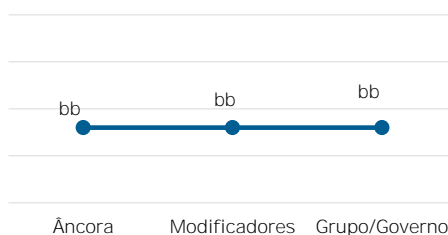
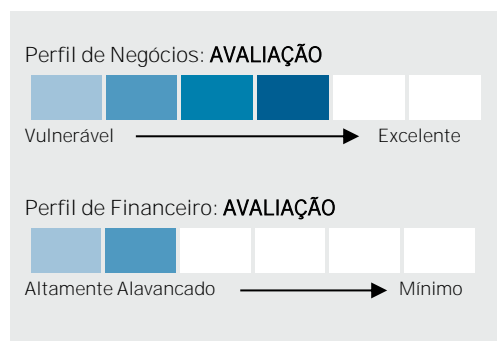


Análise Detalhada

Neoenergia S.A. e Subsidiárias

30 de março de 2021



ANALISTA PRINCIPAL

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

CONTATOS ANALÍTICOS ADICIONAIS

Bruno Ferreira
São Paulo
55 (11) 3039-9798
Bruno.Ferreira
@spglobal.com

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

Ratings de Crédito de Emissor

Neoenergia S.A.	
Escala Global	BB-/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/brA-1+
Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia - Coelba	
Escala Global	BB-/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Companhia Energética do Rio Grande do Norte - Cosern	
Escala Global	BB-/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Elektro Redes S.A.	
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--

Destques da Análise de Crédito

Principais pontos fortes	Principais riscos
Aproximadamente 90% do EBITDA provém de atividades estáveis e reguladas do setor de energia elétrica. O grupo se tornará mais resiliente quando começar as operações das linhas de transmissão, que representarão cerca de 15% do EBITDA consolidado.	A distribuidora de energia recém-adquirida em Brasília está em processo de recuperação.
Crescimento do negócio de geração com foco em energias renováveis não convencionais, somado a um portfólio hidrelétrico operacional e uma moderna planta de ciclo combinado de gás.	Necessidade de emissão de dívida nova para financiar seu plano de investimentos robusto e refinar os atuais vencimentos de dívidas de curto prazo.
Base de clientes diversificada com os da classe residencial respondendo pela maior parte do portfólio, o que protege a empresa durante períodos de instabilidade no mercado.	Possíveis riscos de execução do considerável plano de investimentos com foco em redes reguladas e renováveis.

Recente aquisição de uma distribuidora em Brasília amplia a presença da Neoenergia e está alinhada à estratégia da controladora Iberdrola de se expandir em negócios de rede regulada.

As atividades reguladas – distribuição e transmissão de energia elétrica – representam cerca de 80% do fluxo de caixa da Neoenergia e oferecem uma fonte de fluxo de caixa estável e previsível. Em nossa opinião, a aquisição da Companhia Energética de Brasília (CEB) por R\$ 2,5 bilhões, financiados por dívida, cuja conclusão do processo foi em 2 de março de 2021, melhorará marginalmente o risco de negócios da Neoenergia conforme o grupo expande sua área de concessão e base de clientes no Brasil.

A Neoenergia agora planeja melhorar as métricas de qualidade dos ativos da CEB nos próximos anos, que não estavam atendendo às exigências regulatórias – mesmo com a ANEEL - Agência Nacional de Energia Elétrica tendo flexibilizado os indicadores até 2023, o que viabilizou a aquisição da distribuidora – e assim evoluir a rentabilidade da CEB. Acreditamos que a distribuidora adquirida contribuirá com cerca de 5% do EBITDA consolidado da Neoenergia após serem executados os investimentos para reorganizá-la, que se concentram nos próximos três anos.

Tabela 1

Principais Destaques da CEB (Dados de 2019)	
Clientes (000s)	1,085
População (milhões)	3
Área de concessão (000s km ²)	6
Municípios	1
Consumo de energia (GWh)	6,577

Esperamos que o índice de dívida ajustada sobre EBITDA atinja um pico próximo a 4,0x em 2021, mas se desalavancando conforme se iniciam as operações dos novos ativos. Em nossa opinião, as métricas de crédito da Neoenergia estão alinhadas ao seu atual rating e perfil de crédito individual (SACP - *stand-alone credit profile*), mas este ano a empresa fará investimentos anuais recordes que ultrapassarão R\$ 10 bilhões destinados a:

- Expandir a rede, conectar novos clientes e melhorar a qualidade dos serviços nas distribuidoras já existentes, e o *ramp-up* (curva de aceleração da produção) da CEB.
- Concluir os investimentos das linhas de transmissão adquiridas nos leilões de 2017 (antecipando o início das operações para 2021) e adiantar as obras das linhas obtidas nos leilões de 2018.
- E, por fim, concluir o parque eólico Chafariz de 471,2 megawatts (MW) de capacidade instalada até o final de 2021 e continuar investindo no parque eólico Oitis de 566,5 MW, cujo início das operações prevemos para meados de 2022.

Em razão desses investimentos (capex), esperamos que a Neoenergia apresente um fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) negativo em 2021 e que o grupo os financie emitindo mais dívida. Em 31 de dezembro de 2020, já estavam disponíveis mais de R\$ 11 bilhões para o financiamento do plano de investimentos.

Dado o considerável capex para os próximos anos, projetamos que o grupo, antes de retomar o crescimento, incorporará a CEB e finalizará os ativos de geração e transmissão.

Perspectiva

A perspectiva estável dos nossos ratings de crédito corporativo da Neoenergia para os próximos 12 meses é a mesma atribuída ao rating de crédito soberano em moeda estrangeira na escala global do Brasil (BB-/Estável/B), indicando nossa visão de que o grupo, como uma concessionária de serviços de utilidade pública regulada, poderá estar sujeito à intervenção governamental em um cenário hipotético de default do governo soberano brasileiro.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings nos próximos 12 meses se houver uma ação similar nos ratings do país.

Também poderemos rebaixá-los em ambas as escalas se acreditarmos que o acionista controlador da Neoenergia, a Iberdrola, S.A. (BBB+/Estável/A-2), tiver menos incentivos para dar suporte às suas operações no Brasil, aliados a uma deterioração nas métricas de crédito da subsidiária brasileira. Uma piora das métricas resultaria de um índice de geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida abaixo de 9% e de dívida sobre EBITDA acima de 5,5x, o que poderia derivar de uma combinação de queda no consumo de energia, aumento do capex acima do esperado e altos pagamentos de dividendos.

Os ratings das subsidiárias Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia - Coelba (BB-/Estável/--; brAAA/Estável/--), Companhia Energética de Pernambuco - Celpe (BB-/Estável/--; brAAA/Estável/--), Companhia Energética do Rio Grande do Norte - Cosern (BB-/Estável/--; brAAA/Estável/--) e Elektro Redes S.A. (brAAA/Estável/--) se moverão em conformidade com os da Neoenergia no caso de uma ação de rating negativa.

Cenário de elevação

Atualmente, os ratings do Brasil limitam os da Neoenergia, portanto uma elevação nos ratings da empresa seguiria ação semelhante nos do soberano.

Individualmente, poderemos revisar para cima seu SACP se a Neoenergia conseguir apresentar uma dívida ajustada sobre EBITDA de cerca de 3,0x e FFO sobre dívida acima de 20%, o que refletiria uma melhora em sua geração de fluxo de caixa conforme se iniciam as operações dos ativos. Apesar de improvável, dados os seus consideráveis investimentos para os próximos dois anos, poderíamos revisar também para cima o SACP se o grupo registrasse FOCF positivo nos próximos anos – sinalizando ser capaz de financiar os investimentos apenas com o próprio fluxo de caixa.

Na Escala Nacional Brasil, os ratings da Neoenergia já estão no topo mais alto da escala.

Se houver uma elevação nos ratings da Neoenergia, ação similar ocorrerá naqueles atribuídos às suas subsidiárias.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- Consumo de energia elétrica 11% maior nas áreas de concessão da Neoenergia em 2021, considerando a nova distribuidora CEB, que será consolidada a partir de março. Em 2022, projetamos crescimento de cerca de 4,5%.
- Reajustes tarifários de todas as distribuidoras acima da inflação – 3,9% em 2021 e 3,5% em 2022 – nas respectivas datas, dado o pico no índice que reajusta os custos administráveis das empresas.
- Neste momento, não incorporamos nenhum reequilíbrio econômico dos contratos de concessão devido à pandemia, já que essa questão ainda está sendo discutida entre a ANEEL e os participantes do mercado.
- Risco hidrológico (GSF - *generation scaling factor*) entre 80%-85% em 2021 e 2022. No entanto, como os contratos regulados têm cerca de 90% de sua produção protegida, não esperamos que custos mais altos de eletricidade para as geradoras prejudiquem as métricas da empresa.
- Investimentos ultrapassando R\$ 10 bilhões em 2021, concentrados sobretudo no segmento de transmissão, e cerca de R\$ 7 bilhões em 2022, destinados, em especial, para a área de distribuição.
- Grande parte desses investimentos a Neoenergia financiará emitindo novas dívidas.
- Política de dividendos conservadora, distribuindo o mínimo exigido por lei, correspondendo a 25% do lucro líquido do exercício anterior.

Principais Métricas

	2021E	2022E
EBITDA (R\$ bilhões)	7,5-8,0	8,5-9,0
Investimentos (R\$ bilhões)	10-11	7-8
Dívida/EBITDA (x)	3,5-4,0	3,5-4,0
FFO/dívida (%)	15-20	15-20
FOCF/dívida (%)	(25)-(20)	(10)-(5)

E - Estimado

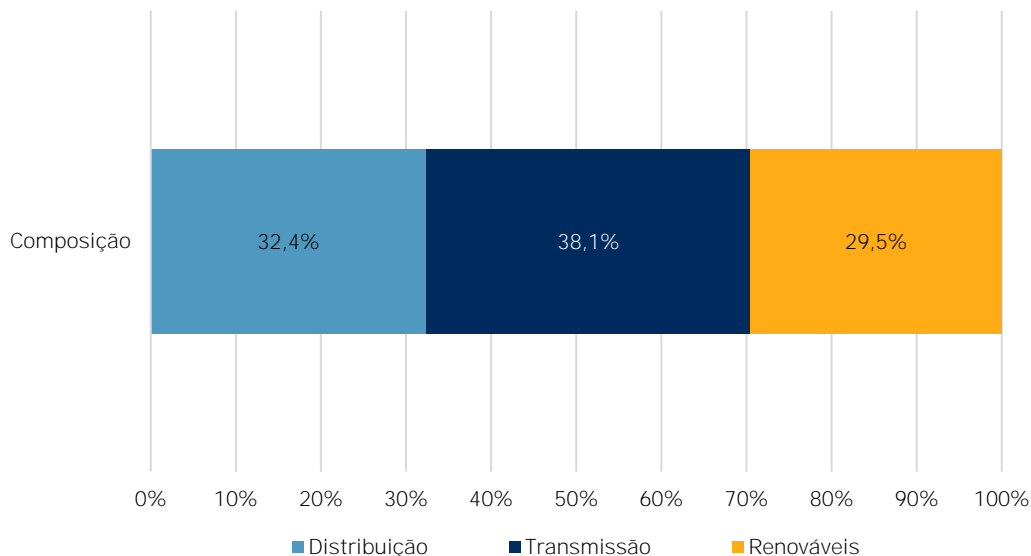
Projeções de caso-base

Nova dívida para financiar o plano de investimentos. A Neoenergia terá FOCF negativo nos próximos dois anos em razão de seus investimentos consideráveis. A empresa tem cerca de R\$ 11 bilhões em empréstimos comprometidos que serão desembolsados nos próximos anos, evidenciando sua capacidade de obter financiamento para seus investimentos com seus bancos de relacionamento.

Para finalizar as obras das linhas de transmissão adquiridas nos leilões de 2017 e antecipar as obras das linhas obtidas nos leilões de 2018 serão necessários cerca de R\$ 4,0 bilhões. Além disso, as obras dos complexos eólicos Chafariz e Oitis demandarão R \$ 3,0 bilhões em 2021.

Gráfico 1 - Composição dos investimentos da Neoenergia em 2021

Em 31 de dezembro de 2021



Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Consolidação do portfólio em 2021. A Neoenergia planeja intensificar as operações da recém-adquirida CEB, que antes era uma empresa estatal, realizando baixos investimentos há vários anos. Portanto, esperamos que a Neoenergia conclua seus investimentos já previstos e incorpore a nova distribuidora antes de buscar novas oportunidades de crescimento. Projetamos que o negócio de distribuição continuará gerando a maior parte dos fluxos de caixa consolidados.

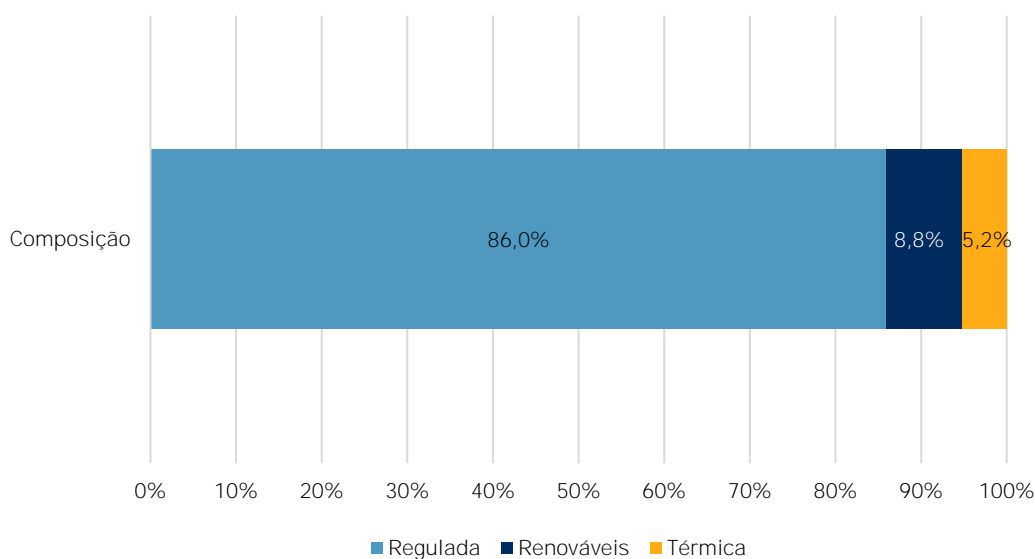
Descrição da Empresa

A Neoenergia é uma empresa integrada de energia que opera em uma ampla gama de negócios relacionados à eletricidade: distribuição, transmissão, geração e comercialização. Atua exclusivamente no Brasil e está concentrada no Nordeste do país.

A empresa atende a cerca de 15 milhões de clientes na área de distribuição por intermédio de suas cinco distribuidoras, além de ter uma base de ativos regulatórios consolidada de aproximadamente R\$ 23 bilhões. Tem ainda 1.038 quilômetros (km) de linhas de transmissão em operação e mais de 5.000 km em construção. O grupo possui 4.078 MW de capacidade instalada em usinas hidrelétricas, térmicas e eólicas, incluindo a participação na usina hidrelétrica Teles Pires de 1.819 MW e 10% na hidrelétrica de Belo Monte de 11.233 MW. Além disso, está construindo parques eólicos e solares com uma capacidade instalada de 1.187 MW. Em 2020, a receita líquida da Neoenergia foi de R\$ 31,1 bilhões e seu EBITDA de R\$ 6,5 bilhões.

Gráfico 2 - Composição do EBITDA

Em 31 de dezembro de 2021



Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

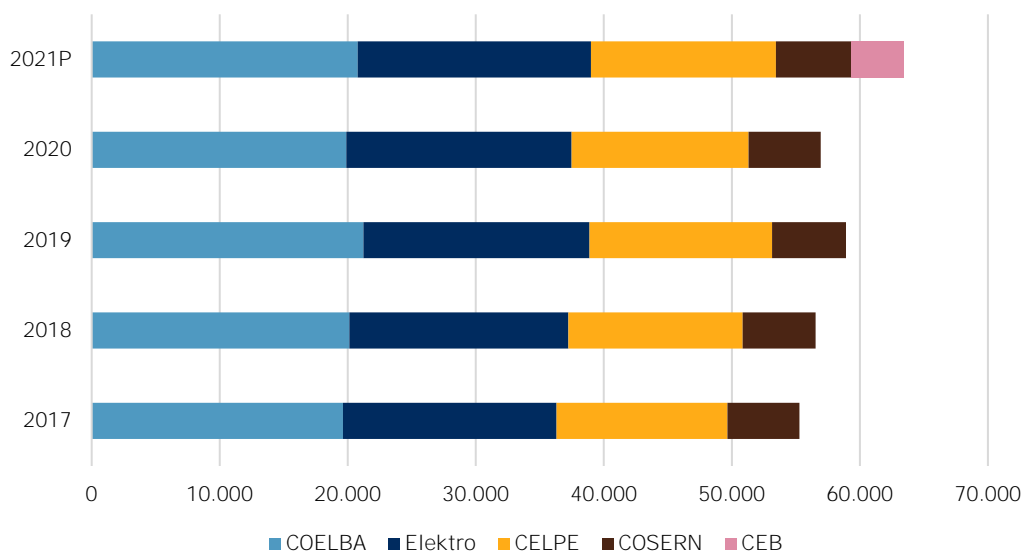
A Iberdrola controla a Neoenergia com uma participação de 51,04%. A Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ; sem rating) detém 30,29% e os 18,67% restantes são negociados livremente no mercado acionário. A Iberdrola é a segunda maior geradora e distribuidora de energia na Espanha e líder no segmento de energias renováveis, operando no Reino Unido por intermédio da Scottish Power, na América Latina via a Iberdrola Renovables e nos Estados Unidos via a Avangrid.

Perfil de Risco de Negócios: Satisfatório

A maior parte dos fluxos de caixa provém de atividades reguladas. Um dos pontos fortes de negócio da Neoenergia são suas atividades de distribuição que geram cerca de 80% do EBITDA do grupo. Essa contribuição proporciona alta previsibilidade de fluxo de caixa, que deve melhorar ainda mais à medida que as novas linhas de transmissão entram em operação, já que as receitas se baseiam na disponibilidade das linhas para o sistema e, portanto, não estão expostas ao risco de volume.

Vemos a estrutura regulatória no Brasil como um dos fatores de suporte aos ratings do setor, dado que há um histórico de total respeito aos contratos por parte dos participantes do mercado energético brasileiro. O negócio de distribuição altamente regulado da Neoenergia atende a três dos maiores estados do país em termos de participação no PIB nacional, atuando na região nordeste e em partes dos estados de São Paulo, o mais populoso e rico do país, e do Mato Grosso do Sul. Recentemente, o grupo passou a atender também o densamente populoso Distrito Federal. Embora no comparativo histórico o consumo de energia nas áreas de concessão do grupo no Nordeste tenha sido superior ao do país e ao de toda a região Nordeste, a economia fraca brasileira prejudicou as operações da Neoenergia.

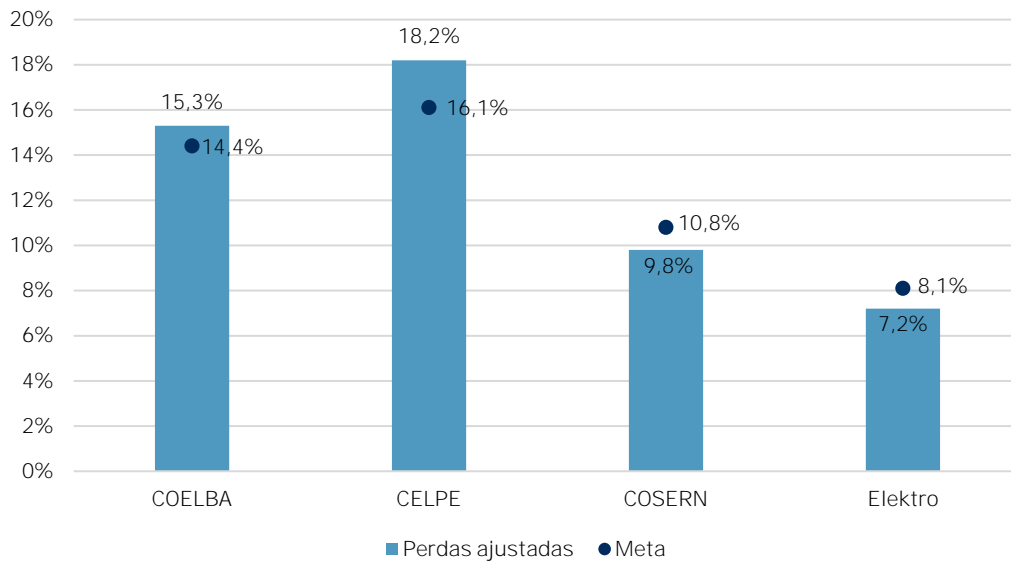
Gráfico 3 - Consumo de eletricidade (GWh)
Mercados cativos e livres



P: Projetado
Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Apesar dos desafios pela pandemia, as perdas e a inadimplência estão sob controle. Em 2020, a COVID-19 afetou negativamente as distribuidoras brasileiras. Além da queda no consumo de energia, as empresas não puderam interromper os serviços de clientes inadimplentes. Algumas das áreas de concessão da Neoenergia, em especial, no Nordeste, onde a renda per capita é baixa, estão sofrendo com o impacto da pandemia na economia. No entanto, a empresa adotou diversas medidas, descritas após o gráfico 4, que melhoraram os níveis de inadimplência desde o terceiro trimestre de 2020, e esperamos que isso continue nos trimestres seguintes.

Gráfico 4 - Perdas ajustadas de eletricidade



Fonte: Demonstrações de Resultados divulgadas pela Neoenergia
Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

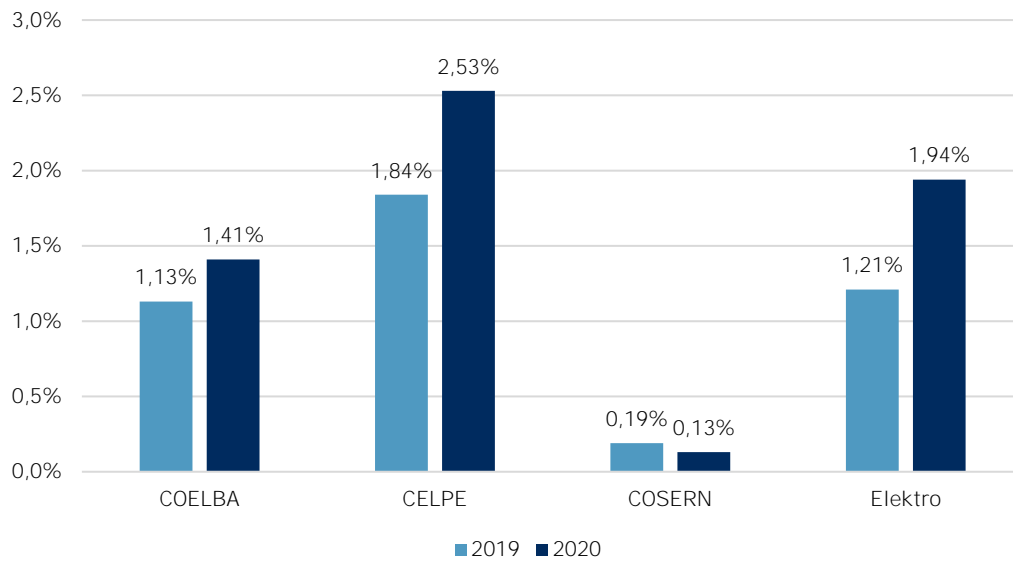
A Coelba e a Celpe foram as que mais sofreram com furto de energia elétrica em suas áreas de concessão, portanto a Neoenergia terá que monitorá-las continuamente para evitar o aumento das perdas.

Além disso, o grupo adotou diversas medidas para assegurar que os clientes possam honrar as contas de luz, tais como:

- Notificações tempestivas de débitos
- Pagamentos com cartões de crédito ou débito
- Parcelamento de contas
- Negociações com os maiores clientes e o setor público.

Com essas medidas vigentes, o grupo conseguiu ter um baixo nível de provisões para devedores duvidosos e uma arrecadação consolidada de receitas de 99,08%.

Gráfico 5 - Provisões para devedores duvidosos
% da receita bruta

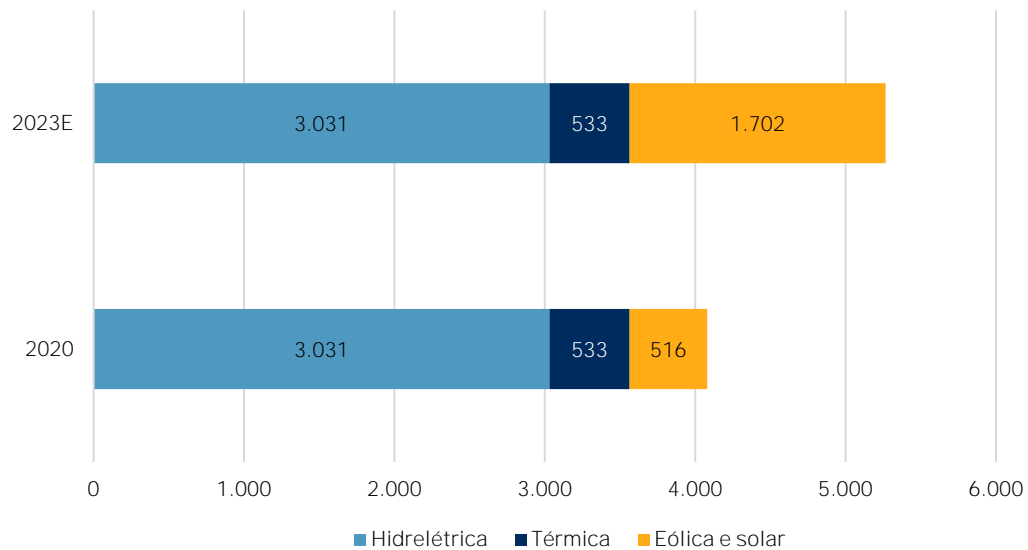


Fonte: Demonstrações de Resultados divulgadas pela Neoenergia
Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Contratos de longo prazo das geradoras de energia fortalecem a estabilidade do fluxo de caixa.
Atualmente, o portfólio na área de geração da Neoenergia se concentra em usinas hidrelétricas, além de sua geradora térmica de ciclo combinado de gás natural, a Termopernambuco S.A. (Termope), e os parques eólicos com contratos de longo prazo nos mercados regulado e livre. Isso ajuda a mitigar a volatilidade inerente a esse mercado.

A Neoenergia também vem ampliando seu portfólio de energias renováveis não convencionais, principalmente parques eólicos, o que está alinhado à estratégia global da Iberdrola de manter a liderança na área de geração de energias renováveis.

Gráfico 6 - Capacidade instalada de geração
Megawatts (MW)



E: Estimado

Fonte: S&P Global Ratings

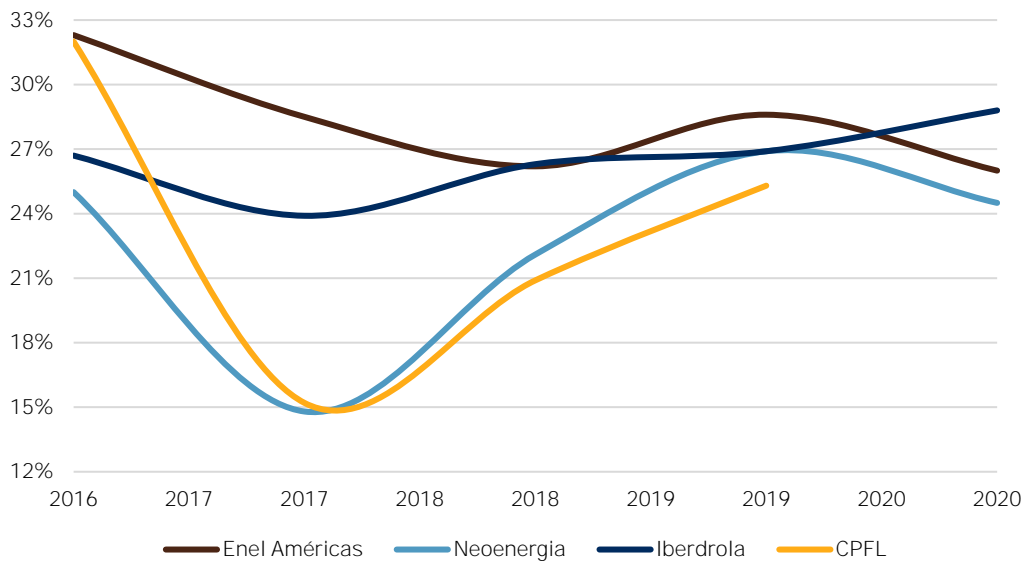
Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Comparação com os pares

Selecionamos as seguintes empresas como pares da Neoenergia:

- CPFL Energia, que também é um dos maiores players privados do setor elétrico brasileiro;
- Iberdrola, que é sua controladora;
- Enel Américas que, apesar de sua diversificação geográfica na América Latina, o Brasil é seu maior mercado.

Gráfico 7 - Margens EBITDA



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Acreditamos que a Neoenergia se compara bem à CPFL em termos de tamanho e concentração geográfica, visto que ambas operam somente no Brasil. Dado o maior volume de investimentos da Neoenergia, suas métricas de crédito são um pouco mais fracas que às da CPFL. A Enel Américas e, em particular, a Iberdrola, estão mais bem posicionadas porque operam em várias jurisdições regulatórias. A Iberdrola tem operações de rede em países com regimes regulatórios bem estabelecidos, estáveis e previsíveis.

Neoennergia S.A. - Comparação com os pares

Setor da indústria: Energia elétrica

	Neoennergia S.A.	CPFL Energia S.A.	Iberdrola, S.A.	Enel Américas S.A.
Ratings	BB-/Estável/-- brAAA/Estável/brA-1+	brAAA/Estável/--	BBB+/Estável/A- 2	BBB/Negativa/--
-- Ano fiscal findo em 31 de dezembro de --				
(R\$ Milhões)	2020	2019	2020	2020
Receita	26.035,0	28.783,3	210.561,8	63.319,2
EBITDA	6.368,0	7.283,6	60.706,8	16.460,8
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i>)	4.864,0	5.161,7	49.055,9	11.958,9
Despesa de juros	1.484,0	1.485,6	9.484,7	2.885,9
Despesa de juros caixa	948,0	1.158,1	6.295,6	1.760,2
Fluxo de caixa das operações (CFO - <i>cash flow from operations</i>)	3.543,0	5.762,9	44.704,3	11.074,7
Investimentos	4.732,0	2.236,8	36.236,1	4.187,1
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i>)	(1.189)	3.526,1	8.468,2	6.887,6
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	(1.656)	2.992,0	(13.270,9)	1.394,7
Caixa e equivalentes de caixa	5.076,0	2.788,2	23.390,8	9.022,0
Dívida	19.730,0	17.884,0	271.910,8	26.979,3
Patrimônio líquido	21.509,0	13.283,2	282.494,0	53.665,0
Índices ajustados				
Margem EBITDA (%)	24,5	25,3	28,8	26,0
Retorno sobre o capital (%)	12,3	20,3	6,4	14,4
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	4,3	4,9	6,4	5,7
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	6,1	5,5	8,8	7,8
Dívida/EBITDA (x)	3,1	2,5	4,5	1,6
FFO/Dívida (%)	24,7	28,9	18,0	44,3
CFO/Dívida (%)	18,0	32,2	16,4	41,0
FOCF/Dívida (%)	(6,0)	19,7	3,1	25,5
DCF/Dívida (%)	(8,4)	16,7	(4,9)	5,2

Perfil de Risco Financeiro: Agressivo

Nossa avaliação do perfil de risco financeiro da Neoenergia incorpora as novas dívidas que o grupo precisará captar para financiar seu plano de investimento, o que levará a um FOCF negativo nos próximos três anos, principalmente em 2021. Esperamos que a Neoenergia consiga sustentar uma dívida sobre EBITDA entre 3,5x-4,0x nos próximos dois anos, mas esse índice poderá melhorar ligeiramente à medida que os novos ativos, tanto de transmissão como renováveis, comecem a operar, desde que o *ramp-up* da CEB seja mais rápido do que nosso cenário de caso-base pressupõe.

Resumo financeiro

Tabela 2 - Resumo financeiro

(Milhões de R\$)	2020	2019	2018	2017	2016
Receita	26.035,0	25.595,6	22.998,5	17.320,0	13.432,7
EBITDA	6.368,0	6.880,2	5.084,7	2.567,9	3.360,9
FFO	4.864,0	5.285,6	3.551,3	1.118,0	2.181,4
Despesa de juros	1.484,0	1.329,8	1.294,9	1.114,1	1.074,7
Despesa de juros caixa	948,0	1.270,2	1.276,5	1.276,0	1.015,5
Fluxo de caixa operacional (CFO)	3.543,0	3.409,6	1.328,4	694,4	1.105,7
Investimentos	4.732,0	4.308,5	4.143,1	3.807,4	2.707,4
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(1.189)	(898,9)	(2.814,6)	(3.113,0)	(1.601,7)
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	(1.656)	(1.596,4)	(3.349,0)	(3.134,1)	(1.659,8)
Caixa e investimentos de curto prazo	5.076,0	4.065,6	3.955,2	3.873,1	1.393,6
Caixa disponível bruto	5.076,0	4.065,6	3.955,2	3.873,1	1.393,6
Dívida	19.730,0	18.140,6	16.919,0	14.491,5	11.577,4
Patrimônio líquido	21.509,0	19.258,7	17.576,8	15.608,4	9.219,8
Índices ajustados					
Margem EBITDA (%)	24,5	26,9	22,1	14,8	25,0
Retorno sobre o capital (%)	12,3	16,0	13,2	6,9	14,4
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	4,3	5,2	3,9	2,3	3,1
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	6,1	5,2	3,8	1,9	3,1
Dívida/EBITDA (x)	3,1	2,6	3,3	5,6	3,4
FFO/Dívida (%)	24,7	29,1	21,0	7,7	18,8
CFO/Dívida (%)	18,0	18,8	7,9	4,8	9,6
FOCF/Dívida (%)	(6,0)	(5,0)	(16,6)	(21,5)	(13,8)
DCF/Dívida (%)	(8,4)	(8,8)	(19,8)	(21,6)	(14,3)

Liquidez: Adequada

Avaliamos a liquidez da Neoenergia como adequada porque esperamos que seu índice de fontes e usos de caixa ultrapasse cerca de 1,1x nos próximos 12 meses, mesmo que o EBITDA decline 10%. Consideramos que a Neoenergia possui recursos suficientes em caixa para fazer frente aos vencimentos de suas dívidas de curto prazo, além dos R\$ 11 bilhões aproximados de recursos comprometidos para financiar os investimentos em 2021. Em nossa opinião, a empresa conta com um sólido relacionamento com bancos e uma forte posição nos mercados acionários. Além disso, acreditamos que tem flexibilidade para postergar o pagamento de dividendos e investimentos em caso de condições estressantes.

Principais fontes de liquidez

- Caixa e equivalentes de caixa de R\$ 5,3 bilhões em 31 de dezembro de 2020.
- Geração de caixa esperada de cerca de R\$ 5,5 bilhões em 2021.
- Linhas de crédito comprometidas de aproximadamente R\$ 11 bilhões disponíveis para financiar os investimentos.

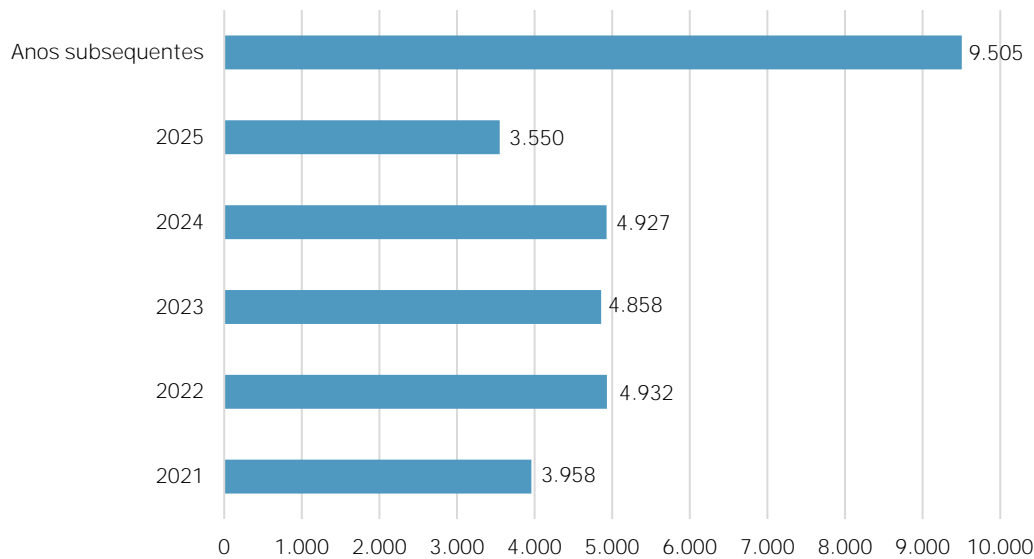
Principais usos de liquidez

- Amortização de dívidas de cerca de R\$ 3,7 bilhões em 2021.
- Investimentos superiores a R\$ 10 bilhões em 2021.
- R\$ 2,5 bilhões referentes à aquisição da CEB.
- Distribuição de dividendos no mínimo legal de quase R\$ 700 milhões em 2021.

Vencimentos de dívida

Gráfico 8 - Perfil de amortização de dívida

(R\$ milhões)



Fonte: Apresentação dos resultados de 2020 da Neoenergia.

Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Expectativa de cumprimento

Esperamos que a Neoenergia cumpra com os *covenants* financeiros estabelecidos em seus empréstimos bancários e debêntures, ainda que o EBITDA projetado caia 10% em relação ao nosso cenário-base.

Requisitos/Exigências

Seus principais *covenants*, medidos trimestral, semestral ou anualmente são:

- Dívida líquida sobre EBITDA de até 4,0x
- EBITDA sobre juros de pelo menos 2,0x.

As subsidiárias também estão sujeitas aos mesmos *covenants* financeiros, medidos de forma consolidada.

Existem poucas exceções em que os *covenants* financeiros são medidos no nível das próprias subsidiárias, conforme descrito abaixo:

Elektro:

- Dívida líquida sobre EBITDA de até 3,0x
- Cobertura de juros pelo EBITDA de no mínimo 2,5x.

Coelba:

- Dívida líquida sobre EBITDA de até 4,0x.

Cosern:

- Dívida líquida sobre EBITDA de até 4,0x.

Embora os *covenants* da Elektro sejam mais restritivos, acreditamos que a subsidiária tem maior flexibilidade por ter menos dívida do que o grupo.

Esses cálculos de índice diferem de nossa metodologia porque consideram as variações nos ativos e passivos regulatórios como parte do EBITDA das distribuidoras.

Fatores Ambientais, Sociais e de Governança (ESG - *Environmental, Social, and Governance*)

Vemos os riscos ambientais da Neoenergia como superiores aos de seus pares globais, dada sua exposição a mudanças climáticas, que podem afetar os níveis de água no Brasil, onde a matriz energética é de base hídrica (60% da capacidade). Ainda assim, o impacto financeiro negativo é parcialmente mitigado porque a empresa contratou um hedge hidrológico que cobre sua exposição aos contratos de compra e venda de energia (PPA - *power purchase agreement*) regulados, que atualmente representam cerca de 60% de sua energia produzida. A estratégia ESG da Neoenergia está alinhada à da Iberdrola, que pretende ser neutra em carbono até 2050. Dessa forma, seus investimentos em expansão se focam em linhas de transmissão e energias renováveis; em particular, no desenvolvimento de cerca de 1.187 MW de ativos eólicos em terra (onshore) e parques solares, o que permitirá atingir 1,7 GW de capacidade renovável até 2023.

Em termos sociais, vemos a Neoenergia como mais exposta do que seus pares locais porque cerca de 20% de seus clientes residenciais são de baixa renda e se beneficiam de programas sociais do governo, incluindo subsídios nas contas de luz, o que reduz a inadimplência. Qualquer mudança na estrutura política de apoio a esses clientes de baixa renda pode afetar o desempenho da empresa.

Influência do Grupo

Consideramos as operações brasileiras estrategicamente importantes para a estratégia da Iberdrola de se expandir em atividades reguladas (distribuição e transmissão de energia) em mercados de alto crescimento, bem como no segmento de renováveis. No entanto, a Neoenergia representa apenas cerca de 15% do EBITDA consolidado da controladora e esperamos que permaneça assim. Por fim, projetamos que a Neoenergia continuará operando como uma entidade independente e não dependente do apoio financeiro direto da controladora.

Acreditamos que Coelba, Celpe, Cosern e Elektro são as subsidiárias mais importantes do grupo porque são distribuidoras de energia elétrica, responsáveis por mais de 75% do fluxo de caixa da Neoenergia. Além disso, embora essas subsidiárias sejam obrigadas por lei a se separar do grupo para fins regulatórios, consideramos que a Neoenergia adota uma estratégia financeira integrada.

Ratings Acima do Soberano

A Neoenergia, por meio de suas subsidiárias nos segmentos de distribuição, transmissão e geração de energia elétrica, opera em um ambiente fortemente regulado no âmbito federal, por intermédio da ANEEL. Acreditamos que no caso de um cenário de estresse soberano, pode haver possível interferência do governo no setor elétrico, dada a capacidade deste de determinar as diretrizes para o segmento. Portanto, acreditamos que um default do Brasil proporcionaria incentivos ao governo para intervir nas empresas do mercado energético brasileiro, incluindo a Neoenergia, o que poderia prejudicar sua capacidade de repagar dívidas. Portanto, como uma concessionária regulada, limitamos seus ratings e de suas subsidiárias àqueles do Brasil.

Ratings de Emissão - Análise de Subordinação

Avaliamos vários instrumentos de dívida da Neoenergia e suas subsidiárias na Escala Nacional Brasil:

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

Os ratings de emissão 'brAAA' das dívidas da Coelba, Celpe, Cosern e Elektro estão no mesmo nível que seus ratings de crédito de emissor porque elas são as principais empresas operacionais do grupo e se financiam principalmente por meio de dívidas não garantidas.

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

Por fim, o rating de emissão 'brAA+' atribuído às dívidas da Calango 6, Lagoa 1, NC Energia e Termope indica a dependência dessas dívidas das garantias da Neoenergia (substituição de crédito). Assim sendo, as tratamos como obrigações do grupo; portanto, subordinadas às suas demais obrigações.

Neoenergia S.A. -- Reconciliação dos montantes reportados pela Neoenergia S.A. com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ milhões)

-- Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2020 --							
	Divida	Capital dos acionistas	Receita	EBITDA	Lucro operacional	EBITDA ajustado da S&P Global Ratings	Fluxo de caixa das operações
Montantes reportados pela Neoenergia S.A. (R\$ milhões)	26.380,0	21.167,0	31.989,0	6.496,0	4.878,0	6.368,0	3.543,0
Ajustes da S&P Global Ratings							
Impostos-caixa pagos	--	--	--	--	--	(556)	--
Juros-caixa pagos	--	--	--	--	--	(948)	--
Caixa acessível & Investimentos líquidos	(5.076)	--	--	--	--	--	--
Dividendos recebidos dos investimentos em ações	--	--	--	44,0	--	--	--
Resultado (despesas) de empresas não consolidadas	--	--	--	56,0	--	--	--
Resultado não operacional (despesa)	--	--	--	--	183,0	--	--
Participação dos não controladores/Participação minoritária	--	342,0	--	--	--	--	--
Divida: Remuneração de funcionários/seguro próprio	1.009,0	--	--	--	--	--	--
Divida: Derivativos	(2.583)	--	--	--	--	--	--
Receitas: Outros	--	--	(5.954)	(5.954)	(5.954)	--	--
COGS* - Itens não operacionais não recorrentes	--	--	--	5.726,0	5.726,0	--	--
Capital de giro: Impostos	--	--	--	--	--	--	556,0
Capital de giro: Outros	--	--	--	--	--	--	948,0
Fluxo de caixa operacional: Impostos	--	--	--	--	--	--	(556)
Fluxo de caixa operacional: Outros	--	--	--	--	--	--	(948)
Ajustes totais	(6.650,0)	342,0	(5.954,0)	(128,0)	(45,0)	(1.504,0)	--
	Divida	Patrimônio Líquido	Receita	EBITDA	EBIT	FFO	Fluxo de caixa das operações
Montantes ajustados pela S&P Global Ratings	19.730,0	21.509,0	26.035,0	6.368,0	4.833,0	4.864,0	3.543,0

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

Tabela de Classificação de Ratings

Ratings de Crédito de Emissor	
Escala Global	BB-/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/brA-1+
Risco de negócios	Satisfatório
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Baixo
Posição competitiva	Satisfatória
Risco financeiro	Agressivo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Agressivo
Âncora	bb
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra (sem impacto)
Estrutura de capital	Neutra (sem impacto)
Liquidez	Adequada (sem impacto)
Política financeira	Neutra
Administração e governança	Regular (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis	Neutra (sem impacto)
Perfil de crédito individual (SACP)	bb
Perfil de crédito de grupo	bbb+
Status da entidade dentro do grupo	Estrategicamente importante (sem impacto)
Rating acima do soberano	(-1 degrau em relação ao SACP)

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 para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site 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. Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [Critério Geral: 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 ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Critério de avaliação de garantias](#), 21 de outubro de 2016
- [Ratings de Entidades Vinculadas a Governos \(GRES, ou Government-Related Entities\): Metodologia e Premissas](#), 25 de março de 2015
- [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
- [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
- [Principais fatores de crédito para a indústria de concessionárias de serviços de utilidade pública reguladas](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Perfis de crédito individuais \(Stand-Alone Credit Profiles ou SACP\): Componente de um rating](#), 1º de outubro de 2010
- ARQUIVADO - Critério Geral: Uso de CreditWatch e Perspectivas, 14 de setembro de 2009

Matriz de Risco de Negócios e Risco Financeiro

Perfil de Risco de Negócios	Perfil de Risco Financeiro					
	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
Satisfatório	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	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 Detalhada de Ratings (Ratings em 30 de março de 2021) *

Neoenergia S.A.		
Rating de Crédito de Emissor		BB-/Estável/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA/Estável/brA-1+
Histórico dos Ratings de Crédito de Emissor		
07-Abr-2020		BB-/Estável/--
12-Dez-2019		BB-/Positiva/--
12-Jan-2018		BB-/Estável/--
16-Ago-2017		BB/Negativa/--
23-Mai-2017		BB/CW Neg./--
11-Jul-2018	<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAAA/Estável/brA-1+
12-Jan-2018		brAA-/Estável/brA-1+
16-Ago-2017		brAA-/Negativa/brA-1+
23-Mai-2017		brAA-/CW Neg./brA-1
Entidades Relacionadas		
Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia - Coelba		
Rating de Crédito de Emissor		BB-/Estável/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA/Estável/--
Dívida senior unsecured		
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA
Companhia Energética de Pernambuco - Celpe		
Rating de Crédito de Emissor		BB-/Estável/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA/Estável/--
Dívida senior unsecured		
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA
Companhia Energética do Rio Grande do Norte - Cosern		
Rating de Crédito de Emissor		BB-/Estável/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA/Estável/--
Dívida senior unsecured		
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA
Elektro Redes S.A.		
Rating de Crédito de Emissor		
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA/Estável/--
Dívida senior unsecured		
<i>Escala Nacional Brasil</i>		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 © 2021 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 (gratuito), e www.ratingsdirect.com e www.globalcreditportal.com (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em www.standardandpoors.com/usratingsfees.

Austrália

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).