

Fitch Afirma Rating 'AA(bra)' da 4ª Emissão de Debêntures de São Manoel; Perspectiva Estável

Fitch Ratings – Sao Paulo, 30 de Agosto de 2019: A Fitch Ratings afirmou, hoje, o Rating Nacional de Longo Prazo 'AA(bra)' da quarta emissão de debêntures da Empresa de Energia São Manoel S.A. (São Manoel), no montante de BRL340 milhões e vencimento em junho de 2033. A Perspectiva do rating é Estável.

PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

Sumário

O rating da quarta emissão de debêntures de São Manoel reflete os contratos de venda de energia de longo prazo a preços fixos, o limitado risco de operação e manutenção do projeto e a mitigação do risco hidrológico, devido à adesão do projeto ao Mecanismo de Realocação de Energia (MRE). O rating também considera a conservadora posição de energia contratada (89,4% de sua garantia física), que funciona como colchão contra estresses relativos ao risco hidrológico e ao Generation Scaling Factor (GSF). A estrutura da dívida é adequada e padrão para este tipo de ativo, tendo como ponto fraco o descasamento entre a taxa de juros de longo prazo (TJLP) do financiamento do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e o Índice de Preços ao Consumidor - Amplo (IPCA), índice de correção das receitas.

Os cenários da Fitch estimam necessidades adicionais de capital até 2021, o que limita o rating à qualidade de crédito do acionista mais fraco até o completion físico e financeiro do projeto, de acordo com a estrutura de garantias corporativas não solidárias da dívida. Após o completion físico e financeiro, cuja expectativa é que ocorra em 2022, o Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (Debt Service Coverage Ratio - DSCR) médio, de 1,27 vez (2022 - 2029) no cenário de rating da Fitch, é compatível com ratings mais altos para projetos de energia renovável 100% contratados.

Risco de Ramp-Up Mitigado Por Fianças Corporativas [Risco de Completion: Forte]

O projeto encontra-se 100% operacional desde abril de 2018. Até o completion físico e financeiro do projeto, quando certas condições precisam ser atendidas, as debêntures contam com garantias corporativas não solidárias de Furnas Centrais Elétricas S.A. (Furnas, Rating Nacional de Longo Prazo 'AA(bra)', Perspectiva Estável), EDP - Energias do Brasil S.A. (EDP Brasil, não avaliada) e China Three Gorges Brasil Energia Ltda. (CTG Brasil, não avaliada) no projeto. As fianças garantem de forma irrevogável todos os pagamentos de juros e principal, mitigando eventuais riscos de ramp-up. As garantias não são solidárias e, portanto, o rating reflete a qualidade de crédito do acionista mais fraco.

Risco Operacional Limitado [Risco Operacional - Médio]

São Manoel apresenta uma estrutura híbrida: conta com uma equipe numerosa, responsável pela manutenção e operação local do projeto, e compartilha funcionários com o centro de operações e a estrutura corporativa da EDP Brasil, permitindo ganhos de escala com os ativos de geração desta empresa. Usinas hidrelétricas são projetos operacionalmente simples, e os custos de São Manoel são comparáveis aos do portfólio da Fitch: BRL7,9/MWh, contra uma média de BRL7,6/MWh. Ainda assim, os cenários da agência assumem custos equivalentes ao máximo da carteira, uma vez que não há relatório de engenheiro independente (IE) para validar as premissas do emissor. O projeto não possui conta reserva para operação e manutenção.

Exposição ao GSF [Risco de Receita - Volume: Médio]

São Manoel participa do MRE, o que mitiga seu risco hidrológico. Caso não consiga honrar a energia comercializada, mas o MRE, sim, a exposição será valorada pela Taxa de Otimização do Sistema (TEO). Como o projeto vendeu apenas 89,4% de sua garantia física, ele naturalmente mitiga sua exposição ao GSF, pois a energia não contratada funciona como um colchão quando há necessidade de recomposição de lastro. Além disso, o projeto aderiu ao mecanismo de repactuação do risco hidrológico ao contratar o produto SP 92, o que limitará sua exposição a penalidades de até 8% de sua garantia física no mercado regulado. Somando as duas proteções, o projeto torna-se neutro a exposições de GSF acima de 0,9.

PPAs a Preços Fixos de Longo Prazo [Risco de Receita - Preço: Médio]

São Manoel assinou contratos de venda de energia (power purchase agreements - PPAs) de longo prazo e preços fixos com 35 contrapartes no mercado regulado, que somam 68,2% de sua energia assegurada, e cujo risco de contraparte é considerado sistêmico pela Fitch. Além disso, vendeu 21,2% de sua energia assegurada a EDP Brasil, Furnas e CTG Brasil, por meio de PPAs de longo prazo. Todos os contratos são reajustados anualmente pela inflação.

Estrutura de Dívida Adequada [Estrutura de Dívida: Média]

As debêntures serão 100% amortizadas durante o prazo da dívida e pari passu com o financiamento de longo prazo do BNDES. As debêntures também contemplam conta reserva de seis meses para o serviço da dívida. O descasamento da TJLP, que indexa o financiamento do BNDES, ao índice de correção das receitas, é um dos pontos fracos da estrutura. Até o completion financeiro, as debêntures são 100% cobertas por garantias corporativas não solidárias dos acionistas do projeto.

Perfil Financeiro

O projeto apresenta DSCRs abaixo de 1,10 vez até 2020 nos cenários da Fitch, que consideram estresses de despesas operacionais e GSF. Após o completion físico e financeiro, o perfil de DSCR é mais forte: média de 1,39 vez e 1,27 vez de 2022 a 2029 nos cenários base e de rating, respectivamente, consistentes com ratings mais elevados. De 2030 a 2033, os DSCRs no cenário de rating são acima de 1,6 vez. Adicionalmente, o projeto apresenta breakeven de GSF de 0,85, que ocorreria em 2028.

Análise de Pares

Os pares mais próximos de São Manoel são a Companhia Energética Sinop S.A. (Sinop, Rating Nacional de Longo Prazo da segunda emissão de debêntures 'AA(bra)'/Estável) e Ferreira Gomes Energia S.A. (Ferreira Gomes, Rating Nacional de Longo Prazo da terceira emissão de debêntures 'AA+(bra)' (AA mais (bra))/Estável). Os DSCRs médios de São Manoel (1,27 vez no cenário de rating) são mais próximos aos de Ferreira Gomes (1,26 vez no cenário de rating). No entanto, sua classificação é limitada, no curto prazo, pela necessidade de aporte até 2021, no cenário de rating. Sinop, por sua vez, apresenta métricas de longo prazo mais robustas que ambos os pares após o completion financeiro, devido ao menor volume de energia contratada, o que o torna menos exposto ao GSF.

SENSIBILIDADE DO RATING

Desenvolvimentos que podem, individual ou coletivamente, levar a uma ação de rating negativa incluem:

- Alterações na visão da Fitch sobre a qualidade de crédito dos garantidores;
- Perfil de DSCR consistentemente abaixo de 1,15 vez.

Desenvolvimentos que podem, individual ou coletivamente, levar a uma ação de rating positiva incluem:

- Alterações na visão da Fitch sobre a qualidade de crédito dos garantidores, além de fundamentos de crédito do projeto compatíveis com esta nova avaliação.

PERFORMANCE DO PROJETO

Em 2018, São Manoel apresentou receitas líquidas e EBITDA de BRL335,8 milhões e BRL168,5 milhões, respectivamente, em linha com o cenário-base da Fitch. De janeiro a junho de 2019, a companhia gerou receitas líquidas de BRL217,2 milhões e EBITDA de BRL96,9 milhões. Apesar de a geração de receitas estar acima das previstas nos cenários da Fitch, por conta de um GSF médio de 1,2 no mesmo período, o EBITDA ficou em linha com o esperado pela agência, principalmente pela compra de aproximadamente BRL 51 milhões de energia, devido à sazonalidade da geração no período e a operações para liquidar créditos na Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE). No mesmo período, a companhia recebeu BRL9 milhões em aportes de capital.

Em junho de 2019, São Manoel possuía BRL168,8 milhões entre caixa não restrito e contas reservas, e dívida líquida de BRL1,7 bilhão.

Em março de 2019, a CTG Brasil optou por não renovar a fiança emitida pelo Banco ABC Brasil S.A. (Rating Nacional de Longo Prazo 'AAA(bra)', Perspectiva Estável), que garantia sua participação de 33,33%, de acordo com os documentos da emissão. Com isso, a participação da CTG Brasil está sendo garantida por fiança corporativa da companhia, mas essa alteração não impacta a classificação.

Em junho, os credores do projeto aprovaram a liberação da Conta Reserva Adicional do projeto, a ser substituída por fiança bancária por um ano, sem impacto no rating. Com isso, a conclusão financeira somente será atestada quando a conta reserva for novamente preenchida com caixa da companhia.

PERFIL DO PROJETO

São Manoel é uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) constituída para construir, operar e manter a usina hidrelétrica de São Manoel por 35 anos, de acordo com o contrato de concessão assinado em abril de 2014.

A usina tem capacidade instalada de 700,0MW e garantia física de 424,5MW, localizando-se na divisa do Pará com o Mato Grosso, no Rio Teles Pires. O projeto iniciou sua operação comercial em dezembro de 2017 e está 100% operacional desde abril de 2018.

A SPE comercializou 89,4% de sua garantia física através de PPAs no Ambiente de Contratação Regulada - ACR (289,5MW médios por BRL83,49/MWh - preços de dezembro de 2013) e no Ambiente de Contratação Livre - ACL (90MW médios por BRL130/MWh - preços de maio de 2017).

ANÁLISE FINANCEIRA

As premissas dos cenários base e de rating da Fitch refletem projeções macroeconômicas de Índice de Preços ao Consumidor - Amplo (IPCA) e de Certificado de Depósito Interbancário (CDI) atualizadas conforme o relatório Global Economic Outlook, publicado pela agência em junho de 2019. A premissa de TJLP considera 6,6% ao ano em 2019 e 6,0% ao ano a partir de 2020.

O cenário-base considera GSF e preço de liquidação de diferença - PLD (em termos nominais) de, respectivamente, 0,84 e BRL230,3/MWh (2019); 0,88 e BRL169,7/MWh (2020); 0,94 e BRL159,0/MWh (2021); e 0,94 e BRL146,6/MWh (2022), e GSF de 0,94 a partir de então e um PLD médio de BRL218,0/MWh de 2023 a 2033. Os custos de operação e manutenção, além de despesas gerais, foram estressados 15% acima das premissas da companhia.

O cenário de rating considera GSF e PLD (em termos nominais) de, respectivamente, 0,84 e BRL269,1/MWh (2019); 0,88 e BRL367,5/MWh (2020); 0,89 e BRL336,0/MWh (2021); e 0,90 e BRL345,9/MWh (2022), e GSF de 0,90 a partir de então e um PLD médio de BRL 419,0/MWh de 2023 a 2033. Os custos de operação e manutenção, além das despesas gerais, foram estressados 30,0% acima das premissas da companhia. O investimento em manutenção foi estressado 10% acima das premissas da companhia.

No cenário-base da Fitch, os DSCRs mínimo e médio são de 1,27 vez (em 2022) e de 1,39 vez, respectivamente, de 2022 a 2029. Já no cenário de rating, os DSCRs mínimo e médio são de 1,17 vez (em 2022) e 1,27 vez, respectivamente.

Detalhes da Emissão

A quarta emissão de debêntures de São Manoel, de BRL340 milhões, em série única, tem vencimento em junho de 2033. Os pagamentos de juros e principal são semestrais, com início em junho de 2019.

As debêntures compartilham todas as garantias com o financiamento de BRL1,314 bilhão contratado ao BNDES.

Contatos:

Analista principal
Bruno Pahl
Diretor
Fitch Ratings Brasil Ltda.
+55-11-4504-2204
Alameda Santos, 700 - 7º andar - Cerqueira César
São Paulo - SP - CEP: 01418-100

Analista secundária
Alessandra Braga
Analista sênior

RIO DE JANEIRO

Av. Barão de Tefé, 27, Sala 601, 6º andar, Saúde - Rio de Janeiro - RJ - Brasil - CEP 20220-460 - Tel.: (5521) 4503-2600 - Fax: (5521) 4503-2601

SÃO PAULO

Alameda Santos, 700, 7º andar, Cerqueira César - São Paulo - SP - Brasil - CEP 01418-100 - Tel.: (5511) 4504-2600 - Fax: (5511) 4504-2601

+55-11-4504-2203

Presidente do comitê de rating
Marta Veloso
Diretora sênior
+55-11-4504-2618

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS:

A presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Instrução CVM nº 521/12.

As informações utilizadas nesta análise são provenientes da Empresa de Energia São Manoel S.A e do Banco ABC Brasil 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

Empresa de Energia São Manoel S.A.:

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 3 de agosto de 2018.

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 5 de setembro de 2018.

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 sua página na Internet, no endereço eletrônico:

https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:015e95de-5c3f-41c8-b679-b47388194d17/cvm_form_referencia_2018.pdf

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 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:

RIO DE JANEIRO

Av. Barão de Tefé, 27, Sala 601, 6º andar, Saúde – Rio de Janeiro – RJ – Brasil - CEP 20220-460 – Tel.: (5521) 4503-2600 – Fax: (5521) 4503-2601

SÃO PAULO

Alameda Santos, 700, 7º andar, Cerqueira César – São Paulo – SP – Brasil – CEP 01418-100 – Tel.: (5511) 4504-2600 – Fax: (5511) 4504-2601

-- Metodologia de Rating para Infraestrutura e Financiamento de Projetos (27 de julho de 2018).

Outra Metodologia Relevante:

-- Renewable Energy Rating Criteria (26 de fevereiro de 2019).

Relações com a mídia: Jaqueline Carvalho, Rio de Janeiro, Tel: +55 21 4503 2623, O email jaqueline.carvalho@thefitchgroup.com

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](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ALÉM DISSO, AS DEFINIÇÕES E OS TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM WWW.FITCHRATINGS.COM. OS RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS PUBLICADOS ESTÃO PERMANENTEMENTE DISPONÍVEIS NESTE SITE. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH E AS POLÍTICAS DE CONFIDENCIALIDADE, CONFLITOS DE INTERESSE; SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL) DE AFILIADAS, COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO "CÓDIGO DE CONDUTA". A FITCH PODE TER FORNECIDO OUTRO SERVIÇO AUTORIZADO À ENTIDADE CLASSIFICADA OU A PARTES RELACIONADAS. DETALHES SOBRE ESSE SERVIÇO PARA RATINGS PARA O QUAL O ANALISTA PRINCIPAL ESTÁ BASEADO EM UMA ENTIDADE DA UNIÃO EUROPEIA PODEM SER ENCONTRADOS NA PÁGINA DO SUMÁRIO DA ENTIDADE NO SITE DA FITCH.

Copyright © 2019 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall St, NY, NY 10004. Telefone: 1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Ao atribuir e manter ratings e ao fazer outros relatórios (incluindo informações sobre projeções), a Fitch conta com informações factuais que recebe de emissores e underwriters e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch realiza uma apuração adequada das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém razoável verificação destas informações de fontes independentes, à medida que estas fontes estejam disponíveis com determinado patamar de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emissor esteja localizado, da disponibilidade e natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações pré-existentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings e relatórios da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating ou relatório serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir ratings e relatórios, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes,

RIO DE JANEIRO

Av. Barão de Tefé, 27, Sala 601, 6º andar, Saúde – Rio de Janeiro – RJ – Brasil - CEP 20220-460 – Tel.: (5521) 4503-2600 – Fax: (5521) 4503-2601

SÃO PAULO

Alameda Santos, 700, 7º andar, Cerqueira César – São Paulo – SP – Brasil – CEP 01418-100 – Tel.: (5511) 4504-2600 – Fax: (5511) 4504-2601

com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings e as projeções financeiras e outras informações são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e premissas sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings e as projeções podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado.

As informações neste relatório são fornecidas "tais como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião e os relatórios se apoiam em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings e relatórios são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhum indivíduo, ou grupo de indivíduos, é responsável isoladamente por um rating ou relatório. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser alterados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxação sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e underwriters para avaliar os títulos. Estes preços geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante um único pagamento anual. Tais valores podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e distribuição por meios eletrônicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizada para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.

Para a Austrália, Nova Zelândia, Taiwan e Coreia do Sul apenas: A Fitch Austrália Pty Ltd detém uma licença australiana de serviços financeiros (licença AFS nº337123.), a qual autoriza o fornecimento de ratings de crédito apenas a clientes de atacado. As informações sobre ratings de crédito publicadas pela Fitch não se destinam a ser utilizadas por pessoas que sejam clientes de varejo, nos termos da Lei de Sociedades (Corporations Act 2001).

POLÍTICA DE ENDOSSO - A abordagem da Fitch em relação ao endosso de ratings, de forma que os ratings produzidos fora da UE possam ser usados por entidades reguladas dentro da UE para finalidades regulatórias, de acordo com os termos da Regulamentação da UE com respeito às agências de rating, poderá ser encontrada na página Divulgações da Regulamentação da UE (EU Regulatory Disclosures) no endereço eletrônico www.fitchratings.com/site/regulatory. Ao status de endosso de todos os ratings Internacionais é informada no sumário da entidade de cada instituição classificada e nas páginas de detalhamento da transação de todas as operações de finanças estruturadas, no website da Fitch. Estas publicações são atualizadas diariamente.