

RATING ACTION COMMENTARY

Fitch Afirma Rating 'AAA(bra)' da 2ª Emissão de Debêntures de Ventos da Bahia 2; Perspectiva Estável

Brazil Mon 14 Apr, 2025 - 17:05 ET

Fitch Ratings - São Paulo - 14 Apr 2025: A Fitch Ratings afirmou, hoje, o Rating Nacional de Longo Prazo 'AAA(bra)', com Perspectiva Estável, da segunda emissão de debêntures da VDB F2 Geração de Energia S.A. (Ventos da Bahia 2), que totaliza BRL106 milhões.

PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

O rating reflete o estágio operacional do projeto e as características dos contratos de venda de energia (*power purchase agreements* - PPAs) firmados no Leilão de Energia de Reserva (LER) de 2015, que não estão expostos aos preços de liquidação de diferenças (PLD). O rating também considera as robustas características do contrato de escopo completo de operação e manutenção (O&M) firmado com a Vestas do Brasil Energia Eólica Ltda. (Vestas do Brasil) e a disponibilidade de operadores alternativos experientes em caso de necessidade de troca da contraparte.

As debêntures são seniores e *pari passu* com o financiamento do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). A estrutura apresenta conta-reserva com montante equivalente à próxima parcela de pagamento das debêntures e conta-reserva de O&M equivalente aos próximos três meses de custos.

O índice de cobertura do serviço da dívida (*debt service coverage ratio* - DSCR) médio no cenário de rating da Fitch é de 1,59 vez, e o mínimo, de 1,31 vez. Estes indicadores, em conjunto com o robusto *breakeven* de produção de energia do projeto, são robustos para o rating 'AAA(bra)', considerando o perfil de receitas totalmente contratadas pelo prazo da dívida.

Contrato de O&M Com Escopo Completo (Risco de Operação: Médio)

Ventos da Bahia 2 possui contrato de O&M de escopo completo com a Vestas do Brasil que garante 98% de disponibilidade dos parques eólicos por 15 anos. O contrato possui preço fixo, inclui peças de reposição e manutenção programada e não programada. A

Fitch entende que há operadores alternativos experientes disponíveis, em caso de necessidade de troca da contraparte, pelo mesmo preço do contrato atual.

Histórico Operacional Estável (Risco de Receita – Volume: Médio)

Os volumes de energia foram estimados em 2016 por certificadores com boa reputação e basearam-se em medições de cinco anos, por meio de cinco torres anemométricas instaladas no local. Considerando o histórico, a Fitch atualizou a geração do cenário-base para 510 GWh anuais e manteve a do cenário de rating em 465 GWh, incluindo perdas elétricas compartilhadas da rede básica, estimadas em 2,50%. O projeto tem sofrido restrições (*curtailment*) para entregar energia, entretanto, em níveis menores que outros emissores. Mesmo com o efeito do *curtailment*, o histórico de geração é estável, com variações de até 16% do cenário-base inicial e nenhum ano abaixo do cenário de rating da Fitch.

PPAs a Preços Fixos Sem Exposição ao PLD (Risco de Receitas – Preço: Forte)

Ventos da Bahia 2 assinou PPAs de vinte anos no LER de 2015 e tem a Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE) como contraparte. A Fitch considera sólida a regulamentação do setor elétrico brasileiro e entende que o risco de contraparte é sistêmico, uma vez que a CCEE representa todos os usuários do sistema.

Os PPAs contemplam venda de energia, em média, 13% abaixo do P-90 de dez anos estimado pela agência, a preços fixos e reajustados anualmente pela inflação. Os déficits de produção são precificados entre 1,0 vez e 1,15 vez o preço do PPA. O impacto destes déficits nas receitas é mitigado pelo mecanismo quadrienal de compensação.

Estrutura de Dívida Padrão (Estrutura da Dívida: Médio)

As debêntures são seniores e *pari passu* com o financiamento do BNDES e possuem conta-reserva de seis meses, que está devidamente preenchida. A dívida com o banco é indexada à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), o que expõe a transação a descasamento com o índice de inflação que corrige as receitas. A estrutura da dívida restringe novos endividamentos e distribuição de dividendos caso o DSCR seja menor do que 1,3 vez. Há cláusula de vencimento antecipado não automático relacionado à falência dos acionistas, mas a Fitch entende que ela não será exercida caso os pagamentos das debêntures sejam honrados conforme o estabelecido na escritura da emissão.

Perfil Financeiro

No cenário de rating da Fitch, os DSCRs mínimo e médio são de 1,31 vez e 1,59 vez, respectivamente, robustos para o rating 'AAA(bra)' para projetos com produção totalmente contratada por meio de PPAs de longo prazo. O DSCR mínimo ocorre em 2031 devido ao pagamento dos ressarcimentos referentes ao terceiro quadriênio. Além das métricas robustas, o *breakeven* de geração no cenário-base é forte. Considerando toda a liquidez disponível nas contas-reserva, o projeto consegue cumprir suas obrigações mesmo que sua geração caia 27%.

Comparação Com Pares

Os pares mais próximos de Ventos da Bahia 2 são Ventos do Sul Energia S.A. (Ventos do Sul, Rating Nacional de Longo Prazo da primeira emissão de debêntures AAA(bra), Perspectiva Estável) e Copacabana Geração de Energia e Participações S.A. (Serra da Babilônia, Rating Nacional de Longo Prazo da segunda emissão de debêntures AAA(bra), Perspectiva Estável). Ventos do Sul possui DSCR mínimo e médio de 1,52 vez e 1,63 vez, respectivamente. Já Serra da Babilônia possui DSCR mínimo de 1,26 vez e médio de 1,52 vez.

Os três projetos assinaram contratos regulados, sem exposição ao PLD em caso de déficits de geração de energia. Como Ventos da Bahia 2, o DSCR mínimo de Serra da Babilônia é causado pelo pagamento dos ressarcimentos quadrienais por déficit de energia dado que ambos assinaram contratos do Leilão de Energia de Reserva. Em comparação, Ventos do Sul tem histórico operacional mais longo, e uma estrutura da dívida fraca, devido à exposição à CDI. Apesar disso, os três projetos apresentam DSCRs médio acima de 1,3 vez, o que é forte para um rating 'AAA'(bra) de projetos eólicos com receitas totalmente contratadas com PPAs de longo prazo.

SENSIBILIDADE DOS RATINGS

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

- Volumes de geração de energia abaixo de 510 GWh por ano, por períodos sucessivos;
- Aumentos substanciais e persistentes de custos e despesas do projeto que possam levar o DSCR médio a 1,20 vez.

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

- Não se aplicam, tendo em vista que a classificação se encontra no patamar mais elevado da escala de rating nacional da Fitch.

EMISSÃO

A segunda emissão de debêntures de Ventos da Bahia 2, que totaliza BRL106 milhões e tem vencimento em abril de 2033, foi utilizada para quitar as debêntures de curto prazo que o projeto possuía. A emissão é atualizada monetariamente pela variação acumulada do Índice Nacional de Preços ao Consumidor – Amplo (IPCA), com incidência de juros remuneratórios anuais de 3,8708%.

Os pagamentos de juros são semestrais e começaram em outubro de 2019, enquanto os de principal também são semestrais, com cronograma customizado, e tiveram início em outubro de 2020.

A emissão conta com garantias reais, até o vencimento, de penhor de todas as ações das sociedades de propósito específico (SPEs) Parque Eólico Ventos da Bahia I S.A., Parque Eólico Ventos da Bahia III S.A., Parque Eólico Ventos da Bahia IX S.A., Parque Eólico Ventos da Bahia XVIII S.A. e de máquinas e equipamentos. As garantias reais também incluem cessão fiduciária dos direitos creditórios e dos direitos emergentes da autorização, cessão fiduciária dos recebíveis e dos PPAs e conta-reserva de O&M equivalente aos próximos três meses de custos.

Todas as garantias são compartilhadas com o financiamento do BNDES. Além disso, a emissão possui conta-reserva equivalente a seis meses de serviço da dívida exclusiva para as debêntures.

PRINCIPAIS PREMISAS

As premissas dos cenários base e de rating refletem as seguintes projeções macroeconômicas:

-- Inflação (IPCA): 5,00% em 2025, 4,20% em 2026 e 3,50% de 2027 em diante;

-- CDI: 14,75% em 2025, 11,25% em 2026 e 8,50% de 2027 em diante;

-- TJLP: 8,75% em 2025, 8,50% em 2026, 7,75% em 2027 e 7,25% de 2028 em diante.

No cenário-base, a premissa de geração se baseia no P-50 estimado pela consultoria MegaJoule, mais descontos de 7,0%, em relação ao estudo de ventos, e de 2,5% referentes às perdas elétricas compartilhadas da rede básica. Além disso, foram considerados descontos referentes a indisponibilidade total, consumo interno e perdas elétricas internas de 6,4%, que não foram contempladas no estudo. Os custos de O&M foram mantidos conforme o contrato com a Vestas, e outros custos e despesas, exceto os encargos regulatórios, foram acrescidos em 2,5%.

No cenário de rating da Fitch, a premissa de geração se baseia no P-90 de dez anos estimado pela agência (a partir do P-90 de vinte anos, segundo as projeções da MegaJoule), mais desconto de 7,0%, de acordo com a metodologia da Fitch, e de 2,5%, referentes às perdas elétricas compartilhadas da rede básica. Os custos de O&M foram mantidos conforme o contrato com a Vestas, e outros custos e despesas, exceto os encargos regulatórios, foram acrescidos em 7,5%.

As receitas financeiras sobre o saldo de caixa e reservas foram projetadas considerando 80% do CDI.

No cenário-base da agência, os DSCRs mínimo e médio são de 1,57 vez e 1,73 vez, respectivamente. Já no cenário de rating, os DSCRs mínimo e médio são de 1,31 vez e 1,59 vez.

RESUMO DA ANÁLISE

Em 2024, o projeto apresentou receita líquida de BRL142 milhões e EBITDA ajustado de BRL109 milhões, em linha com cenário-base da Fitch. Neste período, a geração de energia foi equivalente ao volume contratado (476 GWh, frente a 475 GWh), e a disponibilidade média do projeto foi de 98%. O projeto terminou 2024 com caixa e reservas de BRL192 milhões e dívidas de BRL528 milhões.

A geração foi impactada em 5,2% devido a *curtailment*, em 2024. A expectativa do emissor é que os níveis de *curtailment* se mantenham no mesmo patamar observado em 2024. Em março de 2024, foi concluída a transferência da participação societária da EDF EN do Brasil Participações Ltda. para a Serena Geração S.A., que agora é a única acionista do projeto.

RESUMO DO PERFIL DE CRÉDITO

Ventos da Bahia 2 é composta por quatro SPEs autorizadas pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel) e estabelecidas como produtoras independentes de energia, mediante implantação e exploração de uma central geradora eólica. A emissora, uma subholding acionista das SPEs, é controlada pela Serena Geração S.A. (Serena Geração, Rating Nacional de Longo Prazo AA(bra)/Perspectiva Estável).

Os parques eólicos localizam-se em Mulungu do Morro (BA) e totalizam 116,4 MW de capacidade instalada. Todos os parques venderam energia no oitavo LER, realizado em novembro de 2015, por BRL203,96/MWh (valor naquela data), mediante contratos de energia de reserva (CERs) de vinte anos.

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 EDF Brasil.

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: 3 de julho de 2019.

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 6 de maio 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/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 (8 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
VDB F2 Geracao de Energia S.A.				
VDB F2 Geracao de Energia S.A./Energy Revenues - First Lien/1 Natl LT	Natl LT	AAA(bra)	Affirmed	AAA(bra)

PREVIOUS Page 1 of 10 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

VDB F2 Geracao de 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.