



## RATING ACTION COMMENTARY

# Fitch Rebaixa Rating da Eneva Para 'AA+(bra)'; Perspectiva Estável

Brazil Fri 02 Jun, 2023 - 16:51 ET

Fitch Ratings - Rio de Janeiro - 02 Jun 2023: A Fitch Ratings rebaixou o Rating Nacional de Longo Prazo da Eneva S.A. (Eneva) e de sua nona emissão de debêntures para 'AA+(bra)', de 'AAA(bra)'. A Perspectiva do rating corporativo é Estável.

A ação de rating reflete a combinação de investimentos significativos, maiores desembolsos com pagamentos de juros e expectativa de menor nível de despacho das usinas geradoras de energia da Eneva, o que representa um desafio para que a companhia atinja índices de alavancagem financeira compatíveis com a classificação anterior. A Eneva vem adotando uma estratégia de crescimento agressiva, que tem sido parcialmente financiada por novas dívidas.

A companhia apresenta robusta geração operacional de caixa, proveniente do seu modelo de negócios favorável e de sua destacada posição em geração termelétrica no Brasil, com contratos de longo prazo e receita fixa relevante para venda de parcela significativa de sua energia, além de suprimento interno de gás natural, sua principal matéria-prima. A Eneva tem sido eficiente na reposição de suas reservas de gás e no acesso a fontes de financiamento, que representam fatores importantes de proteção do crédito.

## PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

**Perfil de Negócios Favorável:** A Eneva possui relevante, crescente e sinérgica base de ativos, composta principalmente por oito usinas termelétricas (UTES) a gás natural, duas

a carvão e um complexo solar – todos operacionais. A companhia tem 5,3 GW de capacidade instalada em operação e deverá expandi-la para 6,2 GW até 2027, com a conclusão das UTEs Parnaíba VI (92 MW) e Azulão I e II (886MW). Além disso, a Eneva apresenta reservas de gás provadas e prováveis suficientes para suprir as necessidades de suas UTEs por mais de 15 anos, considerando despacho de 50% nas usinas, e tem apresentado taxa de reposição de reservas superior à de consumo.

**Alavancagem Financeira Mais Pressionada:** A alavancagem financeira líquida da Eneva deve permanecer em patamar superior a 4,0 vezes ao menos em 2023 e 2024, frustrando a expectativa anterior de redução acelerada deste indicador. Em base *pro forma*, este índice foi de 4,8 vezes em 2022, e o cenário-base do rating contempla relação dívida líquida/EBITDA de 4,2 vezes no biênio, caso não haja novos projetos ou aquisições, bem como a alienação da sua plataforma de ativos renováveis. A alavancagem financeira da Eneva deve apresentar oscilações naturais, já que sua geração operacional de caixa está atrelada a um volume de despacho não gerenciável.

**Desafios Para Recontratação:** A Eneva precisa recontratar 1,9GW de capacidade que estará descontratada até o final de 2027, a fim de preservar sua geração operacional de caixa a médio-longo prazos. Os contratos vencidos até esta data representam uma receita fixa de cerca de BRL3,7 bilhões, de um total estimado de BRL8,8 bilhões, o que implica a necessidade de que a empresa obtenha sucesso nos próximos leilões. A recém-adquirida Termofortaleza (327MW) está contratada até o final de 2023 e deve ficar descontratada ao menos até 2025, enquanto as UTEs Parnaíba I (676MW) e Parnaíba III (178MW) possuem contratos vigentes até o final de 2027. Já as usinas a carvão Itaqui (360MW) e Pecém II (365MW) possuem contratos de compra e venda de energia (*power purchase agreements* - PPAs) vigentes até o final de 2026 e 2027, respectivamente.

**Expectativa de Despachos Reduzidos:** A Eneva se beneficia de cenários hidrológicos desfavoráveis, que levam o Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS) a despachar fontes térmicas com mais intensidade, o que não ocorreu em 2022. A receita variável obtida nos despachos supera os custos efetivos de produção, o que gera margem variável positiva e rentabiliza o maior volume de gás natural próprio extraído. O cenário-base do rating incorpora despacho médio no complexo Parnaíba de 25% em 2023 e de 40% de 2024 a 2027. Estes percentuais, contudo, estão abaixo do elevado despacho médio de 77% reportado em 2021. Em 2022, as usinas da Eneva apresentaram despacho reduzido, de 31%, devido à hidrologia satisfatória. Potenciais exportações para a Argentina podem amenizar este impacto, conforme ocorrido em 2022. A maior necessidade de gás pelas UTEs também beneficia a rentabilidade do negócio de exploração da Eneva.

**Forte Geração de Caixa:** O perfil de crédito da Eneva se favorece de contratos no mercado regulado, que geraram BRL4,0 bilhões de receita fixa em 2022. Com a contribuição integral das UTEs Celse e Termofortaleza, a receita fixa da Eneva passará para BRL7,1 bilhões em 2023 e, em 2024, diminuirá para BRL5,9 bilhões, após o vencimento, ao final deste ano, do PPA da Termofortaleza. A entrada em operação dos ativos em construção e o vencimento do contrato da usina de Itaqui resultarão em receita fixa de BRL8,8 bilhões em 2027, caso não haja recontratação. A Eneva se beneficia da parcela variável de sua receita e de parâmetros de reajustes tarifários com as mesmas características dos contratos de compra de insumos, sem que haja descasamento entre tarifas e custos. Mesmo com ausência de despacho, o EBITDA deverá ser superior a BRL3,7 bilhões em 2023 e 2024, sendo que o cenário-base da Fitch considera BRL4,4 bilhões em 2023 e BRL4,6 bilhões em 2024.

**FCF Pressionado Pelos Investimentos:** O fluxo de caixa livre (FCF) da Eneva deve ser negativo em BRL2,1 bilhões em 2023, após BRL3,7 bilhões de investimentos, que incluem cerca de BRL570 milhões para a construção do complexo solar Futura I, além de BRL1,4 bilhão nas UTEs em desenvolvimento, BRL970 milhões no segmento de exploração de gás e BRL530 milhões na planta de liquefação. O FCF negativo de 2023 será financiado por linhas de crédito já contratadas e por emissões de novas dívidas. Após os elevados investimentos em 2023 e 2024, o FCF deve se tornar positivo, atingindo BRL1,2 bilhão em 2025.

## **SENSIBILIDADE DOS RATINGS**

### **Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Positiva/Elevação:**

-- Relação dívida líquida/EBITDA abaixo de 3,5 vezes, em bases sustentadas, considerando volume de despacho de 40% no complexo Parnaíba.

### **Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Negativa/Rebaixamento:**

-- Relação dívida líquida/EBITDA acima de 4,5 vezes, em bases sustentadas, considerando volume de despacho de 40% no complexo Parnaíba;

-- Aquisições relevantes majoritariamente financiadas por dívida;

-- Piora significativa do perfil de liquidez da companhia.

## **PRINCIPAIS PREMISAS**

-- Receita fixa dos ativos operacionais de BRL7,1 bilhões em 2023, BRL5,9 bilhões em 2024 e média de BRL6,5 bilhões em 2025 e 2026;

-- Despacho médio de 25% no complexo Parnaíba em 2023 e de 40% de 2024 a 2027;

-- Investimentos de BRL3,7 bilhões em 2023 e de BRL1,5 bilhão, em média, de 2024 a 2027;

-- Ausência de aquisições e/ou novos investimentos além dos em curso;

-- Ausência de distribuição de dividendos em 2023 e pagamentos correspondentes a 25% do lucro líquido da empresa a partir de 2024.

## RESUMO DA ANÁLISE

O rating da Eneva é inferior ao de outras duas geradoras de energia avaliadas pela Fitch, a Engie Brasil Energia S.A. (Engie Brasil) e a Aliança Geração de Energia S.A. (Aliança), classificadas com o Rating Nacional de Longo Prazo 'AAA(bra)'/Perspectiva Estável. Todas possuem robusto perfil de negócios, embora a Engie apresente maior porte e base de ativos mais diversificada, com 10,4 GW de capacidade instalada em operação ou construção, frente a 1,3 GW da Aliança e a 6,2 GW da Eneva. O perfil financeiro da Eneva, no entanto, gera expectativa de maior alavancagem financeira nos próximos anos. As projeções da Fitch para a Engie apontam relação dívida líquida/EBITDA de 2,7 vezes em 2023, frente a 1,0 vez para a Aliança e 4,2 vezes para a Eneva.

## LIQUIDEZ E ESTRUTURA DA DÍVIDA

**Flexibilidade Financeira Comprovada:** A Fitch acredita que a Eneva conseguirá financiar suas necessidades de recursos para honrar os esperados FCFs negativos em 2023 e 2024 e rolar as dívidas vincendas no biênio. Em março de 2023, a empresa tinha posição de caixa e aplicações financeiras de BRL1,5 bilhão, que foi fortalecida posteriormente em BRL1,0 bilhão com a emissão de notas comerciais, a serem posteriormente substituídas por uma emissão de ações preferenciais que serão adquiridas pelo Banco Itaú Unibanco S.A. (Itaú). Nesta data, a dívida total de BRL18,5 bilhões, com BRL1,5 bilhão vencendo no curto prazo, era composta, principalmente, por debêntures (BRL13,5 bilhões). A Fitch considerou nas projeções 50% do saldo das ações preferenciais como dívida, de acordo com os critérios da agência.

## PERFIL DO EMISSOR

A Eneva é uma empresa integrada de energia, com atuação no segmento de geração e na extração de gás. Sua capacidade instalada ao final de março de 2023 era de 5,3 GW, por meio de ativos de geração térmica e solar, e poderá chegar a 6,2 GW após a conclusão

dos projetos em construção. A companhia possui capital pulverizado, com ações negociadas no Novo Mercado da B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

## **INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS:**

A presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Resolução CVM nº 9/20.

As informações utilizadas nesta análise são provenientes da Eneva.

A Fitch adota todas as medidas necessárias para que as informações utilizadas na classificação de risco de crédito sejam suficientes e provenientes de fontes confiáveis, incluindo, quando apropriado, fontes de terceiros. No entanto, a Fitch não realiza serviços de auditoria e não pode realizar, em todos os casos, verificação ou confirmação independente das informações recebidas.

### Histórico dos Ratings:

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 22 de abril de 2019.

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 28 de junho de 2022.

A classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou a partes a ela relacionadas, e o rating atribuído não foi alterado em virtude desta comunicação.

Os ratings atribuídos pela Fitch são revisados, pelo menos, anualmente.

A Fitch publica a lista de conflitos de interesse reais e potenciais no Anexo X do Formulário de Referência, disponível em [www.fitchratings.com/brasil](http://www.fitchratings.com/brasil)

Para informações sobre possíveis alterações na classificação de risco de crédito veja o item: Sensibilidade dos Ratings.

Informações adicionais estão disponíveis em '[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)' e em '[www.fitchratings.com/site/brasil](http://www.fitchratings.com/site/brasil)'.

A Fitch Ratings Brasil Ltda., ou partes a ela relacionadas, pode ter fornecido outros serviços à entidade classificada no período de 12 meses que antecede esta ação de rating de crédito. A lista de outros serviços prestados às entidades classificadas está disponível em <https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil/exigencias->

[regulatorias/outros-servicos](#). A prestação deste serviço não configura, em nossa opinião, conflito de interesses em face da classificação de risco de crédito.

A Fitch Ratings foi paga para determinar cada rating de crédito listado neste relatório de classificação de risco de crédito pelo devedor ou emissor classificado, por uma parte relacionada que não seja o devedor ou o emissor classificado, pelo patrocinador (“sponsor”), subscritor (“underwriter”), ou o depositante do instrumento, título ou valor mobiliário que está sendo avaliado.

Metodologia Aplicada e Pesquisa Relacionada:

-- Metodologia de Ratings em Escala Nacional (22 de dezembro de 2020);

-- Metodologia de Ratings Corporativos (28 de outubro de 2022);

Outra Metodologia Relevante:

-- Corporate Hybrids Treatment and Notching Criteria (12 de novembro de 2020).

## RATING ACTIONS

ENTITY / DEBT ↕	RATING ↕	PRIOR ↕
Eneva S.A.	Natl LT	AAA(bra) Rating Outlook Stable
	AA+(bra) Rating Outlook Stable	
	Downgrade	
senior unsecured	Natl LT    AA+(bra)    Downgrade	AAA(bra)

[VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS](#)

## FITCH RATINGS ANALYSTS

**Rafael Faro**

Senior Analyst

Analista primário

+55 21 3957 3616

rafael.faro@fitchratings.com

Fitch Ratings Brasil Ltda.

Av. Barão de Tefé, 27 – Sala 601 Saúde Rio de Janeiro, RJ 20220-460

### **Wellington Senter**

Director

Analista secundário

+55 21 4503 2606

wellington.senter@fitchratings.com

### **Ricardo De Carvalho**

Managing Director

Presidente do Comitê

+55 21 4503 2627

ricardo.carvalho@fitchratings.com

### **MEDIA CONTACTS**

#### **Jaqueline Carvalho**

Rio de Janeiro

+55 21 4503 2623

jaqueline.carvalho@thefitchgroup.com

Informações adicionais estão disponíveis em [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

### **PARTICIPATION STATUS**

The rated entity (and/or its agents) or, in the case of structured finance, one or more of the transaction parties participated in the rating process except that the following issuer(s), if any, did not participate in the rating process, or provide additional information, beyond the issuer's available public disclosure.

### **APPLICABLE CRITERIA**

[Corporate Hybrids Treatment and Notching Criteria \(pub. 12 Nov 2020\)](#)

[National Scale Rating Criteria \(pub. 22 Dec 2020\)](#)

[Metodologia de Ratings em Escala Nacional \(pub. 22 Dec 2020\)](#)

[Corporate Rating Criteria \(pub. 28 Oct 2022\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

[Metodologia de Ratings Corporativos \(pub. 28 Oct 2022\)](#)

### **APPLICABLE MODELS**

Numbers in parentheses accompanying applicable model(s) contain hyperlinks to criteria providing description of model(s).

Corporate Monitoring & Forecasting Model (COMFORT Model), v8.1.0 (1)

## ADDITIONAL DISCLOSURES

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

## ENDORSEMENT STATUS

Eneva S.A.

-

## DISCLAIMER & COPYRIGHT

Todos os ratings de crédito da Fitch estão sujeitos a algumas limitações e termos de isenção de responsabilidade. Por favor, veja no link a seguir essas limitações e termos de isenção de responsabilidade: <https://fitchratings.com/understandingcreditratings>. Além disso, as definições de cada escala e categoria de rating, incluindo definições referentes à inadimplência, podem ser acessadas em

<https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil>, em definições de ratings, na seção de exigências regulatórias. A ESMA e a FCA são obrigadas a publicar as taxas de inadimplência históricas em um repositório central, em conformidade com os artigos 11 (2) do Regulamento (EC) n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009, bem como de acordo com os termos do Regulamento das Agências de Rating de Crédito (Alterações etc.) (saída da UE), de 2019, respectivamente.

Os ratings públicos, critérios e metodologias publicados estão permanentemente disponíveis neste site. O código de conduta da Fitch e as políticas de confidencialidade, conflitos de interesse; segurança da informação (firewall) de afiliadas, compliance e outras políticas e procedimentos relevantes também estão disponíveis neste site, na seção "código de conduta". Os interesses relevantes de diretores e acionistas estão disponíveis em <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. A Fitch pode ter fornecido outro serviço autorizado ou complementar à entidade classificada ou a partes relacionadas. Detalhes sobre serviço autorizado, para o qual o analista principal está baseado em uma empresa da Fitch Ratings (ou uma afiliada a esta) registrada na ESMA ou na FCA, ou serviços complementares podem ser encontrados na página do sumário do emissor, no site da Fitch.

Ao atribuir e manter ratings e ao fazer outros relatórios (incluindo informações sobre projeções), a Fitch conta com informações factuais que recebe de emissores e underwriters e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch realiza uma apuração adequada das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas

metodologias de rating, e obtém razoável verificação destas informações de fontes independentes, à medida que estas fontes estejam disponíveis com determinado patamar de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emissor esteja localizado, da disponibilidade e natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações pré-existentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings e relatórios da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating ou relatório serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir ratings e relatórios, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings e as projeções financeiras e outras informações são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e premissas sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings e as projeções podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado.

As informações neste relatório são fornecidas "tais como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia, e a Fitch não garante ou atesta que um relatório ou seu conteúdo atenderá qualquer requisito de quem o recebe. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião e os relatórios se apoiam em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings e relatórios são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhum indivíduo, ou grupo de indivíduos, é responsável isoladamente por um rating ou relatório. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch

não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser alterados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxação sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e underwriters para avaliar o rating dos títulos. Estes preços geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante um único pagamento anual. Tais valores podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e distribuição por meios eletrônicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizado para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.

Para Austrália, Nova Zelândia, Taiwan e Coreia do Sul apenas: A Fitch Austrália Pty Ltd detém uma licença australiana de serviços financeiros (licença AFS nº337123), a qual autoriza o fornecimento de ratings de crédito apenas a clientes de atacado. As informações sobre ratings de crédito publicadas pela Fitch não se destinam a ser utilizadas por pessoas que sejam clientes de varejo, nos termos da Lei de Sociedades (Corporations Act 2001).

A Fitch Ratings, Inc. está registrada na Securities and Exchange Commission dos EUA como uma "Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO – Organização de Rating Estatístico Reconhecida Nacionalmente). Algumas subsidiárias de rating de crédito da NRSROs são listadas no Item 3 do NRSRO Form e, portanto, podem atribuir ratings de crédito em nome da NRSRO (veja <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), mas outras subsidiárias de rating de crédito não estão listadas no NRSRO Form (as "não-NRSROs"). Logo, ratings de crédito destas subsidiárias não são atribuídos em nome da NRSRO. Porém, funcionários da não-NRSRO podem participar da atribuição de ratings de crédito da NRSRO ou atribuídos em nome dela.

Copyright © 2023 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall St, NY, NY 10004. Telefone: 1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados

Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados.

[READ LESS](#)

## SOLICITATION STATUS

The ratings above were solicited and assigned or maintained at the request of the rated entity/issuer or a related third party. Any exceptions follow below.

## ENDORSEMENT POLICY

Os ratings de crédito internacionais da Fitch produzidos fora da União Europeia (UE) ou do Reino Unido, conforme o caso, são endossados para uso por entidades reguladas na UE ou no Reino Unido, respectivamente, para fins regulatórios, de acordo com os termos do Regulamento das Agências de Rating de Crédito da UE ou do Reino Unido (Alterações etc.) (saída da UE), de 2019 (EU CRA Regulation or the UK Credit Rating Agencies (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019), conforme o caso. A abordagem da Fitch para endosso na UE e no Reino Unido pode ser encontrada na página de [Regulatory Affairs \(Assuntos Regulatórios\)](#) da Fitch, no site da agência. O status de endosso dos ratings de crédito internacionais é fornecido na página de sumário da entidade, para cada entidade classificada, e nas páginas de detalhes das transações, para transações de finanças estruturadas, no site da Fitch. Estas divulgações são atualizadas diariamente.

---

Corporate Finance   Utilities and Power   Latin America   Brazil

---