

## S&P Global Ratings atribui rating 'brAAA' à Eneva S.A.; perspectiva 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 da Ação de Rating

- A Eneva S.A. (Eneva) é uma geradora térmica integrada com capacidade instalada de aproximadamente 2,2 gigawatts (GW) na região nordeste do Brasil. A empresa conta com contratos de longo prazo com elevado componente relacionado à disponibilidade, assim como autossuficiência no fornecimento de gás natural (combustível da maior parte de suas usinas).
- Acreditamos que a Eneva apresentará sólido desempenho operacional, com geração de caixa forte e previsível, para atravessar o ciclo de investimentos em uma nova usina térmica sem comprometer suas métricas de alavancagem.
- Em 22 de abril de 2019, atribuímos o rating de crédito de emissor de longo prazo na Escala Nacional Brasil 'brAAA' à Eneva.
- A perspectiva estável reflete nossa expectativa de que a empresa deverá apresentar índice de dívida líquida sobre EBITDA abaixo de 3,0x nos próximos 12 meses.

### Fundamentos da Ação de Rating

O rating 'brAAA' reflete nossa visão de que a Eneva é um grupo gerador de energia estratégico no subsistema elétrico norte do Brasil, representando cerca de 8% da capacidade da região. Considerando a integração vertical em função das suas reservas de gás, as térmicas da empresa, sobretudo aquelas a gás, em geral, têm posição favorável na ordem de despacho. Vemos o marco regulatório no setor elétrico brasileiro como transparente e favorável, e a Eneva se beneficia de contratos de venda de energia de longo prazo com média de 13,5 anos, fazendo com que parte significativa de suas receitas (cerca de R\$ 2 bilhões) seja por disponibilidade, o que garante fluxos de caixa fortes e previsíveis.

Em contrapartida, nosso rating também reflete a escala limitada da Eneva e sua baixa diversificação em termos geográficos. Além disso, embora suas reservas próprias de gás garantam margens adequadas, também expõe a empresa ao risco de não contar com fontes alternativas desse insumo, considerando não estar conectada a outros dutos de transporte de gás.

Do lado financeiro, esperamos que a empresa apresente métricas de crédito confortáveis. Em 2016, a Eneva concluiu seu processo de recuperação judicial, tornando-se uma nova empresa, com a fusão dos ativos de geração com os ativos da Parnaíba Gás Natural, o que propiciou a integração vertical no segmento de gás. O endividamento foi reduzido e antigos credores como Itaú Unibanco S.A. (BB-/Estável/B e brAAA/Estável/brA-1+) e Banco BTG Pactual S.A. (BB-/Estável/B e brAA+/Estável/brA-1+) converteram as dívidas com a Eneva em ações e tornaram-se os maiores acionistas da empresa, juntamente com a Cambuhy I Fundo de Investimentos e a Uniper (ambas não avaliadas).

Em 2017, a Eneva realizou uma emissão primária e secundária de ações, tendo usado os recursos sobretudo para reduzir dívidas, melhorando a sua estrutura de capital. Com isso, agora está expandindo suas operações, tendo comprado a parcela remanescente da termelétrica Pecém II e iniciado a construção da sua quinta térmica no complexo Parnaíba, que após investimentos de cerca de R\$ 1,2 bilhão entre 2019 e 2021, terá capacidade instalada de 385 MW. A Eneva também tem investido nas suas reservas de gás, mais do que garantindo a recomposição destas, considerando a produção atual de até 8,4 milhões de metros cúbicos por dia. Assim, esperamos que a empresa apresente um pico de alavancagem em termos de dívida sobre EBITDA de 3,0x em 2019, recuando para abaixo de 2,5x nos anos seguintes.

## Perspectiva

A perspectiva estável do rating de crédito de emissor reflete nossa expectativa de que a Eneva continuará apresentando fluxos de caixa operacionais fortes e previsíveis nos próximos 12 meses e suficientes para atravessar seu ciclo de investimentos, mantendo o índice de dívida líquida sobre o EBITDA abaixo de 3,0x.

### *Cenário de rebaixamento*

Podemos rebaixar o rating da Eneva nos próximos 12 meses se rebaixarmos o rating do Brasil. Uma alteração do rating da empresa para 'brAA+' poderá ocorrer também caso a alavancagem se mantenha em níveis próximos a 4,0x dívida líquida sobre EBITDA e o FFO sobre dívida líquida inferior a 20%, o que poderia ocorrer no caso de elevada indisponibilidade de suas térmicas ou, ainda, no caso de pressão de liquidez.

### *Cenário de elevação*

Dado que o rating da Eneva se encontra no topo da Escala Nacional Brasil, não contemplamos um cenário de elevação.

## Descrição da Empresa

A Eneva é uma geradora de energia elétrica, com capacidade instalada total de 2.152 megawatts (MW), sendo 1.427 MW de térmicas movidas a gás – capacidade esta distribuída entre as usinas Parnaíba I (676MW), Parnaíba II (519MW), Parnaíba III (176MW) e Parnaíba IV (56MW), todas localizadas no complexo Parnaíba, no estado do Maranhão – e 725 MW de térmicas a carvão – cuja capacidade é

distribuída entre as usinas Itaqui (360MW) e Pecém II (365MW), localizadas, respectivamente, nos estados do Maranhão e Ceará. Com a conclusão da usina Parnaíba V, que fechará o ciclo de Parnaíba I ao se integrar a esta, a capacidade total da Eneva totalizará 2.537 MW.

A empresa possui autossuficiência em gás, contando com reservas próprias certificadas que totalizam 25 bcm (bilhões de metros cúbicos), sendo 21,4 bcm localizados na própria bacia do Parnaíba (estado do Maranhão) e 3,6 bcm no campo de Azulão (Amazonas).

## Nosso Cenário de Caso-Base

As principais premissas do nosso caso-base são:

- Inflação – que é o indexador da tarifa da maioria dos contratos da Eneva e também de parte de seus custos – de 4,12% em 2019 e 3,80% em 2020;
- Preço do Henry Hub, pelo qual parte das tarifas dos contratos da Parnaíba I são indexados, de US\$3.00 por milhão de btu (*british thermal unit*);
- Preço do carvão, que embora impacte os custos de produção de energia nas usinas a carvão, é totalmente repassado às tarifas, de US\$95/tonelada em 2019 e US\$85/tonelada em 2020;
- Câmbio médio de R\$ 3,75/US\$1.00 em 2019 e R\$ 3,83/US\$1.00 em 2020;
- Níveis de disponibilidade médios das usinas termelétricas se mantendo entre 90% e 95%, o que garante uma remuneração fixa de aproximadamente R\$ 2,0 bilhões por ano;
- Despacho médio entre 40%-45% em 2019 e depois declinando para cerca de 30%-35% em 2020;
- Margens EBITDA se mantendo em torno de 50%;
- Investimentos de R\$ 650 milhões em 2019 e R\$ 1,1 bilhão em 2020;
- Não haverá distribuição de dividendos nos próximos anos, considerando o volume de prejuízos acumulados em anos anteriores.

Como resultado, esperamos o seguinte:

- Receita líquida de cerca de R\$ 2,7 bilhões em 2019 e R\$ 2,5 bilhões em 2020;
- EBITDA de cerca de R\$1,4 bilhão em 2019 e R\$1,3 bilhão em 2020;
- Índice de dívida líquida sobre EBITDA em torno de 2,5x em 2019 e se aproximando de 3,0x em 2020, com o pico dos seus investimentos;
- Geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida líquida entre 20%-25% em 2019 e 2020.

## Liquidez

Avaliamos a liquidez da Eneva como adequada, considerando nossa expectativa de que a empresa deverá ser capaz de sustentar a relação entre fontes e usos de liquidez bastante acima de 1,2x nos próximos 12 meses e que suas fontes de caixa continuarão excedendo seus usos mesmo que haja uma redução de 15% no EBITDA. Além disso, nossa análise incorpora a capacidade da empresa de absorver eventos de baixa probabilidade, mas de elevado impacto nos próximos dois anos sem necessidade de refinanciamento, considerando que a Eneva recentemente refinanciou suas dívidas de curto prazo e alongou o prazo de suas obrigações, o que propicia maior conforto para atravessar o seu ciclo de investimentos.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa (não restrito) de cerca de R\$ 1,4 bilhão em dezembro de 2018;
- Geração de caixa operacional pós-pagamento de juros e impostos (FFO) em torno de R\$ 750 milhões a R\$ 900 milhões por ano.

Principais usos de liquidez:

- Vencimentos de dívida de curto prazo de aproximadamente R\$ 300 milhões em dezembro de 2018;
- Necessidades anuais de capital de giro de até R\$ 150 milhões;
- Investimentos de R\$ 650 milhões em 2019.

### *Covenants*

Atualmente, a empresa não conta com dívidas na holding que contenham cláusulas de default cruzado que poderiam acelerar o seu endividamento. Contudo, as dívidas de algumas subsidiárias operacionais do grupo possuem cláusulas contratuais restritivas (*covenants*), porém com folga considerável para serem cumpridas.

## TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

ENEVA S.A.

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de negócios	Razoável
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Moderado
Posição competitiva	Razoável
Risco financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Liquidez	Adequada
Política financeira	Neutra
Administração e governança	Razoável
Análise de ratings comparáveis	Neutra

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 e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com). Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com). Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

## Critérios e Artigos Relacionados

### Critérios

- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Principais Fatores de Crédito para a Indústria de Energia e Gás Não Regulada](#), 28 de março de 2014
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 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

## 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.

As informações regulatórias (PCR, em sua sigla em inglês) da S&P Global Ratings são publicadas com referência a uma data específica, vigentes na data da última Ação de Rating de Crédito publicada. A S&P Global Ratings atualiza as informações regulatórias de um determinado Rating de Crédito a fim de incluir quaisquer mudanças em tais informações somente quando uma Ação de Rating de Crédito subsequente é publicada. Portanto, as informações regulatórias apresentadas neste relatório podem não refletir as mudanças que podem ocorrer durante o período posterior à publicação de tais informações regulatórias, mas que não estejam de outra forma associadas a uma Ação de Rating de Crédito.

Copyright© 2019 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 COMERCIALIZABILIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

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

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).