

## Companhia de Saneamento do Paraná - Sanepar

Tipo de Rating	Rating	Perspectiva	Última Ação de Rating
Rating Nacional de Longo Prazo	AA(bra)	Positiva	Afirmado em 17 de julho de 2019.

[Clique aqui para obter relação completa de rating](#)

### Resumo Financeiro

(BRL 000)	Dez. 2017	Dez. 2018	Dez. 2019P	Dez. 2020P
Receita Líquida	3.869.401	4.162.205	4.530.658	4.979.501
EBITDAR	1.385.313	1.645.857	1.798.066	2.056.646
Margem de EBITDAR (%)	35,8	39,5	39,7	41,3
Fluxo de Caixa das Operações	1.110.149	1.137.209	1.091.512	1.318.114
Dívida Líquida Ajustada/EBITDAR (x)	1,6	1,5	1,6	1,7

P: Projeção.  
Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

A Fitch Ratings afirmou, em 17 de julho de 2019, o Rating Nacional de Longo Prazo 'AA(bra)' da Companhia de Saneamento do Paraná (Sanepar) e de suas sexta e nona emissões de debêntures quirográficas. A Perspectiva do rating corporativo é Positiva.

A afirmação reflete a manutenção de resultados operacionais e de métricas de crédito fortes e consistentes. Os ratings da Sanepar são sustentados pelo baixo risco de seus negócios no setor de saneamento básico brasileiro e pelo forte perfil de negócios e financeiro. A companhia deve preservar sua estrutura de capital conservadora, mas tem o desafio de implementar, nos próximos anos, investimentos significativamente maiores que os inicialmente esperados pela Fitch. A agência manteve o rating corporativo em Perspectiva Positiva e acompanhará, ao longo dos próximos trimestres, a forma como a nova administração da Sanepar conduzirá os investimentos e as estratégias operacionais e financeiras da companhia — o que será um fator fundamental para a evolução dos ratings.

As classificações da Sanepar também se beneficiam de sua posição quase monopolista na prestação de serviços de fornecimento de água tratada e de coleta e tratamento de esgoto em sua área de atuação, que compreende parte do estado do Paraná e um município de Santa Catarina. A geração de caixa operacional se favorece de resiliência e previsibilidade da demanda (testadas em diversos cenários econômicos) maiores que os de outros setores da economia. O comprovado acesso da Sanepar ao mercado de capitais e o administrável cronograma de amortização da dívida também contribuem para a baixa pressão por refinanciamento.

O controle acionário da Sanepar é público. Isto implica risco político mais acentuado, devido à maior exposição da empresa a mudanças na administração e, conseqüentemente, na disciplina dos negócios e financeira, especialmente a cada troca de governo paranaense. Nos últimos anos, o impacto do risco político na qualidade de crédito da companhia foi relativamente baixo. A Sanepar tem exposição a risco hidrológico menor que a dos principais pares do setor, na opinião da Fitch.

### Principais Fundamentos dos Ratings

**Baixo Risco da Indústria:** A Fitch considera baixo o risco do setor de saneamento básico brasileiro, tendo em vista a elevada previsibilidade de demanda das operadoras, mesmo em cenários macroeconômicos adversos, decorrente de suas posições quase monopolistas na prestação de um serviço essencial à população. Na visão da agência, o desafio das empresas está relacionado à execução dos investimentos necessários à ampliação da cobertura dos serviços, principalmente no que se refere à coleta e ao tratamento de esgoto. Estes demandam fontes de financiamento adequadas, dado seu retorno ser de longo prazo. Nos últimos dois anos, os volumes de água e esgoto faturados pela Sanepar aumentaram, em média, 0,6% e 3,4%, respectivamente, frente a um crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) de aproximadamente 1,1%.

**Expectativa de Melhora do Desempenho Operacional:** A Sanepar apresenta desempenho operacional mais favorável que os de seus pares públicos do setor. Há, entretanto, espaço para melhoras nos próximos anos, em virtude, sobretudo, da expectativa de aumentos tarifários acima da inflação, conforme autorizado na revisão tarifária de 2017. A Fitch estima que os reajustes anuais com base na inflação serão acrescidos de aproximadamente 4,5% ao ano até 2024 — o que deverá manter o equilíbrio econômico-financeiro dos contratos de programa e de concessão da Sanepar e suportar o crescimento da rentabilidade. O aumento no volume total faturado deve ser moderado, em torno de 1,5% a 1,8% ao ano, de acordo com as premissas da agência.

**Fortes Investimentos Pressionam o Fluxo de Caixa Livre:** O cenário-base da Fitch projeta EBITDA de BRL1,8 bilhão em 2019 e de BRL2,0 bilhões em 2020, com margens de 40% e 41%, respectivamente, e próximas a 43% até 2021. Para o mesmo período, é estimado fluxo de caixa das operações (CFFO) de BRL1,1 bilhão e de BRL1,3 bilhão, respectivamente, em 2019 e 2020. A agência considerou investimentos na faixa de BRL1,2 bilhão a BRL1,6 bilhão ao ano e distribuição de dividendos anuais de cerca de BRL383 milhões, até 2021. Neste cenário, a Fitch projeta fluxos de caixa livre (FCFs) negativos para a Sanepar nos próximos três anos, com BRL548 milhões em 2019 e BRL634 milhões em 2020, e reversão para patamares neutros ou positivos somente em 2023. No período de 12 meses encerrado em março de 2019, a Sanepar reportou EBITDA de BRL1,7 bilhão, com margem de 39%.

**Estrutura de Capital Conservadora:** Pelas estimativas da Fitch, a Sanepar manterá reduzida alavancagem financeira líquida (abaixo de 1,8 vez) nos próximos três anos, apoiada no fortalecimento de sua geração operacional de caixa. A agência projeta índice dívida líquida/EBITDA de 1,6 vez em 2019 e de 1,7 vez em 2020, já incorporando o aumento da dívida para financiar parte dos investimentos nesse período. Ao final de março de 2019, as relações dívida bruta/EBITDA e dívida líquida/EBITDA eram de 1,7 vez e de 1,5 vez, respectivamente.

**Possíveis Alterações Regulatórias:** A Fitch não incorpora impacto relevante nas operações da Sanepar nem em sua geração de fluxo de caixa, em caso de mudanças no ambiente regulatório. As atuais discussões de diretrizes nacionais para o setor de saneamento básico podem facilitar o aumento da participação privada e fortalecer a capacidade de investimentos da indústria. Atualmente, os participantes privados respondem por cerca de 6% do mercado. A agência acredita que um aumento prejudicaria principalmente as companhias públicas altamente ineficientes ou as operadoras municipais locais — cenário que não se aplica à Sanepar.

## Resumo da Análise em Comparação com os Pares

O perfil de crédito da Sanepar se beneficia do baixo risco da prestação de serviços de saneamento básico em sua área de atuação, em linha com o que ocorre com outras duas importantes empresas do setor, a Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (Sabesp) e a Companhia de Saneamento de Minas Gerais (Copasa), ambas avaliadas com Rating Nacional de Longo Prazo 'AA(bra)', Perspectiva Estável.

As três apresentam risco político, decorrente do controle público. A Sabesp possui maior escala de negócios, o que favorece sua margem de EBITDA (na faixa de 40%-45%) — historicamente superior à das outras duas empresas (30%-40%). Ao mesmo tempo, existe a expectativa de crescimento das margens da Sanepar nos próximos três anos. As três companhias estão expostas ao risco regulatório, que pode se diferenciar, dada a natureza de regulador estadual. A Fitch considera o ambiente regulatório da Sabesp mais avançado que o de seus pares, sendo o risco hidrológico da Sanepar o menor das três.

Sanepar, Sabesp e Copasa apresentam riscos de negócio baixos e índices de alavancagem financeira robustos, devido ao ambiente de negócios resiliente e à ausência de uma estratégia de desembolsos com aquisições. Também apresentam comprovado acesso ao mercado de dívida. No caso da Sabesp, a Fitch considera sua exposição cambial negativa para o rating, tendo em vista que cerca de 50% de sua dívida estão denominados em moeda estrangeira, enquanto a cobertura da dívida de curto prazo da Sanepar pelo caixa é ligeiramente mais fraca.

## Sensibilidades dos Ratings

### Desenvolvimentos Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Positiva Incluem

- Manutenção das atuais métricas de crédito e da rentabilidade, com índice dívida líquida/EBITDA abaixo de 2,0 vezes, bem como continuidade do limitado risco político, no entender da Fitch.

### Desenvolvimentos Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Negativa Incluem

- A Perspectiva Positiva poderá ser revisada para Estável se as sensibilidades consideradas para a elevação do rating não se concretizarem.

Além disso, o rebaixamento do rating poderá ocorrer em caso de:

- Alavancagem líquida ajustada acima de 3,5 vezes, de forma sustentada;
- Margem de EBITDA abaixo de 30%, em bases recorrentes;
- Percepção, por parte da Fitch, de aumento do risco político e/ou regulatório da empresa;
- Deterioração do perfil de liquidez.

### Liquidez e Estrutura da Dívida

**Flexibilidade Financeira Adequada:** O perfil de liquidez da Sanepar se beneficia de seu comprovado acesso a fontes de financiamento, do perfil de vencimento da dívida administrável e da razoável flexibilidade da companhia para implementar investimentos. A Sanepar tem BRL2,7 bilhões em empréstimos de longo prazo aprovados junto à Caixa Econômica Federal (Caixa) e ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), a serem desembolsados para suportar parte de seu plano de investimentos nos próximos cinco anos, o que mitiga os riscos de financiamento do FCF negativo estimado para o mesmo período.

Ao final de março de 2019, o saldo de caixa e aplicações financeiras, de BRL401 milhões, cobria a dívida de curto prazo, de BRL523 milhões, em 0,8 vez. A dívida da Sanepar totalizava BRL2,9 bilhões e era composta, principalmente, por obrigações com o BNDES e a Caixa — BRL1,9 bilhão —, além de emissão de debêntures, de BRL561 milhões. A Fitch considera positivo a empresa não apresentar exposição cambial.

### Liquidez e Cenário de Amortização da Dívida Sem Refinanciamento

Fontes de Liquidez	2019P	2020P	2021P	2022P
Saldo de Caixa - Início de Período	380	(644)	(1.551)	(2.150)
Fluxo de Caixa Livre (cenário-base) Após Aquisições e Desinvestimentos	(545)	(628)	(299)	(76)
<b>Total Fontes de Liquidez (A)</b>	<b>(165)</b>	<b>(1.272)</b>	<b>(1.850)</b>	<b>(2.227)</b>
<b>Utilização da Liquidez</b>				
Amortização da Dívida	(479)	(280)	(300)	(195)
<b>Utilização Total da Liquidez (B)</b>	<b>(479)</b>	<b>(280)</b>	<b>(300)</b>	<b>(195)</b>
<b>Cálculo da Liquidez</b>				
Saldo de Caixa (A+B)	(644)	(1.551)	(2.150)	(2.422)
Linhas de Crédito Rotativas Disponíveis	0	0	0	0
<b>Liquidez Disponível</b>	<b>(644)</b>	<b>(1.551)</b>	<b>(2.150)</b>	<b>(2.422)</b>
<b>Score de Liquidez</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(4,5)</b>	<b>(6,2)</b>	<b>(11,4)</b>

Data-base	31 Dez. 2018
2019	479
2020	280
2021	300
2022	195
2023	330
Após	1.188
<b>Total</b>	<b>2.771</b>

Fonte: Fitch Ratings.

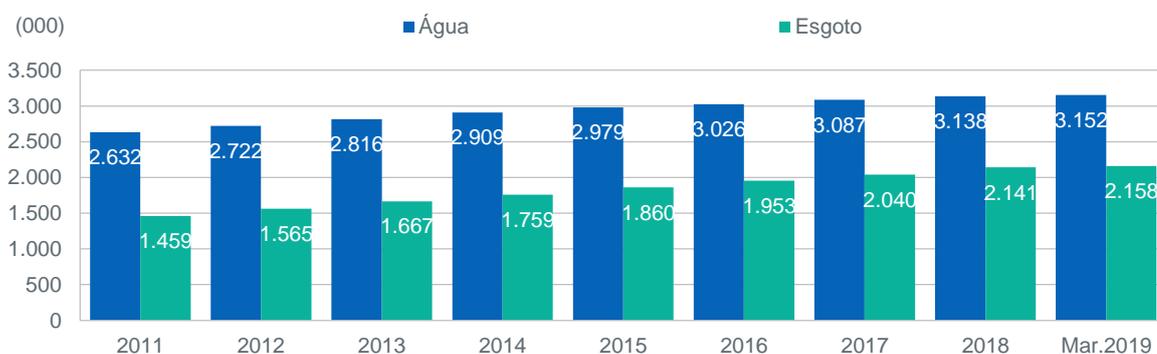
## Gráficos

### Evolução dos Índices de Cobertura



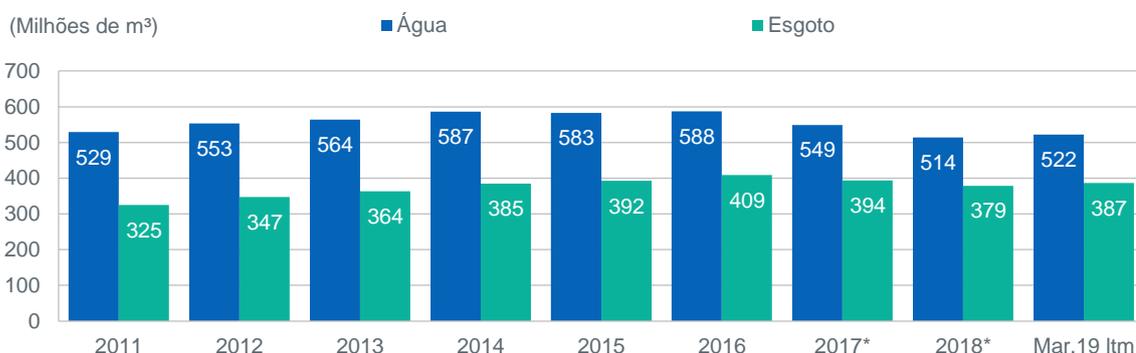
Fonte: Fitch Ratings, FitchSolutions, Sanepar.

### Número de Conexões



Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Sanepar.

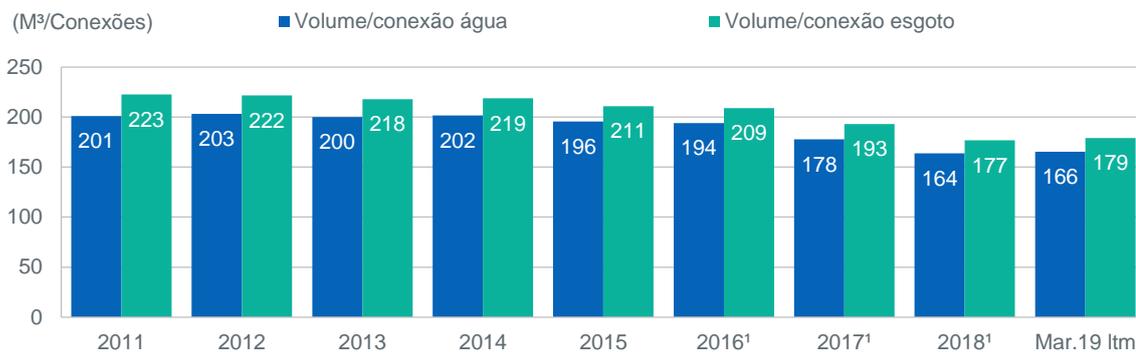
### Volume Faturado



\* A redução de volume a partir de abril de 2017 reflete a alteração da estrutura tarifária da companhia, cuja tarifa mínima passou para 5m³, de 10m³.

Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Sanepar.

### Volume Faturado/Conexões



<sup>1</sup>Atual critério de tarifa mínima.

Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Sanepar.

## Principais Premissas

### As Principais Premissas da Fitch no Cenário de Rating da Sanepar Incluem:

- Crescimento anual do volume faturado de água e de esgoto de 0,8% e de 2,9%, respectivamente, na média anual de 2019 a 2021;
- Aumentos anuais da tarifa de 8,37% em 2019 e, de 2019 a 2021, correspondentes à taxa de inflação estimada pela Fitch mais 4,5% de reajuste diferido, conforme definido na primeira revisão tarifária em 2017;
- Investimento anual médio de BRL1,4 bilhão em 2019-2021;
- Pagamentos de dividendos correspondentes a cerca de 50% do lucro líquido anual distribuível nos próximos três anos.

## Resumo Financeiro

(BRL000)	Histórico			Projeção		
	Dez. 2016	Dez. 2017	Dez. 2018	Dez. 2019P	Dez. 2020P	Dez. 2021P
<b>Resumo das Demonstrações de Resultados</b>						
Receita Líquida	3.477.525	3.869.401	4.162.205	4.530.658	4.979.501	5.469.400
Variação da Receita (%)	17,0	11,3	7,6	8,9	9,9	9,8
EBITDA Operacional (Antes do Lucro de Associadas)	1.174.338	1.385.313	1.645.857	1.798.066	2.056.646	2.351.728
Margem de EBITDA Operacional (%)	33,8	35,8	39,5	39,7	41,3	43,0
EBITDAR Operacional	1.174.338	1.385.313	1.645.857	1.798.066	2.056.646	2.351.728
Margem de EBITDAR Operacional (%)	33,8	35,8	39,5	39,7	41,3	43,0
EBIT Operacional	957.227	1.138.031	1.374.470	1.458.719	1.415.912	1.500.266
Margem de EBIT Operacional (%)	27,5	29,4	33,0	32,2	28,4	27,4
Despesa Bruta com Juros	-193.566	-188.085	-191.443	-272.874	-325.745	-368.666
Lucro Antes dos Impostos (Incluindo Lucro/Prejuízo de Associadas)	789.585	914.073	1.165.002	1.212.415	1.115.091	1.158.329
<b>Resumo do Balanço Patrimonial</b>						
Caixa e Equivalentes de Caixa	679.985	578.869	379.572	356.070	381.838	383.143
Dívida Total com Capital Híbrido	2.712.074	2.716.838	2.771.318	3.292.548	3.946.238	4.246.338
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido	2.742.074	2.722.330	2.778.989	3.292.548	3.946.238	4.246.338
Dívida Líquida	2.032.089	2.137.969	2.391.746	2.936.478	3.564.401	3.863.195
<b>Resumo das Demonstrações de Fluxo de Caixa</b>						
EBITDA Operacional	1.174.338	1.385.313	1.645.857	1.798.066	2.056.646	2.351.728
Juros Pagos	-227.344	-243.699	-224.797	-272.874	-325.745	-368.666
Impostos Pagos	-173.300	-289.621	-330.424	-412.221	-379.131	-393.832
Dividendos Recebidos Menos Dividendos Pagos a Minoritários ( Entrada/Saída de Fluxos)	0	0	0	0	0	0
Outros Itens antes do FFO	204.742	284.810	92.248	0	0	0
Recursos das Operações (FFO)	978.436	1.136.803	1.182.884	1.139.541	1.376.695	1.615.959
Margem FFO (%)	28,1	29,4	28,4	25,2	27,6	29,5
Variação no Capital de Giro	-98.220	-26.654	-45.675	-48.028	-58.581	-66.813
Fluxo de Caixa das Operações (CFFO) (Definido pela Fitch)	880.216	1.110.149	1.137.209	1.091.512	1.318.114	1.549.146
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	0	0	0			
Investimentos	-701.293	-777.807	-974.554			
Intensidade de Capital (Investimentos/Receita) (%)	20,2	20,1	23,4			
Dividendos Ordinários	-197.561	-281.305	-298.398			
Fluxo de Caixa Livre (FCF)	-18.638	51.037	-135.743			
Aquisições e Desinvestimentos Líquidos	0	0	0			
Outros Itens do Fluxo de Caixa de Investimento e Financiamento	-28.604	-4.065	-3.674	0	0	0
Recursos de Dívida Líquidos	275.026	-148.088	-59.880	521.230	653.690	300.100
Recursos de Capital Líquidos	257.592	0	0	0	0	0
Variação do Saldo de Caixa	485.376	-101.116	-199.297	-23.502	25.768	1.305
<b>Cálculos das Projeções</b>						
Investimentos, Dividendos, Aquisições e Outros Itens Antes do FCF	-898.854	-1.059.112	-1.272.952	-1.636.244	-1.946.036	-1.847.941
FCF após Aquisições e Desinvestimentos	-18.638	51.037	-135.743	-544.732	-627.923	-298.795
Margem do FCF (Após Aquisições Líquidas) (%)	-0,5	1,3	-3,3	-12,0	-12,6	-5,5
<b>Índices de Cobertura</b>						
Cobertura dos Juros pelo FFO (x)	5,1	5,4	6,1	5,1	5,2	5,3
Cobertura dos Encargos Fixos FFO (x)	5,1	5,4	6,1	5,1	5,2	5,3
EBITDAR Operacional/Juros Pagos + Aluguéis (x)	5,2	5,7	7,3	6,6	6,3	6,4
EBITDA Operacional/Juros Pagos (x)	5,2	5,7	7,3	6,6	6,3	6,4
<b>Índices de Alavancagem</b>						
Dívida Total Ajustada/EBITDAR Operacional (x)	2,3	2,0	1,7	1,8	1,9	1,8
Dívida Total Ajustada Líquida/EBITDAR Operacional (x)	1,8	1,5	1,5	1,6	1,7	1,6
Dívida Total com Capital Híbrido/EBITDA Operacional (x)	2,3	2,0	1,7	1,8	1,9	1,8
Alavancagem Ajustada ao FFO (x)	2,4	2,1	2,0	2,4	2,4	2,2
Alavancagem Líquida Ajustada ao FFO (x)	1,8	1,6	1,7	2,1	2,1	2,0

Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions

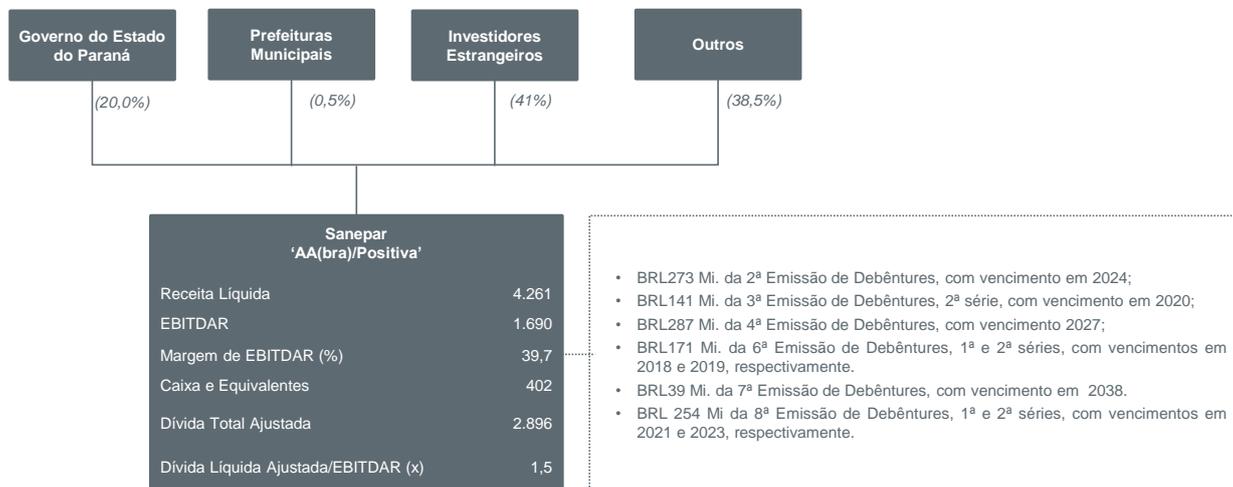
#### Como interpretar a previsão apresentada

A previsão apresentada é baseada na previsão conservadora interna da Fitch Ratings quanto ao cenário de rating. Ela não representa a previsão do emissor classificado. A previsão apresentada acima é apenas um componente utilizado pela Fitch Ratings para atribuir um rating ou determinar uma perspectiva de rating, e as informações apresentadas na previsão refletem elementos relevantes, porém não taxativos, das premissas de rating da Fitch com relação ao desempenho financeiro do emissor. Sendo assim, a previsão não pode ser usada para definir um rating, e não deve servir como base para esse propósito. As previsões da Fitch Ratings são desenvolvidas utilizando uma ferramenta de previsão interna própria, que aplica as próprias premissas da Fitch Ratings ao desempenho operacional e financeiro, podendo não refletir as suas premissas. As definições próprias da Fitch Ratings quanto aos termos financeiros, tais como o EBITDA, dívida ou o fluxo de caixa livre, poderão divergir de suas próprias definições desses termos. A Fitch Ratings poderá receber permissão para acessar, periodicamente, informações confidenciais sobre alguns elementos do planejamento futuro do emissor. Alguns elementos dessas informações poderão ser omitidos da previsão, mesmo quando fizerem parte das deliberações internas da própria da Fitch Ratings, sempre que a Fitch Ratings, a seu critério exclusivo, considerar que as informações podem configurar informações sensíveis em um contexto comercial, jurídico ou regulatório. A previsão (bem como a totalidade deste relatório) é desenvolvida somente nos termos da isenção de responsabilidade apresentada ao final deste relatório. A Fitch Ratings poderá atualizar a previsão em relatórios futuros, porém não assume a responsabilidade de fazê-lo. As informações contidas nas demonstrações financeiras originais, referentes a períodos anteriores, são processadas pela Fitch Solutions em nome da Fitch Ratings. Os principais ajustes financeiros e todas as previsões financeiras creditadas à Fitch Ratings são gerados pela equipe de rating.

## Estrutura Organizacional Simplificada do Grupo

### Estrutura Organizacional — Companhia de Saneamento do Paraná - Sanepar

(BRL Milhões, em 31 de Março de 2019)



Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Sanepar.

## Resumo Financeiro dos Pares

Empresa	Rating Escala Nacional / IDR	Data	Receita Líquida (BRL milhões)	EBITDAR (BRL milhões)	Margem de EBITDAR (%)	Fluxo de Caixa das Operações (BRL Milhões)	Dívida Líquida Ajustada/ EBITDAR (x)
Companhia de Saneamento do Paraná (Sanepar)	AA(bra)	2018	4.162	1.646	39,5	1.137	1,5
		2017	3.869	1.385	35,8	1.110	1,5
		2016	3.478	1.174	33,8	880	1,8
Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (Sabesp)	AA(bra) / BB	2018	12.482	5.763	46,2	3.665	1,8
		2017	11.457	5.258	45,9	3.270	1,9
		2016	10.365	4.237	40,9	2.973	2,4
Aegea Saneamento e Participações S.A.	AA(bra) / BB	2018	1.640	810	49,4	380	3,7
		2017	1.242	675	54,4	133	3,1
		2016	992	462	46,6	117	3,3
Companhia de Saneamento de Minas Gerais (Copasa)	AA(bra)	2018	4.199	1.491	35,5	866	1,9
		2017	4.024	1.521	37,8	914	1,7
		2016	3.668	1.396	38,1	635	1,9
Saneamento de Goiás S.A. (Saneago)	BBB+(bra)	2018	2.081	495	23,8	169	1,9
		2017	1.995	363	18,2	203	2,4
		2016	1.843	380	20,6	337	2,8
Saneamento Ambiental Águas do Brasil S.A.	AAA(bra)	2018	982	326	33,3	214	1,6
		2017	938	318	33,8	181	1,9
		2016	860	267	31,0	154	2,5

Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions

## Reconciliação dos Principais Indicadores Financeiros

(BRL 000)	31 Dez. 2018
<b>Resumo da Demonstração dos Resultados</b>	
EBITDA Operacional	1.645.857
+ Dividendos Recorrentes Pagos a Participações Não Controladas	0
+ Dividendos Recorrentes Recebidos de Associadas	0
+ Ajustes Adicionais da Análise para Dividendos Recorrentes Recebidos de Associadas e Pagos a Participações Minoritárias	0
<b>= EBITDA Operacional Após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias (k)</b>	<b>1.645.857</b>
+ Despesas com Arrendamento Operacional Consideradas Capitalizadas (h)	0
<b>= EBITDAR Operacional Após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias (j)</b>	<b>1.645.857</b>
<b>Resumo da Dívida e do Caixa</b>	
<b>Dívida Total com Capital Híbrido (l)</b>	<b>2.771.318</b>
+ Dívida Referente a Arrendamentos Operacionais (Despesas com Arrendamento Consideradas Capitalizadas * Múltiplo do Arrendamento Capitalizado)	0
+ Outras Dívidas fora do Balanço	7.671
<b>= Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido (a)</b>	<b>2.778.989</b>
Caixa Disponível [Definido pela Fitch]	379.572
+ Aplicações Financeiras Disponíveis [Definidas pela Fitch]	0
<b>= Caixa &amp; Equivalentes Disponíveis (o)</b>	<b>379.572</b>
<b>Dívida Líquida Total Ajustada (b)</b>	<b>2.399.417</b>
<b>Resumo do Fluxo de Caixa</b>	
<b>Dividendos Preferenciais (Pagos) (f)</b>	<b>0</b>
Juros Recebidos	31.528
<b>+ Juros (Pagos) (d)</b>	<b>(224.797)</b>
<b>= Encargos Financeiros Líquidos (e)</b>	<b>(193.269)</b>
<b>Recursos das Operações [FFO] (c)</b>	<b>1.182.884</b>
+ Variação no Capital de Giro [Definida pela Fitch]	(45.675)
<b>= Fluxo de Caixa das Operações [CFFO] (n)</b>	<b>1.137.209</b>
<b>Investimentos (m)</b>	<b>(974.554)</b>
<b>Múltiplo Aplicado aos Arrendamentos Operacionais Capitalizados (i)</b>	<b>5,0</b>
<b>Alavancagem Bruta</b>	
<b>Dívida Total Ajustada / EBITDAR Operacional* [x] (a/j)</b>	<b>1,7</b>
<b>Alavancagem Bruta Ajustada pelo FFO [x] (a/(c-e+h-f))</b>	<b>2,0</b>
<i>Dívida Total Ajustada/(FFO - Encargos Financeiros Líquidos + Arrendamentos Operacionais Capitalizados - Dividendos Preferenciais Pagos)</i>	
<b>Dívida Total com Capital Híbrido/ EBITDA Operacional* [x] (l/k)</b>	<b>1,7</b>
<b>Alavancagem Líquida</b>	
<b>Dívida Líquida Total Ajustada / EBITDAR Operacional* [x] (b/j)</b>	<b>1,5</b>
<b>Alavancagem Líquida Ajustada pelo FFO [x] (b/(c-e+h-f))</b>	<b>1,7</b>
<i>Dívida Líquida Total Ajustada/(FFO - Encargos Financeiros Líquidos + Arrendamentos Operacionais Capitalizados - Dividendos Preferenciais Pagos)</i>	
<b>Dívida Líquida Total / (CFFO - Investimentos) [x] ((l-o)/(n+m))</b>	<b>14,7</b>
<b>Cobertura</b>	
<b>EBITDAR Operacional / (Juros Pagos + Despesas com Arrendamento)* [x] (j/-d+h)</b>	<b>7,3</b>
<b>EBITDA Operacional / Juros Pagos* [x] (k/(-d))</b>	<b>7,3</b>
<b>Cobertura de Encargos Fixos pelo FFO [x] ((c-e+h-f)/(-d+h-f))</b>	<b>6,1</b>
<i>(FFO - Encargos Financeiros Líquidos + Arrendamentos Operacionais Capitalizados - Dividendos Preferenciais Pagos) / (Juros Brutos Pagos + Arrendamentos Operacionais Capitalizados - Dividendos Preferenciais Pagos)</i>	
<b>Cobertura dos Juros Brutos pelo FFO [x] ((c-e-f)/(-d-f))</b>	<b>6,1</b>
<i>(FFO - Encargos Financeiros Líquidos - Dividendos Preferenciais Pagos) / (Juros Brutos Pagos - Dividendos Preferenciais Pagos)</i>	
* EBITDA/R após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias	
Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions.	

## Reconciliação dos Indicadores Pelos Critérios da Fitch

	Valores Reportados 31 Dez. 2018	Somatório dos Ajustes da Fitch	Ajustes no Caixa	Valores Ajustados
<b>Resumo da Demonstração dos Resultados</b>				
Receita Líquida	4.162.205	0		4.162.205
EBITDAR Operacional	1.645.857	0		1.645.857
EBITDAR Operacional após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias	1.645.857	0		1.645.857
Despesa com Arrendamento Operacional	0	0		0
EBITDA Operacional	1.645.857	0		1.645.857
EBITDA Operacional após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias	1.645.857	0		1.645.857
EBIT Operacional	1.374.470	0		1.374.470
<b>Resumo da Dívida e do Caixa</b>				
Dívida Total com Capital Híbrido	2.771.318	0		2.771.318
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido	2.778.989	0		2.778.989
Dívida Referente a Arrendamento Operacional	0	0		0
Outras Dívidas Fora do Balanço	7.671	0		7.671
Caixa & Equivalentes Disponíveis	326.624	52.948	52.948	379.572
Caixa & Equivalentes Não Disponíveis	0	0		0
<b>Resumo do Fluxo de Caixa</b>				
Dividendos Preferenciais (Pagos)	0	0		0
Juros Recebidos	31.528	0		31.528
Juros (Pagos)	(224.797)	0		(224.797)
Recursos das Operações [FFO]	1.182.884	0		1.182.884
Variação no Capital de Giro [Definida pela Fitch]	(45.675)	0		(45.675)
Fluxo de Caixa das Operações [CFFO]	1.137.209	0		1.137.209
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	0	0		0
Investimentos	(974.554)	0		(974.554)
Dividendos Ordinários (Pagos)	(298.398)	0		(298.398)
Fluxo de Caixa Livre [FCF]	(135.743)	0		(135.743)
<b>Alavancagem Bruta</b>				
Dívida Total Ajustada / EBITDAR Operacional* [x]	1,7			1,7
Alavancagem Ajustada pelo FFO [x]	2,0			2,0
Dívida Total com Capital Híbrido / EBITDA Operacional* [x]	1,7			1,7
<b>Alavancagem Líquida</b>				
Dívida Líquida Total Ajustada / EBITDAR Operacional* [x]	1,5			1,5
Alavancagem Líquida Ajustada pelo FFO [x]	1,8			1,7
Dívida Líquida Total / (CFFO - Investimentos) [x]	15,0			14,7
<b>Cobertura</b>				
EBITDAR Operacional / (Juros Pagos + Despesas com Arrendamento)* [x]	7,3			7,3
EBITDA Operacional / Juros Pagos* [x]	7,3			7,3
Cobertura dos Encargos Fixos pelo FFO [x]	6,1			6,1
Cobertura dos Juros pelo FFO [x]	6,1			6,1
*EBITDA/R após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions.				

## FX Screener

Ao final de março de 2019 a Sanepar não possuía exposição cambial direta operacional ou financeira.

## Resumo dos Covenants

Em 31 de março de 2019, a Companhia atendia integralmente as cláusulas restritivas estipuladas na emissão das debêntures e financiamentos do BNDES e da Caixa, sendo o principal manter o indicador dívida líquida/EBITDA inferior a 3,0 vezes. Na visão da agência, a estrutura de covenants das dívida da companhia restringe sua capacidade de distribuição de dividendos.

<b>Tabela de Covenants</b>		
<b>BNDES - 2ª, 4ª, e 7ª Emissões de Debêntures</b>		
	<b>Limite</b>	<b>Faixa</b>
EBITDA/Serviço da Dívida	Igual ou superior a 1,5	Inferior a 1,5 e igual ou maior a 1,2
Dívida Bancária Líquida/EBITDA	Igual ou inferior a 3,0	Igual Inferior a 3,8 e maior que 3,0
Outras Dívidas Onerosas/EBITDA	Igual ou inferior a 1,0	Igual Inferior a 1,3 e maior que 1,0
<b>3ª, 6ª e 8ª Emissões de Debêntures</b>		
	<b>Limite</b>	
Dívida Bancária Líquida/EBITDA Ajustado	Igual ou inferior a 3,0	
EBITDA Ajustado/Despesa Financeira Líquida	Igual ou superior a 1,5	
<b>Caixa Econômica Federal</b>		
	<b>Limite</b>	
EBITDA Ajustado/Despesa Financeira Líquida	Igual ou superior a 1,5	
Dívida Bancária Líquida/EBITDA Ajustado	Igual ou inferior a 3,0	
Outras Dívidas Onerosas/EBITDA	Igual ou inferior a 1,0	
Fonte: Sanepar.		

## Metodologia Aplicada e Pesquisa Relacionada

[Metodologia de Ratings Corporativos \(fevereiro de 2019\)](#)

[Metodologia de Ratings em Escala Nacional \(julho de 2018\)](#)

## Analistas

### Gustavo Mueller

+55 21 4503 2632

[gustavo.mueller@fitchratings.com](mailto:gustavo.mueller@fitchratings.com)

### Leonardo Coutinho

+55 21 4503 2630

[leonardo.coutinho@fitchratings.com](mailto:leonardo.coutinho@fitchratings.com)

A presente publicação não é um relatório de classificação de risco de crédito para os efeitos do artigo 16 da Instrução CVM no 521/12.

Os ratings acima foram solicitados pelo, ou em nome do, emissor e, portanto, a Fitch foi compensada pela avaliação dos ratings.

TODOS OS RATINGS DE CRÉDITO DA FITCH ESTÃO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR ESSAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). AS DEFINIÇÕES E TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). OS RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS PUBLICADOS ESTÃO PERMANENTEMENTE DISPONÍVEIS NESTE SITE. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH E POLÍTICAS DE CONFIDENCIALIDADE, CONFLITOS DE INTERESSE; SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL) DE AFILIADAS, COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO "CÓDIGO DE CONDUTA".

Copyright © 2019 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall St, NY, NY 10004. Telefone: 1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Ao atribuir e manter seus ratings, a Fitch conta com informações factuais que recebe de emissores e *underwriters* e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch executa uma pesquisa razoável das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém razoável verificação destas informações de fontes independentes, na medida em que estas fontes estejam disponíveis com determinado patamar de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emitente esteja localizado, da disponibilidade e natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações pré-existent de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir seus ratings, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e predições sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado.

As informações neste relatório são fornecidas "tal como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião se apoia em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhuma classificação é de responsabilidade exclusiva de um indivíduo, ou de um grupo de indivíduos. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser modificados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxação sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros cobrigados e *underwriters* para avaliar os títulos. Estes preços geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante um único pagamento anual. Tais valores podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e distribuição por meios eletrônicos, a pesquisa da Fitch poderá ser disponibilizada para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.