 1,5x e FFO sobre dívida acima de 35%, enquanto mantém liquidez confortável.

#### *Cenário de rebaixamento*

Poderíamos rebaixar os ratings da Comgás nos próximos 12 meses se houvesse a mesma ação no rating soberano do Brasil, uma vez que este limita aqueles atribuídos à empresa. Além disso, os ratings poderiam ser rebaixados caso houvesse uma forte deterioração na liquidez da empresa, o que vemos, atualmente, como uma probabilidade remota.

#### *Cenário de elevação*

Os ratings da empresa já se encontram na categoria mais alta da Escala Nacional Brasil.

## TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

### COMPANHIA DE GÁS DE SÃO PAULO - COMGÁS

Ratings de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de negócios:	Satisfatório
Risco-país:	Moderadamente alto
Risco da indústria:	Muito baixo
Posição competitiva	Satisfatória
Risco financeiro:	Modesto
Fluxo de caixa/Alavancagem	Modesto
Modificadores:	
Diversificação/Efeito-portfólio:	Neutra
Estrutura de capital:	Neutra
Liquidez:	Forte
Política financeira:	Neutra
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Neutra

## Análise de Recuperação

O rating de recuperação '3' da quarta emissão de debêntures *senior unsecured* da Comgás permanece inalterado. A empresa possui baixa alavancagem e, em um cenário simulado de default, acreditamos que haverá incentivos para sua reestruturação. Isso reflete seu status como a principal distribuidora de gás do Brasil e sua concessão exclusiva até 2029 para distribuir gás em 177 municípios no estado de São Paulo, o qual gera cerca de um quarto do PIB brasileiro.

Nossa análise considera que um default ocorreria se o regulador autorizasse aumentos de tarifa para a Comgás de modo que não reflita adequadamente os custos de compra de gás e a remuneração dos investimentos.

*Default simulado e premissas de avaliação:*

- Ano do default simulado: 2022
- EBITDA de emergência: R\$ 890 milhões
- Múltiplo de EBITDA: 5,5x

*Estrutura prioritária de pagamentos (waterfall) simplificada:*

- Valor da empresa (*enterprise value* ou EV) líquido após custos administrativos de 5%: R\$ 4,6 bilhões
- Recuperação esperada da dívida *senior unsecured*: entre 50% e 70%

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

- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 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 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

## LISTA DE RATINGS

### Ratings Reafirmados

---

<b>COMPANHIA DE GÁS DE SÃO PAULO - COMGÁS</b>		
<i>Rating de Crédito de Emissor</i>		
Escala Nacional Brasil		brAAA/Estável/--
<i>Rating de Emissão</i>		
Debêntures <i>senior unsecured</i>		brAAA
Rating de recuperação		3(65%)

---

---

<b>EMISSOR</b>	<b>DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL</b>	<b>DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING</b>
<b>COMPANHIA DE GÁS DE SÃO PAULO - COMGÁS</b>		
<i>Rating de Crédito de Emissor</i>		
Escala Nacional Brasil	25 de novembro de 2014	11 de julho 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](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© 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 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).