

RATING ACTION COMMENTARY

Fitch Afirma Rating 'AA(bra)' de Debêntures da Assuruá 4 e 5; Perspectiva Revisada Para Positiva

Brazil Wed 28 May, 2025 - 17:06 ET

Fitch Ratings - São Paulo - 28 May 2025: A Fitch Ratings afirmou, hoje, o Rating Nacional de Longo Prazo 'AA(bra)' da primeira emissão de debêntures da Assuruá 4 e 5 Holding Energia S.A. (Assuruá 4 e 5 Energia), anteriormente denominada Assuruá 5 Energia S.A. A emissão é dividida em duas séries, com valores iniciais de BRL230 milhões e BRL595 milhões, e vencimentos em junho de 2035 e junho de 2041, respectivamente. Ao mesmo tempo, a agência revisou a Perspectiva do rating para Positiva, de Estável.

A revisão da Perspectiva para Positiva reflete a expectativa de melhores métricas, devido à assinatura de novos Contratos de Compra e Venda de Energia (*Power Purchase Agreements* - PPAs) com preços acima dos projetados inicialmente pela Fitch. Caso o projeto continue apresentando desempenho operacional e financeiro estável nos próximos anos, o rating da emissão poderá ser elevado, uma vez que as métricas de longo prazo são condizentes com um rating superior.

PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

O rating reflete o estágio operacional das 12 Sociedades de Propósito Específico (SPEs) que compõem dois *clusters* controlados pela holding Assuruá 4 e 5 Energia, bem como as receitas contratadas com 18 contrapartes ao longo do prazo da dívida. Até 2032, o projeto assinou PPAs de autoprodução e bilaterais, cobrindo aproximadamente 100% das receitas. Após 2032, com o vencimento da maioria dos PPAs, o projeto assinou diversos PPAs com a Serena Geração S.A. (Serena Geração, Rating Nacional de Longo Prazo AA(bra), Perspectiva Estável) para mitigar a exposição a preços de mercado até o vencimento das debêntures.

O rating também reflete a diferença média de 10% entre as estimativas de geração a P-50 e P-90 de um ano, além das limitações e incertezas das certificações, que foram realizadas com base em dados pré-operacionais. Além disso, considera-se o risco de operação mitigado por contratos de operação e manutenção (O&M) com escopo completo, firmados com os fornecedores de turbinas por um prazo de dez anos.

As debêntures são seniores no âmbito da holding emissora e subordinadas estruturalmente aos financiamentos do Banco do Nordeste do Brasil S.A. (BNB) e do Banco do Brasil S.A. (Banco do Brasil, repassador do Fundo de Desenvolvimento do Nordeste – FDNE) nas SPEs. O financiamento do BNB não impõe limitações à distribuição de dividendos, enquanto o do Banco do Brasil/FDNE permite a distribuição de dividendos e a redução de capital após a conclusão financeira do projeto. A estrutura da dívida inclui uma conta reserva de serviço da dívida (*Debt Service Reserve Account - DSRA*) de seis meses para as debêntures.

No cenário de rating, os Índices de Cobertura do Serviço da Dívida (*Debt Service Coverage Ratios - DSCRs*) mínimo e médio, no âmbito da holding Assuruá 4 e 5 Energia, são de 1,14 vez e 1,92 vez, respectivamente, entre 2025 e 2039. O indicador relevante de distância para o *covenant* de distribuição de dividendos (*Distance to Lock Up Ratio - DLUR*) é de 1,48 vez e não restringe o rating. Os DSCRs mínimo e médio, na visão consolidada, são de 1,21 vez e 1,48 vez, respectivamente, entre 2025 e 2039. Os DSCRs são considerados fortes para o rating atribuído e levam em conta os novos PPAs assinados.

Operador Experiente, mas Prazo do Contrato Inferior ao da Dívida [Risco de Operação: Médio]:

Os serviços de O&M do Complexo Assuruá 4 serão realizados pela Vestas do Brasil Energia Eólica Ltda., por meio de um contrato de escopo completo com duração de dez anos. Da mesma forma, os serviços de O&M do Complexo Assuruá 5 serão executados pela GE Power & Water Equipamentos, pelo mesmo período. Ambos os contratos incluem atividades de manutenção preventiva e corretiva, além de garantir uma disponibilidade média de 98% das turbinas a partir do segundo ano de operação. A tecnologia é bem estabelecida, com algumas mudanças incrementais nas turbinas da GE, que alcançaram 5,8 MW. A Fitch considera que há operadores disponíveis no mercado para substituição, caso necessário, e levou em conta os preços de mercado em seus cenários após o vencimento dos contratos existentes.

Certificação de Recurso Eólico com Certas Limitações [Risco de Receitas – Volume: Médio]

A certificação de vento foi conduzida em 2021 e 2022 pela UL AWS Truepower, utilizando medições in loco e estudos de correlação suplementares com dados de satélite para calcular as incertezas padrão. Os estudos consideraram mais de dois anos de medições de 38 mastros meteorológicos no complexo Assuruá 5 e 35 mastros no complexo Assuruá 4, instalados a diferentes alturas, variando de 70 m a 100 m. A diferença média entre as estimativas de geração de energia a P-50 e P-90 para um ano

em Assuruá 4 e Assuruá 5 são de 9,4% e 11,1%, respectivamente. Os cenários da agência consideram um corte de 5% para Assuruá 5 e de 7% para Assuruá 4, sobre a geração a P-50 e P-90 de um ano, para mitigar incertezas adicionais. Para Assuruá 4, além da redução de 7%, os cenários da Fitch consideram um estresse adicional de 2% para refletir a disponibilidade garantida sob o contrato de O&M com a Vestas. A certificação de Assuruá 5 já incluiu um desconto por indisponibilidade. Além disso, para ambos os *clusters*, foram consideradas perdas elétricas de 2,5% compartilhadas com a rede. O risco de volume é parcialmente mitigado sob os PPAs de autoprodução, que se beneficiam de uma estrutura de *hedge* para parte do volume contratado, na qual o risco de desempenho é alocado para a Serena Geração, pertencente ao mesmo grupo econômico. Após o vencimento dos PPAs, a estrutura da dívida limita o projeto a comercializar anualmente apenas o equivalente à geração estimada a P-90.

Receitas Contratadas com Contrapartes Diversas [Risco de Receita - Preço: Médio]

Os projetos venderam energia por meio de PPAs bilaterais e PPAs de autoprodução para 18 contrapartes, cujos prazos variam entre oito e vinte anos, a partir de 2024. Os preços dos PPAs são fixos e ajustados pela inflação. Após 2032, o projeto assinou PPAs com a Serena Geração para mitigar a exposição aos preços de mercado até o vencimento das debêntures. Estes PPAs podem ser substituídos por outros contratos no futuro, e seus preços estão alinhados com a expectativa da Fitch para preços de energia descontratada. Até 2032, 37% das receitas provêm de contrapartes cuja qualidade de crédito é desconhecida, mas que são subsidiárias de grupos com ratings robustos. Além disso, outros 6% das receitas provêm de contrapartes cuja qualidade de crédito é desconhecida ou baixa. Em ambos os casos, as contrapartes são de setores diversos e não representam individualmente mais de 20% das receitas anuais, o que indica uma baixa dependência do projeto em relação a cada contraparte. Os 57% restantes provêm de contrapartes cuja qualidade de crédito é conhecida e está alinhada ou superior ao rating da emissão. Os preços da maioria dos PPAs estão em linha com os preços de mercado e, portanto, a Fitch considerou os termos originais dos PPAs em suas projeções. Para contratos com preços acima do mercado, a agência assumiu em suas projeções premissas baseadas em preços de energia descontratada.

Subordinação Estrutural Moderada [Estrutura da Dívida: Média]

As debêntures são seniores e estruturalmente subordinadas aos financiamentos de longo prazo das SPEs. A dívida do BNB existente nas SPEs de Assuruá 4 não tem limitação para distribuição de dividendos, enquanto as dívidas de Assuruá 5 estabelecem um *covenant* de 1,2 vez para a distribuição de dividendos acima do dividendo mínimo obrigatório por lei e para reduções de capital. As debêntures são totalmente amortizáveis e indexadas ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor

Ampla (IPCA), o mesmo índice que ajusta as receitas dos projetos. Contam com um DSCR de seis meses já preenchido, além de limitação na distribuição de dividendos, caso o DSCR consolidado seja inferior a 1,2 vez. A estrutura conta com garantias reais das SPEs de Assuruá 4, compartilhadas com o fiador do financiamento com o BNB, e poderá contar com as garantias reais de Assuruá 5, compartilhadas com o Banco do Brasil, repassador dos recursos do FDNE. As debêntures beneficiam-se de garantias corporativas da Serena Energia S.A. e da Serena Geração, sendo esta última válida até a constituição de todas as garantias reais das SPEs.

Perfil Financeiro

As debêntures serão pagas com o fluxo de caixa operacional dos PPAs assinados pela emissora, dividendos distribuídos pelos complexos Assuruá 4 e 5, reduções de capital desses complexos e pagamento de empréstimos intercompanhia entre as subholdings acionistas e a emissora. No cenário de rating, os DSCRs médio são de 1,92 vez no âmbito da emissora e 1,48 vez no âmbito consolidado, considerados forte para o rating atual. O mínimo DLUR é de 1,48 vez e não é um limitante. Os *breakevens* são robustos: 44,7% de desconto sobre a geração a P-50 e 157% de estresse sobre o total de custos gerenciáveis (excluindo as tarifas de transmissão e aluguel de terra).

Comparação Com Pares

Os pares mais próximos de Assuruá 4 e 5 Energia são Ventos de São Lúcio I Energias Renováveis S.A. (Ventos de São Lúcio) e Ventos de São João XXIII Energias Renováveis S.A. (Ventos de São João). Os dois pares são classificados com o Rating Nacional de Longo Prazo da primeira emissão de debêntures 'AA(bra)', com Perspectiva Estável. No cenário de rating de Ventos de São Lúcio, os DSCRs médio e mínimo são de 1,45 vez e 1,07 vez, respectivamente, de 2025 a 2038. Já no cenário de rating de Ventos de São João, os DSCRs médio e mínimo são de 1,24 vez e 1,18 vez, respectivamente, de 2024 a 2038.

As receitas de Ventos de São Lúcio são majoritariamente compostas por PPAs até 2038. No entanto, nos últimos três anos da dívida, as receitas são descontratadas, com um DSCR médio de 1,35 vez (2039 a 2041).

O DSCR médio de Ventos de São João, de 2039 a 2041, quando o perfil de receitas é majoritariamente descontratado, é de 1,36 vez, similar ao de Ventos de São Lúcio, o que justifica os ratings similares.

Assuruá 4 e 5 Energia, por sua vez, conta com PPAs ao longo de todo o prazo da dívida, envolvendo 18 contrapartes. O DSCR médio consolidado é superior ao dos pares,

inclusive no período de 2033 a 2041, quando os PPAs iniciais vencem, o que justifica a Perspectiva Positiva do seu rating.

SENSIBILIDADE DOS RATINGS

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

- Geração de energia consistentemente em linha com 200 MWm, incluindo *curtailment*;
- Aumento relevante de custos e despesas totais, que resultem em DSCRs próximos a 1,25 vez;
- Deterioração da qualidade de crédito de um grupo de contrapartes dos PPAs.

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

- Performance operacional e financeira estável e em linha com o projetado no cenário base;
- Geração de energia consistentemente em linha com o P-50 (262 MWm);
- Substituição dos PPAs com Serena Geração, após 2033, por PPAs, com preços maiores a BRL165/MWh (preços reais data-base de janeiro 2025).

EMIÇÃO

A primeira emissão de debêntures de Assuruá 4 e 5 Energia, no valor de BRL825 milhões, foi realizada em duas séries de BRL230 milhões e BRL 595 milhões, respectivamente. A primeira série vence em 15 de junho de 2035, com pagamentos semestrais de juros e amortização que começaram em junho e dezembro de 2024, respectivamente. A segunda série vence em 15 de junho de 2041, com pagamentos semestrais de juros e amortização que começaram em junho e dezembro de 2024, respectivamente.

A dívida é sênior e conta com garantias reais compartilhadas com o fiador do financiamento com o BNB (atualmente o Banco Bradesco S.A.). Além disso, ela poderá contar com as garantias reais compartilhadas de Assuruá 5 com o Banco do Brasil, repassador dos recursos do FDNE, além das garantias reais de Assuruá 4 e 5 Energia. As debêntures serão atualizadas monetariamente pela variação do IPCA, acrescidas de juros remuneratórios de 6,50% para a primeira série e 7,11% para a segunda série.

A emissão possui conta reserva para o serviço da dívida de seis meses, já preenchida. A estrutura conta com *covenants* financeiros, que restringem o pagamento de dividendos ao acionista em caso de DSCR abaixo de 1,2 vez e proíbem endividamento adicional. Além disso, a dívida conta com fiança corporativa da Serena Geração, até a constituição das garantias reais de todas as SPEs, e da Serena Energia durante todo o período da dívida.

PRINCIPAIS PREMISSAS

As premissas dos cenários base e de rating da Fitch refletem as projeções macroeconômicas para inflação e juros atualizadas conforme o relatório Brazil – Global Economic Outlook Forecast, publicado no website da agência em abril de 2025. Além disso, consideram o seguinte:

Cenário-base:

- Volume de Geração a P-50;
- Desconto na produção de energia: 7% para Assuruá 4 e 5% para a Assuruá 5;
- Desconto de indisponibilidade: 2% para a Assuruá 4;
- Preços da energia descontratada por MWh (preços reais com base em janeiro de 2025): BRL195 em 2025; BRL204 em 2026; BRL192 em 2027; BRL186 em 2028; BRL180 em 2029; BRL177 em 2030; BRL174 em 2031; e BRL171 em 2032;
- Preço médio de BRL165/MWh (preços reais com base em janeiro de 2025) dos PPAs com a Serena Geração a partir de 2033;
- Compra de energia no período sobrecontratado para suprir PPAs de venda de energia convencional, em linha com o item “Preços da energia descontratada por MWh”, aplicando-se o desconto de BRL30/MWh (data-base em janeiro de 2025);
- Custos com O&M WTG, conforme contratos da Vestas e GE para Assuruá 4 e para Assuruá 5, respectivamente. Após o fim dos contratos, a Fitch assumiu o custo de BRL112.482 / MWh por ano para Assuruá 5 e BRL 120.242 / MWh por ano para Assuruá 4, em preços de janeiro de 2025 e anualmente corrigidos pela inflação;
- Custos de O&M BoP (*balance of plant*) total em Assuruá 5 de BRL2,5 milhões por ano em 2025, anualmente corrigidos pela inflação;

- Custos de O&M BoP total em Assuruá 4 de BRL2,9 milhões por ano em 2025, anualmente corrigidos pela inflação;
- Despesas gerais e administrativas das subsidiárias de BRL1,58 MM/ ano em 2025, anualmente corrigidos pela inflação;
- Remuneração de receita financeira sobre o caixa equivalente a 80% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI).

Neste cenário, os DSCR mínimo e médio da holding são de 1,07 vez e 1,93 vez, respectivamente, e do consolidado são de 1,18 vez e 1,51 vez, respectivamente, entre 2025 e 2039.

As mesmas premissas do cenário-base foram utilizadas no cenário de rating, com exceção de:

- Volume de Geração a P-90 de um ano;
- Preços da energia descontratada por MWh (preços reais com base em janeiro de 2025): BRL168 em 2025, BRL176 em 2026, BRL166 em 2027, BRL151 em 2028, BRL156 de 2029 a 2031 e BRL154 em 2032;
- Custos com O&M e G&A – excluindo taxas regulatórias e aluguel de terras – apresentando aumento de 10% em relação ao assumido no cenário-base;

Os DSCRs mínimo e médio da holding são de 1,14 vez e 1,92 vez, respectivamente, e do consolidado são de 1,21 vez e 1,48 vez, respectivamente, entre 2025 e 2039.

RESUMO DA ANÁLISE

Em 2024, o projeto apresentou geração equivalente a 83% do P50, 93% do P90 e 95% do estimado no cenário base da Fitch, o que inclui o impacto do *curtailment*. No primeiro trimestre de 2025, os índices de *curtailment* aumentaram significativamente, principalmente devido às restrições na linha de transmissão Xingu-Rio, que escoa energia da hidrelétrica de Belo Monte.

Adicionalmente, o projeto fechou novos PPAs e elevou a sobrecontratação média bruta de energia entre 2025 e 2032 para 141% em relação à estimativa de produção P90 – ante 128% na revisão anterior; no entanto, o aumento dessa exposição é mitigado pela estrutura já existente, na qual o risco de desempenho é alocado para a Serena Geração, que fornece o lastro energético por meio de um PPA para o projeto. Os preços dos novos PPAs são superiores às premissas da Fitch para comercialização de energia

descontratada e, portanto, os novos contratos tiveram um efeito positivo sobre a receita futura estimada.

Em 2024, a Assuruá 4 e 5 Energia reportou BRL550 milhões de receita líquida e custos de BRL304 milhões, ambos acima do esperado pela Fitch em seu cenário-base. Isso ocorreu devido à estrutura contratual do projeto, que aloca receitas e despesas entre a holding e suas subsidiárias; no entanto, o efeito no Caixa Disponível para o Serviço da Dívida (CFADS) foi neutro e ficou em linha com o cenário-base da Fitch.

Em dezembro de 2024, o saldo de caixa individual da Assuruá 4 e 5 Energia totalizava BRL10,7 milhões, e o das contas reservas, BRL50,5 milhões. De forma consolidada, o grupo possuía na mesma data BRL145,2 milhões em caixa livre e BRL130,7 milhões em contas reserva.

PERFIL DE CRÉDITO

A Assuruá 4 e 5 Energia é uma sociedade por ações de capital aberto, categoria B, criada para participar e desenvolver, diretamente ou por meio de *joint venture*, um consórcio ou qualquer outra sociedade, cujo capital social a companhia tenha participação, de ativos de energia renovável, especificamente para parques eólicos nos Municípios de Gentio do Ouro – BA e Xique-Xique – BA; participação em outras sociedades; comercialização de energia elétrica, bem como a prática de atividades acessórias à comercialização de energia; e atividades acessórias. A holding controla direta e indiretamente 12 SPEs, divididas em dois complexos (Assuruá 4 e Assuruá 5), que estão operacionais desde fevereiro de 2023 e outubro de 2023, respectivamente.

Os parques comercializaram 332 MWm de 2025 a 2032 no mercado livre, por meio de PPAs bilaterais ou com autoprodutores. Durante esse período, o projeto também comprou, em média, 67 MWm de energia convencional por ano da Serena Geração. A estrutura da dívida limita que, após o vencimento dos PPAs, o projeto comercialize anualmente apenas o equivalente a 226 MWm, ou 6% abaixo da geração estimada a P-90. Após 2032, o projeto assinou diversos PPAs com a Serena Geração, ao preço médio de BRL165/MWh (preços reais com base em janeiro de 2025) e a estrutura da dívida não impõe restrição ao cancelamento ou substituição destes PPAs.

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 Assuruá 4 e 5 Holding Energia S.A.

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:

Assuruá 4 e 5 Holding Energia:

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 3 de junho de 2024.

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

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' e em '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 Rating para Infraestrutura e Financiamento de Projetos (16 de janeiro de 2025);
- Metodologia de Ratings em Escala Nacional (22 de dezembro de 2020).

Outra Metodologia Relevante:

- Renewable Energy Project Rating Criteria (6 de fevereiro de 2023).

RATING ACTIONS

ENTITY / DEBT ⚡	RATING ⚡			PRIOR ⚡
Assurua 4 e 5 Holding Energia S.A.				
Assurua 4 e 5 Holding Energia S.A./Project Revenues - Senior Secured Debt/1 Natl LT	Natl LT	AA(bra)	Affirmed	AA(bra)

PREVIOUS

Page1of10 rows

NEXT

1

VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS

Informações adicionais estão disponíveis em 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

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

Renewable Energy Project Rating Criteria (pub. 06 Feb 2023) (including rating assumption sensitivity)

Infrastructure & Project Finance Rating Criteria (pub. 08 Jan 2025) (including rating assumption sensitivity)

APPLICABLE MODELS

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

Third-party Model ([1](#))

ADDITIONAL DISCLOSURES

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

ENDORSEMENT STATUS

Assurua 4 e 5 Holding Energia 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: <http://fitchratings.com/understandingcreditratings>. Além disso, as def

[READ MORE](#)

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.