

---

# S&P Global

## Ratings

Análise Detalhada

# Eneva S.A.

15 de abril de 2021

#### ANALISTA PRINCIPAL

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

#### CONTATOS ANALÍTICOS ADICIONAIS

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

Matheus Gusman  
São Paulo  
55 (11) 3039-4846  
[matheus.gusman@spglobal.com](mailto:matheus.gusman@spglobal.com)

Rating de Crédito de Emissor

---

Eneva S.A.

---

Escala Nacional Brasil

---

brAAA/Estável/--

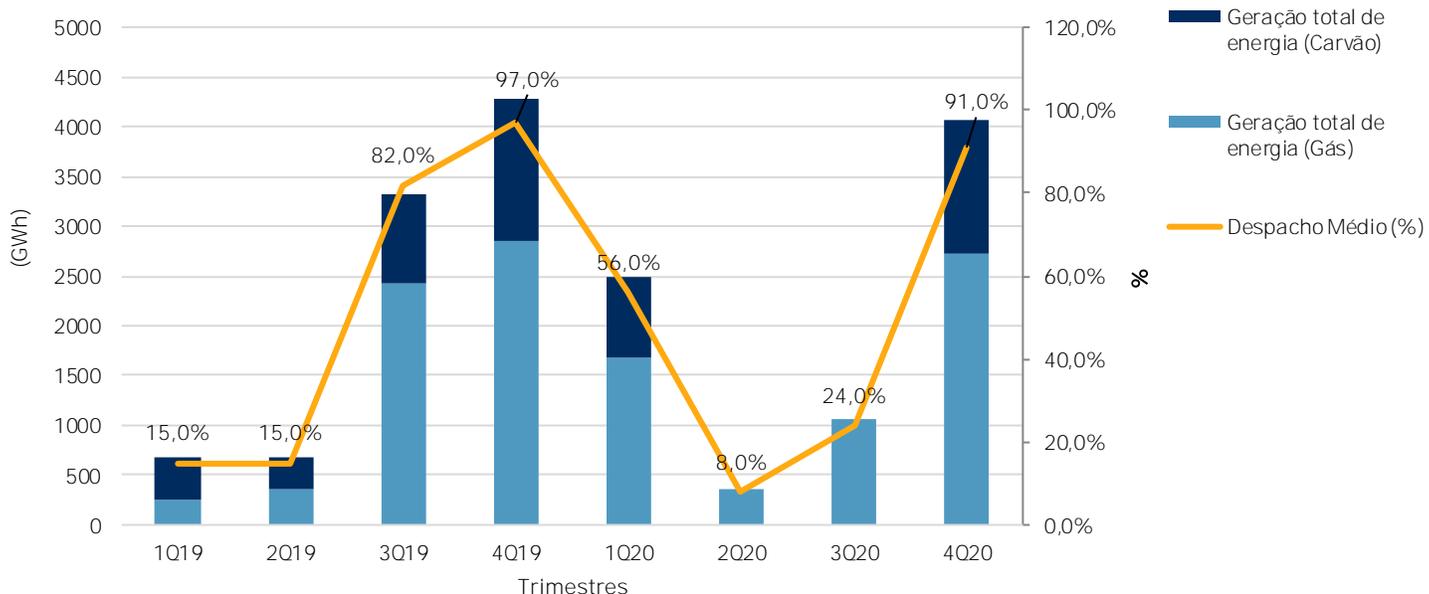
---

## Destques da Análise de Crédito

Principais pontos fortes	Principais riscos
Contratos por disponibilidade no mercado regulado contribuem para a estabilidade dos fluxos de caixa.	Geração de caixa concentrada em poucos ativos (no Complexo Parnaíba, estado do Maranhão)
Eficiência operacional adequada e integração vertical amparam as margens operacionais altas e estáveis.	Uma aquisição financiada em grande parte por dívida aumentaria a alavancagem.
Marco regulatório brasileiro previsível e estável.	

*COVID-19 teve impacto limitado na qualidade de crédito da Eneva.* A pandemia provocou uma queda acentuada na demanda por energia em 2020, mas teve pouco impacto na qualidade de crédito da Eneva S.A. (Eneva), porque os contratos de venda por disponibilidade da empresa no mercado regulado lhe garantem cerca de R\$ 2,2 bilhões em receitas fixas. Esses contratos são de longo prazo e atualizados anualmente pelo índice ao consumidor amplo (IPCA), garantindo previsibilidade e estabilidade de geração de caixa. Além disso, a Eneva recebe uma receita variável quando o Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS) determina o despacho de suas usinas, cuja remuneração se baseia nos custos de operação e manutenção e de combustível de cada usina. No segundo e terceiro trimestres de 2020, o volume de despacho da Eneva foi abaixo do realizado em trimestres anteriores. No entanto, no quarto trimestre, as suas usinas operaram com um despacho médio de 91%, dada a recuperação na demanda por energia e o atraso no período de chuvas. Além disso, o período de chuvas tardio no final de 2020 prejudicou os níveis dos reservatórios e a formação da Energia Natural Afluyente (ENA), o que afetou o Preço de Liquidação das Diferenças (PLD) – esse último atingiu o valor máximo regulatório de R\$ 559,75/MWh na maioria dos subsistemas do país em novembro. Esse aspecto climático favoreceu a Eneva porque a empresa vende sua energia descontratada no Ambiente de Contratação Livre, remunerada pelo PLD.

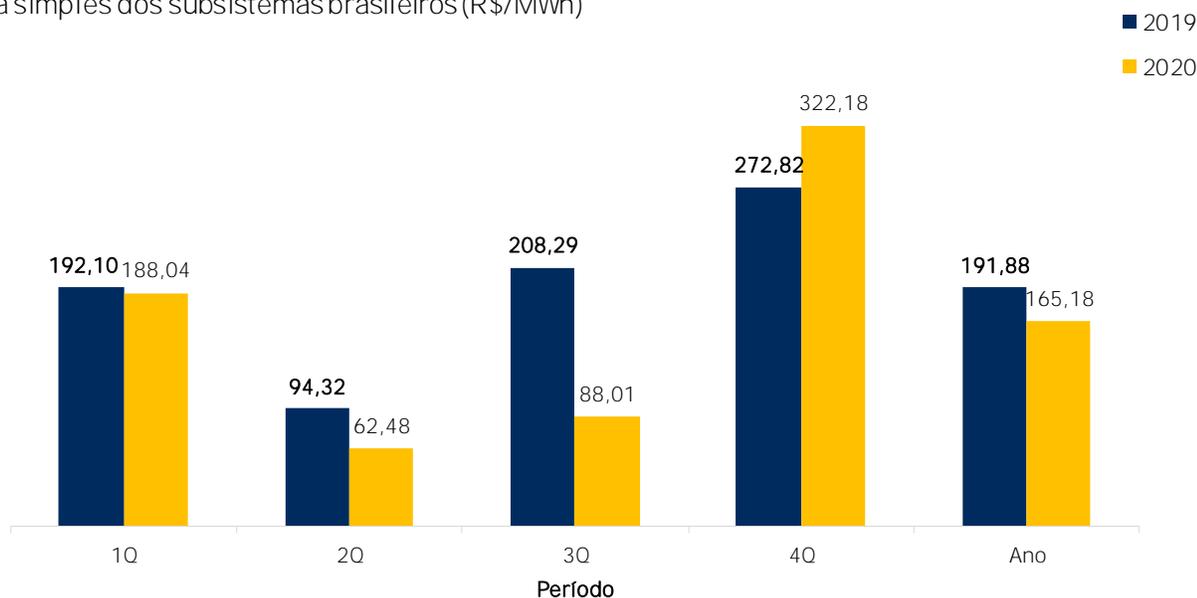
### Geração Total de Energia Por Trimestre e Despacho Médio



Fonte: Apresentações de Resultado da Eneva  
 Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

### Preço de Liquidação das Diferenças (PLD)

Média simples dos subsistemas brasileiros (R\$/MWh)



Fonte: Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE).  
 Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

*A entrada em operação de novos ativos contribui para a rápida desalavancagem da Eneva.* Com a conclusão do seu ciclo de investimentos no projeto integrado Azulão-Jaguaririca e na usina Parnaíba V em 2021, esses ativos começarão a operar e contribuirão para a forte e crescente geração de caixa da Eneva e para sua desalavancagem a partir de 2022. Desconsiderando qualquer nova aquisição, esperamos um índice de dívida líquida sobre EBITDA de aproximadamente 4,0x em 2021 e entre 2,5x-3,0x em 2022, que compara com o índice ajustado de 3,4x em 2020. Esperávamos que a empresa atingisse o pico de endividamento em 2020, mas os efeitos indiretos da pandemia a fizeram adiar a construção dos projetos e a transferir parte relevante dos seus investimentos para 2021. Projetamos que os investimentos serão na ordem de R\$ 2,1 bilhões em 2021, dos quais R\$ 1,1 bilhão serão alocados para concluir as obras dos projetos mencionados.

*A possível aquisição do Polo de Urucu pode desacelerar a desalavancagem se financiada majoritariamente com dívida.* Em 1º de fevereiro de 2021, a Eneva anunciou que está negociando com a Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) os termos e condições dos aspectos comerciais e contratuais para uma possível aquisição do Polo de Urucu. Localizado na Bacia do Solimões, no estado do Amazonas, o Polo de Urucu é um *cluster* que compreende 7 concessões de produção de petróleo e gás natural, com produção média diária de 16,5 mil barris de petróleo, 14,281 milhões de metros cúbicos de gás natural e 1,137 mil toneladas de gás liquefeito de petróleo (GLP). A transação inclui 4 unidades de processamento de gás natural e estações de tratamento e compressão, tanques de petróleo e esferas de GLP. Somente poderemos avaliar seu impacto no rating da Eneva quando forem anunciados o valor da transação e as condições de financiamento dessa possível aquisição. Acreditamos que a transação está alinhada à estratégia da Eneva de crescer no segmento de exploração e produção de gás natural, o que se evidenciou pela recente aquisição de 7 blocos exploratórios nas bacias do Amazonas e Paraná, e do campo de Juruá, também localizado na Bacia do Solimões, no 2º ciclo da Oferta Permanente da Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP), por um bônus de assinatura total de R\$ 43,5 milhões, incluindo todos os ativos. O campo de Juruá está localizado a cerca de 110 km do Polo de Urucu e conta com um volume de gás de cerca de 26 bilhões de metros cúbicos, o que torna a aquisição do Polo de Urucu bastante sinérgica à Eneva por possibilitar a monetização futura do gás de Juruá via a estrutura de Urucu.

## Perspectiva

A perspectiva estável do rating de crédito de emissor incorpora nossa expectativa de que a Eneva continuará apresentando fluxos de caixa operacionais fortes e previsíveis nos próximos 12 meses, suficientes para finalizar seu ciclo de investimentos, com o pico previsto para 2021. Assim, projetamos um indicador de dívida líquida sobre EBITDA de cerca de 4,0x, decrescendo rapidamente para menos de 3,0x nos anos subsequentes na ausência de novas aquisições.

## Cenário de rebaixamento

Uma revisão negativa nos ratings da Eneva poderia ocorrer se seus indicadores de dívida líquida sobre EBITDA e de geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida líquida ficassem acima de 4,0x e abaixo de 20%, respectivamente, de forma consistente nos próximos anos. Esses percentuais poderiam resultar de uma alta indisponibilidade das térmicas da empresa, pressionando sua liquidez, e um indicador de fontes de liquidez sobre usos inferior a 1,2x.

Poderemos também rebaixar nosso rating da Eneva se a empresa financiar a possível aquisição do Polo de Urucu majoritariamente com dívida, mantendo seus níveis de alavancagem acima dos limites anteriormente mencionados em base consistente.

## Cenário de elevação

A Eneva já é avaliada na categoria mais alta da nossa Escala Nacional Brasil.

## Nosso Cenário-Base

As principais premissas do nosso caso-base são:

- Inflação – indexador da tarifa da maioria dos contratos da Eneva e de parte dos custos – de 5,3% em 2021, 3,9% em 2022 e 3,30% em 2023;
- Preço do Henry Hub – índice de parte das tarifas dos contratos de Parnaíba I – de US\$ 2,75 por milhão de btu (*british thermal unit*) em 2021 e US\$ 2,50 por milhão de btu em 2022 e 2023.
- Preço do carvão – que impacta os custos de produção de energia nas usinas à carvão, Itaquí e Pecém II – de cerca de US\$57/tonelada (t) em 2021, US\$58/t em 2022 e US\$59/t em 2023.
- Câmbio médio do real em relação ao dólar de R\$ 5,50 em 2021, R\$ 5,45 em 2022 e R\$ 5,48 em 2023.
- Termelétricas mantendo um nível de disponibilidade médio entre 85% e 90% e garantindo uma remuneração fixa de aproximadamente R\$ 2,3 bilhões em 2021, aumentando para cerca de R\$ 2,8 bilhões em 2022 e 2023, com o início das operações das novas usinas atualmente em construção, Jaguatirica II e Parnaíba V;
- Despacho médio entre 40% e 45% nos próximos três anos;
- Preço de liquidação das diferenças médio de R\$150/MWh a partir de 2021;
- Investimentos da ordem de R\$ 2,1 bilhões em 2021 e entre R\$ 300 milhões–R\$ 400 milhões nos anos subsequentes, referentes sobretudo à manutenção das plantas existentes e à construção da usina Parnaíba VI, com início previsto para 2021 e conclusão em 2024;
- Nosso caso-base não incorpora a aquisição do Polo de Urucu, uma vez que a Eneva e a Petrobrás ainda estão negociando os termos e condições da transação;
- Não esperamos distribuição de dividendos nos próximos anos, considerando o volume de prejuízos acumulados nos anos anteriores.

Essas premissas resultam nas seguintes métricas de crédito para 2020 e 2021:

- Margens EBITDA entre 50%-53% em 2021, aumentando para cerca de 55% nos anos subsequentes;
- Dívida ajustada sobre EBITDA ao redor de 4,0x em 2021, e entre 2,5x - 3,0x a partir de 2022;
- Geração interna de caixa (FFO – *funds from operations*) sobre dívida líquida entre 15%-20% em 2021, 25%-30% em 2022 e acima de 30% em 2023.

*Flexibilidade no plano de investimentos protege eventuais riscos.* Em 2021, esperamos investimentos totais da ordem de R\$ 2,1 bilhões, dos quais cerca de R\$ 1,1 bilhão serão destinados para a conclusão das obras e montagem dos equipamentos nos projetos Jaguatirica II e Parnaíba V, e aproximadamente R\$ 300 milhões serão alocados para a manutenção das usinas operacionais. O valor remanescente será direcionado às campanhas exploratórias nas bacias do Parnaíba e do Amazonas. Acreditamos que a ENEVA tem flexibilidade para adiar investimentos exploratórios, se necessário, por sua autossuficiência em reservas provadas de gás. Isso a protege

de eventuais riscos, como uma queda na demanda por energia e/ou um volume de despacho menor por condições hidrológicas melhores ao longo do ano.

## Descrição da Empresa

A Eneva S.A. possui um modelo integrado de negócios, atuando na geração de energia elétrica e na exploração e produção de gás natural. Sua capacidade instalada atual é de 2.154 megawatts (MW), sendo 1.429 MW provenientes de 4 usinas térmicas movidas a gás natural localizadas no complexo Parnaíba, no estado do Maranhão, que representam 9% da capacidade de geração térmica a gás do Brasil. A empresa também possui duas usinas térmicas a carvão, com capacidade instalada de 725 MW. Com a conclusão da usina Parnaíba V e do projeto integrado Azulão-Jaguaririca, a capacidade instalada operacional da Eneva será de cerca de 2.680 MW em 2022.

Além disso, a empresa é autossuficiente em gás natural, contando com reservas provadas (1P) que totalizam 29,5 bilhões de metros cúbicos (bcm), 24,2 bcm na Bacia do Parnaíba e 5,4 bcm na Bacia do Amazonas.

## Perfil de Risco de Negócios: Razoável

A Eneva é um grupo estratégico de geração de energia no subsistema elétrico norte do Brasil, representando cerca de 9% da capacidade de geração térmica do país. Avaliamos o marco regulatório no setor elétrico brasileiro como transparente e favorável. A Eneva se beneficia de contratos de venda de energia de longo prazo, com prazo médio de cerca de 11 anos, possibilitando que parte significativa de suas receitas (cerca de R\$ 2,2 bilhões) seja por disponibilidade e garantindo fluxos de caixa fortes e previsíveis.

A Eneva é uma empresa integrada que possui suas próprias reservas de gás, as quais totalizavam 29,5 bilhões de metros cúbicos em reservas de gás provadas (1P) e certificadas em dezembro de 2020. A integração é positiva à Eneva porque suas térmicas a gás se beneficiam na ordem de despacho. No segmento de exploração de gás, acreditamos que a Eneva continuará desenvolvendo seu portfólio de exploração, sobretudo nas Bacias do Parnaíba e do Amazonas, visando manter sua autossuficiência no longo prazo. Considerando também o desenvolvimento do Novo Mercado de Gás nos próximos anos e a possibilidade de adquirir o Polo de Urucu, vemos oportunidades para a Eneva crescer no segmento de exploração e venda de gás.

Em contrapartida, o perfil de negócios da empresa resulta de sua diversificação geográfica ainda limitada quando comparada à de seus pares, pois cerca de 66% de sua capacidade instalada operacional está no Complexo Parnaíba, no estado do Maranhão. Existem também duas outras usinas movidas a carvão, Itaqui e Pecém II, que representam atualmente 34% da capacidade instalada operacional da empresa, e que se localizam nos estados do Maranhão e Ceará, respectivamente.

A Eneva está concluindo os investimentos no projeto integrado Azulão-Jaguaririca e na usina Parnaíba V, que devem iniciar suas operações no quarto trimestre de 2021 e primeiro trimestre de 2022, respectivamente. Ao concluí-los, o custo total de seus investimentos somará cerca de R\$ 3,1 bilhões. A usina Jaguaririca II adicionará 141 megawatts (MW) à atual capacidade instalada do grupo e será integrada ao suprimento de gás natural proveniente do Campo de Azulão, na Bacia do Amazonas. Parnaíba V, por sua vez, adicionará 385 MW de capacidade e será integrada à usina termelétrica a gás natural de Parnaíba I, utilizando o vapor proveniente da queima do gás da usina existente para gerar energia.

Além desses projetos em fase de finalização, a Eneva deve iniciar a construção da usina a vapor de Parnaíba VI ainda em 2021, que será integrada à Parnaíba III e adicionará 92 MW de capacidade ao final de 2024, quando se estima a conclusão da obra. O projeto demandará investimentos da ordem de R\$ 500 milhões ao longo do período de construção. Acreditamos que a empresa será capaz de absorver tais investimentos sem impacto significativo em sua alavancagem, dado que os atuais investimentos em alguns projetos se aproximam do final do ciclo e a geração de caixa da empresa aumentará com o início dessas operações.

### Comparação com os pares

Em geral, avaliamos o perfil de negócio de empresas com concentração de ativos, como é o caso da Eneva no Complexo Parnaíba, como mais fraco que o de pares maiores e mais diversificados. No entanto, vemos que a Eneva se beneficia de fluxos de caixa estáveis graças aos seus contratos de venda de energia de longo prazo, sendo que grande parte de suas receitas são por disponibilidade.

Comparamos a Eneva com outras geradoras brasileiras, como a CESP, que tem uma capacidade instalada de 1.540 MW por meio de seu ativo único - Porto Primavera -, a UHE São Simão Energia com 1.710 MW (venda de energia por meio de cotas) e Itaipu Binacional, que apesar de apresentar uma capacidade instalada expressiva (14.000 MW), consiste em um ativo único.

Tabela 1 - Comparação com os pares

Sector: Indústria de Energia e Gás Não Regulada	Eneva S.A.	CESP-Companhia Energética de São Paulo	UHE São Simão Energia S.A.	Itaipu Binacional
Ratings (15 de abril de 2021)	brAAA/Estável/--	BB-/Estável/-- brAAA/Estável/--	brAAA/Estável/--	brAAA/Estável/--
<b>(Milhões de R\$)</b>				
Receita	3.243,3	1.917,2	1.315,4	14.407,1
EBITDA	1.539,8	935,2	995,9	7.247,9
FFO	1.140,1	872,1	492,7	5.489,3
Despesa de juros	306,9	155,9	342,0	1.727,3
Despesa de juros caixa	354,3	63,1	318,5	1.758,6
Fluxo de caixa operacional (CFO)	891,6	643,1	516,6	7.892,9
Investimentos	2.088,0	13,3	69,7	161,9
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(1.196,3)	629,8	446,9	7.731,0
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	(1.196,3)	23,7	213,3	7.731,0
Caixa e equivalentes de caixa	1.896,3	713,4	587,6	953,3
Dívida	5.297,0	1.112,2	3.619,2	25.428,8
Patrimônio Líquido	7.930,7	7.206,2	2.836,0	402,0
<b>Índices ajustados</b>				
Margem EBITDA (%)	47,5	48,8	75,7	50,3
Retorno sobre o capital (%)	9,7	10,0	11,7	25,9
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	5,0	6,0	2,9	4,2
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	4,2	14,8	2,5	4,1
Dívida/EBITDA (x)	3,4	1,2	3,6	3,5
FFO/Dívida (%)	21,5	78,4	13,6	21,6
CFO/Dívida (%)	16,8	57,8	14,3	31,0
FOCF/Dívida (%)	(22,6)	56,6	12,3	30,4
DCF/Dívida (%)	(22,6)	2,1	5,9	30,4

## Perfil de Risco Financeiro: Significativo

A Eneva passa por um pico de alavancagem com a finalização da construção da usina Parnaíba V e do projeto integrado Azulão-Jaguatirica. Nosso caso-base não incorpora a aquisição do Polo de Uruçu da Petrobras, pois as negociações dos termos e condições ainda estão em fase inicial e, portanto, as condições de financiamento ainda são incertas. Assim, presumimos que a Eneva seguirá sua trajetória de desalavancagem nos próximos anos, respaldada por sua geração de caixa estável e robusta, conforme conclui os investimentos nos projetos mencionados acima ainda em 2021 e inicia o *ramp-up* operacional deles. Esperamos que o indicador de dívida sobre EBITDA diminua de 4,0x em 2021 para cerca de 2,5x-3,0x em 2022, e que o FFO aumente de 15%-20% em 2021 para 25%-30% em 2022.

## Resumo financeiro

Tabela 2 - Resumo financeiro

(Milhões de R\$)	2020	2019	2018	2017	2016
Receita	3.243,3	3.137,4	3.129,1	2.721,8	2.161,0
EBITDA	1.539,8	1.311,0	1.376,6	1.151,0	957,5
FFO	1.140,1	907,5	951,3	642,5	694,0
Despesa de juros	306,9	474,8	457,1	478,4	631,8
Despesa de juros caixa	354,3	371,6	364,1	448,1	250,1
Fluxo de caixa operacional (CFO)	891,6	994,6	1.163,3	561,6	414,9
Investimentos	2.088,0	829,9	455,6	308,9	156,8
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(1.196,3)	164,7	707,7	252,7	258,1
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	(1.196,3)	164,7	707,7	252,7	258,1
Caixa e investimentos de curto prazo	1.896,3	1.788,2	1.359,3	984,0	626,8
Caixa disponível bruto	1.896,3	1.788,2	1.359,3	984,0	626,8
Dívida	5.297,0	3.923,9	3.875,4	3.478,4	4.418,3
Patrimônio líquido	7.930,7	6.900,1	6.283,9	5.375,9	4.480,8
<b>Índices ajustados</b>					
Margem EBITDA (%)	47,5	41,8	44,0	42,3	44,3
Retorno sobre o capital (%)	9,7	10,2	12,9	8,8	7,6
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	5,0	2,8	3,0	2,4	1,5
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	4,2	3,4	3,6	2,4	3,8
Dívida/EBITDA (x)	3,4	3,0	2,8	3,0	4,6
FFO/Dívida (%)	21,5	23,1	24,5	18,5	15,7
CFO/Dívida (%)	16,8	25,3	30,0	16,1	9,4
FOCF/Dívida (%)	(22,6)	4,2	18,3	7,3	5,8
DCF/Dívida (%)	(22,6)	4,2	18,3	7,3	5,8

## Liquidez

Avaliamos a liquidez da Eneva como adequada, pois esperamos que a relação entre fontes e usos de liquidez da empresa permaneça acima de 1,2x nos próximos 12 meses e que suas fontes de liquidez continuem excedendo os usos, mesmo que o EBITDA caia 15% em relação à projeção de nosso caso-base. Além disso, a nossa análise incorpora a capacidade da empresa de absorver eventos de baixa probabilidade e alto impacto nos próximos dois anos sem necessidade de refinanciamento, considerando seu cronograma de vencimentos alongado, com prazo médio de seis anos. Entendemos que a Eneva possui acesso adequado aos mercados de capitais locais e bom relacionamento com bancos comerciais, o que contribui para captar recursos e conseguir refinanciamento.

### Principais fontes de liquidez

- Caixa e equivalentes de caixa de aproximadamente R\$ 1,9 bilhão em 31 de dezembro de 2020;
- Geração de caixa operacional, pós pagamento de juros e impostos, entre R\$ 1,0 bilhão – R\$ 1,2 bilhão em 2021.

### Principais usos de liquidez

- Vencimentos de dívida de curto prazo de aproximadamente R\$ 138 milhões em 31 de dezembro de 2020;
- Investimentos da ordem de R\$ 2,1 bilhões ao longo de 2021;
- Necessidades de capital de giro intra-ano de R\$ 200 milhões;

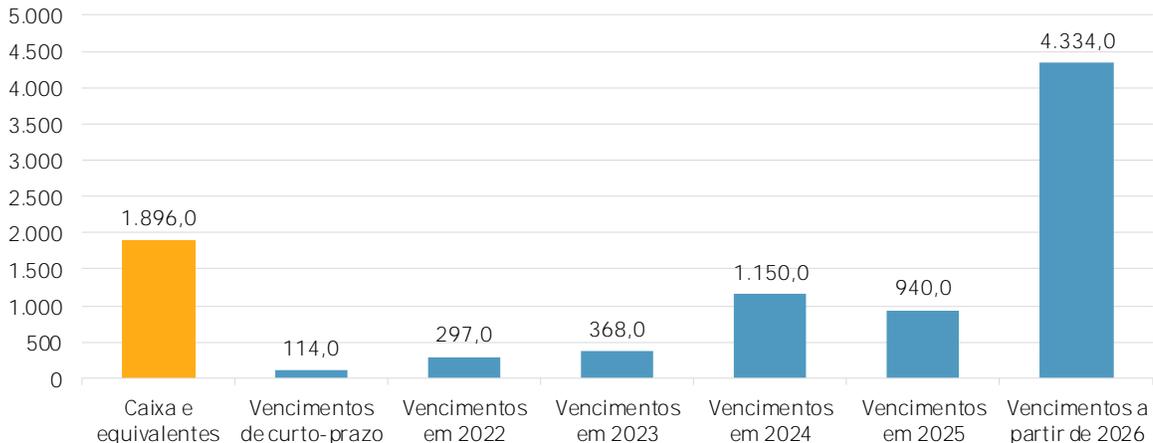
Não esperamos pagamentos de dividendos nos próximos 2 anos por conta de prejuízos fiscais acumulados.

### Vencimentos de dívida

O perfil de amortização da Eneva é alongado e sem concentrações relevantes nos próximos 3 anos, e o prazo médio de seus vencimentos era de 6 anos ao final de 2020.

#### Perfil de Amortização da Dívida da Eneva S.A.

Posição em 31 de dezembro de 2020 - em milhões de R\$



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

Alguns contratos de financiamento da Eneva contêm *covenants* financeiros, os quais devem ser cumpridos com folga considerável. Esperamos que a Eneva e suas subsidiárias continuem atendendo a esses *covenants* nos próximos anos, assim como reportou em 31 de dezembro de 2020.

### Requisitos/Exigências

Os *covenants* existentes nos contratos de dívida da Eneva limitam a alavancagem do grupo a níveis consolidados inferiores a 4,5x, medido pelo indicador de dívida líquida sobre EBITDA. Esperamos que a empresa cumpra com o requisito com folga de pelo menos 20% em 2021, e superior a 50% nos anos subsequentes. Além disso, de acordo com a escritura das dívidas, a Eneva poderia reportar um indicador de até 5,0x no período entre 30 de junho de 2020 e 30 de junho de 2022, por até quatro trimestres consecutivos ou alternados, sem resultar em aceleração de suas dívidas por conta do seu ciclo de investimento nesse período. Após esse período, o limite do indicador retorna a 4,5x.

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

A Eneva produz energia por meio de usinas a gás natural e a carvão, e desenvolve e explora campos de gás natural. Suas principais atividades evidenciam a importância dos fatores ambientais na composição do rating da empresa. Cabe notar que a geração de energia a partir do gás natural é menos poluente que outras fontes como carvão, diesel e óleo, além de ter a qualidade de flexibilidade de despacho, atuando como energia de reserva, ao contrário de fontes renováveis, como solar e eólica.

A empresa contribui para a diminuição das emissões de carbono e outros gases poluentes ao substituir a geração a partir da queima de óleo diesel pela geração de energia a gás, como é o caso do projeto integrado Azulão-Jaguaririca, no qual a Eneva replicará seu modelo de negócios *reservoir to wire* (do reservatório à rede elétrica). Isso se dará via o suprimento de gás natural proveniente do Campo de Azulão, na Bacia do Amazonas – adquirido pela Eneva em 2018 –, por meio de um “gasoduto virtual”, composto de liquefação do gás natural no campo de extração, transporte rodoviário via caminhões com tanques criogênicos até Boa Vista (1.100 km), e regaseificação em área próxima à usina de Jaguaririca II, para posterior geração de energia. A empresa estima que o projeto reduzirá as emissões de CO2 em 178.700 toneladas por ano.

Do ponto de vista social, o projeto contribuirá para trazer maior segurança energética às comunidades situadas em áreas mais remotas no estado de Roraima, uma vez que este é o único estado brasileiro que não se encontra integrado ao Sistema Interligado Nacional (SIN).

## Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

Avaliamos as seguintes emissões do grupo:

Tabela 3 - Ratings de emissão

	Principal emitido	Vencimento	Rating de emissão	Rating de recuperação
Eneva S.A.				
2ª emissão de debêntures – 1ª série	R\$ 750 milhões	Maio de 2024	brAAA	3
2ª emissão de debêntures – 2ª série	R\$ 750 milhões	Maio de 2027	brAAA	3
2ª emissão de debêntures – 3ª série	R\$ 530 milhões	Maio de 2029	brAAA	3
3ª emissão de debêntures – série única	R\$ 681 milhões	Dezembro de 2027	brAAA	3
5ª emissão de debêntures – série única	R\$ 675 milhões	Junho de 2030	brAAA	3
6ª emissão de debêntures – 1ª série	R\$ 384 milhões	Setembro de 2030	brAAA	3
6ª emissão de debêntures – 2ª série	R\$ 588 milhões	Setembro de 2035	brAAA	3

### Principais fatores analíticos

Os ratings de recuperação '3' das debêntures *senior unsecured* da Eneva refletem nossa expectativa de uma recuperação aproximada de 65% para os credores em um cenário hipotético de default. Como resultado, equalizamos os ratings de emissão ao rating corporativo da Eneva.

Nossa análise considera um cenário hipotético no qual o default ocorreria devido a problemas operacionais, resultando em dificuldades de refinanciamento das dívidas da Eneva e levando a possíveis atrasos nos pagamentos. Nesse cenário, acreditamos que haveria incentivos para a reestruturação da companhia, em vez de sua liquidação, considerando seu status de geradora de energia estratégica para os subsistemas nos quais opera (Norte e Nordeste), assim como sua integração vertical e contratos de venda de energia. Assim, acreditamos que os credores atingiriam montantes de recuperação mais altos com uma reestruturação do que no caso de liquidação da empresa.

Simulamos o default em 2025, premissa comum para a categoria de rating da Eneva. Nosso EBITDA de emergência projetado no ano do default é de R\$ 1,25 bilhão, que, juntamente com um múltiplo de 5,5x – o qual utilizamos para empresas de geração de energia – resulta em um valor bruto total da empresa de cerca de R\$ 6,8 bilhões.

### Default simulado e premissas de avaliação

- Ano do default simulado: 2025
- EBITDA de emergência aproximado: R\$ 1,2 bilhão
- Múltiplo de EBITDA: 5,5x
- Jurisdição: Brasil

### Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- Valor da empresa (EV – *enterprise value*) líquido após dedução de 5% de custos administrativos: R\$ 6,2 bilhões
- Dívidas das subsidiárias operacionais: R\$ 2,9 bilhões

- Valor total disponível para dívidas *unsecured* no nível da holding: R\$ 3,3 bilhões
- Reivindicações totais da Eneva: R\$ 4,6 bilhões
- Recuperação esperada da dívida *senior unsecured*: 65% (limitação imposta pela jurisdição brasileira)

## Reconciliação

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

Últimos 12 meses findos em 31 de dezembro de 2020	Dívida	EBITDA	Lucro operacional	EBITDA ajustado pela S&P Global Ratings	Fluxo de caixa operacional
	7.042,7	1.546,1	1.116,8	1.539,8	1.246,0
<b>Ajustes da S&amp;P Global Ratings</b>					
Impostos-caixa pagos	--	--	--	(45,4)	--
Juros-caixa pagos	--	--	--	(354,3)	--
Passivos de arrendamento reportados	101,0	--	--	--	--
Caixa acessível e investimentos líquidos	(1.896,3)	--	--	--	--
Obrigações de descontinuidade de ativos	49,6	(13,5)	(13,5)	--	--
Receita (despesa) de empresas não consolidadas	--	8,8	--	--	--
Receita (despesa) não operacional	--	--	64,7	--	--
Reclassificação de juros e fluxos de caixa de dividendos	--	--	--	--	(354,3)
Participações não controladoras/minoritárias	--	--	--	--	--
EBITDA: Ganho/(perda) com venda de imobilizado	--	(1,6)	(1,6)	--	--
Capital de giro: Impostos	--	--	--	--	45,4
Fluxo de Caixa operacional: Impostos	--	--	--	--	(45,4)
<b>Ajustes totais</b>	<b>(1.745,7)</b>	<b>(6,4)</b>	<b>49,6</b>	<b>(399,7)</b>	<b>(354,3)</b>
Montantes ajustados pela S&P Global Ratings					
	Dívida	EBITDA	EBIT	FFO	Fluxo de caixa operacional
	5.297,0	1.539,8	1.166,4	1.140,1	891,6

## Tabela de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brAAA
Risco de negócios	Regular
Risco-país	Moderadamente Alto
Risco da indústria	Moderadamente Alto
Posição competitiva	Regular
Risco financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfólio	Neutro
Estrutura de capital	Neutra
Liquidez	Adequada
Política financeira	Neutra
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Neutro

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
- [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
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Principais Fatores de Crédito para a Indústria de Energia e Gás Não Regulada](#), 28 de março de 2014
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [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
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 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](#)

**Tabela Detalhada de Ratings (Ratings em 15 de abril de 2021)**

**Eneva S.A.**

Rating de Crédito de Emissor

Escala Nacional Brasil brAAA

2ª emissão de debêntures – 1ª série

Escala Nacional Brasil brAAA

2ª emissão de debêntures – 2ª série

Escala Nacional Brasil brAAA

2ª emissão de debêntures – 3ª série

Escala Nacional Brasil brAAA

3ª emissão de debêntures – série única

Escala Nacional Brasil brAAA

5ª emissão de debêntures – série única

Escala Nacional Brasil brAAA

6ª emissão de debêntures – 1ª série

Escala Nacional Brasil brAAA

6ª emissão de debêntures – 2ª série

Escala Nacional Brasil brAAA

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).