

Fitch Afirma Rating 'AA(bra)' da 3ª Emissão de Debêntures da Cachoeira Caldeirão; Perspectiva Estável**25/01/2017**

Fitch Ratings - São Paulo, 24 de janeiro de 2017: A Fitch Ratings afirmou, hoje, o Rating Nacional de Longo Prazo 'AA(bra)' da terceira emissão de debêntures da Empresa de Energia Cachoeira Caldeirão S.A. (Cachoeira Caldeirão), no montante de BRL156,5 milhões, com vencimento em 2030. A Perspectiva é Estável. O projeto é patrocinado pela EDP Energias do Brasil S.A. (EDP Brasil) e pela China Three Gorges Brasil Energia Ltda., na proporção de 50% cada.

PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

Resumo: A afirmação do rating reflete a baixa complexidade da operação e da manutenção do projeto, bem como a mitigação do risco de suprimento, devido à adesão ao Mecanismo de Realocação de Energia (MRE) e ao SP89 (produto que funciona como um seguro) — o que resulta em fluxos de caixa mais previsíveis e estáveis. As cláusulas de vencimento antecipado relacionadas a pedidos de recuperação judicial dos acionistas limitam o rating a 'AA(bra)'. No cenário de rating, o projeto apresenta Índices de Cobertura do Serviço da Dívida (DSCR) mínimo e médio de 1,07 vez e 1,41 vez, refletindo a premissa de Generating Scaling Factor (GSF) de 95% em 2022 e 2023. O projeto apresenta elevados break-evens de Preço de Liquidação de Diferenças (PLD).

Garantias Mitigam Risco de Completion: Risco de Conclusão – Forte

A primeira e a segunda turbinas entraram em operação comercial em maio e junho de 2016, mas a operação comercial plena do projeto começou em agosto, com a entrada em operação da terceira turbina. O risco de completion é, em última instância, mitigado por garantia corporativa da EDP Brasil e por fiança bancária do Banco Santander (Brasil) S.A. (Santander, Rating Nacional de Longo Prazo 'AAA(bra)'). Estas garantias serão liberadas apenas após o projeto atingir o completion financeiro, que inclui o preenchimento das contas reserva e o cumprimento do DSCR de 1,20 vez.

Risco Operacional Limitado: Risco Operacional – Médio

A hidrelétrica será operada por meio do Centro de Geração e Operação da EDP Brasil. As operações são automatizadas, e a equipe de profissionais que atua no local é, portanto, reduzida. O orçamento de operação e manutenção (O&M) considera ganhos de escala relacionados à operação de um portfólio de projetos da EDP Brasil. Os procedimentos de manutenção são padronizados, e a disponibilidade esperada é acima da premissa utilizada pelo regulador (89,5%) para cálculo dos parâmetros do contrato de venda de energia (power purchase agreement – PPA). Grande parte dos custos operacionais é composta por tarifas regulatórias.

MRE e Mecanismo de Realocação de Risco Hidrológico Mitigam Risco de Volume: Risco de Receita – Volume: Médio

O risco de baixo volume hidrológico é mitigado pela participação da Cachoeira Caldeirão no Mecanismo de Realocação de Energia (MRE) e pela opção de divisão do risco hidrológico. Caso o projeto não consiga honrar a energia comercializada, mas o MRE, sim, a exposição da Cachoeira Caldeirão será valorada segundo a Taxa de Otimização do Sistema (TEO), equivalente a BRL11,58/MWh. Além disso, a empresa aderiu ao mecanismo de realocação de risco hidrológico, o que atenua a exposição em níveis que variam de 89% a 100%. Num cenário com repactuação de até 89%, o projeto suporta um break-even de exposição de 11%, ao preço spot de BRL629/MWh (valores de 2017), ou 18% acima do Preço de Liquidação de Diferenças (PLD) máximo de BRL533,82/MWh.

PPAs a Preços Fixos de Longo Prazo: Risco de Receita – Preço: Médio

Os fluxos de caixa operacionais são previsíveis e estáveis, à exceção de déficits temporários no MRE. A base de offtakers é diversificada, e a base legal estabelece uma série de garantias e contas que mitigam o risco de pagamento.

Estrutura de Dívida Adequada: Estrutura da Dívida – Médio

A estrutura do projeto se beneficia de uma cascata de pagamentos bem definida, em que o serviço da dívida é sênior em relação a outros desembolsos e pari-passu com outros créditos, incluindo o do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Os covenants financeiros exigem DSCR e teste de distribuição retroativo de 1,20 vez. A estrutura apresenta cláusulas de vencimento antecipado, relacionado à qualidade de crédito dos acionistas durante todo o prazo de amortização, o que pode limitar ações de rating positivas.

Baixa Alavancagem

Aproximadamente 48% do projeto foram construídos com recursos dos acionistas. O índice dívida líquida/EBITDA no primeiro ano de operação completo é de 7,15 vezes. Os DSCRs médios nos cenários base (GSF = 1,00) e de rating (GSF = 0,95 por dois anos) são de 1,46 vez e de 1,41 vez, respectivamente, o que indica forte geração de caixa mesmo em cenários com GSF abaixo de 100%. Segundo as projeções do cenário de rating da Fitch, deve haver acúmulo de caixa significativo, devido à restrição da distribuição de dividendos, em decorrência de covenants das dívidas e de prejuízos acumulados.

Análise dos Pares

Os parâmetros de rating do projeto são comparáveis aos da Ferreira Gomes Energia S.A. (UHE Ferreira Gomes, Rating Nacional de Longo Prazo 'AA+(bra)' (AA mais(bra))/Perspectiva Estável; DSCRs mínimo e médio de 1,18 e 1,28 vez, respectivamente; índice dívida líquida/EBITDA de 6,37 vezes no primeiro ano de operação completo) e aos da Santo Antônio Energia S.A. (UHE Santo Antônio, Rating Nacional de Longo Prazo 'CC(bra)'; DSCR mínimo abaixo de 1,0 vez; índice dívida líquida/EBITDA de 7,58 vezes no primeiro ano de operação completo), dois empreendimentos desenvolvidos na região Norte do país.

SENSIBILIDADES DO RATING

Ação de Rating Negativa: Uma ação de rating negativa pode ocorrer no caso de combinação de disponibilidade, perdas energéticas e despesas operacionais que resultem em DSCRs abaixo de 1,15 vez após o completion financeiro e, portanto, na liberação das garantias corporativas e bancárias. Uma deterioração da qualidade de crédito da EDP Brasil e/ou da China Three Gorges abaixo dos patamares associados ao rating atual também pode resultar em uma ação de rating negativa.

Ação de Rating Positiva: O rating poderá ser elevado em caso de melhora do perfil de crédito do acionista de qualidade de crédito mais fraca.

Perfil do Projeto

A Cachoeira Caldeirão é uma sociedade de propósito específico (SPE) criada para construir e explorar a usina hidrelétrica (UHE) Cachoeira Caldeirão, localizada no Rio Araguari, no Estado do Amapá. A Cachoeira Caldeirão venceu o leilão de energia nova 006/2012, no qual adquiriu o direito de concessão de 35 anos, que perdurará até 2047. A obrigação contratual de entrega de energia inicia-se em 1º de janeiro de 2017 para a primeira turbina. O preço do PPA na data do leilão é de BRL95,31/MWh, ajustado pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

A UHE Cachoeira Caldeirão tem capacidade instalada total de 219MW e garantia física de 129,7MW médios, por meio de três turbinas que entraram em operação comercial de forma escalonada, em maio e agosto de 2016. O projeto está sendo patrocinado pela EDP Brasil, subsidiária da EDP Energias de Portugal (IDR (Issuer Default Rating – Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor) 'BBB-' (BBB menos)/Perspectiva Estável) e pela China Three Gorges Brasil Energia Ltda., subsidiária da China Three Gorges Corporation (IDR 'A+' (A mais)/Perspectiva Estável), na proporção de 50% cada.

Desempenho do Projeto

Até 30 de setembro de 2016, cerca de BRL72 milhões, de um total de BRL1,26 bilhão, foram investidos no projeto ao longo do ano, e a expectativa é de investimentos de outros BRL17 milhões em 2017. Até esta data, havia BRL68,9 milhões a serem desembolsados pelo BNDES, dos BRL504,1 milhões aprovados. Os recursos serão resgatados pelos acionistas, por meio de cancelamento de adiantamentos para futuro aumento de capital (AFACs) e repagamento de mútuos, ao custo de 100,3% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). Ao final, os acionistas terão investido cerca de BRL630 milhões no projeto.

No mesmo período, a Cachoeira Caldeirão registrou receita líquida de BRL31,4 milhões e custos e despesas totais (antes das depreciações) de BRL18,5 milhões, o que resultou em EBITDA de BRL12,9 milhões. Cerca de BRL7,9 milhões se referem a custos e despesas gerenciáveis, incluindo salários, operação e manutenção e seguros. Os custos não-gerenciáveis abrangem custos de transmissão, encargos regulatórios e recomposição de lastro devido ao atraso na entrada em operação comercial em relação a contratos firmados no mercado livre e ao GSF. Estes valores totais estão muito próximos aos das projeções dos cenários da Fitch em 2016, apesar de a composição ser distinta. Isto se deve, principalmente, à diferente expectativa da agência para a entrada em operação comercial do projeto, o que resultou em custos de recomposição de lastro e de uso do sistema de transmissão distintos. Mesmo assim, os cenários da Fitch são condizentes com o terceiro trimestre de operação do projeto, que apresenta mais características operacionais do que o primeiro semestre, quando o projeto estava em construção e aguardando os reservatórios encherem.

A geração operacional de caixa da Cachoeira Caldeirão em 30 de setembro de 2016 ficou abaixo das expectativas da Fitch, devido, sobretudo, à variação do capital de giro. O projeto apresentou variação de capital de giro negativa em BRL49,6 milhões, em decorrência, principalmente, dos recebíveis das vendas no mercado livre e de provisões para o atendimento de condicionantes ambientais. Além disso, o fluxo de caixa dos investimentos foi mais fraco no período, devido a investimentos de BRL73,0 milhões, acima das projeções da agência.

Consequentemente, a geração de caixa final da Cachoeira Caldeirão foi negativa em BRL33,2 milhões. Por outro lado, o projeto encerrou o período com saldo em caixa de BRL6,7 milhões. O saldo total da dívida sênior é de BRL782,8 milhões, sendo BRL207,2 milhões relativos à terceira emissão de debêntures.

Em 2016, a Cachoeira Caldeirão optou por aderir ao mecanismo de repactuação de risco hidrológico, por meio do produto SP89. O mecanismo consiste, basicamente, em um seguro, que limita a exposição do gerador a GSF menor que 100% — como ocorrido em 2015 e 2016, quando a exposição chegou a cerca de 80% e 90%, respectivamente. Esta resolução apresenta níveis de exposição de 0% a 11%, e seus respectivos prêmios variam conforme estes percentuais. O SP89 equivale à exposição de 89%, cujo prêmio é de BRL0,75/MWh. A Fitch concluiu que este custo, por si só, tem impacto irrelevante nos DSCRs.

Detalhes da Emissão

A terceira emissão de debêntures foi realizada no montante de BRL156,5 milhões, com vencimento em junho de 2030 e taxa de juros de 7,2743%. As debêntures têm pagamentos semestrais de juros e principal, com carência até dezembro de 2017 para ambos, e compartilham todas as garantias com o financiamento contratado junto ao BNDES, no montante de BRL504,1 milhões. O investimento total estimado do projeto é de aproximadamente BRL1,2 bilhão.

Fonte: Fitch Ratings