



RATING ACTION COMMENTARY

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

Tue 18 Aug, 2020 - 2:30 PM ET

Fitch Ratings - São Paulo - 18 Aug 2020: 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 com vencimento em junho de 2033. A Perspectiva do rating é Estável.

PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

O rating da quarta emissão de debêntures da 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 sua adesão ao Mecanismo de Realocação de Energia (MRE). O rating também considera a conservadora posição de energia contratada (equivalente a 88,2% da garantia física do projeto), que funciona como colchão contra estresses relativos ao risco

hidrológico e ao Generation Scaling Factor (GSF). A estrutura da dívida é adequada, considerada padrão para este tipo de ativo.

Até o completion financeiro do projeto, São Manoel apresenta Índices de Cobertura do Serviço da Dívida (Debt Service Coverage Ratios - DSCRs) mais fracos, e esta exposição é 100% mitigada pela estrutura de garantias corporativas, o que limita o rating à classificação do garantidor mais fraco. Após o completion financeiro, que deve ocorrer em 2022, o DSCR médio no cenário de rating da Fitch, de 1,25 vez de 2022 a 2029, é compatível com ratings mais altos para projetos de energia renovável 100% contratados.

A pandemia do coronavírus e as medidas governamentais de contenção relacionadas a esta, tomadas por governos em todo o mundo, criam, a curto prazo, um ambiente global de incerteza para o setor de energia. Embora as informações operacionais da São Manoel, avaliadas por meio dos dados disponíveis mais recentes, não indiquem que o seu desempenho tenha sido comprometido, alterações significativas nas receitas e no perfil de custos estão ocorrendo no setor de energia. Os ratings da Fitch são de natureza prospectiva, e a agência irá monitorar os desenvolvimentos no setor como resultado da pandemia, no que se refere à sua gravidade e à duração. Além disso, a Fitch incorporará dados qualitativos e quantitativos revisados em seus cenários base e de rating, de acordo com as expectativas de desempenho e a avaliação dos principais riscos.

Risco Operacional Limitado (Risco Operacional - Médio)

São Manoel apresenta uma estrutura híbrida: conta com uma equipe numerosa, responsável pela manutenção e pela operação local do projeto, e compartilha funcionários com o centro de operações e a estrutura corporativa da EDP Energias do Brasil S.A. (EDP Brasil, Rating Nacional de Longo Prazo 'AAA(bra)', Perspectiva Estável), o que lhe permite obter ganhos de escala com os ativos de geração desta empresa. Usinas hidrelétricas são projetos operacionalmente simples, e os custos da São Manoel são comparáveis aos das empresas do setor classificadas pela Fitch: BRL7,9/MWh, frente à 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 (EI) para validar as premissas do emissor. O projeto não possui conta reserva para operação e manutenção.

Reduzida 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 88,2% 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, a São Manoel 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 de até 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 a 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 para a EDP Brasil, Furnas e CTG Brasil, por meio de PPAs de longo prazo. Todos os preços são reajustados anualmente pela inflação.

Estrutura de Dívida Adequada (Estrutura de Dívida: Média)

As debêntures são 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. Existe descasamento entre a TJLP, que indexa o financiamento do BNDES, e o índice de correção das receitas. Até o completion financeiro do projeto, as debêntures são 100% cobertas por garantias corporativas não solidárias dos acionistas da São Manoel.

Perfil Financeiro

Até 2021, o projeto apresenta DSCRs abaixo de 1,10 vez nos cenários de rating da Fitch, que consideram estresses de despesas operacionais e GSF. Após o completion físico e financeiro, o perfil de DSCR é mais forte: atinge as médias de 1,30 vez e de 1,25 vez de 2022 a 2029 nos cenários base e de rating, respectivamente, o que é compatível com ratings mais elevados. De 2030 a 2033, os DSCRs no cenário de rating ficam acima de 1,5 vez.

Comparação Com Pares

Os pares mais próximos da São Manoel são a Norte Energia S.A. (Norte Energia, Rating Nacional de Longo Prazo da primeira emissão de debêntures 'AA(bra)'/Perspectiva Estável e DSCR médio de 1,25 vez no cenário de rating da Fitch) e a Companhia Energética Sinop S.A. (Sinop, Rating Nacional de Longo Prazo da segunda emissão de debêntures 'AA(bra)'/Perspectiva Estável e DSCR médio de 1,37 vez no cenário de rating da Fitch). Os três projetos apresentam DSCRs mais fracos até o completion financeiro, e seus ratings estão atualmente limitados a 'AA(bra)', devido às suas estruturas de garantia. Dentre os três, o da Sinop apresenta métricas de longo prazo mais robustas, devido ao menor volume de energia contratada, o que o torna menos exposto ao GSF.

SENSIBILIDADE DOS RATINGS

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

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

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

-- Alterações na visão da Fitch sobre a qualidade de crédito dos garantidores até o completion financeiro do projeto;

-- Perfil de DSCR consistentemente abaixo de 1,15 vez após o completion financeiro do projeto.

EMISSÃO

A quarta emissão de debêntures da São Manoel, no montante de BRL340 milhões e em série única, tem vencimento em junho de 2033. Os pagamentos de juros e principal são semestrais, e tiveram início em junho de 2019.

As debêntures compartilham todas as garantias com o financiamento de BRL1,314 bilhão contratado no BNDES.

PRINCIPAIS PREMISSAS

As premissas dos cenários base e de rating da Fitch refletem as projeções macroeconômicas atualizadas conforme o relatório Global Economic Outlook da agência, publicado em junho de 2020. A premissa de TJLP considera 5,2% ao ano em 2020, 5,5% em 2021 e 5,2% ao ano a partir de 2022.

As principais premissas utilizadas pela agência em seu cenário-base incluem:

-- GSF e Preço de Liquidação das Diferenças (PLD) de 0,81 e BRL77/MWh, respectivamente, em 2020; de 0,85 e BRL120/MWh em 2021; de 0,94 e BRL142/MWh em 2022; e de 0,94 e BRL130/MWh em 2023;

-- Custos de operação e manutenção, além de despesas gerais, 15% acima das premissas da companhia.

As principais premissas utilizadas pela Fitch em seu cenário de rating incluem:

-- GSF e PLD de 0,81 e BRL77/MWh, respectivamente, em 2020; de 0,85 e BRL120/MWh em 2021; de 0,90 e BRL345/MWh em 2022; e de 0,90 e BRL310/MWh em 2023;

-- Custos de operação e manutenção, além das despesas gerais, 30,0% acima das premissas da companhia;

-- Investimentos em manutenção 10% acima das premissas da companhia.

No cenário-base da Fitch, os DSCRs mínimo e médio são de 1,18 vez (em 2022) e de 1,30 vez, respectivamente, de 2022 a 2029. Já no cenário de rating, os DSCRs mínimo e médio são de 1,14 vez (em 2022) e de 1,25 vez, respectivamente.

PERFIL DE CRÉDITO

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

A usina, localizada na divisa do Pará com o Mato Grosso, no Rio Teles Pires, tem capacidade instalada de 735,8MW e garantia física de 430,4MW. O projeto iniciou sua operação comercial em dezembro de 2017 e está 100% operacional desde abril de 2018.

A SPE comercializou 88,2% de sua garantia física por meio 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).

RESUMO DO PERFIL DE CRÉDITO

Em 2019, São Manoel apresentou receitas líquidas e EBITDA ajustados de BRL405,8 milhões e de BRL168,8 milhões, respectivamente, em linha com o cenário-base da Fitch. Ainda nesse ano, o projeto recebeu BRL58 milhões de aportes de capital, o que ajudou a recompor a Conta de Complementação de Índice de Cobertura de Serviço da Dívida em 2020, no valor de BRL36 milhões.

Em junho de 2020, o projeto apresentou BRL130,4 milhões em contas reservas e caixa restrito e BRL33,7 milhões de caixa não restrito.

Devido à pandemia do coronavírus, o BNDES aprovou, em caráter emergencial, medidas socioeconômicas de execução imediata, que têm por objetivo ajudar a mitigar os efeitos da crise sanitária no Brasil. O banco já aprovou a solicitação da São Manoel, e os pagamentos de principal e juros desta dívida com vencimento entre junho e novembro de 2020 foram suspensos e serão repagos até o vencimento do contrato original. Em razão da medida, o completion financeiro do projeto somente será atestado considerando as demonstrações financeiras de 2021.

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 EDP 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 agosto de 2018.

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 30 de agosto de 2019.

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 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 (24 de março de 2020);

-- Metodologia de Ratings em Escala Nacional (8 de junho de 2020).

Outra Metodologia Relevante:

-- Renewable Energy Project Rating Criteria (25 de março de 2020).

RATING ACTIONS

ENTITY/DEBT	RATING			PRIK
Empresa de Energia Sao Manoel S.A.				
● Empresa de Energia Sao Manoel S.A./Debentures/1 Natl LT	Natl LT	AA(bra) Rating Outlook Stable	Affirmed	AA(t Outl Stab

[VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS](#)

FITCH RATINGS ANALYSTS

Bruno Pahl

Director

Analista primário

+55 11 4504 2204

Fitch Ratings Brasil Ltda. Alameda Santos, nº 700 – 7º andar Edifício Trianon

Corporate - Cerqueira César São Paulo SP Cep 01.418-100

Alessandra Braga Andrade

Associate Director

Analista secundário

+1 646 582 4457

Marta Veloso

Senior Director

Presidente do Comitê

+55 11 4504 2618

MEDIA CONTACTS

Jaqueline Carvalho

Rio de Janeiro

+55 21 4503 2623

jaqueline.carvalho@thefitchgroup.com

Informações adicionais estão disponíveis em www.fitchratings.com

APPLICABLE CRITERIA

[Infrastructure and Project Finance Rating Criteria \(pub. 24 Mar 2020\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

[Renewable Energy Project Rating Criteria \(pub. 25 Mar 2020\)](#)

[National Scale Rating Criteria \(pub. 08 Jun 2020\)](#)

ADDITIONAL DISCLOSURES

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

ENDORSEMENT STATUS

Empresa de Energia Sao Manoel S.A.

-

DISCLAIMER

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.

[READ LESS](#)

COPYRIGHT

Copyright © 2020 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

fornechas 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, 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 taxaço 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).

[READ LESS](#)

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

Fitch's approach to ratings endorsement so that ratings produced outside the EU may be used by regulated entities within the EU for regulatory purposes, pursuant to the terms of the EU Regulation with respect to credit rating agencies, can be found on the [EU Regulatory Disclosures](#) page. The endorsement status of all International ratings is provided within the entity summary page for each rated entity and in the transaction detail pages for all structured finance transactions on the Fitch website. These disclosures are updated on a daily basis.

Energy and Natural Resources Infrastructure and Project Finance Latin America

Brazil

