

27 de novembro de 2018

Ratings 'BB' e 'brAAA' da Rio Paranapanema Energia reafirmados; perspectiva é estável

Analista principal:

André Pugliese, São Paulo, 55 (11) 3039-9782, andre.pugliese@spglobal.com

Contato analítico adicional:

Marcelo Schwarz, CFA, São Paulo, 55 (11) 3039-9782, marcelo.schwarz@spglobal.com

Líder do comitê de rating:

Marcelo Schwarz, CFA, São Paulo, 55 (11) 3039-9782, marcelo.schwarz@spglobal.com

Resumo

- Esperamos que a geradora de energia hidrelétrica Rio Paranapanema Energia S.A. mantenha uma forte geração de fluxo de caixa nos próximos anos, apesar das perspectivas hidrológicas mais fracas no curto prazo, o que lhe permitirá manter o índice de dívida/EBITDA em torno de 1,0x e geração interna de caixa (FFO – *funds from operations*)/dívida acima de 60%.
- Parte da energia disponível para venda pela empresa ainda não está contratada, o que funciona como uma proteção durante cenários hidrológicos desafiadores.
- Reafirmamos os ratings de crédito de emissor 'BB' na escala global e 'brAAA' na Escala Nacional Brasil atribuídos à Rio Paranapanema.
- A perspectiva estável reflete aquela dos ratings soberanos do Brasil, uma vez que os ratings da empresa são limitados a um degrau acima do rating do Brasil devido à sua sensibilidade à economia doméstica e pelo fato de todos os seus ativos serem localizados no país.

Ação de Rating

São Paulo (S&P Global Ratings), 27 de novembro de 2018 – A S&P Global Ratings reafirmou os ratings de crédito de emissor 'BB' na escala global e 'brAAA' na Escala Nacional Brasil atribuídos à geradora de energia hidrelétrica **Rio Paranapanema Energia S.A.** (Rio Paranapanema). A perspectiva é estável.

Fundamentos

A reafirmação dos ratings baseia-se em nossa opinião de que a empresa manterá sólidas métricas de crédito, com um índice de dívida sobre EBITDA em torno de 1,0x e geração interna de caixa (FFO – *funds from operations*) sobre dívida acima de 60%, o que, combinada com sua gestão de risco prudente, compensa potenciais oscilações na geração de energia hidrelétrica. Além disso, sua liquidez permanece forte, à medida que a empresa refinancia proativamente seus vencimentos de dívida de curto prazo.

Nesse contexto, avaliamos a Rio Paranapanema acima do rating soberano em moeda estrangeira do Brasil (BB-/Estável/B, brAAA/Estável/--) pois acreditamos que a empresa seria capaz de honrar o serviço de sua dívida, mesmo com base nas premissas muito mais conservadoras de nosso teste de estresse para um cenário hipotético de default soberano.

O limite de um degrau acima do rating soberano baseia-se no fato de que todos os ativos da empresa estão localizados no Brasil e seus fluxos de caixa são gerados exclusivamente no país, embora seus contratos de venda de eletricidade sejam negociados principalmente no mercado livre, e, portanto, a empresa está menos sujeita à intervenção regulatória ou do governo. Ainda, a Rio Paranapanema possui um portfólio de clientes em nossa visão diversificado, alguns dos quais têm foco na exportação, sendo menos expostos à economia brasileira, o que reforça nossa visão.

A Rio Paranapanema tem um portfólio de dez hidrelétricas (1.078,8 megawatts [MW] de capacidade assegurada combinada), sendo oito delas (98% da capacidade instalada) localizadas no mesmo rio, o que expõe a empresa aos mesmos fundamentos climáticos e aumenta seus riscos operacionais. Contudo, a empresa tem gerenciado com eficácia suas vendas de energia em meio às fracas condições hidrológicas, mantendo descontratado cerca de 20% do volume disponível para venda e vendendo o restante por meio de contratos, sobretudo no mercado livre. Isso permitiu à empresa manter um nível de rentabilidade acima do de seus pares.

A próxima estação de chuvas determinará os níveis dos reservatórios do país e, conseqüentemente, o Fator de Ajuste de Energia (GSF - *Generation Scaling Factor*) e os preços do mercado *spot* (à vista). Nosso cenário-base considera que o nível de chuvas permanecerá abaixo da média histórica e que o GSF ficará em torno de 80% em 2018 e 2019, enquanto o preço spot médio será de R\$ 350/megawatt-hora (MWh) em ambos os anos. Nosso cenário-base considera ainda as seguintes premissas:

- A Rio Paranapanema manterá folga de 20% na forma de contratos de energia elétrica não vendida a fim de compensar a fraca hidrologia, embora ainda precisaria comprar eletricidade no mercado spot para fornecer a alguns de seus clientes;
- Os contratos em vigor sendo ajustados anualmente com base na projeção da S&P Global Ratings da taxa de inflação de 3,8% em 2018 e 4,1% em 2019;
- Investimentos em torno de R\$ 70 milhões ao ano em 2018 e 2019;
- Distribuição de 100% do lucro líquido do exercício fiscal anterior a título de dividendos, em linha com o histórico da empresa.

Essas premissas resultam nas seguintes métricas de crédito:

	2018E	2019E
EBITDA (R\$ milhões)	600-700	600-700
Dívida/EBITDA (x)	0,5-1,0	0,5-1,0
FFO/Dívida (%)	60-70	60-70

A empresa mantém uma disputa judicial com o estado de São Paulo relacionada à exigência de expansão de sua capacidade de geração de energia em 15% por meio de investimentos no estado. Como não houve desdobramentos recentes, não esperamos nenhuma resolução no curto prazo. Consideramos esse como um fator de rating negativo, dada a incerteza do momento de potencial impacto nas métricas de crédito da Rio Paranapanema, porém não esperamos que um resultado negativo pressione sua liquidez.

Desde janeiro de 2017, a Rio Paranapanema é controlada pela China Three Gorges Corp. (CTG: A/Estável/--), e acreditamos que essa aquisição desempenhe um papel fundamental na estratégia da

CTG de expandir sua presença fora da China. Entretanto, a subsidiária brasileira não representa parte significativa dos resultados do grupo e opera como uma empresa individual em razão de sua forte geração de fluxo de caixa, não contando com suporte do controlador.

Avaliamos a Rio Parapanema acima do rating do Brasil porque acreditamos que sobreviveria a um cenário hipotético de default soberano. Nossa opinião baseia-se na considerável posição de caixa da empresa, que esperamos que se mantenha nos próximos anos, em função de sua flexibilidade para reduzir os investimentos e de sua distribuição de dividendos. Além disso, as cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) financeiras das dívidas da empresa também impedem uma redução significativa de seus níveis de capital. Esses *covenants* a permitiriam continuar honrando seus pagamentos de dívida em uma recessão severa. Entretanto, limitamos os ratings da Rio Parapanema a um degrau acima do rating soberano, pois tanto os ativos quanto os clientes da empresa estão localizados no Brasil (alguns de seus clientes têm foco na exportação e são, portanto, menor exposição à economia doméstica).

As principais premissas de nosso teste de cenário hipotético de default soberano incluem:

- Contração de 10% no PIB, o que levaria a uma redução de 30% nos contratos de energia da empresa;
- Taxa de inflação de aproximadamente 10% - mais do que o dobro daquela que projetamos em nosso cenário-base -, aumentando as despesas operacionais da empresa;
- Nenhum ajuste nos contratos pela inflação;
- Taxas de juros aumentando em dobro, elevando as despesas financeiras da empresa;
- Investimentos mínimos em torno de R\$ 70 milhões;
- Índice mínimo de distribuição de dividendos;
- *Haircut* (corte) de 70% no caixa e equivalentes de caixa da empresa.

Mesmo neste cenário, acreditamos que as fontes de caixa da Rio Parapanema seriam suficientes para continuar honrando suas obrigações, o que nos permite avaliá-la acima do rating do Brasil.

Liquidez

Continuamos avaliando a liquidez da Rio Parapanema como forte. Atualmente, esperamos que as fontes de liquidez excedam os usos em ao menos 2,0x nos próximos 12 meses e que as fontes excedam os usos ainda que o EBITDA se reduza em 30% nos próximos 12 meses. Apesar de normalmente considerarmos essa folga como um indicador de um nível excelente de liquidez, não há política formal para manter esse nível para os próximos anos. Acreditamos também que a empresa possui folga suficiente para honrar seus *covenants* financeiros nos próximos 24 meses, mesmo que seu EBITDA projetado diminua 30%. Em nossa opinião, a Rio Parapanema dispõe de flexibilidade para reduzir o índice de pagamento de dividendos a fim de manter um nível de caixa suficiente disponível. Além disso, a empresa dispõe de acesso aos bancos locais e aos mercados de capitais, dado seu porte e sua presença no Brasil, e sua gestão de risco prudente.

Principais fontes de liquidez:

- Caixa e investimentos de curto prazo de cerca de R\$ 970 milhões em 30 de setembro de 2018;
- Geração de fluxo de caixa esperada em torno de R\$ 440 milhões nos próximos 12 e 24 meses.

Principais usos de liquidez:

- Vencimentos de dívida de curto prazo de aproximadamente R\$ 202 milhões em 30 de setembro de 2018;
- Investimentos (*capex*) de cerca de R\$ 70 milhões nos próximos 12 meses;
- Pagamento de dividendos de 100% do lucro líquido do exercício anterior.

Os contratos das dívidas da Rio Paranapanema exigem a manutenção dos seguintes *covenants* financeiros:

- Dívida líquida sobre EBITDA não pode exceder 3,20x;
- A cobertura de juros líquida pelo EBITDA não pode equivaler ou ser inferior a 2,0x;
- A relação de dívida sobre capital não pode exceder 70%, o que também limita sua capacidade de transferir caixa pela redução de capital.

Em 30 de setembro de 2018, a empresa cumpria todos os seus *covenants* financeiros, e esperamos que isso se mantenha nos próximos 24 meses.

Perspectiva

A perspectiva estável dos ratings da Rio Paranapanema reflete aquela do rating soberano, dada nossa opinião de que a empresa pode ser avaliada em até um degrau acima do rating soberano em função de sua sensibilidade à economia brasileira e porque todos os seus ativos e contrapartes estão localizados no Brasil.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings da Rio Paranapanema nos próximos 12 meses se rebaixarmos os ratings do Brasil. Além disso, se a posição de caixa da empresa se deteriorar até o ponto em que sua liquidez não seja suficiente para passar em nosso cenário de estresse soberano, poderemos rebaixar os ratings da empresa ao mesmo nível que os ratings do Brasil.

Ainda, poderemos rebaixar o perfil de crédito individual (SACP – *stand-alone credit profile*) se acreditarmos que a empresa manterá seus índices de dívida sobre EBITDA acima de 1,5x e FFO sobre dívida abaixo de 60%. Isso poderia resultar de uma redução de capital ou de condições hidrológicas mais fracas.

Cenário de elevação

Poderemos elevar os ratings da Rio Paranapanema nos próximos 12 meses se elevarmos o rating soberano do Brasil.

Embora improvável no curto prazo, poderemos elevar o SACP da Rio Paranapanema se a empresa e o governo do estado de São Paulo chegarem a um acordo quanto à exigência de expansão da capacidade em 15% e se as métricas de crédito da empresa permanecerem em linha com as premissas de nosso cenário-base (dívida sobre EBITDA em torno de 1,0x e FFO sobre dívida acima de 60%).

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

RIO PARANAPANEMA ENERGIA S.A.

Ratings de Crédito de Emissor	
Escala global	BB/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de negócios	
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Moderadamente alto
Posição competitiva	Satisfatória
Risco financeiro	
Fluxo de caixa/Alavancagem	Mínimo
Âncora	a-
Modificadores:	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutro (sem impacto)
Estrutura de capital	Neutra (sem impacto)
Liquidez	Forte (sem impacto)
Política financeira	Neutra (sem impacto)
Administração e governança	Satisfatória (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis	Negativa (-1 grau)
Perfil de crédito individual (SACP)	bbb+
Status da entidade dentro do grupo	
Rio Paranapanema para China Three Gorges Corp.	Não estratégica (sem impacto)
Ratings acima do soberano	bb (-4 graus)

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, por isso devem ser lidos em conjunto com tais critérios. Por favor, veja os critérios de rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Principais Fatores de Crédito para a Indústria de Energia e Gás Não Regulada](#), 28 de março de 2014
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Perfis de crédito individual \(Stand-Alone Credit Profiles ou SACP\): componente de um rating](#), 1º de outubro de 2010
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

LISTA DE RATINGS

Ratings Reafirmados

RIO PARANAPANEMA ENERGIA S.A.

Ratings de Crédito de Emissor

Escala global

Moeda estrangeira

BB/Estável/--

Moeda local

BB/Estável/--

Escala Nacional Brasil

brAAA/Estável/--

EMISSOR	DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL	DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING
RIO PARANAPANEMA ENERGIA S.A.		
<i>Ratings de Crédito de Emissor</i>		
Escala global		
Moeda estrangeira	28 de agosto de 2008	12 de janeiro de 2018
Moeda local	28 de agosto de 2008	12 de janeiro de 2018
Escala Nacional Brasil	28 de agosto de 2008	11 de julho de 2018

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

Outros serviços fornecidos ao emissor

Não há outros serviços prestados a este emissor.

Atributos e limitações do rating de crédito

A S&P Global Ratings utiliza informações em suas análises de crédito provenientes de fontes consideradas confiáveis, incluindo aquelas fornecidas pelo emissor. A S&P Global Ratings não realiza auditorias ou quaisquer processos de *due diligence* ou de verificação independente da informação recebida do emissor ou de terceiros em conexão com seus processos de rating de crédito ou de monitoramento dos ratings atribuídos. A S&P Global Ratings não verifica a completude e a precisão das informações que recebe. A informação que nos é fornecida pode, de fato, conter imprecisões ou omissões que possam ser relevantes para a análise de crédito de rating.

Em conexão com a análise deste (s) rating (s) de crédito, a S&P Global Ratings acredita que há informação suficiente e de qualidade satisfatória de maneira a permitir-lhe ter uma opinião de rating de crédito. A atribuição de um rating de crédito para um emissor ou emissão pela S&P Global Ratings não deve ser vista como uma garantia da precisão, completude ou tempestividade da (i) informação na qual a S&P Global Ratings se baseou em conexão com o rating de crédito ou (ii) dos resultados que possam ser obtidos por meio da utilização do rating de crédito ou de informações relacionadas.

Fontes de informação

Para atribuição e monitoramento de seus ratings a S&P Global Ratings utiliza, de acordo com o tipo de emissor/emissão, informações recebidas dos emissores e/ou de seus agentes e conselheiros, inclusive, balanços financeiros auditados do Ano Fiscal, informações financeiras trimestrais, informações corporativas, prospectos e outros materiais oferecidos, informações históricas e projetadas recebidas durante as reuniões com a administração dos emissores, bem como os relatórios de análises dos aspectos econômico-financeiros (MD&A) e similares da entidade avaliada e/ou de sua matriz. Além disso, utilizamos informações de domínio público, incluindo informações publicadas pelos reguladores de valores mobiliários, do setor bancário, de seguros e ou outros reguladores, bolsas de valores, e outras fontes públicas, bem como de serviços de informações de mercado nacionais e internacionais.

Aviso de ratings ao emissor

O aviso da S&P Global Ratings para os emissores em relação ao rating atribuído é abordado na política [“Notificações ao Emissor \(incluindo Apelações\)”](#).

Frequência de revisão de atribuição de ratings

O monitoramento da S&P Global Ratings de seus ratings de crédito é abordado em:

- [Descrição Geral do Processo de Ratings de Crédito \(seção de Revisão de Ratings de Crédito\)](#)
- [Política de Monitoramento](#)

Conflitos de interesse potenciais da S&P Global Ratings

A S&P Global Ratings publica a lista de conflitos de interesse reais ou potenciais em [“Conflitos de Interesse — Instrução Nº 521/2012, Artigo 16 XII”](#) seção em www.standardandpoors.com.br.

Faixa limite de 5%

A S&P Global Ratings Brasil publica em seu Formulário de Referência apresentado em http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/disclosures o nome das entidades responsáveis por mais de 5% de suas receitas anuais.

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 COMERCIALIZABILIDADE, 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 sites na www.standardandpoors.com (gratuito), e www.ratingsdirect.com e www.globalcreditportal.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.standardandpoors.com/usratingsfees.

Austrália

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).