FitchRatings

RATING ACTION COMMENTARY

Fitch Rebaixa Rating da Emissão da Eletroriver e Afirma o das Debêntures da BSB

Brazil Mon 24 Feb, 2025 - 15:07 ET

Fitch Ratings - São Paulo - 24 Feb 2025: A Fitch Ratings rebaixou para 'AA(bra)', de 'AA+(bra)', o Rating Nacional de Longo Prazo da primeira emissão de debêntures da Eletroriver S.A. (Eletroriver), que totaliza BRL805 milhões e tem vencimento em abril de 2030. Ao mesmo tempo, a agência afirmou em 'AA+(bra)' o Rating Nacional de Longo Prazo da primeira emissão de debêntures, no montante de BRL345 milhões e com vencimento em abril de 2030, da BSB Energética S.A. (BSB), controlada pela Eletroriver. A Perspectiva do rating da BSB é Positiva, e a do rating da Eletroriver, Estável.

O rebaixamento reflete a redução e o perfil mais volátil dos Índices de Cobertura do Serviço da Dívida (*Debt Service Coverage Ratios* – DSCRs), calculados de acordo com a metodologia da Fitch, da Eletroriver até 2028. Após autorização dos debenturistas, a Eletroriver contraiu um empréstimo de BRL200 milhões em dezembro de 2024, cujo serviço da dívida é *pari passu* ao das suas debêntures. Os recursos provenientes do empréstimo, excluindo comissões, foram distribuídos ao acionista.

PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

Os ratings refletem dívidas sustentadas por dividendos pagos pela Brasil PCH S.A. (Brasil PCH), *holding* que controla 13 pequenas centrais hidrelétricas (PCHs) com longo histórico de operação e receitas totalmente contratadas mediante contratos de compra e venda de energia (PPAs - *Power Purchase Agreements*) do Programa de Incentivo às Fontes Alternativas de Energia Elétrica (Proinfa) até 2028 ou 2029. A partir destes anos, as receitas estarão mais expostas ao risco de preços do mercado e, durante o período contratado, os preços dos PPAs são fixos e reajustados pelo Índice Geral de Preços - Mercado (IGP-M). O risco de contraparte é sistêmico, pois os recursos para pagamento dos PPAs provêm de cotas pagas por agentes do setor.

Os ratings também consideram a longa vida útil dos ativos, a operação e manutenção (O&M) relativamente simples e com histórico robusto, executada por uma equipe

interna, a mitigação do risco de volume pela participação dos ativos no Mecanismo de Realocação de Energia (MRE) e o seguro SP100 para o *Generation Scale Factor* (GSF).

As debêntures estão indexadas ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e serão amortizadas integralmente até os seus vencimentos. A Eletroriver detém ações representativas de 70% do capital social da Brasil PCH. Já a BSB, titular das ações correspondentes aos demais 30%, é controlada pela Eletroriver, que possui participação em 91% do seu capital, o que mitiga o risco relacionado à participação minoritária da BSB na Brasil PCH.

Para a análise, a Fitch observou os DSCRs das emissoras, o indicador de distância ao *covenant* para distribuição de dividendos (distância para o *lock up* - DLUR), que reflete o quanto o DSCR da Brasil PCH está próximo ao *covenant* que restringe a distribuição de seus dividendos, e o DSCR consolidado, que mede a capacidade de geração de caixa das PCHs para o pagamento de todas as dívidas. O DLUR mínimo é de 1,64 vez no cenário de rating, o que demonstra o limitado risco de a Brasil PCH não pagar dividendos aos seus acionistas.

Eletroriver

O cenário de rating revisado inclui a nova dívida de BRL200 milhões, o que reduziu os DSCRs mínimo e médio no âmbito da *holding* para 1,26 vez e 1,03 vez, respectivamente, de 1,60 vez e 1,29 vez. O perfil de DSCR é mais volátil, o que justifica o rating mais baixo das debêntures, tendo em vista a subordinação estrutural da dívida. O DLUR para distribuição de dividendos pela BSB é de 0,99 vez e ocorre em 2026, mas não é considerado uma métrica relevante, pois os dividendos esperados da Brasil PCH são suficientes para honrar o serviço da dívida da Eletroriver neste ano.

BSB

No cenário de rating, os DSCRs médio e mínimo no âmbito da BSB são de 1,43 vez e 1,19 vez, respectivamente. Apesar de a Fitch ter reduzido as premissas de estresse sobre os custos e despesas devido ao fato de o desempenho do projeto estar acima do esperado nesse sentido, as métricas mantiveram-se em linha com a revisão anterior. Fatores como revisão dos preços da energia descontratada, ajuste do preço do PPA abaixo do previsto, pequenas alterações no cronograma de investimentos e maior provisão de pagamento de impostos compensam a projeção de custos e despesas mais baixos. A Perspectiva Positiva reflete, ainda, a expectativa de que o rating da BSB pode ser elevado caso o desempenho da Brasil PCH se mantenha superior ao esperado por períodos prolongados e não haja alteração significativa da expectativa de preços futuros de energia, devido à exposição ao risco de preço após 2028.

Longo Histórico de Operação, Com Custos Estáveis (Risco Operacional – Médio)

As 13 PCHs têm longo histórico operacional, utilizam tecnologia comprovada e demonstram custos de O&M estáveis e com crescimento pouco acima da inflação. Os serviços de O&M são realizados por uma equipe interna experiente, que conta com o suporte de terceiros. O maior custo é com pessoal. O plano de manutenção é definido anualmente e programado para períodos de baixa afluência. O projeto tem seguros para cobrir riscos operacionais referentes a turbinas, equipamentos e infraestrutura, linha de transmissão e barragens, mas não possui conta reserva de O&M ou para investimentos em manutenção.

Ausência de Exposição ao GSF Até o Vencimento dos PPAs (Risco de Receita - Volume: Médio)

O risco de volume no Brasil, para as hidrelétricas que fazem parte do MRE, não se baseia nas condições hidrológicas da bacia hidrográfica, mas no sistema hídrico nacional. Caso as PCHs produzam energia insuficiente para cumprir suas obrigações, o MRE poderá compensar o déficit de geração a um custo marginal (TEO – Tarifa de Energia de Otimização), caso tenha excedente. As usinas contrataram o seguro SP100 para o GSF, que cobre totalmente o risco de hidrologia até o vencimento dos PPAs. Atualmente, a garantia física das PCHs está protegida por decisões liminares e, segundo a Portaria 376/2015 do Ministério das Minas e Energia, a aplicação do dispositivo de revisão da garantia física encontra-se suspensa.

PPAs a Preço Fixo e Exposição a Preços Limitada (Risco de Receita - Preço: Médio)

As 13 PCHs assinaram PPAs do Proinfa, a preços fixos, reajustados anualmente pelo IGP-M. A Fitch considera o risco de contraparte sistêmico, tendo em vista que a Empresa Brasileira de Participações em Energia Nuclear e Binacional - ENBPar atua apenas como gestora do programa, enquanto os recursos provêm de cotas mensais recolhidas por companhias de transmissão e distribuição, pagas por todos os consumidores livres e regulados do sistema. Os PPAs vencem antes da dívida, o que resulta em exposição comercial nos últimos dois anos das debêntures.

Dívida Estruturalmente Subordinada e Sem Conta Reserva (Estrutura da Dívida - Fraca)

As debêntures são a única dívida da BSB. A Eletroriver, após aprovação dos debenturistas, assinou uma Cédula de Crédito Bancário em dezembro de 2024, cuja obrigação de repagamento também é sênior. Ambas as debêntures são amortizáveis integralmente até os seus vencimentos e indexadas ao IPCA, enquanto os preços dos

PPAs são reajustados pelo IGP-M. As dívidas estão estruturalmente subordinadas à da Brasil PCH e não possuem conta reserva para o serviço da dívida (*Debt Service Reserve Account* - DSRA). Suas estruturas limitam novos endividamentos por emissores e controladas sem aprovação dos debenturistas.

Apesar de as debêntures e os preços dos PPAs estarem atrelados a diferentes indexadores financeiros, a Fitch não considera este descasamento um risco significativo.

Perfil Financeiro

Considerando a subordinação estrutural às debêntures emitidas pela Brasil PCH, a Fitch calculou o DLUR desta última, cujo indicador mínimo é de 1,64 vez no cenário de rating – o que, portanto, não limita as classificações. Como a Eletroriver também é acionista da BSB, a agência apurou seu DLUR mínimo, que é próximo a 1,0 vez em dois anos. Entretanto, a Eletroriver seria capaz de cobrir o serviço de suas dívidas principalmente em 2026 e 2028 apenas com os dividendos da Brasil PCH. O rating da Eletroriver foi rebaixado para refletir, principalmente, suas métricas individuais mais baixas e voláteis após o desembolso da CCB.

Os DSCRs individuais da BSB, por sua vez, são mais fortes. Caso a Brasil PCH continue reportando desempenho financeiro e operacional adequado, o rating das debêntures da BSB poderá ser elevado.

Comparação Com Pares

Entre os pares mais comparáveis à Eletroriver e à BSB está a Essentia PCHs S.A. (Essentia PCHs, Ratings Nacionais de Longo Prazo da companhia e de sua terceira emissão de debêntures AA(bra)/Perspectiva Estável), que apresenta DSCRs mínimo e médio consolidados de 1,32 vez e 1,38 vez, respectivamente, no cenário de rating. A dívida foi emitida na *holding*, que controla nove PCHs que são garantidoras desta dívida e que, por sua vez, não possuem endividamento. Embora as métricas financeiras da Essentia PCHs sejam condizentes com classificações mais elevadas para projetos hidrelétricos totalmente contratados, o rating é limitado pela estrutura de dívida mais fraca, uma vez que as debêntures da companhia estão indexadas ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI), não existe DSRA e o *covenant* financeiro que limita a distribuição de dividendos pelo emissor é fraco.

Outro par comparável é a Tibagi Energia SPE S.A. (UHE Tibagi, Rating Nacional de Longo Prazo da primeira emissão de debêntures AAA(bra)/Perspectiva Estável), que apresenta DSCR médio de 1,34 vez no cenário de rating, condizente com a classificação. A UHE Tibagi é uma central hidrelétrica com praticamente toda a sua receita contratada no

mercado regulado e que apresenta forte proteção para o GSF, pois contratou o seguro SP100.

A emissão da Eletroriver tem agora rating similar ao da Essentia PCHs, e a da BSB possui classificação superior, pois, apesar da subordinação estrutural, suas dívidas não estão expostas a taxas flutuantes. Além disso, os fluxos de caixa das PCHs são mais estáveis, por não apresentarem exposição ao GSF durante a maior parte da vigência das debêntures. O rating mais elevado da UHE Tibagi frente ao da Eletroriver é explicado por suas métricas mais fortes e por não haver subordinação estrutural da dívida. Apesar de os indicadores financeiros da UHE Tibagi estarem em linha com os da BSB, eles são mais estáveis ao longo do tempo, o que justifica as classificações em patamares diferentes.

SENSIBILIDADE DOS RATINGS

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

BSB e Eletroriver

-- Gastos com O&M, despesas administrativas e investimentos consistentemente próximos a BRL150 milhões/ano;

-- IGP-M consistentemente abaixo do considerado pela Fitch;

-- Decisão jurídica ou novo decreto do regulador que reduza as garantias físicas das PCHs;

-- Emissão adicional de dívida, autorizada pelos debenturistas, que cause nova deterioração nas métricas da Eletroriver ou que enfraqueça as da BSB.

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

BSB e Eletroriver

-- Gastos com O&M, despesas administrativas e investimentos consistentemente menores do que os projetados no cenário-base (BRL146 milhões/ano);

-- IGP-M consistentemente acima do considerado pela Fitch;

-- Manutenção de liquidez, na Eletroriver e na BSB, em patamares adequados.

EMISSÃO

As primeiras emissões de debêntures da Eletroriver e da BSB totalizaram BRL805 milhões e BRL345 milhões, respectivamente, e têm vencimento em 15 de abril de 2030. As debêntures são atualizadas monetariamente pela variação acumulada do IPCA, com juros remuneratórios de 7,04% ao ano. As amortizações de principal e juros são semestrais.

As debêntures são garantidas por alienação fiduciária das ações que cada emissor detém na Brasil PCH (70% para a Eletroriver e 30% para a BSB). Não existem contas reservas para o serviço da dívida.

Os recursos das debêntures foram utilizados para a aquisição das ações da Brasil PCH de propriedade da Renova Energia S.A. – em recuperação judicial –, sucessora, por incorporação, da Chipley SP Participações S.A., que também se encontra em recuperação judicial. A transação envolveu 51% das ações da Brasil PCH.

PRINCIPAIS PREMISSAS

As premissas dos cenários base e de rating da Fitch refletem as projeções macroeconômicas atualizadas da agência. Em relação ao IGP-M, a Fitch considera que este índice, a partir de 2025, será anualmente equivalente, em média, ao IPCA no longo prazo.

O cenário-base considera as seguintes premissas operacionais para a Brasil PCH:

-- Preço médio dos PPAs de BRL457/MWh em 2025 e correção pelo IGP-M a partir de 2026;

-- GSF de 0,89 em 2025, de 0,91 em 2026 e de 0,93 a partir de 2027;

-- Comercialização de 90% da garantia física das PCHs após o término dos PPAs do Proinfa;

-- Preço médio da energia vendida após o término dos PPAs de BRL189/MWh, em termos nominais;

-- Custos operacionais (operação, manutenção, pessoal, seguros e ambientais) e despesas administrativas de acordo com o orçamento da companhia;

-- Investimentos (civil, eletromecânico, fundiário e meio ambiente) de acordo com o orçamento da companhia.

O cenário de rating para a Brasil PCH considera as mesmas premissas do cenário-base, com exceção de:

-- GSF de 0,86 em 2025, de 0,88 em 2026 e de 0,90 a partir de 2027;

-- Preço médio da energia vendida após o término dos PPAs de BRL178/MWh, em termos nominais;

-- Custos operacionais (operação, manutenção, pessoal, seguros e ambientais) e despesas administrativas 10% acima das projeções do cenário-base;

-- Investimentos (civil, eletromecânico, fundiário e meio ambiente) de acordo com o orçamento da companhia, com estresse de 5%.

O indicador mínimo de distância do *covenant* da Brasil PCH nos cenários base e de rating é de 1,67 vez e de 1,64 vez, respectivamente. Já os DSCRs consolidados médio e mínimo são de 1,23 vez e 1,03 vez no cenário-base e de 1,17 vez e 1,02 vez no cenário de rating, respectivamente.

Considerando o perfil de crédito isolado da Eletroriver, os DSCRs médio e mínimo são de 1,35 vez e 1,11 vez, respectivamente, no cenário-base e de 1,26 vez e 1,03 vez no cenário de rating. No mesmo contexto, os DSCRs médio e mínimo da BSB são de 1,49 vez e de 1,23 vez, respectivamente, no cenário-base e de 1,43 vez e 1,19 vez no cenário de rating.

RESUMO DA ANÁLISE

A Eletroriver e a BSB são sociedades por ações de capital fechado, que objetivam participar em outras sociedades de serviços de energia elétrica.

No primeiro semestre de 2024, a receita líquida consolidada da Brasil PCH foi de BRL350,4 milhões, em linha com o apresentado em 2023. Foram pagos BRL141,3 milhões em dividendos no período.

A BSB recebeu BRL79,3 milhões em dividendos nos primeiros nove meses de 2024, suficientes para pagar o serviço da dívida (BRL32,0 milhões) e dividendos a seus acionistas (BRL24,0 milhões).

A Eletroriver recebeu BRL206,9 milhões em dividendos nos primeiros nove meses de 2024, inclusive da BSB, os quais foram utilizados, em parte, para pagar BRL74,8 milhões do serviço da dívida e dividendos a seus acionistas (BRL70 milhões). Os dividendos

recebidos pela BSB e pela Eletroriver foram em linha com os estimados pela Fitch em seu cenário-base.

NOVOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS

A Eletroriver realizou, em dezembro de 2024, emissão de Cédula de Crédito Bancário (CCB) no montante total de BRL200 milhões, com vencimento em 16 de junho de 2028. A CCB é atualizada monetariamente pela variação acumulada do CDI, com juros remuneratórios de 1,39% ao ano. As amortizações de principal e juros são semestrais, e a operação foi firmada livre de garantias.

Os recursos da CCB serão utilizados para antecipação da distribuição de dividendos na Eletroriver.

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS:

A presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Resolução CVM nº 9/20.

As informações utilizadas nesta análise são provenientes da Brasil PCH 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:

Eletroriver e BSB – 1ª emissão de debêntures

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 14 de março de 2022.

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 28 de fevereiro de 2024.

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 Brasil Ltda., ou partes a ela relacionadas, pode ter fornecido outros serviços à entidade classificada no período de 12 meses que antecede esta ação de rating de crédito. A lista de outros serviços prestados às entidades classificadas está disponível em https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil/exigencias-regulatorias/outros-servicos. A prestação deste serviço não configura, em nossa opinião, conflito de interesses em face da classificação de risco de crédito.

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 (8 de janeiro de 2025);

-- Metodologia de Rating em Escala Nacional (22 de dezembro de 2020).

Outra Metodologia Relevante:

-- Renewable Energy Rating Criteria (6 de fevereiro de 2023).

RATING ACTIONS

ENTITY / DEBT	RATING	PRIOR

BSB Energetica S/A				
BSB Energetica S/A/Energy Revenues - First Lien/1 Natl LT	Natl LT	AA+(bra)	Affirmed	AA+(bra)
Eletroriver S/A				
Eletroriver S/A/Energy Revenues - First Lien/1 Natl LT	Natl LT	AA(bra)	Downgrade	AA+(bra)

PREVIOUS Page 1 of 1 10 rows NEXT

VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS

Informações adicionais estão disponíveis em www.fitchratings.com

PARTICIPATION STATUS

The rated entity (and/or its agents) or, in the case of structured finance, one or more of the transaction parties participated in the rating process except that the following issuer(s), if any, did not participate in the rating process, or provide additional information, beyond the issuer's available public disclosure.

APPLICABLE CRITERIA

National Scale Rating Criteria (pub. 22 Dec 2020)

Renewable Energy Project Rating Criteria (pub. 06 Feb 2023) (including rating assumption sensitivity)

Infrastructure & Project Finance Rating Criteria (pub. 08 Jan 2025) (including rating assumption sensitivity)

APPLICABLE MODELS

Numbers in parentheses accompanying applicable model(s) contain hyperlinks to criteria providing description of model(s).

Third-party Model (1)

ADDITIONAL DISCLOSURES

Solicitation Status

Endorsement Policy

ENDORSEMENT STATUS

BSB Energetica S/A	-
Eletroriver S/A	-

DISCLAIMER & COPYRIGHT

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. Além disso, as def

READ MORE

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

Os ratings de crédito internacionais da Fitch produzidos fora da União Europeia (UE)ou do Reino Unido, conforme o caso, são endossados para uso por entidades reguladas na UE ou no Reino Unido, respectivamente, para fins regulatórios, de acordo com os termos do Regulamento das Agências de Rating de Crédito da UE ou do Reino Unido (Alterações etc.) (saída da UE), de 2019 (EU CRA Regulation or the UK Credit Rating Agencies (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019), conforme o caso. A abordagem da Fitch para endosso na UE e no Reino Unido pode ser encontrada na página de Regulatory Affairs (Assuntos Regulatórios) da Fitch, no site da agência. O status de endosso dos ratings de crédito internacionais é fornecido na página de sumário da entidade, para cada entidade classificada, e nas páginas de detalhes das transações, para transações de finanças estruturadas, no site da Fitch. Estas divulgações são atualizadas diariamente.