

Tear Sheet

Eneva S.A.

8 de julho de 2025

Geração de caixa de novos ativos e conclusão da oferta subsequente de ações (follow-on) respaldam as métricas de crédito da companhia. Em outubro de 2024, a **Eneva S.A.** concluiu a emissão de ações através de um *follow-on* no valor de R\$ 3,2 bilhões e, ao longo do quarto trimestre de 2024, concluiu a aquisição de participações detidas pelo grupo BTG em quatro termelétricas – as usinas Tevisa, Povoação, Linhares e Gera Maranhão –, totalizando 859 megawatts (MW) em capacidade instalada, por R\$ 3,127 bilhões. Desse valor, R\$ 1,46 bilhão foi financiado com caixa e R\$ 1,67 bilhão em troca de ações. Os ativos adquiridos devem gerar um fluxo de caixa robusto em 2025, durante a vigência da maior parte dos contratos de venda de energia (PPAs – *power purchase agreements*), os quais foram estabelecidos a preços elevados no leilão de reserva de emergência de 2021, em meio à crise hídrica. Esperamos um EBITDA de aproximadamente R\$ 1,8 bilhão em 2025, com uma redução para cerca de R\$ 200 milhões a partir de 2026, em razão do vencimento dos contratos mais relevantes em janeiro de 2026.

Em nossas métricas, ajustamos o saldo da antecipação dos recebíveis como endividamento, bem como a saída de caixa referente aos pagamentos da antecipação (principal) e os juros. Isso porque, apesar do risco de recebimento ter sido transferido para o banco na operação, a Eneva ainda está sujeita ao risco operacional de não gerar tais receitas no nível da UTE. Além disso, as métricas incorporam como ajuste de dívida o saldo das ações preferenciais, no valor de R\$ 870 milhões, e o arrendamento do FSRU da UTE Porto de Sergipe I, no valor de R\$ 4,5 bilhões.

Assim, projetamos que as métricas de crédito, medidas pelos índices de dívida líquida sobre EBITDA e FFO sobre dívida, fiquem em torno de 4,0x e 15%-20%, respectivamente, em 2025. Em 2025 e 2026, consideramos investimentos (capex) significativos de aproximadamente R\$ 4,4 bilhões e R\$ 2,4 bilhões, respectivamente, principalmente para a construção das UTEs I e II do Complexo Azulão, cuja operação está prevista para meados de 2026 e 2027, adicionando 950 MW de capacidade instalada ao portfólio da Eneva, que totalizará 6,9 gigawatts (GW).

Para 2026, esperamos uma deterioração pontual das métricas de crédito, para cerca de 4,5x-5,0x e 10%-15%, devido ao vencimento dos contratos mais vantajosos, aos investimentos necessários para concluir o Complexo Azulão e ao efeito da antecipação de recebíveis da UTE Porto de Sergipe I no valor de R\$ 2,7 bilhões, concluído em julho de 2024, que reduzirá a receita caixa de janeiro de 2026 até fevereiro de 2030.

A partir de 2027, e na ausência de novas aquisições ou novos investimentos, esperamos uma melhora das métricas, decorrente do início operacional do Complexo Azulão em 2026, que deve gerar EBITDA de cerca de R\$ 1,1 bilhão em 2027 e R\$ 2,1 bilhões em 2028. Isso, somado a nossa expectativa de redução das taxas de juros, deve impulsionar os mesmos indicadores para cerca de 3,5x e 15%-20%.

Geração de caixa estável e previsível. No segmento de geração de energia, a Eneva opera sobretudo através de PPAs de longo prazo no mercado regulado, que remuneram a empresa com

Analista principal

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

Contatos analíticos adicionais

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

Gabriel Gomes
São Paulo
55 (11) 3039-4838
gabriel.gomes
@spglobal.com

receita fixa, reajustada pela inflação, através da disponibilidade dos seus ativos, garantindo previsibilidade e estabilidade de suas receitas. Esperamos que nos próximos anos – excluindo as receitas do segmento de comercialização de energia, que possuem margens baixas – cerca de 75%-80% do faturamento líquido da Eneva seja correspondente às receitas fixas dos seus PPAs. Em nosso cenário-base, presumimos um despacho médio de 25%-30% em 2025 e 2026, motivado por critérios mais rigorosos de aversão ao risco por parte do Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS), alterações implementadas nos modelos computacionais no início de 2025 e picos de demanda. Nesse cenário, projetamos EBITDA de R\$6,0 bilhões-R\$ 6,5 bilhões em 2025 e de cerca de R\$ 5,0 bilhões em 2026, com margem EBITDA de cerca de 45%-47% e 41%-43%, respectivamente, considerando o vencimento dos contratos dos novos ativos adquiridos.

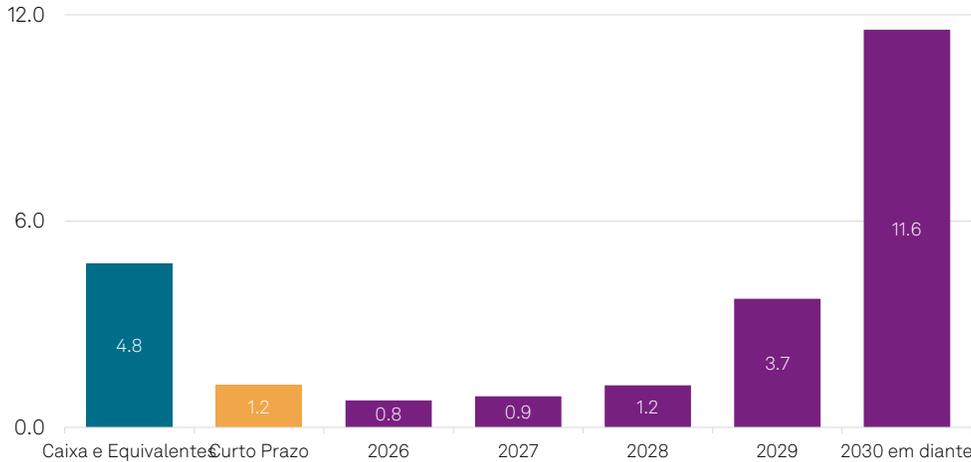
Acreditamos que a Eneva siga buscando oportunidades de crescimento. Embora não consideremos novas aquisições em nosso caso-base, acreditamos que a empresa continue avaliando oportunidades de crescimento, tanto de forma orgânica quanto por meio de fusões e aquisições, considerando sua estrutura de capital mais equilibrada e métricas de crédito mais confortáveis, sobretudo a partir de 2027, quando a geração de caixa do Complexo Azulão será mais relevante. Acreditamos que a Eneva deva continuar sua trajetória de crescimento através de novos projetos de geração termelétrica que, por sua vez, dependem de futuros leilões de reserva de capacidade (LRCAP), os quais no momento são incertos. O LRCAP deveria acontecer em junho de 2025, mas foi judicializado e o Ministério de Minas e Energia (MME) ainda não iniciou os trâmites para sua remarcação. Porém, acreditamos que o sistema elétrico brasileiro depende do aumento de potência despachável e flexível no atual contexto de temperaturas acima da média histórica, dependência de energia hidrelétrica na matriz energética do país e aumento considerável da oferta de energia renovável não convencional (eólica e solar) intermitente. O LRCAP também deve ser uma oportunidade para a Eneva recontratar a capacidade de Parnaíba I (676 MW) e Parnaíba III (178 MW), cujos contratos totalizam 548 MW e terminam em março e outubro de 2028, respectivamente. Apesar da recontratação depender dos termos do leilão e do processo competitivo, acreditamos que a Eneva está bem posicionada para renová-los, considerando suas operações integradas e autossuficiência do gás natural no Complexo Parnaíba, o que resulta em um custo variável unitário (CVU) competitivo. Além disso, o grupo deve seguir investindo em soluções de gás, sobretudo para clientes industriais no mercado de gás fora da malha (*off-grid*), que atualmente são atendidos por combustíveis fósseis mais poluentes, como o óleo diesel.

Prazo médio confortável da dívida beneficia a liquidez da Eneva. No primeiro trimestre de 2025, a Eneva apresentou um prazo médio de endividamento de 5,9 anos, com os vencimentos mais significativos a partir de 2029, o que traz flexibilidade para a empresa no contexto dos seus investimentos elevados para a construção do Complexo Azulão e reduz a necessidade de refinanciamentos com relação a taxa de juros e inflação elevadas no Brasil. Avaliamos positivamente o pré-pagamento de dívidas mais caras ao longo de 2024, feito com os recursos da antecipação dos recebíveis da UTE Sergipe. Além disso, os recursos provenientes do *follow-on* fortaleceram a posição de caixa da empresa, que encerrou o primeiro trimestre de 2025 com aproximadamente R\$ 3,6 bilhões. Esta, somada à expectativa de geração de cerca de R\$ 5,0 bilhões nos próximos 12 meses, é mais que suficiente para cobrir os vencimentos de curto prazo e os investimentos planejados. Dessa forma, projetamos um índice de fontes sobre usos de caixa superior a 1,2x nos próximos 12 meses, além de uma folga de pelo menos 30% nos seus *covenants* financeiros de dívida líquida sobre EBITDA menor ou igual a 4,5x ao longo dos próximos anos. Acreditamos também que a Eneva continuará sua estratégia de financiar investimentos com dívidas de longo prazo, dado o perfil da geração de caixa dos seus ativos, seu acesso ao mercado de capitais local e bons relacionamentos com instituições financeiras.

Gráfico 1

Perfil de vencimento da dívida

Pagamento de principal, dados de 30 de março de 2025
(R\$ bilhões)



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2025 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Resumo de Classificação de Ratings

Risco de negócio: **Satisfatório**



Risco financeiro: **Agressivo**



brAAA/Estável/--

Rating de Crédito de Emissor

Descrição da Empresa

A Eneva é uma companhia integrada de energia, que atua nos segmentos de geração e comercialização de energia elétrica, e na exploração, produção e venda de gás natural. No segmento de geração de energia, sua capacidade instalada operacional é de 5,9 GW, sendo 4,3 GW referentes a 11 usinas termelétricas a gás, duas usinas a carvão com capacidade instalada de 725 MW, duas usinas a óleo diesel totalizando 507 MW de capacidade e um parque solar (Futura 1) com capacidade de 692 MWac. Além disso, a Eneva está construindo o Complexo Azulão, na bacia do Amazonas, que adicionará 950 MW de capacidade ao seu portfólio, e possui uma termelétrica a gás, a Termofortaleza, com 327 MW de capacidade, que está atualmente desligada devido ao término do seu PPA.

No segmento de gás natural, a empresa é autossuficiente para abastecer os complexos Parnaíba e Azulão-Jaguatirica, contando com reservas de gás provadas e prováveis (2P) que totalizam 46,0 bilhões de metros cúbicos (bcm). Além disso, a Eneva possui contratos bilaterais para o fornecimento de gás natural liquefeito (GNL) através da sua planta de liquefação no Complexo

Parnaíba, que atualmente possui capacidade nominal de liquefação de 600 mil m³ por dia, e que atingirá capacidade de 900 mil m³/dia assim que a empresa finalizar sua expansão, prevista para o terceiro trimestre de 2025.

A tabela abaixo descreve os ativos de geração de energia do grupo.

Portfólio de ativos da Eneva

Ativo	Localidade	Fonte	Capacidade instalada (MW)	Status	Receita fixa anual (R\$ milhões) ¹	Vigência do contrato
Parnaíba I	Maranhão	Gás	676	Operacional	830,0	Jan/2013–mar/2028
Parnaíba II	Maranhão	Gás	519	Operacional	673,0	Jul/2016–abr/2036
Parnaíba III	Maranhão	Gás	178	Operacional	184,0	Jan/2013–out/2028
Parnaíba IV	Maranhão	Gás	56	Operacional	39,0	Jul/2026–jun/2041
Parnaíba V	Maranhão	Gás	385	Operacional	387,0	Jan/2024–dez/2048
Parnaíba VI	Maranhão	Gás	92	Operacional	116,0	Jan/2025–dez/2049
Jaguarica II	Roraima	Gás	141	Operacional	593,0	Jan/2022–jan/2037
Azulão I	Amazonas	Gás	360	Em construção	264,0	Ago/2026–jul/2041
Azulão II	Amazonas	Gás	590	Em construção	2,119,0	Jul/2027–jan/2047
Termofortaleza	Fortaleza	Gás	327	Desligada	N/A ²	Dez/2003–dez/2023
UTE Porto de Sergipe I	Sergipe	Gás	1,593	Operacional	2,183,0	Jan/2020–dez/2044
Viana	Espírito Santo	Óleo	175	Operacional	150,0	Jul/2026–jun/2041
Viana I	Espírito Santo	Gás	37	Operacional	605,0	Mai/2022–dez/25
Povoação	Espírito Santo	Gás	75	Operacional	1,238,0	Mai/2022–jan/26
Linhares	Espírito Santo	Gás	240	Operacional	120,0	Jan/2011–dez/2025
					599,0	Mai/2022–jan/26
					188,0	Jul/2026–jun/2041
Gera Maranhão	Maranhão	Óleo	332	Operacional	265,0	Jul/2026–jul/2041
Pecém II	Ceará	Carvão	365	Operacional	530,0	Jan/2013–set/2028
Itaqui	Maranhão	Carvão	360	Operacional	591,0	Jan/2012–dez/2027
Futura 1	Bahia	Solar	692 MWac	Operacional	N/A ²	89% contratado nos próximos 12 anos

¹ Valores retirados da apresentação institucional da Eneva de abril de 2025. As receitas possuem data base de novembro de 2024. ² N/A: Não aplicável.

Perspectiva

A perspectiva estável do rating da Eneva contempla nossa expectativa de um enfraquecimento pontual de suas métricas de crédito em 2026, devido ao fim dos PPAs de ativos recém-adquiridos e investimentos ainda relevantes para a construção do Complexo Azulão. Na ausência de novas aquisições ou investimentos, esperamos que os índices de dívida líquida sobre EBITDA e FFO sobre dívida líquida passem de cerca de 4,0x e 15%-20% em 2025 para 4,5x-5,0x e 10%-15%, respectivamente, em 2026. A partir de 2027, esperamos um fortalecimento dos indicadores de crédito da Eneva devido ao início operacional do Complexo Azulão.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar o rating da Eneva nos próximos 12 meses caso sua dívida líquida sobre EBITDA mantenha-se acima de 5,5x e o FFO sobre dívida líquida abaixo de 9% consistentemente, ou se observarmos que a folga no cumprimento de seus *covenants* está abaixo de 10%. Isso poderia resultar de novos investimentos ou aquisições que aumentariam o endividamento, mantendo sua alavancagem no patamar atual por tempo prolongado.

Cenário de elevação

Atualmente, a Eneva é avaliada no nível mais alto da Escala Nacional Brasil.

Principais Métricas

Eneva S.A. – Resumo das projeções*

Fim do período	2023R	2024R	2025E	2026P	2027P
R\$ milhões					
Receita	10.090,9	11.387,5	13.000 – 13.500	11.500 – 12.000	12.750 – 13.250
EBITDA	4.245,1	4.954,9	6.000-6.500	4.750-5.250	5.500-6.000
Geração Interna de caixa (FFO)	2.170,9	3.010,9	~4.500	~3.000	3.500-3.800
Investimentos (capex)	2.563,8	2.557,1	~4.400	~2.400	~1.400
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(1.630,7)	(57,5)	0-500	2.000-2.500	~3.500
Dívida/EBITDA (x) ¹	5,1	4,6	~4,0	4,5-5,0	~3,5
FFO/dívida (%)	9,9	13,2	15-20	10-15	15-20

*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings, exceto se apresentado como reportado. R: Realizado. E: Estimado. P: Projetado. ¹ As métricas de endividamento consideram os seguintes ajustes de dívida no ano fiscal de 2024: saldo de ações preferenciais de R\$ 870 milhões, o arrendamento do FSRU da UTE Porto de Sergipe I de R\$ 4,5 bilhões, antecipação de recebíveis futuros no valor de R\$ 3,5 bilhões, além de ajustes a valor justo de derivativos e obrigações de desmobilização de ativos de geração.

Resumo Financeiro

Eneva S.A. – Resumo Financeiro

Fim do período	--Últimos 12 meses findos em 31 de março de--		--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de--			
Período de reporte	2025	2024	2023	2022	2021	2020
Moeda	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Receitas	13.806,4	11.387,5	10.090,9	6.128,6	5.124,4	3.243,3
EBITDA	5.400,8	4.954,9	4.245,1	1.797,5	1.998,6	1.539,8
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i>)	3.510,8	3.010,9	2.170,9	770,3	1.500,0	1.140,1
Despesas com juros	1.735,8	1.769,6	1.973,1	1.018,3	215,0	306,9
Juros-caixa pagos	1.548,6	1.656,0	1.857,1	952,1	403,6	354,3
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	2.450,8	2.499,6	933,1	316,0	829,2	891,6
Investimentos (capex)	2.871,4	2.557,1	2.563,8	2.162,9	1.135,8	2.088,0
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i>)	(420,7)	(57,5)	(1.630,7)	(1.846,9)	(306,6)	(1.196,3)

Eneva S.A.

Fim do período	--Últimos 12 meses findos em 31 de março de--		--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de--			
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	(876,5)	(291,1)	(713,2)	(1.846,9)	(460,9)	(1.196,3)
Caixa e investimentos de curto prazo	4.765,8	3.866,3	2.592,6	2.022,6	1.677,7	1.896,3
Dívida	23.229,5	22.782,4	21.837,7	20.335,2	6.290,3	5.297,0
Patrimônio líquido	19.628,6	19.343,1	13.912,1	13.736,0	8.996,6	7.930,7
Índices ajustados						
Margem EBITDA (%)	39,1	43,5	42,1	29,3	39,0	47,5
Retorno sobre capital (%)	7,8	7,7	8,6	5,4	11,4	9,7
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,1	2,8	2,2	1,8	9,3	5,0
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	3,3	2,8	2,2	1,8	4,7	4,2
Dívida/EBITDA (x)	4,3	4,6	5,1	11,3	3,1	3,4
FFO/dívida (%)	15,1	13,2	9,9	3,8	23,8	21,5
OCF/dívida (%)	10,6	11,0	4,3	1,6	13,2	16,8
FOCF/dívida (%)	(1,8)	(0,3)	(7,5)	(9,1)	(4,9)	(22,6)
DCF/dívida (%)	(3,8)	(1,3)	(3,3)	(9,1)	(7,3)	(22,6)

Comparação com os Pares

Eneva S.A. – Comparação com os pares

	Eneva S.A.	CESP-Companhia Energética de São Paulo	SPIC Brasil Energia Participações S.A.
Rating de emissor em moeda estrangeira	N/A	BB/Estável/--	N/A
Rating de emissor em moeda local	N/A	BB/Estável/--	N/A
Rating de emissor na Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--	brAAA/Estável/--	brAA+/Negativa/--
Período	Anual	Anual	Anual
Fim do período	31-dez-2024	31-dez-2024	31-dez-2024
Milhões	R\$	R\$	R\$
Receita	11.387,5	1.469,9	1.806,3
EBITDA	4.954,9	708,8	1.190,9
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i>)	3.010,9	552,0	618,0
Juros	1.769,6	228,7	350,6
Juros-caixa pagos	1.656,0	143,0	501,4
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	2.499,6	633,4	592,3
Investimentos (capex)	2.557,1	189,6	480,9
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i>)	(57,5)	443,8	111,4
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	(291,1)	(928,2)	(11,4)
Caixa e investimentos de curto prazo	3.866,3	1.855,5	421,0
Dívida	22.782,4	3.005,7	4.896,1
Patrimônio líquido	19.343,1	7.939,1	7.039,8
Índices ajustados			
Margem EBITDA (%)	43,5	48,2	65,9

Eneva S.A.

Retorno sobre capital (%)	7,7	5,0	5,8
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	2,8	3,1	3,4
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	2,8	4,9	2,2
Dívida/EBITDA (x)	4,6	4,2	4,1
FFO/dívida (%)	13,2	18,4	12,6
OCF/dívida (%)	11,0	21,1	12,1
FOCF/dívida (%)	(0,3)	14,8	2,3
DCF/dívida (%)	(1,3)	(30,9)	(0,2)

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

Os fatores ambientais possuem uma influência negativa em nossa análise de crédito da Eneva, pois cerca de 70% da capacidade instalada operacional da empresa deriva de termelétricas abastecidas a gás, proveniente de suas próprias reservas. Além disso, cerca de 12% da capacidade instalada do grupo provêm de termelétricas abastecidas a carvão (Pecém II e Itaqui), cerca de 9% de térmicas abastecidas a óleo (Viana e Gera Maranhão) e apenas 12% de fontes renováveis, como o parque solar Futura 1.

Por outro lado, em comparação com outros tipos de combustíveis fósseis, as termelétricas a gás são mais limpas e se beneficiam da prioridade na ordem de despacho por conta do seu custo mais baixo, sobretudo no caso da Eneva, que possui suas próprias reservas de gás. Além disso, entendemos que a maior parte da capacidade instalada da empresa funciona como energia de reserva para atender à demanda de energia em momentos de hidrologia mais fraca, como em 2021, quando a companhia registrou um índice de despacho médio de 72%.

Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

Avaliamos as seguintes emissões da Eneva:

Ratings de emissão

	Valor do principal em 31 de março de 2025	Vencimento	Rating de emissão	Rating de recuperação
Eneva S.A.				
3ª série da 2ª emissão de debêntures	R\$ 703,6 milhões	15 de maio de 2029	brAAA	3(55%)
3ª emissão de debêntures	R\$ 897,0 milhões	15 de dezembro de 2027	brAAA	3(55%)
5ª emissão de debêntures	R\$ 884,3 milhões	15 de junho de 2030	brAAA	3(55%)
1ª série da 6ª emissão de debêntures	R\$ 495,2 milhões	15 de setembro de 2030	brAAA	3(55%)
2ª série da 6ª emissão de debêntures	R\$ 755,4 milhões	15 de setembro de 2035	brAAA	3(55%)
1ª série da 8ª emissão de debêntures	R\$ 802,7 milhões	15 de julho de 2032	brAAA	3(55%)
2ª série da 8ª emissão de debêntures	R\$ 526,1 milhões	15 de julho de 2037	brAAA	3(55%)
3ª série da 8ª emissão de debêntures	R\$ 505,9 milhões	15 de julho de 2029	brAAA	3(55%)
4ª série da 8ª emissão de debêntures	R\$ 353,2 milhões	15 de julho de 2032	brAAA	3(55%)
1ª série da 10ª emissão de debêntures	R\$ 670,3 milhões	15 de abril de 2034	brAAA	3(55%)
2ª série da 10ª emissão de debêntures	R\$ 916,8 milhões	15 de abril de 2039	brAAA	3(55%)
3ª série da 10ª emissão de debêntures	R\$ 716,9 milhões	15 de abril de 2029	brAAA	3(55%)
4ª série da 10ª emissão de debêntures	R\$ 318,3 milhões	15 de abril de 2031	brAAA	3(55%)

Eneva S.A.

2ª série da 11ª emissão de debêntures	R\$ 208,1 milhões	15 de setembro de 2028	brAAA	3(55%)
3ª série da 11ª emissão de debêntures	R\$ 1,9 bilhão	15 de setembro de 2030	brAAA	3(55%)

- O rating de recuperação '3' atribuído às emissões de debêntures *senior unsecured* da Eneva indica nossa expectativa de uma recuperação aproximada de 55% para os credores *unsecured* da empresa em um cenário hipotético de default. Assim, equalizamos o rating de emissão ao rating corporativo da empresa.
- Em nosso cenário simulado, um default ocorreria em 2030, em razão de problemas operacionais, o que afetaria o refinanciamento das dívidas da Eneva, ocasionando um possível atraso nos pagamentos. Nesse cenário, acreditamos que o grupo seria reestruturado em vez de liquidado, considerando seu status estratégico de gerador de energia para os subsistemas nos quais opera, sobretudo no Norte e Nordeste, assim como sua integração vertical e contratos de venda de energia. Assim, acreditamos que os credores receberiam montantes de recuperação mais altos em meio a uma reestruturação em comparação com a liquidação da empresa.
- Nesse contexto, avaliamos o valor da empresa (EV – *enterprise value*) presumindo um múltiplo de 5,5x aplicado ao EBITDA de emergência de cerca de R\$ 3,0 bilhões, resultando em um EV bruto de aproximadamente R\$ 16,6 bilhões.

Default simulado e premissas de avaliação

- Ano do default simulado: 2030
- EBITDA de emergência: R\$ 3,0 bilhões
- Múltiplo de EBITDA: 5,5x
- Jurisdição: Brasil

Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- EV líquido após custos administrativos de 5%: R\$ 15,8 bilhões
- Dívidas das subsidiárias operacionais: R\$ 6,3 bilhões
- Valor total disponível para dívidas *unsecured* no nível da holding: R\$ 7,1 bilhões
- Dívidas *unsecured* no nível da holding: R\$ 16,0 bilhões
- Recuperação esperada da dívida *senior unsecured*: 55%

*Todos os montantes de dívida incluem seis meses de juros pré-petição.

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de negócio	Satisfatório
Risco-país	Moderadamente Alto
Risco da indústria	Moderadamente Alta
Posição competitiva	Satisfatória
Risco financeiro	Agressivo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Agressiva
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfólio	Neutro
Estrutura de capital	Neutra

Política financeira	Adequada
Liquidez	Neutra
Administração e governança	Neutra
Análise de ratings comparáveis	Neutra

Critérios Relacionados

- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019.
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013.
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019.
- [Ratings acima do soberano - Ratings corporativos e de governo: Metodologia e premissas](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 7 de janeiro de 2024.
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 7 de janeiro de 2024.
- [Metodologia de ratings corporativos aplicada a setores específicos](#), 4 de abril de 2024.
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 8 de junho de 2023.
- [Princípios ambientais, sociais e de governança nos ratings de crédito](#), 10 de outubro de 2021.
- [Princípios dos ratings de crédito](#), 16 de fevereiro de 2011.
- [Metodologia e premissas: Descritores de liquidez para emissores corporativos globais](#), 16 de dezembro de 2014.
- [Capital híbrido: Metodologia e premissas](#), 10 de fevereiro de 2025.
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados em grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Critério de avaliação de garantias](#), 21 de outubro de 2016.

Copyright © 2025 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completitude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZAÇÃO, 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.

Parte do Conteúdo pode ter sido criado com o auxílio de uma ferramenta de inteligência artificial (IA). O Conteúdo Publicado criado ou processado usando IA é composto, revisado, editado e aprovado pela equipe da S&P.

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 websites www.spglobal.com/ratings/pt/ (gratuito) e www.ratingsdirect.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.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.