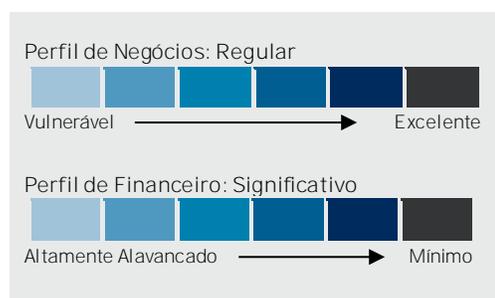


Análise Detalhada

# Light Serviços de Eletricidade S.A.

27 de julho de 2021



**ANALISTA PRINCIPAL**

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

**CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL**

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

Ratings de Crédito de Emissor e Emissão

Light Serviços de Eletricidade S.A.

Escala Nacional Brasil

brAA+/Estável/brA-1+

Senior Unsecured

Escala Nacional Brasil

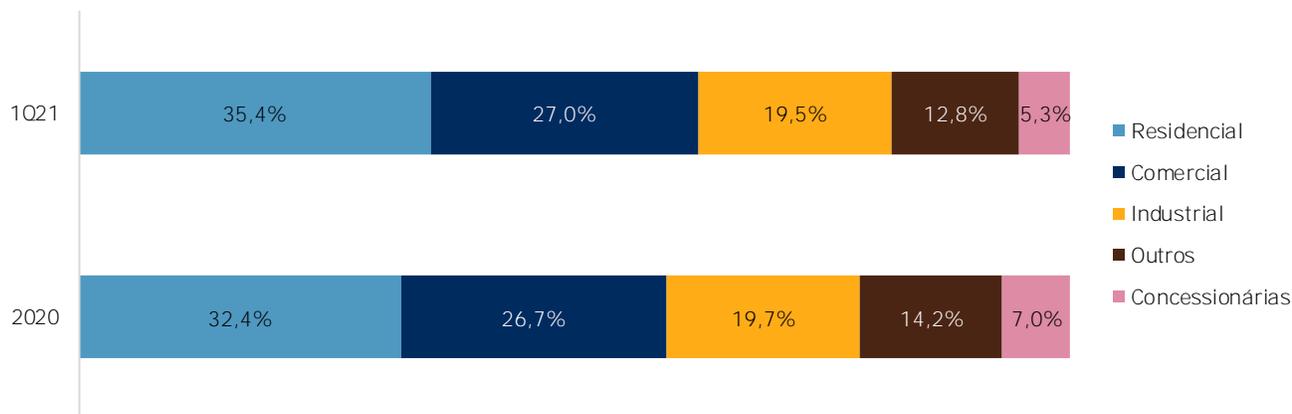
brAA+

## Destaques da Análise de Crédito

Principais pontos fortes	Principais riscos
Liquidez adequada, com uma posição de caixa de cerca de R\$ 4,1 bilhões ao final do primeiro trimestre de 2021 (incluindo os recursos do <i>follow-on</i> concluído em janeiro deste ano), apesar do cenário ainda desafiador.	Alto nível de perdas de energia na área de concessão, que é uma das mais desafiadoras do país, resultantes principalmente do furto de energia.
Cumprimento das metas regulatórias para os índices de DEC (Duração Equivalente de Interrupção) e FEC (Frequência Equivalente de Interrupção).	Elevado endividamento do grupo, apesar da folga confortável em suas cláusulas contratuais restritivas ( <i>covenants</i> ).
	Apesar do vencimento da concessão de distribuição de energia em junho de 2026, consideramos em nosso caso-base que a empresa será capaz de renová-la.

Diversas medidas mitigaram o efeito negativo da COVID-19. O impacto da COVID-19 na atividade econômica acarretou a redução do consumo de energia e aumento da inadimplência no segmento de distribuição de energia ao longo de 2020. Enquanto o consumo de energia no Brasil caiu 1,3% em 2020, a energia distribuída na área de concessão da Light Serviços de Eletricidade S.A. (Light SESA) contraiu 7,1%, impactada principalmente pela queda de 12,8% no consumo da classe comercial. No entanto, a Light recebeu ao longo do segundo semestre de 2020 R\$ 1,3 bilhão referente à Conta-Covid, que mitigou os impactos da pandemia nos resultados da empresa, e concluiu em janeiro de 2021 a oferta pública de ações, na qual captou R\$ 1,37 bilhão. Acreditamos que 2021 será um ano de recuperação para a Light, dado que o segmento comercial, que representa cerca de 27% do consumo de energia da empresa, tem se recuperado em ritmo mais lento que os demais. Além disso, os maiores custos de energia na distribuidora, decorrentes de contratos de compra de energia denominados em dólar, e a situação hidrológica mais desfavorável no Brasil devem pressionar as margens do grupo este ano. Por outro lado, acreditamos que o mecanismo de bandeiras tarifárias mitiga parcialmente a pressão de custos por Encargos de Serviço do Sistema (ESS) mais elevados, decorrente do acionamento de usinas termoeletricas mais caras para evitar uma diminuição ainda mais rápida do nível dos reservatórios.

Gráfico 1 – Participação da Light SESA por segmento de mercado



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

Cenário desfavorável de hidrologia pressiona a geração de caixa do grupo. As secas resultam em um risco hidrológico (medido pelo GSF – *Generation Scaling Factor*) mais baixo, o que impacta a geração de energia da Light Energia. Esperamos um índice de GSF de cerca de 75,0% em 2021, comparado a cerca de 80% registrado em 2020. Apesar do nível de geração mais baixo em 2021, não esperamos que a Light enfrente maiores problemas este ano, pois o grupo adquiriu no mercado de curto prazo a maior parte da energia necessária para honrar seus contratos. Além disso, mesmo não contando com instrumentos de proteção (hedge) para cenários de hidrologia mais baixos, a estratégia da geradora consiste em manter cerca de 15%-20% de sua energia assegurada descontratada, o que funciona como um colchão em caso de GSF mais baixo.

Atividades de refinanciamento contribuem para estender o cronograma de amortização de dívidas da Light. O grupo vem alongando o prazo médio de amortização da sua dívida ao longo de 2021. *Pro forma* aos refinanciamentos recentes, estimamos que o prazo médio atual da dívida seja de cerca de 3 anos, comparado ao prazo médio de 2,1 anos reportado em março de 2021. A empresa concluiu as 21ª e 22ª emissões de debêntures no valor de R\$ 360 milhões e R\$ 915 milhões, respectivamente, em fevereiro e junho de 2021, e recentemente concluiu a oferta de uma dívida no mercado internacional no valor de US\$600 milhões com vencimento em 2026. Os recursos desta última serão utilizados para o pagamento antecipado de sua dívida em dólar, em igual valor, com vencimento em 2023. Além disso, a dívida conta com instrumentos de hedge para principal e juros. No início do ano, a Light também amortizou antecipadamente R\$ 300 milhões em dívidas com o BNDES e realizou o pagamento antecipado parcial de sua 9ª emissão de debêntures no valor de cerca de R\$ 370 milhões. Acreditamos que as recentes atividades de gerenciamento de passivos contribuem para aliviar a situação de liquidez da empresa ao alongar o prazo médio de amortização de suas dívidas.

O grupo Light está focado no plano de combate às perdas. O plano de redução de perdas da Light ao longo dos próximos anos focará as Áreas de Tratamento Especial (ATE), que responderam por cerca de 62% de suas perdas não técnicas em março de 2021, sobretudo por conta do furto de energia. A Light iniciou um projeto piloto em algumas comunidades nas ATE para acompanhar os resultados e implementar melhorias, de forma que futuramente possa ser ampliado para outras comunidades em sua área de concessão. Além disso, o grupo seguirá investindo para reduzir o nível de perdas nas Áreas de Tratamento Convencional (ATC). Contudo, esperamos que os resultados desse plano sejam mais de longo prazo, devido à complexidade de operação das ATE. Em nosso caso-base, presumimos um capex anual entre R\$ 100 milhões-R\$ 150 milhões para o combate às perdas, bem como uma redução de 100 pontos percentuais ao ano como resultado destes investimentos.

Nosso caso-base incorpora a renovação do contrato de concessão de distribuição da Light Serviços. Com vigência até 4 de junho de 2026, esperamos que o contrato seja renovado no longo prazo, a exemplo de diversos casos recentes, como o da Cemig Distribuição S.A. e das distribuidoras dos grupos CPFL Energia S.A. e Energisa S.A., renovados entre 2015 e 2017. Acreditamos que nos últimos dois anos a Light tenha melhorado seus indicadores de qualidade, DEC e FEC, os quais se encontram dentro dos limites regulatórios definidos para 2022, quando ocorrerá a próxima revisão tarifária da distribuidora. Acreditamos que o cumprimento dos indicadores de qualidade será um ponto-chave a ser analisado pelo órgão regulador do setor, a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), juntamente com o equilíbrio econômico-financeiro da empresa, a ser avaliado na próxima revisão tarifária, para a renovação da concessão. Além disso, consideramos que a expertise da Light em operar uma área complexa em termos operacionais seja um aspecto qualitativo que contribua para a decisão do regulador, dados os investimentos e o foco atual da empresa em reduzir os índices de perdas nas ATE. Esperamos que em 2023 a Light protocole o pedido de renovação da concessão junto à ANEEL e que a resposta seja concedida com pelo menos um ano de antecedência ao período final de vigência.

## Perspectiva

A perspectiva estável do rating de crédito corporativo de longo prazo da Light SESA para os próximos 12 meses incorpora nossa expectativa de que a deterioração do fluxo de caixa da empresa em 2021 por conta da pandemia e o cenário hidrológico mais desfavorável serão temporários. Assim, esperamos que a Light apresente um indicador de dívida sobre EBITDA ajustado entre 4,5x–5,0x e de geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida na faixa de 7%-10% em 2021, melhorando para níveis abaixo de 4,0x e acima de 12%, respectivamente, a partir de 2022.

## Cenário de rebaixamento

Um rebaixamento dos ratings poderá ocorrer nos próximos 12 meses caso acreditemos que a geração de caixa do grupo não se recuperará nos próximos anos, o que resultaria em dívida sobre EBITDA ajustado consistentemente acima de 4,5x e FFO sobre a dívida abaixo de 12%, além de um fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) negativo. Esse cenário poderá se materializar caso a recuperação da demanda por energia demore mais que o esperado, aliado a um novo atraso do período de chuvas a partir de outubro de 2021, perpetuando assim as fracas condições hidrológicas. Este cenário resultaria em custos de compra de energia e encargos de serviço do sistema mais elevados, prejudicando a geração de caixa do grupo. Um rebaixamento também seria possível diante de uma relação entre fontes e usos de caixa abaixo de 1,2x ou em caso de quebra de *covenants* financeiros.

## Cenário de elevação

Podemos elevar os ratings da Light SESA se acreditarmos que o grupo será capaz de apresentar, consistentemente, dívida sobre EBITDA abaixo de 3,5x e FFO sobre a dívida acima de 23%, ao mesmo tempo que seu FOCF, que seria a geração de caixa operacional descontada do capital de giro e dos investimentos, permaneça positivo. Embora improvável, considerando o atual cenário desafiador, acreditamos que a Light poderia atingir essas métricas diante de uma recuperação econômica mais acelerada, ao mesmo tempo em que as condições hidrológicas melhoram. Neste cenário, a empresa deveria apresentar uma maior capacidade de diminuir as perdas de energia em sua área de concessão, chegando mais próximo dos índices regulatórios.

## Nosso Cenário-Base

### Premissas

- Crescimento do PIB do Brasil 4,7% em 2021, 2,1% em 2022 e 2,2% em 2023. Projetamos crescimento da demanda por energia na área de concessão da Light de cerca de 5,0% em 2021 e entre 2,5%-3,0% nos anos seguintes, levemente acima da trajetória do PIB do Brasil por conta do crescimento do mercado livre de energia e volumes relativamente baixos em 2020 devido aos impactos da pandemia;
- Taxa de câmbio média em relação ao dólar de R\$ 5,30 em 2021, R\$ 5,35 em 2022 e R\$ 5,43 em 2023.
- Após o reajuste tarifário de 6,8% em março de 2021, presumimos que as tarifas aumentarão de acordo com nossas expectativas de inflação de 7,0% e 4,4% em 2022 e 2023, respectivamente;
- Arrecadação de receitas no segmento de distribuição crescendo cerca de 15% em 2021 e entre 7,0%-9,0% nos anos subsequentes, considerando o aumento da demanda, a revisão tarifária da Light SESA em 2022 e os reajustes tarifários anuais conforme mencionados. Em 2021 esperamos um aumento mais substancial das receitas como resultado do mecanismo de bandeiras tarifárias, e presumimos que o nível de arrecadação da Light deve apresentar melhora gradual, em linha com a recuperação econômica nos próximos anos.
- Custo médio de energia de R\$ 303 por megawatt hora (MWh) em 2021, R\$310/MWh em 2022 e R\$318/MWh em 2023, impactado pela inflação, dólar mais valorizado frente ao real e maiores encargos de serviços do sistema. A energia de Itaipu e os contratos com a UTE Norte Fluminense são atrelados ao dólar e respondem por cerca de 37% das compras de energia da Light SESA, enquanto a hidrologia mais desfavorável impacta negativamente o PLD, o qual projetamos em cerca de R\$200/MWh nos próximos anos.
- Índice de GSF de 75% em 2021, melhorando para 82% em 2022 e 85% nos anos subsequentes;
- Incorporamos o montante de energia contratada no mercado livre no segmento de geração, sendo 420 MW em 2021, 375 MW em 2022 e 385 MW em 2023. Consideramos a venda do valor remanescente de energia no mercado de curto prazo, em linha com o GSF estimado;
- Taxa básica de juros média de 4,4% em 2021, 6,75% em 2022 e 7,0% a partir de 2023, impactando as despesas de juros do grupo;
- Investimentos anuais (capex) de cerca de R\$ 1,3 bilhão em 2021 e 2022, dos quais cerca de R\$ 1,0 bilhão será destinado ao segmento de distribuição e o restante, para o segmento de geração. Em 2023, projetamos um capex de cerca de R\$ 1,0 bilhão;
- Distribuição de dividendos no valor de R\$ 164 milhões em abril de 2021, conforme anunciado pela companhia. A partir de 2022, consideramos um *payout* de 25% sobre o lucro líquido do ano fiscal anterior;
- Recebimento dos recursos do *follow-on* no valor de R\$ 1,34 bilhão em janeiro de 2021;
- Liquidação do saldo de R\$ 1,3 bilhão referente à repactuação do GSF em abril de 2021.

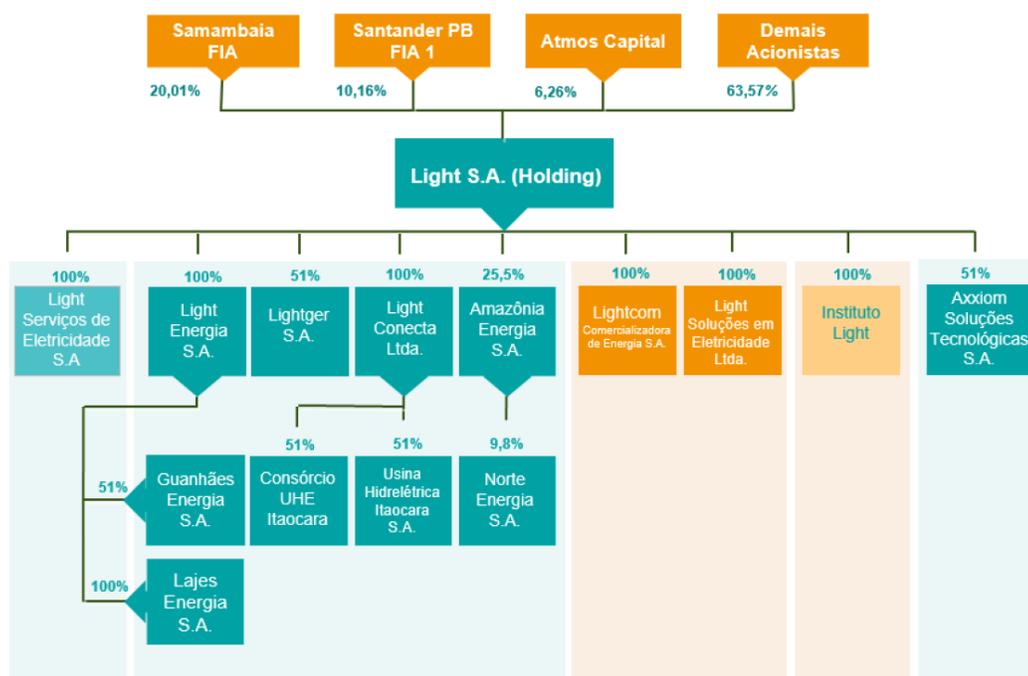
Essas premissas resultam nas seguintes métricas de crédito:

- Dívida ajustada sobre EBITDA entre 4,5x-5,0x em 2021 e entre 3,5x-4,0x em 2022;
- FFO sobre dívida entre 7%-10% em 2021 e entre 10%-13% em 2022.

## Descrição da Empresa

A Light Serviços de Eletricidade S.A. (Light SESA) atua no segmento de distribuição de energia elétrica e detém os direitos de concessão para atender 31 cidades no estado do Rio de Janeiro, incluindo sua capital, até junho de 2026. Nos últimos 12 meses findos em 31 de março de 2021, a empresa distribuiu 25,579 GWh para seus 4,3 milhões de clientes nos mercados cativo e livre, e apresentou receita líquida e EBITDA ajustados de R\$ 11,2 bilhões e R\$ 930 milhões, respectivamente, aos quais ajustamos itens não caixa e os valores da Conta-Covid de R\$ 1,3 bilhão recebidos ao longo do segundo semestre de 2020.

Gráfico 1- Estrutura acionária do Grupo Light



Fonte: Site de Relações com Investidores (RI) da Light S.A.

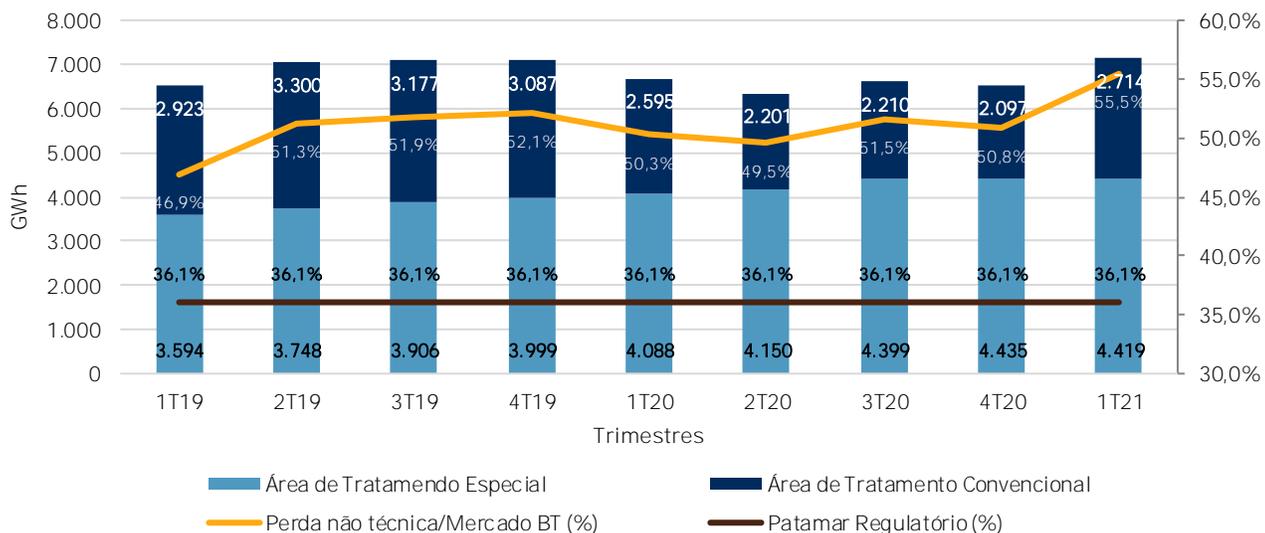
A Light S.A. (Light), controladora direta da Light SESA, atua também no segmento de geração por meio de cinco usinas hidrelétricas com capacidade instalada total de 873 MW e garantia física de 408 MW, além de deter participações minoritárias em alguns ativos de geração, incluindo Belo Monte, Guanhães e PCH Paracambi. No período de 12 meses findo em 31 de março de 2021, nossos números ajustados de receita líquida e EBITDA da empresa são de R\$ 12,6 bilhões e R\$ 1,8 bilhão, respectivamente.

## Perfil de Risco de Negócios

A Light SESA apresenta uma das áreas de concessão mais complexas do Brasil em termos operacionais, devido à violência nas ATE, o que limita a capacidade da distribuidora de realizar a manutenção de sua rede e de efetuar cobranças em algumas regiões. Acreditamos que a Light seguirá trabalhando no plano de combate às perdas nas Áreas de Tratamento Convencional, que atualmente representam entre 35% e 40% dos furtos de energia e geram resultados mais

facilmente comparadas às ATE. Contudo, acreditamos que priorizará nos próximos anos a redução de perdas dessas últimas, através da aproximação das lideranças das comunidades.

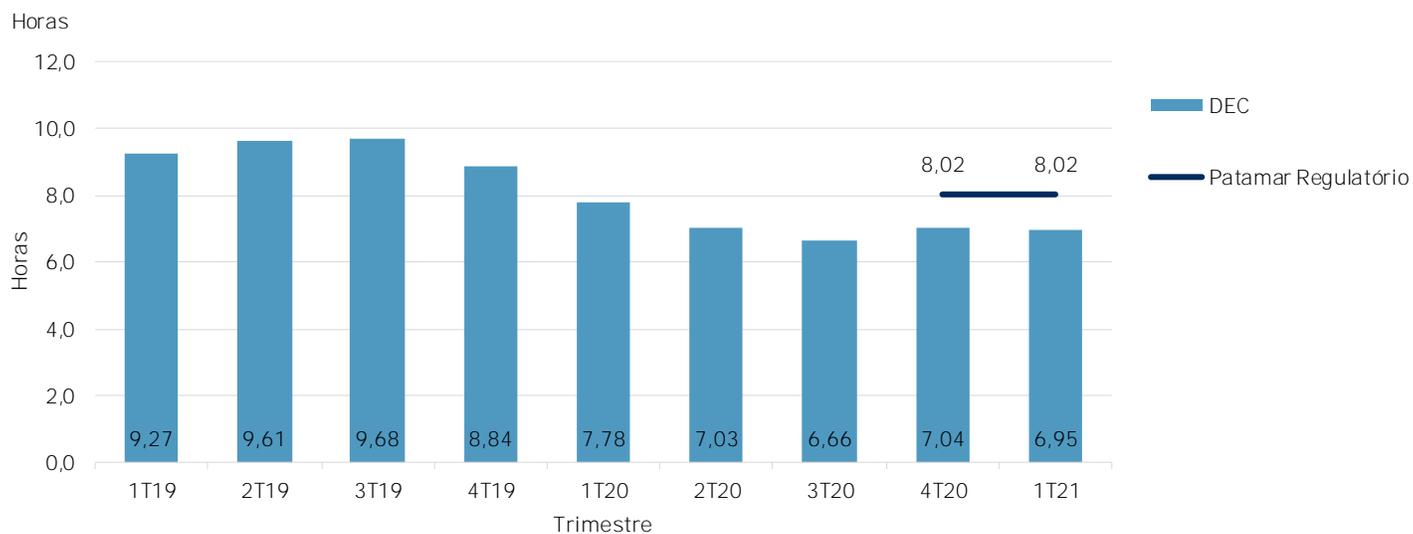
Gráfico 2 – Perdas não técnicas de energia  
Acumulado dos últimos 12 meses



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

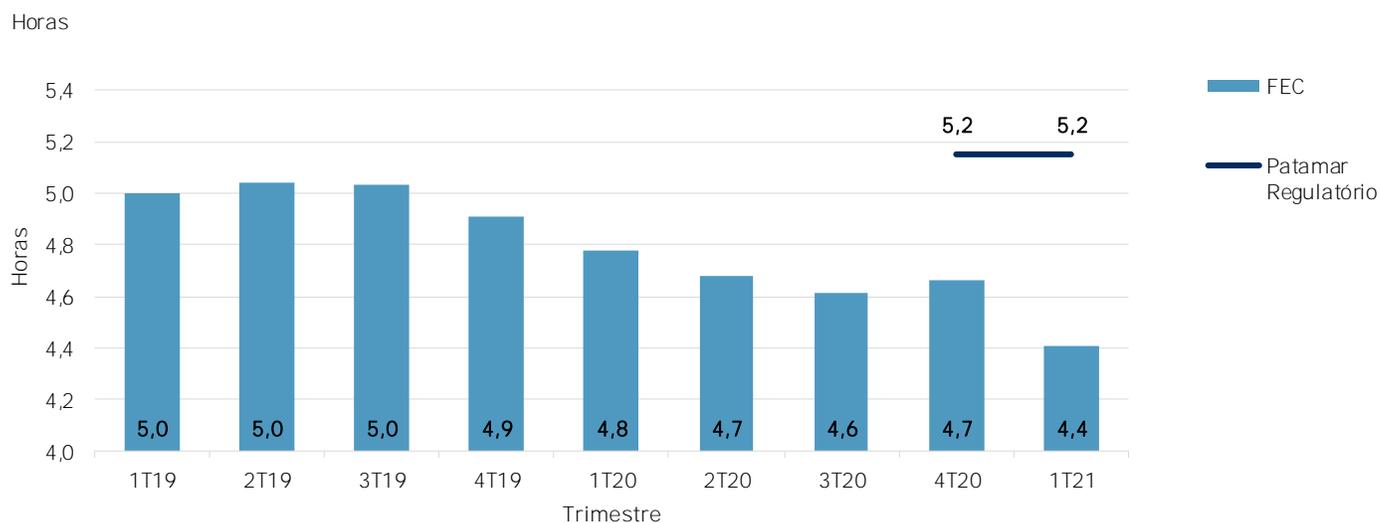
Ao mesmo tempo, os investimentos que a Light SESA vem realizando em sua área de concessão têm resultado em indicadores DEC e FEC em linha com as exigências da ANEEL. De acordo com seu contrato de concessão, caso não cumpra com as metas regulatórias de qualidade até 2022, a Light SESA poderia, em última instância, ter seu contrato rescindido antecipadamente. Em nossa visão, esse mecanismo traz incentivos para que a empresa invista continuamente na melhoria da qualidade do serviço.

Gráfico 3 – Duração Equivalente de Interrupção (DEC)



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

Gráfico 4 – Frequência Equivalente de Interrupção (FEC)



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

## Comparação com os pares

As distribuidoras de energia no Brasil apresentam, em geral, um perfil de risco de negócios satisfatório, graças ao marco regulatório favorável, às posições monopolísticas para atender a área de concessão e à qualidade dos indicadores de serviços em grande parte em conformidade com as metas regulatórias. As entidades com perfis de risco de negócio mais fracos – Light SESA, Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A. e Equatorial Alagoas Distribuidora de Energia S.A. – enfrentam maiores desafios operacionais, como, por exemplo, altas perdas de energia. Em 2020, as distribuidoras do grupo Equatorial também se beneficiaram dos recursos advindos da Conta-Covid, no valor aproximado de R\$ 406 milhões e R\$ 324 milhões para a Equatorial Pará e Equatorial Alagoas, respectivamente. Isso, somado ao menor endividamento dessas distribuidoras, contribui para métricas de alavancagem menores quando comparadas às da Light SESA.

Tabela 1 - Comparação com os pares

Sector: Serviços de Utilidade Pública	Light Serviços de Eleticidade S.A.	Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A.	Equatorial Alagoas Distribuidora de Energia S.A.
Ratings (27 de julho de 2021)	brAA+/Estável/brA-1+	brAAA/Estável/--	brAA/Estável/--
<b>Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2020</b>			
<b>(R\$ milhões)</b>			
Receita	10.887,7	5.101,1	2.003,3
EBITDA	1.240,4	1.387,9	606,1
Geração interna de caixa (FFO)	765,7	1.222,1	526,4
Despesa de juros	524,9	240,0	154,7
Despesa de juros caixa	474,8	165,8	2,5
Fluxo de caixa operacional (CFO)	1.751,4	1.578,3	524,4
Investimentos	855,0	377,0	154,7
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	896,4	1.201,2	369,7
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	896,4	582,9	369,7
Caixa e equivalentes de caixa	1.826,0	2.453,9	1.049,4
Dívida	6.220,6	2.816,8	1.673,3
Patrimônio líquido	5.637,5	3.373,2	130,5
<b>Índices ajustados</b>			
Margem EBITDA (%)	11,4	27,2	30,3
Retorno sobre o capital (%)	6,1	18,2	33,1
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	2,4	5,8	3,9
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	2,6	8,4	215,7
Dívida/EBITDA (x)	5,0	2,0	2,8
FFO/Dívida (%)	12,3	43,4	31,5
CFO/Dívida (%)	28,2	56,0	31,3
FOCF/Dívida (%)	14,4	42,6	22,1
DCF/Dívida (%)	14,4	20,7	22,1

## Perfil de Risco Financeiro

Esperamos uma deterioração pontual nas métricas de crédito da Light em 2021, considerando o cenário ainda de recuperação dos impactos da COVID-19 e condições hidrológicas mais desfavoráveis, que afetam o nível de geração e os custos de energia do grupo. Além disso, em 2020, a Light se beneficiou do efeito não recorrente do recebimento dos recursos da Conta-Covid. Em janeiro de 2021, a Light concluiu a oferta pública de ações, na qual captou R\$ 1,37 bilhão em novos recursos e, em abril, liquidou o saldo em aberto na Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE) referente à repactuação do risco hidrológico, no valor de R\$ 1,3 bilhão, obtendo em troca a extensão do prazo de vencimento de suas concessões por cerca de 2 anos, para 2028.

Nos próximos anos, esperamos que a empresa siga investindo em sua área de concessão, visando a melhoria e expansão de sua rede, e sobretudo a redução do seu nível de perdas, tanto nas áreas de tratamento especial como nas áreas convencionais. Além disso, em 2021 e 2022, esperamos investimentos mais elevados por conta das obras da Light Energia de manutenção do vertedouro da UHE Ilha dos Pombos e construção do túnel by-pass do Complexo de Lajes, os quais integrarão a base de ativo indenizável da concessão. Projetamos uma redução nos investimentos consolidados de cerca de R\$ 1,3 bilhão nos próximos dois anos para cerca de R\$ 1,0 bilhão a partir de 2023.

A partir de 2022, com a expectativa de um cenário hidrológico melhor e seguido da recuperação da atividade econômica, esperamos aumento dos fluxos de caixa do grupo. Assim, projetamos que a Light apresentará dívida sobre EBITDA entre 4,5x-5,0x em 2021 e FFO sobre a dívida entre 7%-10%, melhorando para 3,5x-4,0x e 10%-13%, respectivamente, a partir de 2022.

## Resumo financeiro

Tabela 2 - Resumo financeiro

(R\$ milhões)	UDM 31-mar-2021	2020	2019	2018	2017
Receita	12.590,1	12.196,5	11.492,4	10.535,7	10.070,5
EBITDA	1.792,5	2.040,4	1.267,0	818,7	1.256,4
FFO	1.223,1	1.431,9	426,2	26,3	384,3
Despesa de juros	611,4	628,6	904,4	764,6	739,0
Despesa de juros caixa	560,3	557,7	740,0	665,2	675,4
Fluxo de caixa operacional (CFO)	3.812,2	3.812,4	421,3	17,5	(8,6)
Investimentos	933,0	927,5	819,7	734,6	616,8
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	2.879,2	2.884,9	(398,4)	(717,2)	(625,4)
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	2.879,2	2.884,9	(437,8)	(746,7)	(625,4)
Caixa e investimentos de curto prazo	4.058,2	3.089,7	1.678,0	1.683,8	342,3
Caixa disponível bruto	4.058,2	3.089,7	1.678,0	1.683,8	342,3
Dívida	4.521,8	5.684,2	6.883,5	8.166,1	7.376,7
Patrimônio líquido	8.383,7	7.076,2	6.230,5	3.389,5	3.432,5
Índices ajustados					
Margem EBITDA (%)	14,2	16,7	11,0	7,8	12,5
Retorno sobre o capital (%)	9,7	11,5	6,2	2,6	5,6
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	2,9	3,2	1,4	1,1	1,7
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	3,2	3,6	1,6	1,0	1,6
Dívida/EBITDA (x)	2,5	2,8	5,4	10,0	5,9
FFO/Dívida (%)	27,1	25,2	6,2	0,3	5,2
CFO/Dívida (%)	84,3	67,1	6,1	0,2	(0,1)
FOCF/Dívida (%)	63,7	50,8	(5,8)	(8,8)	(8,5)
DCF/Dívida (%)	63,7	50,8	(6,4)	(9,1)	(8,5)

UDM: Últimos doze meses.

## Liquidez

Continuamos avaliando a liquidez da Light como adequada. Mesmo em um cenário mais desafiador, esperamos um índice de fontes sobre usos de ao menos 1,2x e que as fontes líquidas permaneçam positivas, mesmo que o EBITDA caia 15% em relação ao projetado em nosso cenário-base. Além disso, acreditamos que a empresa continuará cumprindo com seu *covenants*, mesmo em um cenário mais desafiador, embora com folga mais limitada.

### Principais fontes de liquidez

- Posição de caixa de cerca de R\$ 4,1 bilhões em 31 de março de 2021;
- Fluxo de caixa operacional de aproximadamente R\$ 630 milhões nos próximos 12 meses;
- Recursos da 22ª emissão de debêntures e emissão de *notes unit* totalizando cerca de R\$ 4,1 bilhões.

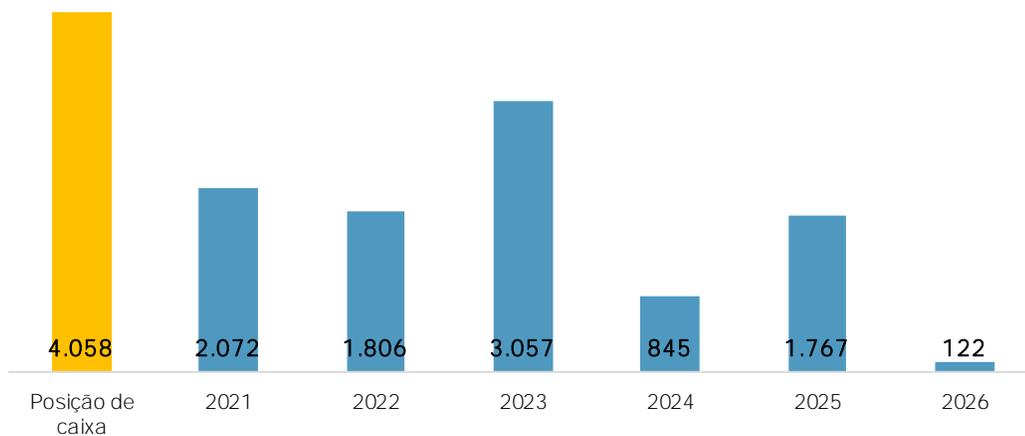
### Principais usos de liquidez

- Vencimentos de dívida de cerca de R\$ 1,4 bilhão no período de 12 meses a partir de 31 de março de 2020;
- Pré-pagamento de dívidas vincendas no longo prazo no valor aproximado de R\$ 3,8 bilhões
- Investimentos mínimos para manutenção estimados em R\$ 400 milhões nos próximos 12 meses.
- Distribuição de dividendos no valor de R\$ 164 milhões, em abril de 2021, conforme anunciado pela companhia.
- Quitação do saldo em aberto na CCEE referente ao risco hidrológico no valor de R\$ 1,3 bilhão.

## Vencimentos de dívida

### Gráfico 5 – Cronograma de amortização de dívidas

Posição em 31 de março de 2021 - R\$ milhões



Fonte: S&P Global Ratings.

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

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

### Expectativa de cumprimento

Devido à posição de caixa robusta da Light, esperamos que a empresa cumpra seus *covenants* financeiros com um colchão de pelo menos 17% em 2021 e que este número melhore a partir de 2022, seguindo a recuperação econômica e o aumento da demanda por energia. Apesar da nossa

expectativa de dívida sobre EBITDA mais elevado em 2021, seguimos a metodologia de cálculo dos contratos de financiamento para a mensuração dos *covenants* da Light, que considera os ativos regulatórios líquidos e exclui provisões.

## Exigências

A Light SESA deve continuar cumprindo com os seguintes *covenants*, medidos no nível consolidado:

- Dívida líquida sobre EBITDA de até 3,75x;
- EBITDA sobre despesa financeira líquida superior a 2,0x.

De acordo com os contratos de financiamento da Light, o vencimento antecipado das dívidas é acionado quando pelo menos um dos indicadores acima não é atendido por dois trimestres consecutivos ou quatro trimestres intercalados. Em nossa visão, isso proporciona ao grupo certa flexibilidade para cumprir com os índices e evitar potencial aceleração de dívida.

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

Acreditamos que o fator social é o mais importante em nossa análise da Light SESA, uma vez que a interrupção na distribuição de energia elétrica impacta a população e também coloca em risco a continuidade da concessão. A Light SESA possui certos requisitos a serem cumpridos ao longo dos anos, como um patamar máximo de duração e frequência de interrupção dos serviços para evitar a perda de sua concessão. Desde março de 2020 a Light SESA tem apresentado indicadores DEC e FEC abaixo do limite regulatório, por conta dos investimentos que tem realizado em sua área de concessão. Todavia, acreditamos que o elevado nível de perdas de energia – 27,2% nos últimos 12 meses encerrados em 31 de março de 2021 – enfraquece a eficiência operacional da empresa, que vemos como inferior à de outras distribuidoras que atuam no Brasil. Entre 60%-65% das perdas de energia nos últimos trimestres são relacionadas ao furto de energia na área de concessão da Light SESA nas áreas de tratamento especial, onde a empresa muitas vezes não é capaz de entrar para realizar a manutenção necessária de sua rede. Todavia, a empresa iniciou um projeto piloto em algumas comunidades para implantar melhorias e possivelmente replicar em outras comunidades, a fim de reduzir seu índice de perdas e melhorar sua performance operacional. Acreditamos que o sucesso desse plano e a continuidade desses investimentos trarão benefícios no longo prazo, ao passo que, no curto prazo, a Light SESA deve continuar investindo na redução de perdas nas áreas de tratamento convencional.

## Influência do Grupo

Em nossa opinião, a Light SESA continua sendo a subsidiária mais importante da Light em termos de geração de caixa. Vemos que a probabilidade de a distribuidora ser vendida é muito baixa, uma vez que a operação de distribuição constitui a principal atividade do grupo. Além disso, a Light fornece garantias a algumas dívidas da distribuidora, o que reforça a importância estratégica da Light SESA para a controladora.

As ofertas primária e secundária de ações da Light concluídas em janeiro de 2021 resultaram na saída da Companhia Energética de Minas Gerais S.A. (CEMIG: BB-/Estável/--; brAA+/Estável/--) da base de acionistas do grupo, reforçando nossa visão de que a Light opera como uma empresa de capital pulverizado.

## Ratings de Emissão – Análise de Subordinação

Avaliamos as seguintes emissões do grupo:

Tabela 3 - Ratings de emissão

	Valor	Vencimento	Rating de Emissão
<b>Light SESA</b>			
13ª emissão de debêntures	R\$ 460 milhões	Out/2022	brAA+
15ª emissão de debêntures	R\$ 700 milhões	Out/2025	brAA+
16ª emissão de debêntures	R\$ 618 milhões	Abr/2025	brAA+
19ª emissão de debêntures	R\$ 500 milhões	Jul/2025	brAA+
20ª emissão de debêntures	R\$ 600 milhões	Ago/2025	brAA+
22ª emissão de debêntures	R\$ 916 milhões	Abr/2031	brAA+

### Estrutura de capital

A estrutura de capital da Light consiste em aproximadamente R\$ 9,7 bilhões em dívida financeira consolidada, sendo que cerca de R\$ 5,3 bilhões são debêntures e o restante são empréstimos bancários.

### Conclusões analíticas

Os ratings dessas emissões estão no mesmo nível do rating de crédito corporativo de longo prazo na Escala Nacional Brasil da Light SESA, uma vez que esta é uma empresa operacional sem outras subsidiárias. Além disso, não acreditamos haver subordinação significativa dessas debêntures, tendo em vista o baixo volume de dívidas que contam com garantias reais após o pré-pagamento de dívidas com o BNDES no primeiro trimestre de 2021.

## Reconciliação

Tabela 4 - Reconciliação dos montantes reportados pela Light Serviços de Eletricidade S.A. com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ milhões)

Últimos 12 meses findos em 31 de março de 2021	Dívida	Receitas	EBITDA	Lucro operacional	Despesas de Juros	EBITDA ajustado pela S&P Global Ratings	Fluxo de caixa operacional	Investimentos (capex)
	8.498,2	12.313,9	1.238,0	705,0	492,5	927,5	1.435,6	909,2
<b>Ajustes da S&amp;P Global Ratings</b>								
Despesas de juros-caixa	--	--	--	--	--	(464,9)	--	--
Obrigações com arrendamento reportadas	98,1	--	--	--	--	--	--	--
Caixa e investimentos de curto prazo	(2.332,8)	--	--	--	--	--	--	--
Juros capitalizados	--	--	--	--	15,4	(15,4)	(15,4)	(15,4)
Lucro (despesa) não operacional	--	--	--	46,2	--	--	--	--
Dívida – Benefício pós emprego	5,3	--	--	--	--	--	--	--
Dívida – Derivativos	(868,0)	--	--	--	--	--	--	--
Dívida – Dívida com terceiros	1,2	--	--	--	--	--	--	--
Dívida – Passivos fiscais parcelados	88,8	--	--	--	--	--	--	--
Receitas – receita de construção e outros itens não caixa	--	(1.129,2)	(1.129,2)	(1.129,2)	--	--	--	--
COGS – outros itens não recorrentes e não operacionais	--	--	818,7	818,7	--	--	--	--
<b>Ajustes totais</b>	<b>(3.007,5)</b>	<b>(1.129,2)</b>	<b>(310,5)</b>	<b>(264,3)</b>	<b>15,4</b>	<b>(480,3)</b>	<b>(15,4)</b>	<b>(15,4)</b>
	Dívida	Receitas	EBITDA	EBIT	Despesas de Juros	FFO	Fluxo de caixa operacional	Investimentos (capex)
Montantes ajustados pela S&P Global Ratings	5.490,8	11.184,6	927,5	440,7	507,9	447,2	1.420,2	893,8

## Tabela de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brAA+ /Estável/brA-1 +
Risco de negócios	Regular
Risco-país	Moderadamente Alto
Risco da indústria	Baixo
Posição competitiva	Regular
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	Regular
Análise de ratings comparáveis	Negativa

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 Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Critério de avaliação de garantias](#), 21 de outubro de 2016
- [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
- [Refletindo o risco de subordinação em ratings de emissão de entidades corporativas](#), 28 de março de 2018
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 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
- [Principais Fatores de Crédito para a Indústria de Energia e Gás Não Regulada](#), 28 de março de 2014
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 13 de novembro de 2012

### Artigo

- [Definições de Ratings da S&P Global Ratings](#)

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](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).