

# Análise Detalhada

---

## Neoenergia S.A. e Subsidiárias

**Data de publicação:** 10 de dezembro de 2019

**Analista principal:**

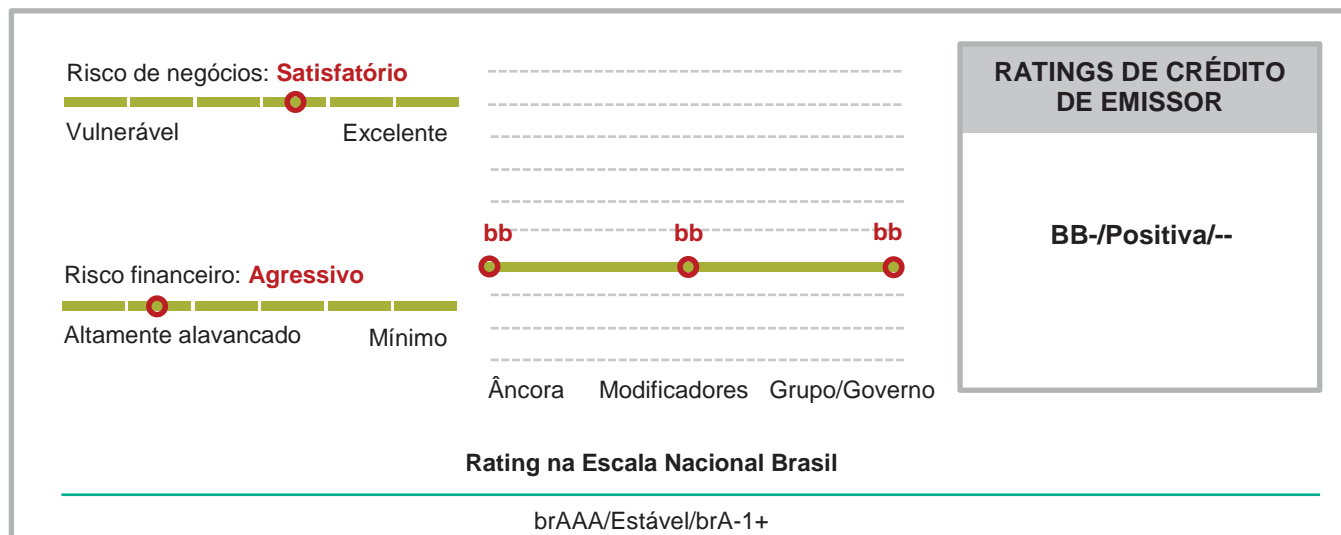
Vinicius Ferreira, São Paulo, 55 (11) 3039-9763,  
vinicius.ferreira@spglobal.com

**Contatos analíticos adicionais:**

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

Matheus Gusman, São Paulo, 55 (11) 3039-4846,  
matheus.f@spglobal.com

(Nota do editor: Após a ação de rating de 12 de dezembro de 2019 nos ratings da Neoenergia e suas subsidiárias, a perspectiva do rating e a tabela de classificação de rating sofreram alterações. A data para os ratings na tabela de comparação com os pares também foi alterada).



## Destaques da Análise de Crédito

Resumo	
Principais Pontos Fortes	Principais Riscos
As atividades de redes reguladas representarão cerca de 80% das receitas do grupo nos próximos anos, provendo estabilidade aos fluxos de caixa estáveis.	As subsidiárias Celpe e Coelba ainda apresentam perdas de energia acima das metas regulatórias, mas esperamos que as métricas de qualidade em geral melhorem, dados os investimentos contínuos.
Os contratos do negócio de geração são de longo prazo, de forma que o grupo está menos exposto às oscilações do mercado.	Há risco de execução na construção das novas linhas de transmissão, sobretudo no período de 2020 a 2022.
Base de clientes diversificada em áreas onde o consumo de eletricidade está crescendo em um ritmo mais rápido que o do PIB do Brasil.	A Neoenergia precisará financiar seu robusto plano de investimentos até 2023 com dívida, mas mantendo a alavancagem nos níveis atuais.

### **Projetos de transmissão devem aumentar a estabilidade dos fluxos de caixa da Neoenergia.**

Esperamos que a empresa se beneficie de uma geração de fluxo de caixa mais estável nos próximos anos à medida que as novas linhas de transmissão, atualmente em construção, entrem em operação.

A Neoenergia aumentou sua participação no segmento de transmissão em 2017 e 2018, quando participou de um leilão organizado pelo regulador para a construção e operação de linhas de transmissão. O grupo conseguiu financiamento para os ativos concedidos no leilão de abril de 2017, que envolvem a construção de uma linha de transmissão de 583 quilômetro (km) e de diversas subestações, e também as licenças necessárias. Para os ativos arrematados no leilão de dezembro de 2017, que consiste de 1.074 km de linhas de transmissão e subestações, a Neoenergia já garantiu cerca de 92% do financiamento e vem trabalhando para obter as licenças pendentes. A empresa também venceu o

leilão de dezembro de 2018. Esperamos que o grupo consiga entregar os projetos no prazo, com algumas linhas podendo iniciar as operações antes do que prevíamos inicialmente, embora nosso cenário de caso-base presume que essas operações ocorram de acordo com o cronograma original.

<b>Status das Obras das Linhas de Transmissão</b>		
<b>Projeto</b>	<b>Extensão</b>	<b>Início esperado das operações</b>
<b>Leilão de Abril de 2017</b>		
Lote 4	583 km	Ago-22
Lote 20	Subestação (ss)	Fev-21
Lote 22	ss	Fev-21
Lote 27	ss	Fev-21
<b>Leilão de Dezembro de 2017</b>		
Lote 4	729 km	Mar-23
Lote 6	345km + ss	Mar-23
<b>Leilão de Dezembro de 2018</b>		
Lote 1	673 km e ss	Mar-24
Lote 2	656 km e ss	Mar-24
Lote 3	478 km	Mar-24
Lote 4	769 km e ss	Mar-24

**Expansão da capacidade de energia renovável contínua.** A Neoenergia também vem ampliando sua presença no mercado de fontes renováveis não convencionais. Assim que a construção de seus parques eólicos em terra for concluída na região nordeste do Brasil, a capacidade da empresa nesse mercado aumentará dos atuais 516 megawatts (MW) em operação para quase 1.600 MW até 2022. Apesar de demandar cerca de R\$ 4 bilhões em novos investimentos (capex), esperamos que esse projeto seja financiado por meio de dívida, sendo a maior parte do capex para as áreas de distribuição e transmissão da empresa. Estimamos a alavancagem se mantendo nos níveis atuais até 2023.

**Reajustes tarifários.** Em abril de 2019, a Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia - Coelba (Coelba), a Companhia Energética de Pernambuco - Celpe (Celpe) e a Companhia Energética de Pernambuco - Cosern (Cosern) passaram por reajustes tarifários anuais com um efeito médio de 6,22%, 5,04%, 4,73%, respectivamente, níveis um pouco acima de nossas expectativas. Em nossa visão, os reajustes de tarifas foram benéficos porque permitiram às distribuidoras continuarem recuperando os custos adicionais de eletricidade incorridos devido às condições hidrológicas desafiadoras.

A Elektro Redes S.A. passou por seu 5º ciclo de revisão tarifária em agosto de 2019. Esperamos um efeito positivo, dado que as perdas de energia reconhecidas nas tarifas aumentaram para 8,03% ante 6,6%, e a empresa tinha 97,9% de seus investimentos incorporados na base de ativos regulatória. Apesar da redução média de tarifa de 8,3%, resultante principalmente de uma parcela dos encargos setoriais prévios que não se aplica mais, a rentabilidade das distribuidoras, por consequência, não será mais impactada.

## Perspectiva: Positiva

A perspectiva positiva dos ratings da Neoenergia para os próximos 12 meses reflete aquela do rating de crédito soberano do Brasil e leva em consideração nossa visão de que o grupo, como uma entidade regulada prestadora de serviços de utilidade pública, poderá estar sujeito à intervenção governamental em um cenário hipotético de um default do governo soberano.

### Cenário de elevação

Dado que os ratings do Brasil limitam os da Neoenergia, elevaremos os ratings da empresa se houver a mesma ação nos ratings do país. Poderemos elevar também seu perfil de crédito individual (SACP - *stand-alone credit profile*) se as métricas de crédito da empresa melhorarem consistentemente, especialmente se a Neoenergia gerar fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) positivo nos próximos anos, em particular, devido a um desempenho operacional mais forte, porque esperamos que os investimentos sejam altos.

### Cenário de rebaixamento

Poderemos alterar a perspectiva dos ratings da Neoenergia para estável se a mesma ação ocorrer no rating soberano. Atualmente, não prevemos um cenário no curto prazo que possa nos levar a rebaixar os ratings da empresa com base em seus próprios fundamentos. Por outro lado, os rebaixaríamos se acreditássemos que a Iberdrola S.A., controladora da Neoenergia, tivesse menos incentivos para oferecer suporte às suas operações brasileiras, somado a uma deterioração nas métricas de crédito da empresa. Neste último cenário, a geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida ficaria abaixo de 9% e a dívida sobre EBITDA acima de 5,5x, o que poderia resultar de capex e pagamento de dividendos acima de nossas projeções.

## Nosso Cenário-Base

### Premissas

- Consumo de eletricidade crescendo entre 1,5%-2,0% anualmente, começando em 2020;
- Ajustes de tarifas seguindo nossa expectativa de inflação de 3,6% em 2020 e 4,0% em 2021;
- Dadas as perspectivas de baixo volume de chuvas no Brasil, esperamos um risco hidrológico (GSF - *generation scaling factor*) entre 80%-85% em 2020 e 2021, o que resultará em custos de energia maiores para geradoras e distribuidoras;
- Investimentos de quase R\$ 5 bilhões em 2020 e superando R\$ 6 bilhões em 2021 para finalizar a construção das linhas de transmissão;
- Grande parte desses investimentos será financiada por meio de dívida nova;
- Uma política de dividendos conservadora, distribuindo o mínimo requerido por lei, equivalente a 25% do lucro líquido do ano anterior.

### Principais Métricas

	2019E	2020E	2021E
EBITDA (R\$ bilhões)	5,5-5,8	5,7-6,0	6,2-6,5
Investimentos (R\$ bilhões)	3,8-4,2	4,3-4,7	5,3-5,7
Dívida/EBITDA (x)	3,0-3,5	3,0-3,5	3,0-3,5
FFO/Dívida (%)	20-25	20-25	20-25

Nota: Métricas ajustadas pela S&P Global Ratings.  
E—Esperado

## Projeções de caso-base

**Negócio de distribuição continuará sendo o mais importante.** Mesmo com a Neoenergia aumentando a diversificação com os investimentos nas áreas de transmissão e de geração renovável não convencional, o mercado de distribuição continuará representando a maior parte dos fluxos de caixa consolidados.

**Linhas de transmissão proporcionarão maior estabilidade de fluxo de caixa.** Embora consideremos estável o negócio de distribuição, o descasamento de prazo entre custos incorridos e a recuperação deles apenas no próximo reajuste tarifário poderá adicionar volatilidade aos fluxos de caixa, conforme se observou nos últimos anos em meio às condições hidrológicas fracas no Brasil naquele momento. Contudo, entendemos que os fluxos de caixa adicionais vindos das linhas de transmissão ajudarão a estabilizar o desempenho operacional de forma consolidada.

Os investimentos da Neoenergia demandarão dívida adicional, mas assim que seus novos ativos começarem a operar, não esperamos mudanças significativas nas métricas de crédito, porque a dívida sobre EBITDA deve permanecer entre 3,0x-3,5x e o FFO sobre dívida entre 20%-25% nos próximos anos, enquanto o FOCF prosseguirá negativo.

## Descrição da Empresa

O grupo integrado que atua no mercado brasileiro de energia elétrica Neoenergia opera em quatro segmentos por meio de suas subsidiárias, a saber: distribuição (Coelba, Celpe, Cosern e Elektro), geração (Calango 6, Lagoa 1, Termope e outras), transmissão e comercialização (NC Energia). Por meio de suas quatro distribuidoras, a Neoenergia atende aproximadamente 34 milhões de clientes e distribuiu cerca de 56,5 terawatt horas (TWh) de eletricidade em 2018 (incluindo o mercado livre). O grupo tem quase 700 km de linhas de transmissão em operação e mais de 4.500 km em construção. A Neoenergia também possui cerca de 4,0 gigawatts (GW) de capacidade instalada por meio de usinas hidrelétricas, térmicas e eólicas, incluindo a participação conjunta que detém na usina hidrelétrica Teles Pires, com capacidade de 1.819 MW, a participação de 10% na hidrelétrica de Belo Monte, com 11.233 MW de capacidade, e a construção de parques eólicos, de 1,0 GW. Nos últimos 12 meses findos em 30 de setembro de 2019, as receitas da Neoenergia foram de R\$ 27,8 bilhões e seu EBITDA de R\$ 5,4 bilhões.

A Iberdrola, S.A. (BBB+/Estável/A-2) controla a Neoenergia, detendo uma participação de 51,4%. A Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ) detém 30,29% do grupo, e a parcela remanescente de 18,67% é negociada livremente no mercado. A Iberdrola é a segunda maior geradora e distribuidora na Espanha, bem como a líder em renováveis, com operações no Reino Unido, por intermédio da Scottish Power, e na América Latina e nos Estados Unidos via a Iberdrola Renovables e Avangrid.

## Perfil de Risco de Negócios: Satisfatório

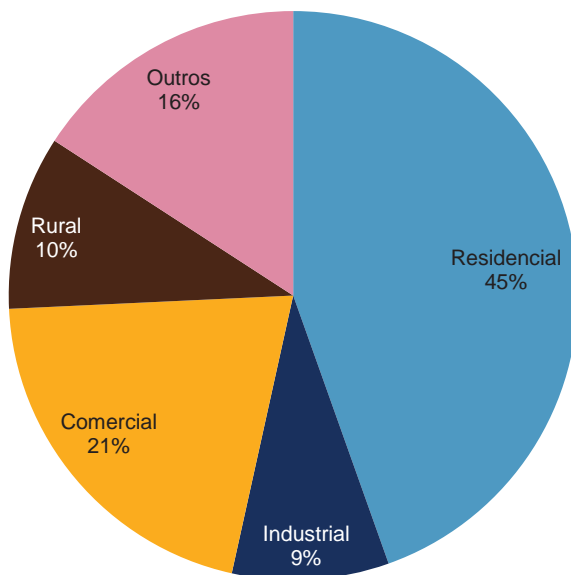
**Um grupo grande e bem diversificado.** Em nossa visão, a Neoenergia tem escala ampla e alta exposição às atividades de rede regulada, além de um portfólio de negócios diversificado. É também uma das maiores distribuidoras de energia no Brasil por meio de suas quatro subsidiárias – Coelba, Celpe, Cosern e Elektro – e atualmente vem ampliando sua presença na geração de renováveis não convencionais. Por outro lado, vemos concentração geográfica, já que a Neoenergia opera somente no Brasil.

**Atividades reguladas respondem pela maior parte dos fluxos de caixa.** Um dos pontos fortes do negócio da Neoenergia é que as atividades de distribuição de energia geram cerca de 80% do EBITDA do grupo. Isso oferece um alto grau de previsibilidade de fluxo de caixa, o que deve melhorar mais nos próximos anos, à medida que as linhas de transmissão entram em operação, dado que as receitas desse segmento se baseiam na disponibilidade das linhas para o sistema, portanto, não expostas a volumes.

Em nossa visão, o marco regulatório brasileiro provê suporte para a qualidade de crédito, com um histórico de contratos totalmente respeitados entre os players (participantes) da indústria. Contudo, a independência regulatória ainda está se recuperando da interferência política sofrida no início da década que enfraqueceu temporariamente a estabilidade financeira dos players, especialmente no segmento de distribuição. O negócio de distribuição altamente regulado da Neoenergia atende três dos maiores estados do país em termos de PIB da região nordeste e uma parte do estado de São Paulo, o estado mais populoso e o mais rico do Brasil. Embora o crescimento do consumo de energia nas suas áreas de concessão no nordeste brasileiro tenha sido historicamente superior ao do Brasil em geral e da região nordeste, a fraca performance da economia brasileira impactou as operações do grupo.

**Base de clientes diversificada.** No segmento de distribuição, vemos que o portfólio de clientes do grupo é diversificado, com os clientes da classe residencial, mais estáveis e inelásticos, representando cerca de 45% da demanda do mercado cativo consolidado. Embora três das quatro distribuidoras do grupo se localizem na região nordeste do Brasil, onde o consumo de energia per capita é abaixo da média, o crescimento do consumo de energia em geral é acima da taxa de crescimento do PIB nacional. Mesmo não sendo diversificada em termos de jurisdições regulatórias, a Neoenergia atende aproximadamente 13% da demanda por energia do país ou cerca de 56,5 TWh.

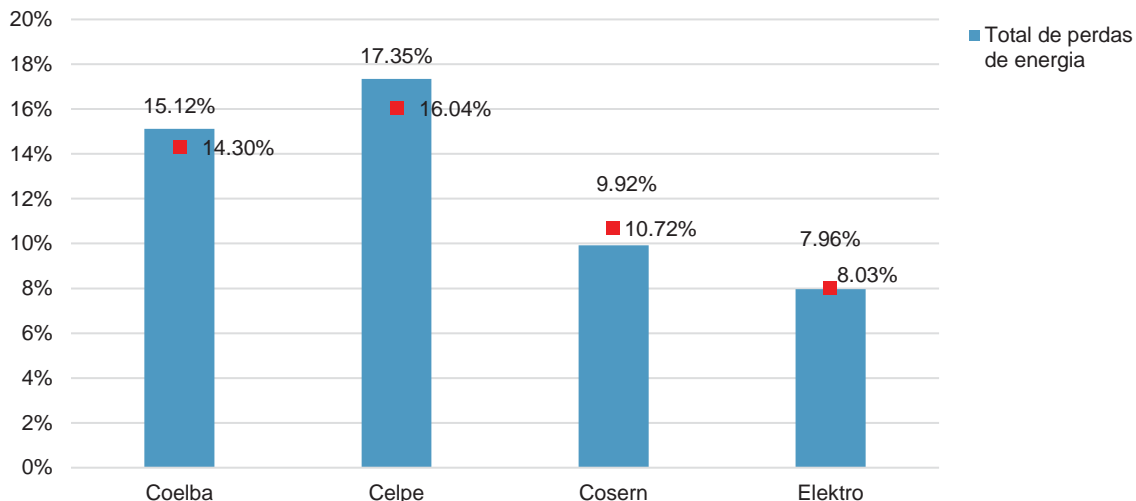
**Gráfico 1**  
**Divisão do mercado cativo**  
Dados do primeiro trimestre de 2019



Fonte: S&P Global Ratings  
Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

**Investimentos devem melhorar a qualidade do serviço.** A Neoenergia tem investido continuamente na melhora da qualidade do serviço em suas quatro áreas de concessão, melhorando a média do índice de DEC (Duração Equivalente de Interrupção) e reduzindo o de FEC (Frequência Equivalente de Interrupção), e ambos estão dentro dos padrões regulatórios. No entanto, a Coelba e a Celpe ainda apresentam perdas de energia acima da meta regulatória e que não são cobertas por meio de tarifas, prejudicando a rentabilidade dessas empresas.

**Gráfico 2**  
**Total de perdas de energia por distribuidora**  
Dados do último trimestre de 2019

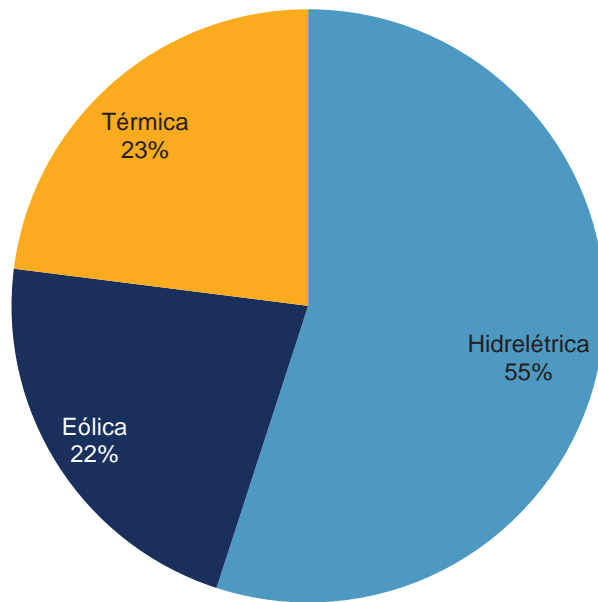


Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

**Contratos de longo prazo no segmento de geração fortalecem a estabilidade do fluxo de caixa.** A Neoenergia tem uma base de ativos de geração diversificada consistindo de usinas hidrelétricas, eólicas e térmicas que vendem eletricidade por meio de contratos de compra de energia de curto e longo prazos nos mercados livre e regulado. Isso ajuda a mitigar a volatilidade das condições inerentes a esse segmento. Em 2016, a Neoenergia aderiu a uma lei para proteger seus ativos de geração dos riscos hidrológicos toda vez que o fator GSF caísse para menos de 90% para seus contratos no mercado regulado, o que ajuda a tornar os fluxos de caixa mais previsíveis. Além disso, a usina hidrelétrica Itapebi vende sua produção à empresa de comercialização de energia do grupo, a qual é responsável por administrar a alocação de risco da Neoenergia a fim de evitar volatilidade de fluxo de caixa.

**Gráfico 3**  
**Capacidade instalada por fonte de energia**



Fonte: S&P Global Ratings  
Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.



**Tabela 1 - Comparação com os Pares****Setor da indústria: Energia Elétrica**

	<b>Neoenergia S.A.</b>	<b>CPFL Energia S.A.</b>	<b>Enel Americas S.A.</b>	<b>Iberdrola S.A.</b>
Ratings em 12 de dezembro de 2019	BB-/Positiva/--	brAAA/Estável/--	BBB/Estável/--	BBB+/Estável/A-2
<b>--Exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2018--</b>				
<b>(US\$ Milhões)</b>				
Receitas	5.940,7	6.779,8	13.184,1	40.158,3
EBITDA	1.313,4	1.417,0	3.456,6	10.587,5
FFO	983,7	849,1	2.400,1	8.896,4
Despesas com juros	334,5	420,1	778,4	2.053,4
Juros-caixa pagos	329,7	357,0	462,5	1.309,9
Fluxo de caixa das operações	343,2	213,9	1.496,5	7.958,9
Capex	1.070,2	525,4	1.521,3	7.491,9
FOCF	(727,0)	(311,5)	(24,8)	467,0
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i> )	(865,1)	(394,7)	(616,8)	(1.799,1)
Caixa e investimentos de curto prazo	1.021,7	488,6	2.034,0	3.215,7
Dívida	4.370,3	4.934,6	7.881,6	44.685,1
Patrimônio líquido	4.540,3	3.237,2	8.831,9	49.172,6
<b>Índices Ajustados</b>				
Margem EBITDA (%)	22,1	20,9	26,2	26,4
Retorno sobre capital (%)	13,2	15,2	20,0	7,2
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,9	3,4	4,4	5,2
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	4,0	3,4	6,2	7,8
Dívida/EBITDA (x)	3,3	3,5	2,3	4,2
FFO/Dívida (%)	22,5	17,2	30,5	19,9
Fluxo de caixa das operações/Dívida (%)	7,9	4,3	19,0	17,8
FOCF/Dívida (%)	(16,6)	(6,3)	(0,3)	1,0
DCF/Dívida (%)	(19,8)	(8,0)	(7,8)	(4,0)

Escolhemos as seguintes empresas como pares da Neoenergia:

- Iberdrola, o acionista controlador;
- CPFL Energia S.A. (CPFL; brAAA/Estável/--), que também é um dos maiores players privados do setor de energia elétrica brasileiro;
- Enel Americas S.A. (BBB/Estável/--), diversificada geograficamente na América Latina, mas tendo o Brasil como seu maior mercado.

Acreditamos que a Neoenergia se compara bem à CPFL em termos de tamanho e concentração geográfica, já que ambas operam somente no Brasil. A Enel Americas e, especialmente, a Iberdrola, se encontram em melhor posição por operarem em várias jurisdições regulatórias. O controlador da Neoenergia tem operações de rede em países com regimes regulatórios bem estabelecidos, estáveis e previsíveis.

### **Perfil de Risco Financeiro: Agressivo**

Nossa avaliação do perfil de risco financeiro da Neoenergia incorpora a dívida adicional que o grupo precisa captar para financiar seu plano de investimentos, resultando em FOCF negativo no futuro. Após o pico atingido em 2020 e 2021, com a dívida sobre EBITDA entre 3,0x-3,5x e o FFO sobre dívida entre 20%-25%, esperamos que a alavancagem consolidada da Neoenergia melhore gradualmente nos anos seguintes ao acrescentar os fluxos de caixa vindos, em especial, das linhas de transmissão, que atualmente estão em construção, e de suas distribuidoras, à medida que elas melhoram a eficiência.

**Tabela 2 - Resumo Financeiro**

Setor da indústria: Energia Elétrica

	--Exercício fiscal findo em 31 de dezembro de--					
	2019*	2018	2017	2016	2015	2014
<b>(R\$ Milhões)</b>						
Receita	6.292,4	5.940,7	5.227,6	4.126,1	3.764,2	3.900,5
EBITDA	1.688,6	1.313,4	775,1	1.032,4	1.048,6	581,4
FFO	1.321,7	983,7	389,9	720,4	854,6	321,2
Despesas com juros	347,3	334,5	336,3	330,1	218,2	202,6
Juros-caixa pagos	288,5	329,7	385,1	311,9	194,0	260,2
Fluxo de caixa das operações	795,4	343,2	209,6	339,6	607,8	452,0
Capex	1.260,4	1.070,2	1.149,2	831,6	540,1	883,8
FOCF	(465,0)	(727,0)	(939,6)	(492,0)	67,7	(431,9)
DCF	(731,4)	(865,1)	(945,9)	(509,8)	6,8	(549,9)
Caixa e investimentos de curto prazo	861,7	1.021,7	1.169,0	428,1	655,7	435,2
Caixa disponível bruto	861,7	1.021,7	1.169,0	428,1	655,7	435,2
Dívida	4.515,8	4.370,3	4.373,9	3.556,2	2.232,6	2.873,3
Patrimônio líquido	4.562,9	4.540,3	4.711,0	2.832,0	2.351,4	3.700,7
<b>Índices Ajustados</b>						
Margem EBITDA (%)	26,8	22,1	14,8	25,0	27,9	14,9
Retorno sobre capital (%)	15,0	13,2	6,9	14,4	19,8	5,6
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	5,9	3,9	2,3	3,1	4,8	2,9
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	5,6	4,0	2,0	3,3	5,4	2,2
Dívida/EBITDA (x)	2,7	3,3	5,6	3,4	2,1	4,9
FFO/Dívida (%)	29,4	22,5	8,9	20,3	38,3	11,2
Fluxo de caixa das operações/Dívida (%)	17,3	7,9	4,8	9,6	27,2	15,7
FOCF/Dívida (%)	(10,1)	(16,6)	(21,5)	(13,8)	3,0	(15,0)
DCF/Dívida (%)	(15,9)	(19,8)	(21,6)	(14,3)	0,3	(19,1)

\*12 meses findos em 30 de setembro,

## Liquidez: Adequada

Avaliamos a liquidez da Neoenergia como adequada porque esperamos que suas fontes de caixa excedam os usos em cerca de 1,3x nos próximos 12 meses, mesmo se o EBITDA cair 10%. Nossa avaliação também se baseia no sólido relacionamento da Neoenergia com bancos e na sua posição nos mercados de capitais, conforme visto no refinanciamento de dívida nos últimos anos, particularmente em 2018. Também acreditamos que o grupo tem mecanismos apropriados vigentes para enfrentar qualquer evento de alto impacto, mas de baixa probabilidade com necessidade limitada para refinanciamento, dada sua flexibilidade para reduzir o pagamento de dividendos e adiar investimentos sob condições estressantes.

Principais Fontes de Liquidez	Principais Usos de Liquidez
<ul style="list-style-type: none"><li>Caixa e equivalentes de R\$ 3,8 bilhões em 30 de setembro de 2019.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Vencimentos de dívida de curto prazo de R\$ 2,9 bilhões em 30 de setembro de 2019;</li><li>Investimentos mínimos de cerca de R\$ 2 bilhões nos próximos 12 meses;</li><li>Distribuição de dividendos no percentual mínimo.</li></ul>

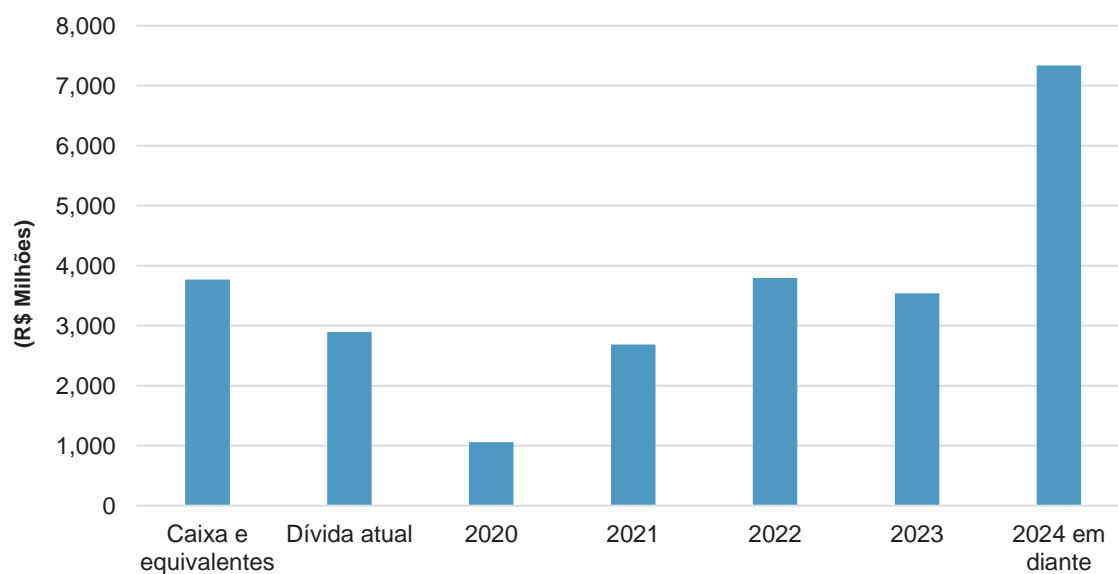
## Vencimentos de dívida

A Neoenergia tem se empenhado na gestão de passivos com o objetivo de refinanciar antecipadamente seus vencimentos de dívidas de prazos mais curtos.

### Gráfico 4

#### Cronograma de amortização

No final do 3º trim/2019. Vencimento médio ponderado = 4,2 anos



Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

## Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

A Neoenergia tem cumprido com alguns *covenants* definidos nos seus empréstimos bancários e nas debêntures, medidos trimestral, semestral ou anualmente. O grupo os tem atendido e esperamos que continue assim mesmo se o EBITDA projetado cair para menos de 10%.

Principais *covenants*:

- Dívida líquida sobre EBITDA de até 4,0x;
- Cobertura de juros (EBITDA sobre despesa financeira) de pelo menos 2,0x.

As subsidiárias também estão sujeitas aos mesmos *covenants* financeiros, medidos em bases consolidadas. A única exceção é a Elektro, que tem os seguintes *covenants*:

- Dívida líquida sobre EBITDA de até 3,0x;
- EBITDA sobre despesa financeira de pelo menos 2,5x.

Embora os *covenants* estabelecidos nas dívidas da Elektro sejam mais restritivos, acreditamos que a subsidiária tem maior flexibilidade porque sua alavancagem é menor que a do grupo.

## Influência do Grupo

Consideramos as operações brasileiras como estrategicamente importantes para a estratégia da Iberdrola que pretende expandir as atividades reguladas em mercados de alto crescimento. No entanto, a Neoenergia não representa uma parte significativa dos lucros consolidados do controlador (cerca de 15% do EBITDA em 2018), e esperamos que ela opere como uma entidade individual e que não dependa do suporte financeiro direto do controlador.

Acreditamos que a Coelba, Celpe, Cosern e Elektro sejam as subsidiárias mais importantes do grupo por serem distribuidoras de energia, responsáveis por mais de 75% dos fluxos de caixa da Neoenergia. Além disso, apesar de a regulação exigir que essas subsidiárias sejam separadas do grupo para fins regulatórios, vemos que a Neoenergia adota uma estratégia financeira integrada.

## Ratings de Emissão - Análise do Risco de Subordinação

A S&P Global atribui classificação na Escala Nacional Brasil para diversas emissões de dívida da Neoenergia e de suas subsidiárias.

Emissão	Montante	Vencimento	Rating
<b>Neoenergia S.A.</b>			
6ª emissão de debêntures	R\$1,5 bilhão	Jun-33	brAA+
<b>Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia (Coelba)</b>			
9ª emissão de debêntures	R\$ 400 milhões	Out-21	brAAA
10ª emissão de debêntures	R\$1,2 bilhão	Abr-23	brAAA
12ª emissão de debêntures	R\$ 700 milhões	Abr-26	brAAA
<b>Companhia Energética de Pernambuco – CELPE</b>			
7ª emissão de debêntures	R\$ 590 milhões	Jan-22	brAAA
8ª emissão de debêntures	R\$ 500 milhões	Jan-23	brAAA
10ª emissão de debêntures	R\$ 500 milhões	Abr-26	brAAA
<b>Companhia Energética do Rio Grande do Norte - Cosern</b>			
7ª emissão de debêntures	R\$ 370 milhões	Out-24	brAAA
<b>Elektro Redes S.A.</b>			
7ª emissão de debêntures	R\$ 1,3 bilhão	Mai-25	brAAA
<b>Calango 6 Energia Renovável S.A.</b>			
1ª emissão de debêntures	R\$ 43,5 milhões	Jun-28	brAA+
<b>Lagoa 1 Energia Renovável S.A.</b>			
1ª emissão de debêntures	R\$ 46,2 milhões	Mar-29	brAA+
<b>NC Energia S.A.</b>			
1ª emissão de debêntures	R\$ 31,6 milhões	Dez-25	brAA+
<b>Termopernambuco S.A.</b>			
4ª emissão de debêntures	R\$ 800 milhões	Dez-21	brAA+
7ª emissão de debêntures	R\$ 300 milhões	Ago-23	brAA+

O rating de emissão 'brAAA' das dívidas da Coelba, Celpe, Cosern e Elektro está em linha com o rating de crédito de emissor dessas empresas, porque elas são as principais empresas operacionais do grupo, e se autofinanciam principalmente por meio de dívida *unsecured*.

O rating de emissão 'brAA+' da dívida da Neoenergia é um degrau menor que o rating de crédito de emissor da empresa porque mais de 95% da dívida consolidada está no nível das subsidiárias operacionais, indicando uma subordinação estrutural das obrigações da holding.

E, por fim, o rating de emissão 'brAA+' da dívida da Calango 6, Lagoa 1, NC Energia e Termopernambuco reflete a dependência dessas emissões das garantias (submissão de crédito) da Neoenergia. Dessa forma, tratamos esses instrumentos de dívida como obrigações do grupo; portanto, subordinadas às demais obrigações.

**Tabela 3 - Reconciliação dos Montantes Reportados pela Neoenergia S.A, Com os Montantes Ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ Milhões)**

--Exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2018--

**Montantes reportados pela Neoenergia S.A.**

	Dívida	Capital dos acionistas	Receita	EBITDA	Lucro operacional	EBITDA ajustado pela S&P Global Ratings	Fluxo de caixa das operações
	5.439,0	4.456,8	6.704,1	1.175,9	844,6	1.313,4	343,2
<b>Ajustes da S&amp;P Global Ratings</b>							
Impostos-caixa pagos	--	--	--	--	--	--	--
Impostos-caixa pagos - Outros	--	--	--	--	--	--	--
Juros-caixa pagos	--	--	--	--	--	(329,7)	--
Caixa acessível & investimentos líquidos	(1.021,7)	--	--	--	--	--	--
Resultado (despesas) de empresas não consolidadas	--	--	--	(14,5)	--	--	--
Resultado não operacional (despesa)	--	--	--	--	109,6	--	--
Participação dos não controladores/Participação minoritária	--	83,4	--	--	--	--	--
Dívida: Remuneração de funcionários/ autosseguro	243,2	--	--	--	--	--	--
Dívida: Derivativos	(290,8)	--	--	--	--	--	--
Dívida: Passivos tributários	0,6	--	--	--	--	--	--
Receitas: Outros	--	--	(763,3)	(763,3)	(763,3)	--	--
COGS* - Itens não operacionais não recorrentes	--	--	--	915,5	915,5	--	--
Depreciação e amortização: Outros	--	--	--	--	(5,9)	--	--
Capital de giro: Impostos	--	--	--	--	--	--	66,4
Capital de giro: Outros	--	--	--	--	--	--	396,4
Fluxo de caixa operacional: Impostos	--	--	--	--	--	--	(66,4)
Fluxo de caixa operacional: Outros	--	--	--	--	--	--	(396,4)
Ajustes totais	(1.068,7)	83,4	(763,3)	137,6	255,9	(329,7)	--
<b>Montantes ajustados da S&amp;P Global Ratings</b>							
	Dívida	Capital	Receita	EBITDA	EBIT	FFO	Fluxo de caixa das operações
	4.370,3	4.540,3	5.940,7	1.313,4	1.100,5	983,7	343,2

\*Custo das mercadorias vendidas (COGS - Cost of Goods Sold)

## TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

---

NEOENERGIA S.A.	
Ratings de Crédito de Emissor	
Escala global	BB-/Positiva/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/brA-1+
Risco de negócios	
Risco-país	Satisfatório
Risco da indústria	Moderadamente alto
Posição competitiva	Baixo
Risco financeiro	
Fluxo de caixa/Alavancagem	Satisfatória
Âncora	
	bb
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfólio	Neutra
Estrutura de capital	Negativa
Liquidez	Adequada
Política financeira	Neutra
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Neutra
SACP	
Perfil de crédito de grupo	bb
Status da entidade dentro do grupo	bbb
	Estrategicamente importante (sem impacto)

---



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

- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Refletindo o risco de subordinação em ratings de emissão de entidades corporativas](#), 28 de março de 2018
- [Critério de avaliação de garantias](#), 21 de outubro de 2016
- [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
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 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
- ARQUIVADO: [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- ARQUIVADO: [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Perfis de crédito individual \(Stand-Alone Credit Profiles ou SACP\): componente de um rating](#), 1º de outubro de 2010
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

## Matriz de Risco de Negócios e Risco Financeiro

### Perfil de Risco Financeiro

Perfil de Risco de Negócios	Mínimo	Modesto	Intermediário	Significativo	Agressivo	Altamente alavancado
Excelente	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
Forte	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
<b>Satisfatório</b>	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	<b>bb</b>	b+
Regular	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
Fraco	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
Vulnerável	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

### Tabela de Ratings Detalhados (As Of Dec 10, 2019)\*

#### Neoenergia S.A.

Ratings de Crédito de Emissor  
*Escala Nacional Brasil*

BB-/Positiva/--  
brAAA/Estável/brA-1+

#### Histórico dos Ratings de Crédito de Emissor

12-Dez-2019  
12-Jan-2018  
16-Aug-2017  
23-May-2017  
17-Feb-2016  
10-Sep-2015  
31-Mar-2015

BB-/Positiva/--  
BB-/Estável/--  
BB/Negativa/--  
BB/CW Neg./--  
BB/Negativa/--  
BB+/Negativa/--  
BBB-/Negativa/--

11-Jul-2018 *Escala Nacional Brasil*  
12-Jan-2018  
16-Aug-2017  
23-May-2017  
17-Feb-2016  
10-Sep-2015  
04-May-2015  
31-Mar-2015

brAAA/Estável/brA-1+  
brAA-/Estável/brA-1+  
brAA-/Negativa/brA-1+  
brAA-/CW Neg./brA-1  
brAA-/Negativa/brA-1  
brAA+/Negativa/brA-1  
brAAA/Negativa/brA-1+  
brAAA/Negativa/--

#### Related Entities

##### Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia

Ratings de Crédito de Emissor  
*Escala Nacional Brasil*  
Senior Unsecured  
*Escala Nacional Brasil*

BB-/Positiva/--  
brAAA/Estável/--

brAAA

##### Companhia Energetica de Pernambuco (CELPE)

Ratings de Crédito de Emissor  
*Escala Nacional Brasil*  
Senior Unsecured

BB-/Positiva/--  
brAAA/Estável/--

Escala Nacional Brasil	brAAA
<b>Companhia Energetica do Rio Grande do Norte</b>	
Ratings de Crédito de Emissor	BB-/Positiva/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Senior Unsecured	
Escala Nacional Brasil	brAAA
<b>Elektro Redes S.A.</b>	
Ratings de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Senior Unsecured	
Escala Nacional Brasil	brAAA

\*A menos que observado em contrário, os ratings neste relatório referem-se a ratings na escala global. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings na escala global são comparáveis entre países. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings em escala nacional referem-se a devedores ou obrigações de um país específico. Ratings de emissão ou de dívidas podem incluir dívidas garantidas por outra entidade e dívidas avaliadas garantidas por uma entidade.

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, 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 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).