

Análise Detalhada

EDP Energias do Brasil S.A.

09 de novembro de 2021

ANALISTA PRINCIPAL

Bruno Ferreira

São Paulo
55 (11) 3039-9798
bruno.ferreira
@spglobal.com

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

Marcelo Schwarz, CFA

São Paulo
55 (11) 3039-9782
marcelo.schwarz
@spglobal.com

Destaques da Análise de Crédito

Principais pontos fortes	Principais riscos
Grupo integrado de eletricidade que opera nos segmentos de geração e distribuição, ao mesmo tempo que aumenta sua presença na área de transmissão.	Perdas de energia em suas distribuidoras ainda acima das metas regulatórias.
Exposição limitada do segmento de geração ao risco hidrológico, dados o seguro de repactuação e o fato de parte de sua capacidade assegurada não ser contratada.	Condições hidrológicas adversas impactam as distribuidoras, pois o aumento nos custos de energia não é incorporado imediatamente às tarifas, apesar de parcialmente mitigado pelo mecanismo de bandeiras tarifárias.
Marco regulatório favorável do Brasil.	

Diversos fatores pressionam as métricas de crédito da empresa em 2021, em especial a crise hídrica. A **EDP Energias do Brasil S.A.** (EDP Brasil) controla duas empresas de distribuição de energia, a **EDP São Paulo Distribuição de Energia S.A.** (EDP São Paulo) e a **EDP Espírito Santo Distribuição de Energia S.A.** (EDP Espírito Santo). A crise hídrica no Brasil impacta moderadamente a geração de caixa das empresas do setor porque a seca afeta negativamente os custos da energia comprada pelas distribuidoras e aumenta as taxas devidas ao sistema elétrico porque as termoelétricas, cuja tarifa de energia é mais cara, agora são obrigadas a despachar para evitar um rápido esgotamento dos reservatórios do país. Para as distribuidoras, esperamos que essa alta nos custos seja parcialmente compensada pelo mecanismo de bandeira tarifária, que facilita as necessidades de capital de giro das distribuidoras ao antecipar receitas (que, de outra forma, seriam repassadas às tarifas apenas no próximo ciclo de revisão tarifária de cada distribuidora). No segmento de geração, a EDP Brasil contratou hedge que a protege da hidrologia mais fraca sempre que o Fator de Risco Hidrológico (GSF - *Generation Scaling Factor*) ficar abaixo de 92%, o que ajuda a tornar os fluxos de caixa mais previsíveis. Além disso, metade da energia assegurada da EDP Brasil é termelétrica e a empresa mantém parte de sua capacidade hidrelétrica não contratada.

Além disso, apesar do estágio avançado das obras nas linhas de transmissão do grupo em relação ao que foi acordado quando o regulador leiloou as linhas, a EDP Brasil adiou parte de seus investimentos de 2020 para 2021 devido à pandemia e, conseqüentemente, atrasou o *ramp up* desses ativos versus o que projetávamos. Assim sendo, estimamos agora menos geração de caixa vinda do segmento de transmissão em 2021. Além disso, o volume de demanda da EDP Brasil ainda está se recuperando da pandemia. O grupo também enfrenta condições econômicas mais desafiadoras, como visto no aumento da inflação e da taxa básica de juros, que prejudicaram os custos do serviço da dívida do grupo, embora consideremos que os contratos da EDP Brasil são ajustados anualmente pela inflação, o que funciona como um hedge natural para suas operações, apesar do descasamento dos reajustes.

Portanto, esperamos uma piora nos indicadores de crédito da EDP Brasil este ano, com o índice de dívida líquida sobre EBITDA entre 4,0x-4,5x e a geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida em torno de 12%-15%. No entanto, acreditamos que a partir de 2022, a EDP Brasil terá métricas de crédito mais fortes – de 3,0x-3,5x e de 16%-19%, respectivamente, – depois do aumento da geração de caixa a partir do *ramp-up* de seus ativos de transmissão, da recuperação da demanda por energia e da redução gradual do custo de energia devido às condições hidrológicas mais favoráveis.

A estratégia de longo prazo da EDP Brasil se foca na transição energética. O plano de investimento do grupo em 2021-2025 inclui investimentos (capex) de R\$ 10 bilhões, sendo que 60% desse montante, a empresa investirá em distribuição para melhorar e expandir suas redes, 30% em geração solar, o que está alinhado à sua estratégia de transição para energia renovável, e os 10% restantes serão direcionados às áreas de transmissão e comercialização. Em nossa opinião, os investimentos em distribuição ajudarão a melhorar a eficiência operacional desses ativos e a aumentar a energia faturada e, conseqüentemente, a receita das distribuidoras, conforme diminuem as perdas de energia.

Em linha com a estratégia de investimento de longo-prazo, a empresa venceu o leilão público para adquirir uma participação na CELG Transmissão S.A. (CELG-T; não avaliada), por aproximadamente R\$ 2 bilhões. A CELG-T é uma empresa que opera três concessões de linhas de transmissão de energia que totalizam 755,5 quilômetros (km), 14 subestações e uma Receita Anual Permitida (RAP) de R\$ 216,4 milhões. Ao mesmo tempo, a EDP Brasil anunciou o desenvolvimento de um projeto de energia solar (Monte Verde Solar ou Monte Verde) em parceria com sua empresa-irmã, a EDP Renováveis S.A. (EDPR; não avaliada), com capacidade instalada de 209 MWac no estado do Rio Grande do Norte. A EDP Brasil investirá cerca de R\$ 350 milhões na construção de Monte Verde nos próximos dois anos, valor que já faz parte do seu plano de investimento. Monte Verde começará a operar em 2024 e venderá sua energia por meio de contratos de compra de energia (PPA - *power purchase agreement*) de longo prazo de 15 anos.

Acreditamos que a EDP Brasil financiará seu capex e o crescimento por meio de aquisições com as receitas das vendas de ativos, porque o grupo anunciou que desinvestirá três linhas de transmissão (Lotes 7, 11 e 24), avaliadas em aproximadamente R\$ 1,3 bilhão (*enterprise value*), e também algumas hidrelétricas (Santo Antônio do Jari, Cachoeira Caldeirão e Mascarenhas), que respondem por 810 megawatts (MW) de sua capacidade instalada. Com o desinvestimento de seus ativos hídricos e os investimentos em geração solar, acreditamos que o portfólio de geração da empresa se beneficiará da melhor diversificação e menor dependência das condições hidrológicas, enquanto a maior presença no segmento de transmissão ajudará com fluxos de caixa previsíveis.

Apesar das métricas de crédito mais fracas em 2021, acreditamos que a EDP Brasil tem flexibilidade para administrar sua posição de liquidez. A menor geração de caixa em 2021, devido aos fatores acima mencionados, prejudicou a liquidez da EDP Brasil. No entanto, esperamos que as fontes de liquidez ultrapassem os usos em pelo menos 20% nos próximos 12 meses. A EDP Brasil também possui concentração de dívida de curto prazo, com aproximadamente R\$ 2,3 bilhões vencendo nos próximos 12 meses, enquanto sua posição de caixa era de R\$ 1,8 bilhão no terceiro trimestre deste ano. Contudo, acreditamos que o grupo se beneficia do amplo acesso aos mercados de capitais e de dívidas para refinar seus vencimentos, conforme se observou na recente emissão de debêntures realizada pelas distribuidoras no valor de R\$ 750 milhões com prazo de cinco anos. Além disso, a recente venda de três de suas linhas de transmissão, as quais acreditamos que o processo será concluído no primeiro trimestre de 2022, trarão um colchão extra de curto prazo para a liquidez do grupo. Embora não incorporem a venda dos ativos hidrelétricos do grupo em nosso caso-base, porque as condições finais das negociações ainda estão indefinidas, pensamos que a conclusão do plano de desinvestimento poderá ocorrer nos próximos trimestres. Avaliaremos o impacto desses desinvestimentos, se, e quando concluídos, e como o uso dos recursos poderá afetar os ratings que atribuímos à EDP Espírito Santo e à EDP São Paulo, porque analisamos a EDP Brasil de forma consolidada.

Em nosso caso-base, pressupomos que o contrato de concessão da EDP Espírito Santo será renovado. Esperamos que a EDP Brasil consiga renovar o contrato de concessão de distribuição da EDP Espírito Santo, que expira em julho de 2025, da mesma forma como os casos recentes, como o da Cemig Distribuição S.A. e de algumas das distribuidoras da CPFL Energia S.A. e Energisa S.A., que renovaram os contratos entre 2015 e 2017. Os indicadores de qualidade dos serviços da EDP Espírito Santo, medidos pelos índices de DEC (Duração Equivalente de Interrupção por Unidade Consumidora) e FEC (Frequência Equivalente de Interrupção por Unidade Consumidora), estão atendendo aos limites regulatórios, com um colchão confortável, nos últimos anos. Isso, junto com o equilíbrio financeiro da concessão, são os principais aspectos considerados pelo regulador, a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), para outorga da renovação às concessionárias. Além disso, consideramos a expertise da EDP Brasil na operação da área de concessão no estado do Espírito Santo, bem como os investimentos que realizou nos últimos anos como incentivos que poderão contribuir para a renovação. Esperamos que a EDP Brasil solicite a renovação da concessão em 2022 e que a ANEEL tome a decisão em um prazo mínimo de 18 meses antes de a concessão expirar.

Perspectiva

A perspectiva estável dos nossos ratings de emissor da EDP Espírito Santo e da EDP São Paulo indica aquela do rating de crédito soberano do Brasil, cujos ratings limitam aqueles atribuídos a ambas as empresas, considerando a natureza regulada de seus negócios.

Cenário de rebaixamento

Dado que limitamos os ratings da EDP Espírito Santo e da EDP São Paulo ao rating soberano, poderemos rebaixar os ratings de ambas as empresas se realizarmos a mesma ação nos ratings do Brasil nos próximos 12 meses. Atualmente, não esperamos um cenário nos próximos 12 meses que provoque um rebaixamento nos ratings das distribuidoras em decorrência de seus perfis de crédito individual (SACPs - *stand-alone credit profiles*). Contudo, um rebaixamento poderá ocorrer se acreditarmos que a controladora em última instância tem menos incentivos para fornecer suporte às suas operações no Brasil e se os indicadores de crédito da EDP Brasil se deteriorarem, levando o FFO sobre dívida para menos de 12% e a dívida sobre EBITDA para mais de 5,0x. Isso poderia resultar de custos de energia consistentemente mais altos se a seca persistir ao longo de 2022 ou devido a uma grande aquisição financiada por dívida.

Cenário de elevação

Uma elevação dos nossos ratings da EDP Espírito Santo na escala global nos próximos 12 meses estaria condicionada a uma ação de rating positiva no rating do Brasil, todos os demais fatores permanecendo inalterados. Além disso, poderemos elevar nossos ratings da EDP Espírito Santo na escala global se a controladora **EDP - Energias de Portugal** (EDP Portugal; BBB/Estável/A-2) prover suporte explícito às suas operações no Brasil. Quanto à Escala Nacional Brasil, a EDP Espírito Santo e a EDP São Paulo já são avaliadas na categoria mais alta.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- PIB do Brasil crescendo 5,1% em 2021, 1,8% em 2022 e 2,2% em 2023, em linha com nossas últimas premissas macroeconômicas publicadas em 30 de setembro de 2021, no artigo “*Economic Outlook Latin America Q4 2021: Settling Into The New Post-Pandemic Normal Of Slow Growth*”. Esperamos que o consumo de energia da EDP São Paulo e da EDP Espírito Santo aumente cerca de 5%-8% em 2021 e 2%-3% a partir de 2022, um pouco acima das nossas expectativas para o PIB brasileiro devido ao crescimento do

mercado livre de energia e a uma demanda por energia um pouco menor em 2020, dada a pandemia;

- Taxa de câmbio média no Brasil de R\$ 5,30 por US\$ 1 em 2021 e 2022, e de R\$ 5,37 por US\$ 1 em 2023;
- Em 2021, incorporamos os reajustes tarifários de 9,75% e 12,39% à EDP Espírito Santo e à EDP São Paulo, respectivamente, conforme aprovado pela ANEEL. Em 2022 e 2023, projetamos que as tarifas aumentarão de acordo com nossas expectativas de inflação de 8,1% e 4,0%, respectivamente;
- Vendas do segmento de distribuição crescendo entre 34%-36% em 2021 e entre 2%-5% nos anos seguintes, considerando o aumento da demanda e os reajustes tarifários. Em 2021, esperamos um aumento mais substancial das receitas como resultado do mecanismo de bandeiras tarifárias (projetamos cerca de R\$ 950 milhões em 2021 e R\$ 500 milhões em 2022);
- Custo médio de energia de R\$ 400 megawatt hora (MWh)-R\$ 420/MWh em 2021, afetado pela inflação, desvalorização do real versus o dólar norte-americano e aumento do custo e taxas de energia devido à seca. O custo de energia de Itaipu é atrelado ao dólar e responde por cerca de 18% das compras de energia das distribuidoras da EDP Brasil. A partir de 2022, esperamos uma redução gradual nos custos de energia, pressupondo uma melhora na hidrologia;
- GSF, que determina o nível de energia a ser entregue, de 73% em 2021 e 80% em 2022 e 85% em 2023. Apesar das secas, a EDP Brasil possui seguro contra hidrologia mais fraca e metade da sua produção de energia é proveniente de fontes térmicas, o que mitiga os riscos hidrológicos;
- Conclusão das obras das linhas de transmissão do grupo em 2021 e *ramp-up* ao longo de 2021 e 2022. Em termos *pro forma*, para a aquisição da CELG-T e a venda dos lotes 7, 11 e 24, projetamos RAP de R\$ 215 milhões em 2021, R\$ 680 milhões em 2022 e R\$ 850 milhões em 2023;
- Taxa básica de juros ao final do ano de 8,0% em 2021, 8,5% em 2022 e 7,0% a partir de 2023, impactando as despesas de juros do grupo;
- Capex de aproximadamente R\$ 2,0 bilhões em 2021, R\$ 1,6 bilhão em 2022 e R\$ 1,7 bilhão em 2023;
- Em 2021, incluímos as pequenas aquisições do grupo realizadas ao longo do ano nos segmentos de transmissão e geração distribuída que somam R\$ 210 milhões. No primeiro trimestre de 2022, incluímos a aquisição da CELG-T por aproximadamente R\$ 2 bilhões;
- Desinvestimento das linhas de transmissão (lotes 7, 11 e 24), conforme o anúncio da empresa. Projetamos um recebimento líquido de cerca de R\$ 900 milhões;
- Conclusão do programa de recompra de ações em abril de 2021 no valor de R\$ 342 milhões neste ano;
- Pagamento de dividendos de R\$ 586 milhões em 2021, conforme anunciado pela empresa, e percentual de 50% do lucro líquido do ano anterior a partir de 2022, em linha com a política de dividendos da EDP Brasil.

Principais Métricas

Principais Métricas*			
R\$ Milhões	2020e	2021p	2022p
Margem EBITDA (%)	21,2	22,0-24,0	24,0-26,0
Dívida sobre EBITDA (x)	3,3	4,0-4,5	3,0-3,5
FFO sobre dívida (%)	21,9	12,0-15,0	16,0-19,0

* Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings. e--Estimado. p--projetado. Nossos números ajustados incorporam os recursos, no valor total de R\$ 574 milhões, que a EDP São Paulo e a EDP Espírito Santo receberam em 2020 relativos à Conta-Covid.

Não incorporamos a venda das usinas hidrelétricas da EDP Brasil em nosso cenário-base porque as negociações ainda estão em andamento. Além disso, acreditamos que o grupo utilizará a maior parte dos recursos da venda para financiar o crescimento por meio de aquisições, principalmente nos segmentos de geração e transmissão, bem como para remunerar os acionistas, o que também não incorporamos em nossas projeções. Avaliaremos o impacto dos desinvestimentos e dos usos dos recursos em nossos ratings da EDP São Paulo e EDP Espírito Santo, os quais refletem nossa análise da qualidade de crédito da EDP Brasil, quando ocorrer o anúncio da conclusão das negociações.

Descrição da Empresa

A EDP São Paulo e a EDP Espírito Santo são duas distribuidoras de energia elétrica controladas pelo grupo EDP Brasil (não avaliada) que gera, distribui, comercializa e transmite eletricidade. A EDP São Paulo detém o monopólio de atendimento ao mercado cativo de 28 cidades do estado de São Paulo até outubro de 2028. Nos últimos 12 meses findos em 30 de junho de 2021, a EDP São Paulo distribuiu aproximadamente 15.650 gigawatt-hora (GWh) para seus quase 2 milhões de clientes. A EDP Espírito Santo detém o direito de monopólio de fornecimento de energia elétrica ao mercado cativo de 70 cidades do estado do Espírito Santo até julho de 2025, tendo distribuído 9.960 GWh de energia elétrica a seus 1,6 milhão de clientes no mesmo período. Dadas as características de monopólio dos serviços de distribuição de energia elétrica no Brasil, a participação de mercado não indica necessariamente eficiência, uma vez que as áreas de concessão são determinadas por contratos com o Poder Concedente – o Ministério de Minas e Energia.

O segmento de geração, que produz eletricidade por meio de energia hidrelétrica e térmica, é o maior contribuidor de fluxo de caixa do grupo, representando cerca de 55%-60% do EBITDA. Seu portfólio totaliza 2,32 GW de capacidade instalada (1,56 GW de energia assegurada), dos quais 720 MW são de geração térmica e o restante, hidrelétrica. Também possui participações não controladoras em três usinas hidrelétricas em operação: Cachoeira Caldeirão (219 MW), Jari (393 MW) e São Manoel (735.8 MW).

A EDP Brasil ingressou no segmento de transmissão em 2016, quando passou a participar de licitações para construção e operação de linhas de transmissão. A construção da maior parte das linhas que o grupo conquistou deverá ser concluída entre 2021 e 2022, quando a empresa começará a se beneficiar desses fluxos de caixa estáveis e previsíveis. Em termos *pro forma* para a aquisição da CELG-T e a venda atual dos lotes 7, 11 e 24, a EDP Brasil terá 2.236 km de linhas de transmissão, sendo 828 km em operação e o restante em construção ou licenciamento.

Linha de transmissão	Localização	Extensão (km)	Status	RAP atual*	RAP total*
Lote 24 (vendido)	Espírito Santo	113	Operacional	24,6	24,6
Lote 7 (vendido)	Maranhão	123	Operacional	66,8	66,8
Lote 11 (vendido)	Maranhão	203	Operacional	32,8	32,8
Lote 18	São Paulo e Minas Gerais	375	Em construção	--	205,2
Lote 21	Santa Catarina	484,5	Parcialmente operacional	48,8	171,8
Lote Q	Santa Catarina e Rio Grande do Sul	142	Parcialmente operacional	18,4	45,8
Lote MGTE	Maranhão	133	Em construção	--	8,4
Lote 1	Acre e Rondônia	395	Em fase de licenciamento	--	38,6
CELG-T	Goíás e Mato Grosso do Sul	755,5	Operacional	216,4	216,4

*RAP—Receita Anual Permitida

Comparação com os pares

Escolhemos os pares que também operam no setor energético brasileiro, como a CPFL Energia S.A., a Neoenergia S.A., e a Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG, que operam nos segmentos de distribuição, geração e transmissão. Quando comparada aos grupos, vemos que a EDP Brasil como a mais exposta ao segmento de geração, o que poderia ser de maior risco se o grupo não tivesse já contratado seguro hidrológico. Contudo, esperamos que a contribuição de caixa da EDP Brasil de renováveis regulados e não convencionais aumentem nos próximos anos, tornando-se mais em linha com os de seus pares, os quais da mesma forma que a EDP Brasil também estão buscando crescimento orgânico e por aquisições. Apesar disso, esperamos que as métricas de crédito da EDP Brasil permaneçam em linha com as da CPFL, a qual avaliamos como significativa.

Comparação com os pares - EDP Energias do Brasil S.A,

	EDP Energias do Brasil S.A.	CPFL Energia S.A.	Neoenergia S.A.	Companhia Energetica de Minas Gerais S.A. - CEMIG
Ratings de emissor em moeda estrangeira	--	--	BB-/Estável/--	BB-/Estável/--
Ratings de emissor em moeda local	--	--	BB-/Estável/--	BB-/Estável/--
Ratings na Escala Nacional Brasil	--	brAAA/Estável/--	brAAA/Estável/--	brAA+/Estável/--
Período	Anual	Anual	Anual	Anual
Fim do período	2020-12-31	2020-12-31	2020-12-31	2020-12-31
Milhões	R\$	R\$	R\$	R\$
Receita	12.673	28.699	25.449	24.416
EBITDA	2.683	6.937	5.782	6.585
Geração interna de caixa (FFO)	1.915	5.428	4.278	5.260
Juros	780	1.221	1.484	1.703
Juros-caixa pagos	372	791	948	1.085
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	1.779	6.331	3.543	8.609
Investimentos (capex)	1.444	2.641	4.732	1.538
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	335	3.691	(1.189)	7.072
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	(89)	1.574	(1.656)	6.473
Caixa e investimentos de curto prazo	2.890	5.791	5.076	5.041
Caixa disponível bruto	2.890	5.791	5.076	5.041
Dívida	8.762	16.365	19.730	19.457
Patrimônio líquido	11.256	14.236	21.509	17.477
Margem EBITDA (%)	21,2	24,2	22,7	27,0
Retorno sobre capital (%)	13,6	19,5	10,7	15,7
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,4	5,7	3,9	3,9
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	6,2	7,9	5,5	5,8
Dívida/EBITDA (x)	3,3	2,4	3,4	3,0
FFO/dívida (%)	21,9	33,2	21,7	27,0
OCF/dívida (%)	20,3	38,7	18,0	44,2
FOCF/dívida (%)	3,8	22,6	(6,0)	36,3
DCF/dívida (%)	(1,0)	9,6	(8,4)	33,3

Risco de Negócios

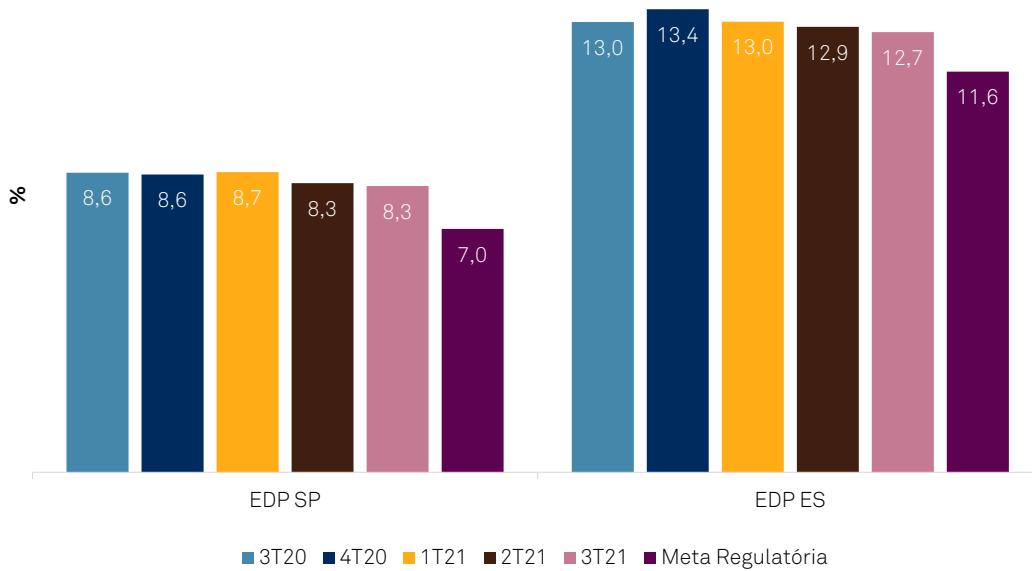
Vemos o marco regulatório no Brasil como benéfico em termos de crédito. A ANEEL é responsável por fixar as tarifas para as empresas de distribuição e transmissão. As tarifas são fixadas de forma a remunerar os investimentos realizados na área de concessão. Definir as tarifas para transmissoras é mais simples, uma vez que estas recebem suas receitas de acordo com sua disponibilidade ao sistema. Como as distribuidoras operam atualmente sob o modelo de repasse de custos, juntamente com a remuneração de seus investimentos, elas têm reajustes tarifários de cada três a cinco anos (dependendo do contrato de concessão). Os reajustes tarifários permitem às empresas repassar aos clientes os gastos com energia elétrica incorridos e despesas gerais e administrativas, que são indexadas à inflação.

Acreditamos que as geradoras de energia tendem a mitigar a volatilidade do fluxo de caixa por meio de contratos de venda de energia de longo prazo para distribuidoras e clientes de grande porte. O segmento de geração da EDP Brasil possui uma base diversificada de ativos com usinas hidrelétricas e termelétricas, combinando PPAs de curto e longo prazo firmados no mercado livre e regulado, respectivamente. Em 2016, a EDP Brasil aderiu a uma lei que protege sua geração dos riscos hidrológicos sempre que o GSF cair abaixo de 92%, o que ajuda a tornar o fluxo de caixa mais previsível. Para o mercado livre, a empresa mantém cerca de 15% de sua energia assegurada não contratada, reforçando uma estratégia conservadora de hedge de energia. No entanto, a menor demanda por energia decorrente dos impactos da pandemia reduziu os contratos bilaterais da EDP ao longo de 2020. No primeiro semestre de 2021, a empresa reportou volumes estáveis quando comparados ao mesmo período de 2020. Apesar disso, acreditamos que os preços de energia mais elevados devido à escassez de chuvas devem mitigar a redução de volumes no segundo semestre de 2021.

A base de clientes das distribuidoras da EDP Brasil é constituída essencialmente de clientes industriais, que representam cerca de 48% e 38% da energia distribuída pela EDP São Paulo e EDP Espírito Santo, respectivamente. Clientes industriais, assim como os comerciais (16% do total de energia distribuída), são mais suscetíveis às crises econômicas quando comparados aos clientes residenciais (entre 26%-28% do portfólio de clientes do grupo EDP). Observamos que a procura por energia nas áreas de concessão da EDP Brasil se recuperou, principalmente nas classes industrial e comercial, após uma queda de 6,5% e 10,8%, respectivamente, em 2020.

Ambas as distribuidoras não estão significativamente expostas aos preços do mercado spot ou a um fornecedor específico, exceto Itaipu (que não consideramos um risco). Após os investimentos realizados nos últimos anos, as distribuidoras da EDP Brasil estão aprimorando as métricas de qualidade em suas áreas de concessão, com DEC e FEC dentro dos limites regulatórios. No entanto, as perdas de energia na EDP Espírito Santo são consistentemente superiores aos limites regulatórios da área de concessão, portanto a defasagem entre as perdas regulatórias e as efetivas não são repassadas para as tarifas. No entanto, o aumento das perdas nos últimos trimestres reflete não apenas as más condições climáticas, mas também a proibição temporária de desligar consumidores inadimplentes durante a pandemia e menor fiscalização locais devido às medidas de distanciamento social. Acreditamos que nos próximos trimestres o grupo se beneficiará da retomada do plano de combate às perdas, incluindo inspeções de campo, substituições de medidores antigos, blindagem da rede e medições remotas.

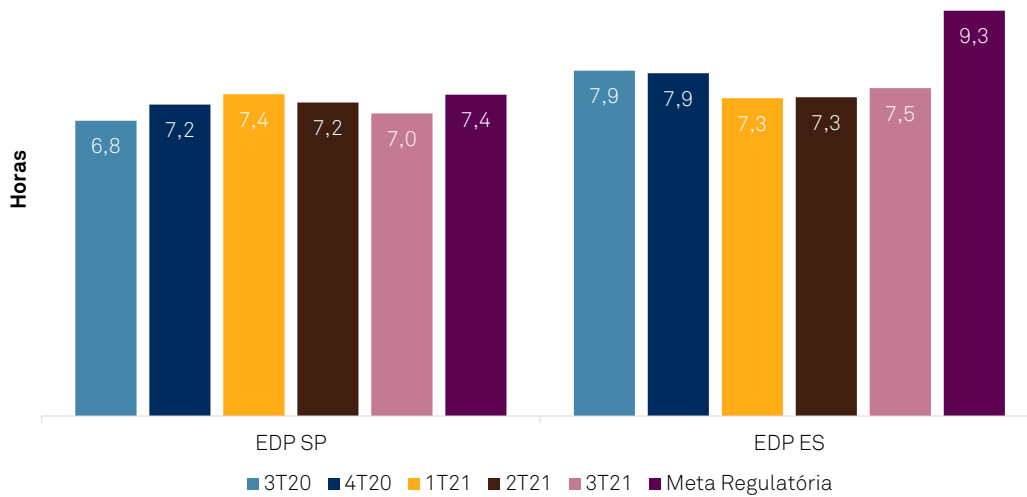
Gráfico 1- Perdas totais da EDP São Paulo e EDP Espírito Santo



Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

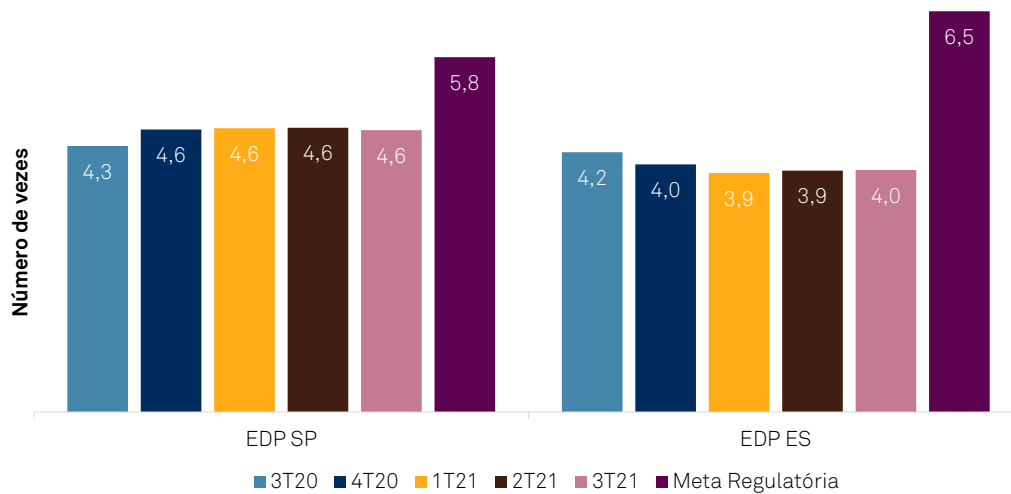
Gráfico 2 - Duração Equivalente das Interrupções (DEC) da EDP São Paulo e EDP Espírito Santo



Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Gráfico 3 - Frequência Equivalente de Interrupções (FEC) da EDP São Paulo e EDP Espírito Santo



Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

O reajuste tarifário aprovado e implementado pela ANEEL na EDP Espírito Santo e EDP São Paulo foi de 9,75% e 12,39%, com vigência em 7 de agosto de 2021 e 23 de outubro de 2021, respectivamente. Devido ao aumento dos custos não gerenciáveis em 2020, em abril de 2021, a ANEEL implementou diversas medidas para ajustar as tarifas das distribuidoras brasileiras, visando um aumento abaixo de 10%. Para as distribuidoras da EDP Brasil, as principais ações incluíram a reversão parcial dos recursos da Conta-Covid, a devolução do crédito tributário aos consumidores e o diferimento da parcela B, que remunera o custo de capital das distribuidoras, para o próximo ciclo tarifário em 2022. Em nossa visão, o diferimento foi acordado tanto pela ANEEL quanto pela EDP Brasil, e o contrato de concessão está sendo preservado. Porém, monitoraremos a execução de novos diferimentos e seus impactos sobre as operações das distribuidoras do grupo, sobretudo ao longo de 2022, que é um ano eleitoral.

Risco Financeiro

Esperamos que as métricas de crédito da EDP Brasil piorem em 2021 pela seca, afetando principalmente o custo da energia adquirida por suas distribuidoras. Em 2020, embora os impactos negativos da pandemia tenham se traduzido em menor demanda por energia nos segmentos de distribuição e geração e aumento da inadimplência, a EDP São Paulo e a EDP Espírito Santo receberam cerca de R\$ 574 milhões em recursos da Conta-Covid, que foi um programa de financiamento *off-balance* para lidar com o aperto de liquidez entre as distribuidoras que estavam sofrendo com as consequências da pandemia.

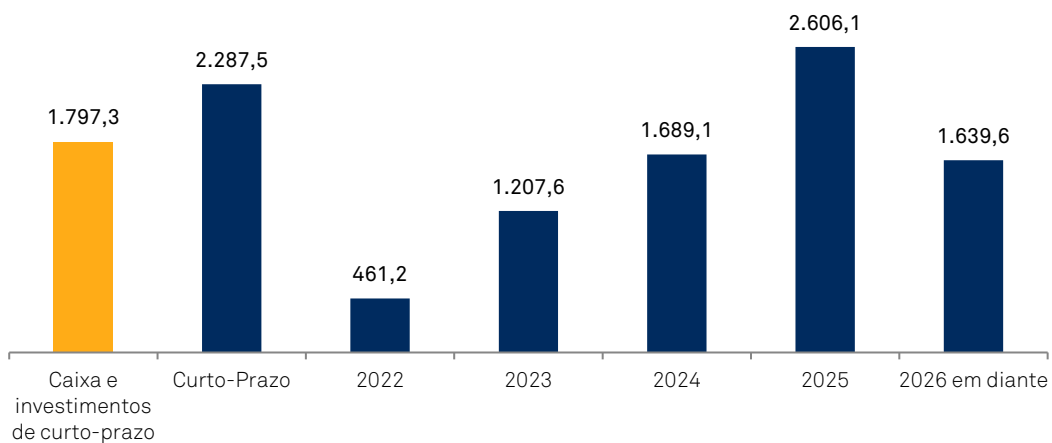
Além disso, incorporamos em nossa análise financeira o grande plano de capex da EDP Brasil (R\$ 10 bilhões) para os próximos cinco anos e um percentual de dividendos de 50%, em linha com a política do grupo. Dessa forma, esperamos que a EDP Brasil registre uma dívida líquida sobre EBITDA de 4,0x-4,5x e FFO sobre dívida de 12%-15% em 2021 e depois melhorando, respectivamente, para 3,0x-3,5x e 16%-19% em 2022. Isso seguiria o *ramp-up* das linhas de

transmissão da EDP Brasil, a melhora nas condições hidrológicas no próximo ano e a estratégia de negócios do grupo em relação a seu crescimento, incluindo as recentes aquisições e desinvestimentos.

Vencimentos de dívida

A EDP Brasil possuía o seguinte cronograma de vencimento da dívida consolidada em 30 de setembro de 2021:

Gráfico 4 - Cronograma de amortização de dívida (em 30 de setembro de 2021, em R\$ milhões)



Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Resumo Financeiro

Fim do período	31-Dez-2015	31-Dez-2016	31-Dez-2017	31-Dez-2018	31-Dez-2019	31-Dez-2020
Período do reporte	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r
Moeda	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Receitas	9.673	10.048	11.218	12.906	12.373	12.673
EBITDA	1.832	3.270	1.820	2.564	2.878	2.683
Geração interna de caixa (FFO)	1.046	2.100	985	1.827	2.010	1.915
Despesas com juros	703	789	714	675	786	780
Juros-caixa pagos	626	708	636	452	489	372
Fluxo de caixa operacional (OCF)	942	1.623	741	1.307	2.049	1.779
Investimentos (capex)	406	607	758	1.084	2.189	1.444
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	536	1.016	(17)	223	(139)	335
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	220	454	(442)	(300)	(715)	(89)
Caixa e investimentos de curto prazo	1.150	2.018	1.716	2.378	2.774	2.890
Caixa disponível bruto	1.150	2.018	1.716	2.378	2.774	2.890
Dívida	7.085	5.804	6.985	7.388	7.687	8.762
Patrimônio líquido	7.488	8.985	9.038	9.675	10.332	11.256
Índices ajustados						
Margem EBITDA (%)	18,9	32,5	16,2	19,9	23,3	21,2
Retorno sobre capital (%)	17,5	21,4	9,1	14,8	14,3	13,6
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	2,6	4,1	2,5	3,8	3,7	3,4
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	2,7	4,0	2,5	5,0	5,1	6,2
Dívida/EBITDA (x)	3,9	1,8	3,8	2,9	2,7	3,3
FFO/dívida (%)	14,8	36,2	14,1	24,7	26,2	21,9
OCF/dívida (%)	13,3	28,0	10,6	17,7	26,7	20,3
FOCF/dívida (%)	7,6	17,5	(0,2)	3,0	(1,8)	3,8
DCF/dívida (%)	3,1	7,8	(6,3)	(4,1)	(9,3)	(1,0)

r-Realizado

Reconciliação dos montantes reportados pela EDP Energias do Brasil S,A, com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ Milhões)

	Dívida	Capital dos acionistas	Receitas	EBITDA	Lucro operacional	Despesas com juros	EBITDA ajustado pela S&PGR	Fluxo de caixa operacional	Dividendos	Capex
Ano financeiro	Dez-31-2020									
Montantes reportados pela empresa	9.035	10.121	14.984	3.073	2.813	711	2.683	2.092	424	1.444
Impostos-caixa pagos	-	-	-	-	-	-	(396)	-	-	-
Juros-caixa pagos	-	-	-	-	-	-	(372)	-	-	-
Caixa acessível e investimentos líquidos	(2.890)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado (despesas) de empresas não consolidadas	-	-	-	(80)	-	-	-	-	-	-
Lucro não operacional (despesa)	-	-	-	-	87	-	-	-	-	-
Reclassificação de juros e fluxos de caixa de dividendos	-	-	-	-	-	-	-	(313)	-	-
Participação dos não controladores/Participação minoritária	-	1.135	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida: Garantias	1.301	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida: Remuneração de trabalhadores /autosseguro	953	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida: Passivos tributários	364	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Receitas: Outros	-	-	(2.311)	(2.311)	(2.311)	-	-	-	-	-
COGS* - Itens não operacionais não recorrentes	-	-	-	1.773	1.773	-	-	-	-	-
EBITDA - Ganhos/(Perdas) sobre disposições de propriedade, planta e equipamento (PP&E)	-	-	-	94	94	-	-	-	-	-
EBITDA: Outros	-	-	-	134	134	-	-	-	-	-
Despesas com juros: Outros	-	-	-	-	-	69	-	-	-	-
Capital de giro: Impostos	-	-	-	-	-	-	-	396	-	-
Capital de giro: Outros	-	-	-	-	-	-	-	113	-	-

OCF: Impostos	-	-	-	-	-	-	-	(396)	-	-
OCF: Outros	-	-	-	-	-	-	-	(113)	-	-
Ajustes totais	(272)	1.135	(2.311)	(390)	(223)	69	(768)	(313)	0	0
Montantes ajustados pela S&P Global Ratings	Dívida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	EBIT	Despesas com juros	FFO	OCF	Dividendos	Capex
	8.762	11.256	12.673	2.683	2.590	780	1.915	1.779	424	1.444

Liquidez

Avaliamos a liquidez da EDP Brasil como adequada. Esperamos que as fontes de liquidez do grupo superem os usos em 20% nos próximos 12 meses. Além disso, esperamos que a diferença entre as fontes e os usos de caixa permaneça positiva, mesmo que o EBITDA projetado caia 15% em relação ao nosso cenário-base. Apesar dos vencimentos significativos nos próximos 12 meses, esperamos que a posição de caixa da EDP Brasil combinada com sua geração de caixa seja mais do que suficiente para cobri-los. Além disso, o grupo possui relacionamento consolidado com bancos e amplo acesso ao mercado de dívida, conforme evidenciado pela captação de mais de R\$ 3,3 bilhões no primeiro semestre de 2021 (e amortização de quase R\$ 2,3 bilhões).

Além disso, acreditamos que o grupo EDP Brasil possui mecanismos apropriados para enfrentar eventos de alto impacto e baixa probabilidade com necessidade limitada de refinanciamento. Por exemplo, durante a pandemia, o grupo reduziu o pagamento de dividendos de 47,59% para 27,81% da receita líquida, e postergou os investimentos de suas linhas de transmissão devido ao avanço das obras em relação ao cronograma do regulador.

Principais fontes de liquidez

- R\$ 1,8 bilhão em caixa e equivalentes de caixa em 30 de setembro de 2021;
- R\$ 1,9 bilhão em FFO-caixa nos próximos 12 meses;
- Recursos líquidos da venda das linhas de transmissão de R\$ 900 milhões.

Principais usos de liquidez

- R\$ 2,3 bilhões em vencimentos de dívidas nos próximos 12 meses, até 30 de setembro de 2021;
- Cerca de R\$ 800 milhões em capex de manutenção;
- Pagamento de dividendos de 50% do lucro líquido do ano anterior, seguindo a política de dividendos do grupo.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Expectativa de cumprimento

Esperamos que a EDP São Paulo e a EDP Espírito Santo continuem cumprindo com seus *covenants* financeiros nos próximos três anos, com um colchão de pelo menos 15%. A metodologia de cálculo do *covenant* é diferente das métricas de crédito que consideramos, porque as métricas financeiras relacionadas às debêntures excluem o impacto das provisões no EBITDA da empresa e incluem a conta regulatória. Portanto, as métricas de crédito que mencionamos neste relatório não refletem nossa expectativa de cumprimento dos *covenants* das empresas.

Exigências

Tanto a EDP Espírito Santo como a EDP São Paulo têm *covenants* financeiros em algumas de suas obrigações de dívidas bancárias e em suas debêntures, os quais limitam o indicador de dívida líquida sobre EBITDA ajustado das subsidiárias a 3,5x, medido trimestralmente de acordo com as demonstrações financeiras individuais.

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

Acreditamos que um dos aspectos mais importantes em nossa análise da EDP Brasil é o fator social, pois uma interrupção na distribuição de energia elétrica afeta a população. A EDP Espírito Santo e a EDP São Paulo têm determinadas exigências a cumprir em termos de duração máxima e frequência das interrupções do serviço e, se não forem atendidas, os fluxos de caixa serão prejudicados. Além disso, a EDP Brasil opera a termelétrica Pecém I (não avaliada), cujo combustível é o carvão mineral. Observamos que essa usina tem um impacto ambiental maior em relação às usinas de energia renovável e termelétricas a gás. Apesar disso, a EDP Brasil possui um plano de descarbonização de longo prazo para o grupo desconsolidar as operações de Pecém I até 2025 e se tornar neutro em carbono até 2030. Além disso, a EDP investirá cerca de R\$ 3 bilhões nos próximos cinco anos (30% do seu plano de capex) em geração solar, o que posiciona o grupo favoravelmente em termos de transição energética.

Influência do Grupo

A EDP São Paulo e a EDP Espírito Santo são subsidiárias core da EDP Brasil, dado que esta detém o controle integral de ambas as empresas e o segmento de distribuição representa cerca de 40%-45% do EBITDA total do grupo. A EDP Brasil responde por aproximadamente 20% das receitas consolidadas da EDP Portugal, que opera principalmente em Portugal, Espanha, Estados Unidos, Canadá e Brasil.

Tabela de Classificação de Ratings

EDP Espírito Santo Distribuição de Energia S.A.	
Rating de emissor em moeda estrangeira	BB-/Estável/--
Rating na Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de negócio	Satisfatória
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Satisfatória
Risco financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Âncora	bb+
Modificadores	
Diversificação/efeito-portfólio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Adequada
Administração e governança	Satisfatória
Análise de ratings comparáveis	Neutra
Perfil de crédito individual (SACP - <i>stand-alone credit profile</i>)	bb+
Status de grupo para a EDP Brasil	Core

EDP São Paulo Distribuição de Energia S.A.	
Rating na Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de negócio	Satisfatório
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Satisfatória
Risco financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Modificadores	
Diversificação/efeito-portfólio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Adequada
Administração e governança	Satisfatória
Análise de ratings comparáveis	Neutra
Status de grupo para a EDP Brasil	Core

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 para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site 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. Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Critério Geral: Princípios ambientais, sociais e de governança nos ratings de crédito](#), 10 de outubro de 2021
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [Critério Geral: Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Principais Fatores de Crédito para a Indústria de Energia e Gás Não Regulada](#), 28 de março de 2014
- [Principais fatores de crédito para a indústria de concessionárias de serviços de utilidade pública reguladas](#), 19 de novembro de 2013
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011

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 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.

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.