

Análise Detalhada

Usina Termelétrica Pampa Sul S.A.

8 de dezembro de 2021

Rating de Crédito de Emissão

Debêntures <i>senior secured</i> no valor de R\$ 922 milhões com vencimento final em outubro de 2036	brAAA/Estável
---	---------------

ANALISTA PRINCIPAL

Gabriel Gomes
São Paulo
55 (11) 3039-4838
gabriel.gomes
@spglobal.com

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

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

Descrição do Projeto

A Usina Termelétrica Pampa Sul S.A. (UTE Pampa Sul ou UTE) é uma sociedade de propósito específico (SPE - *special purpose-entity*) responsável pela usina termelétrica à carvão, localizada em Candiota (RS), que entrou em operação em junho de 2019. A capacidade instalada total do projeto é de 345 MW, equivalentes a cerca de 0,2% da capacidade nacional e a 11% da capacidade à carvão do país em 2020, e a capacidade de geração líquida da usina é de 309 MWmed. O abastecimento de carvão é feito por uma esteira conectada diretamente à mina Seival Sul, que fica 4,4 km distantes da UTE Pampa Sul e que pertence à Copelmi Mineração Ltda. (não avaliada), com uma reserva de carvão estimada em 600 milhões de toneladas.

A UTE Pampa Sul é 99,99% controlada pela ENGIE Brasil Energia S.A. (não avaliada), uma das maiores produtoras privadas de energia elétrica do Brasil, com 60 usinas no país que juntas totalizam uma capacidade instalada de 8.711MW, representando cerca de 6% da capacidade do país. A ENGIE Brasil Energia, por sua vez, é controlada pela prestadora de serviços públicos francesa ENGIE SA (BBB+/Estável/A-2).

O prazo da autorização da UTE Pampa Sul para operar é até dezembro de 2050, conforme as regras do 20º leilão de energia nova (LEN) realizado pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) em novembro de 2014. A usina possui contratos de venda de energia elétrica de longo prazo (294,5MWmed), vigentes por 25 anos (até dezembro de 2043) firmados com 38 distribuidoras por meio do Contrato de Comercialização de Energia Elétrica no Ambiente Regulado (CCEAR) por disponibilidade.

Destaques da Análise de Crédito

Principais pontos fortes	Principais riscos
A comercialização no ambiente regulado via contratos de longo prazo, com preços fixos e ajustados anualmente pela inflação, proporciona previsibilidade e estabilidade ao fluxo de caixa do projeto durante a vigência de sua dívida.	Acreditamos que o projeto terá exposição ao risco de mercado nos anos de paradas planejadas de manutenção, quando terá de comprar energia elétrica no mercado à vista. Isso o expõe a uma volatilidade em seu fluxo de caixa disponível para o serviço da dívida (CFADS - <i>cash flow available for debt service</i>).
A usina utiliza uma tecnologia de caldeira com histórico comprovado, e vem demonstrando elevados níveis de disponibilidade e atingindo o desempenho esperado desde o início das operações em junho de 2019.	Observamos que a UTE Pampa Sul apresenta apenas teste de restrição de distribuição de dividendos (<i>lock-up test</i>) retroativo, que vemos como mais fraco do que os de seus demais pares que possuem também teste prospectivo.
A operação da UTE Pampa Sul depende de dois recursos principais: carvão (combustível) e calcário (reductor de dióxido de enxofre). Acordos de longo prazo estão em vigor com contrapartes para fornecer a matéria-prima. Fornecedores alternativos com preços e características semelhantes estariam disponíveis, em nossa opinião, se necessário.	Acreditamos que os fundamentos de mercado em conjunto com as melhores práticas ambientais, sociais e de governança (ESG - <i>environmental, social and governance</i>) representam um desafio para as usinas à base de carvão, conforme se tornam menos atraentes em meio à substituição da geração à base de combustíveis fósseis por renováveis. As crescentes restrições regulatórias poderão reduzir a atratividade dos investimentos em combustíveis fósseis e suas condições de financiamento.

Previsibilidade do fluxo de caixa e resiliência a cenário de estresse, embora com exposição ao risco de mercado. A usina utiliza uma caldeira subcrítica com tecnologia de Leito Fluidizado Circulante (CFB - *circulating fluidized bed*). Acreditamos que essa tecnologia, desenvolvida na década de 1970, tem um histórico comprovado, e os recursos fundamentais para sua operação, carvão e calcário (calcítico e dolomítico) são fornecidos por contratos de longo prazo com contrapartes sólidas e substituíveis. A comercialização da geração do projeto no ambiente regulado via contratos de longo prazo, com preços fixos e ajustados anualmente pela inflação, proporciona previsibilidade e estabilidade ao seu fluxo de caixa ao longo da duração da dívida. Vemos positivamente a resiliência do projeto no cenário de estresse, dado que esperamos que este sobreviva durante um ciclo de estresse de cinco anos com as reservas de liquidez. No entanto, acreditamos que o projeto terá exposição ao risco de mercado nos anos de 2023, 2027, 2031 e 2036, quando estão previstas paradas planejadas para manutenção mais longas, e esperamos que tenha de comprar energia elétrica no mercado à vista, dado que sua geração será insuficiente para honrar sua obrigação de despacho, o que leva a uma volatilidade dos seus CFADSs.

Projeto em curva de aceleração das operações. Atualmente, o projeto continua em período de *ramp-up*, com paradas forçadas maiores, reflexo de ajustes necessários para estabilização operacional da usina, que esperamos que aconteça no começo de 2022. No acumulado até outubro de 2021, a UTE Pampa Sul teve uma geração líquida de 1.208,8 GWh. Além disso, a usina está provisoriamente conectada à subestação Candiota 1, e a migração para a subestação Candiota 2 deve ocorrer até o final de 2021, quando esperamos o término da construção da linha de transmissão Candiota 2 e a eliminação do risco de *constrained-off* (redução de geração demandada pelo operador centralizado devido às limitações da rede de transmissão) do projeto.

Ausência de teste de restrição de distribuição prospectivo e cláusula de default cruzado. O rating 'brAAA' reflete a estrutura da transação, que conta com contas-reservas tanto para o serviço da dívida quanto para operação e manutenção (O&M), além de uma conta-reserva de investimentos (capex) com a média anual dos recursos necessários nos 24 meses subsequentes. A ausência de teste de restrição de distribuição de dividendos prospectivo penaliza o projeto porque em momentos esperados de maior volatilidade não existem mecanismos vigentes para restringir a distribuição de recursos ou dividendos. Por fim, embora avaliemos a UTE Pampa Sul de forma individual, o projeto poderá ficar limitado à qualidade de crédito de seu controlador, ENGIE Brasil Energia S.A., dada a existência de uma cláusula de default cruzado automática no contrato do financiamento existente com o BNDES, vigente até 2036, o que poderia levar ao vencimento antecipado das debêntures.

Perspectiva

A perspectiva estável do rating reflete nossa visão de contínua melhora operacional da usina durante a sua fase de *ramp-up* ao longo dos próximos meses, resultando em um fluxo de caixa disponível para o serviço da dívida previsível, com um Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD) confortavelmente acima de 1,40x, após atingir o *financial completion*.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar o rating nos próximos 12 meses se a UTE Pampa Sul apresentar um ICSD mínimo abaixo de 1,20x durante a vigência das debêntures (após o *financial completion*) em decorrência do aumento de paradas que resultariam em maior exposição aos preços do mercado à vista para cumprir com sua obrigação de despacho de energia ou de despesas operacionais acima do esperado. Ao mesmo tempo, poderemos rebaixá-lo se acreditarmos que a qualidade de crédito do controlador se enfraqueceu, o que poderia ocorrer, por exemplo, se houver um plano de investimentos mais agressivo. Poderíamos reavaliar nosso rating se, em caso de mudança de

controlador, as características estruturais das debêntures e/ou do projeto fossem alteradas, ou caso o novo controlador promovesse mudanças em sua estrutura de capital.

Cenário de elevação

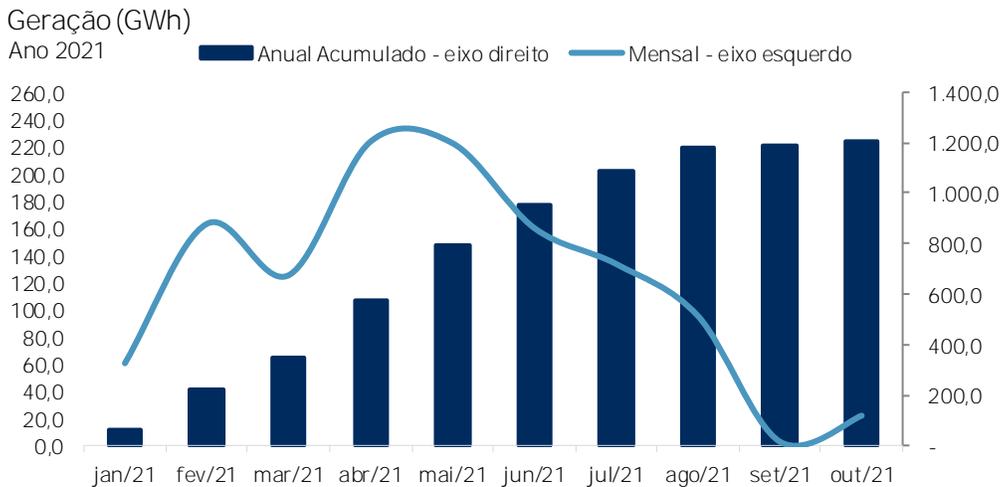
Não contemplamos nenhum cenário de elevação porque o rating já se encontra no topo da Escala Nacional Brasil.

Atualização do Desempenho

Em 2021, a operação da planta foi impactada pelo *constrained-off* da linha de transmissão de Candiota I. A UTE Pampa Sul está atualmente em uma conexão provisória na linha de transmissão Subestação (SE) Candiota I. Isso foi feito para antecipar a operação da usina devido ao atraso na construção da SE Candiota 2. A hidrologia mais fraca levou a maiores importações de energia do Uruguai, deixando a linha de transmissão incapaz de escoar a energia da usina. A migração para Candiota 2, que eliminará esse risco de *constrained-off*, está prevista para ser concluída ainda este ano.

A planta ao longo de 2021 continuou sua curva de aceleração das operações, que deve se concluir no início de 2022. A usina acaba de passar por uma revisão parcial de 45 dias, com foco na manutenção e ajustes finais da operação. A estratégia de paradas planejadas será realizar essas interrupções de 30 dias em intervalos crescentes, como 12, 14, 16 e 18 meses, minimizando potenciais impactos à operação. Após ajustes, os custos de O&M também foram atualizados para cima, por conta de revisão do orçamento da planta para os próximos anos. Nossas projeções incluem os valores atualizados.

Gráfico 1 – Geração Líquida



Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nosso Cenário de Caso-Base

Premissas

- Consideramos a inflação brasileira como a variável macroeconômica mais importante para o projeto. Isso porque os contratos de venda de energia (R\$ 246,3/MWh base de outubro de 2019) são reajustados anualmente pela inflação, o que também afeta os custos operacionais, como combustível. Além disso, a taxa de juros afeta a nova emissão, que presumimos que será ajustada pela inflação (IPCA) mais um spread máximo fixado por ano. Os dados foram extraídos de nossa última pesquisa econômica. Projetamos uma inflação no Brasil de 8,2% em 2021, 7,7% em 2022, 4,0% em 2023 e de 3,3% nos anos seguintes. O atual financiamento do BNDES é afetado pela taxa de juros de longo prazo (TJLP) do Brasil. Projetamos uma TJLP de 5,4% de 2021 em diante.
- Consideramos um preço de energia à vista, com base no Preço de Liquidação das Diferenças (PLD), de R\$ 360/MWh em 2021, R\$ 250/MWh em 2022 e se estabilizando em R\$ 200/MWh de 2023 em diante.
- Paradas forçadas de cerca de 6% do tempo e as planejadas variando nos anos de maior manutenção.
- Preço de energia fixo estipulado no leilão de R\$ 246,3/MWh (base de outubro de 2019), com atualização anual pela inflação.
- Custos de O&M de acordo com os contratos e ajustados anualmente pela inflação.
- Para a dívida, incorporamos as curvas de amortização e taxas de remuneração das novas debêntures e o financiamento atual do BNDES.

Principais Métricas

	ICSD
Mínimo	1,45x
Médio	1,60x

Gráfico 2 - ICSD esperado no cenário-base



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC.
Todos os direitos reservados.

Nosso Cenário de Estresse

Premissas

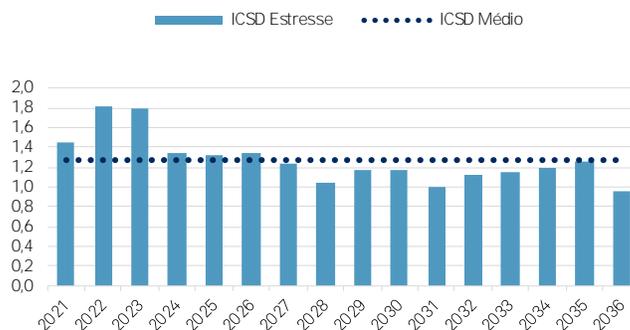
- Consideramos que a inflação em cada ano será de 100 pontos base (bps) inferior à de nosso cenário de caso-base.
- Projetamos a TJLP em 6%; qualquer valor acima disso será capitalizado de acordo com o financiamento dos contratos.

- Dada a exposição ao preço da energia à vista, nesse cenário, aumentamos o PLD. Nossa premissa de PLD é de R\$ 300/MWh de 2021 em diante.
- Um acréscimo de 12% nas despesas de O&M do projeto.

Principais Métricas

	ICSD
Mínimo	0,96x
Médio	1,27x

Gráfico 3 - ICSD no cenário de estresse



Fonte: S&P Global Ratings
 Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC.
 Todos os direitos reservados.

Comparação com os pares

Tabela 1 - Comparação com os pares

Setor: Geração	Usina Termelétrica Pampa Sul S.A.	UTE GNA I Geração de Energia S.A.	Planta de Reserva Fria de Generación de Eten S.A.	Mexico Generadora de Energia, S. de R.L.	Tenaska Virginia Partners L.P.
Ratings (1 de dezembro de 2021)	brAAA/Estável	brAA+/Estável	BBB/Estável	BBB+/Estável	BBB/Estável
Avaliação do negócio da fase operacional (OPBA)	7	6	4	4	5
ICSD Mínimo	1,45x	1,23x	1,21x	1,37x	1,40x
ICSD Médio	1,60x	1,35x	1,33x	1,40x	1,45x
Impacto do cenário de estresse	Sim (+1)	Negativo	Sim (+1)	Sim (+1)	Sim (+1)
Liquidez	Neutra	Neutra	Neutra	Neutra	Neutra
Análise de ratings comparáveis	Neutra	Neutra	Neutra	Neutra	Neutra
Ajustes de rating de contraparte	Neutra	Neutra	Neutra	bbb+	Neutra
Modificadores (dívida sênior)					
Vínculo com a controladora	Limitado	Desvinculado	Desvinculado	Desvinculado	Desvinculado
Proteção estrutural	Regular (-1)	Neutra	Neutra	Neutra	Neutra
Suporte extraordinário do governo	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável
Garantia de crédito Integral	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável

Liquidez

Consideramos a liquidez do projeto como neutra, uma vez que possui uma conta-reserva para o serviço da dívida de seis meses para as debêntures, de três meses para os empréstimos do BNDES e de três meses para O&M, além de uma conta-reserva de investimentos (capex) com a média anual dos recursos necessários nos 24 meses subsequentes. O mecanismo de *cash lock-up* também suporta a liquidez da UTE Pampa Sul, o que garante que a estrutura retenha o dinheiro se seu ICSD cair abaixo de 1,20x. Esse nível será testado apenas em uma base histórica de 12 meses e não prospectiva.

Esperamos que o projeto continue cumprindo com suas cláusulas contratuais restritivas (*covenants*). Os *covenants* das debêntures incluem um ICSD de no mínimo 1,10x (4,99x em dezembro de 2020), medido anualmente a partir de 2020 em diante. O projeto tem uma folga confortável durante todo o período de vigência das debêntures e a violação de *covenants*, que podem ser duas consecutivas ou três alternativas, não incorreria em uma aceleração automática da dívida. No caso de violação, o agente fiduciário tem um prazo de cinco dias úteis para convocar uma assembleia geral de debenturistas.

Além disso, o controlador (fiador) também deve cumprir com os seguintes *covenants* anuais:

- Cobertura de juros pelo EBITDA maior ou igual a 2,0x (2,85x em dezembro de 2020);
- Dívida sobre EBITDA igual ou inferior a 4,50x (2,73x em dezembro de 2020).

Estrutura da transação

Vínculo com a controladora: Limitado. Embora avaliemos a Pampa Sul de forma individual, o projeto poderá ficar limitado à qualidade de crédito à de seu controlador, ENGIE Brasil Energia S.A, devido à cláusula de default cruzado automática.

A estrutura da operação também conta com um pacote de garantias reais constituído em favor dos credores seniores para assegurar, de forma compartilhada, o fiel e integral cumprimento das obrigações, as quais incluem – porém não se limitam a – penhor das ações da emissora, penhor das máquinas e equipamentos, e abrange os saldos disponíveis nas contas de liquidez.

Para a UTE Pampa Sul especificamente consideramos a constituição das seguintes contas - reservas:

- De seis meses para o serviço da dívida, totalmente preenchida.
- De três meses de O&M, totalmente preenchida.
- De capex será constituída com a média dos recursos necessários para investimentos nos próximos 24 meses.

A ausência de um teste de restrição de distribuição de dividendos prospectivo penaliza o projeto, uma vez que em momentos esperados de maior volatilidade não existem mecanismos vigentes para restringir a distribuição de recursos para dividendos.

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável
Fase de Construção	
	Não aplicável
Fase operacional	
Perfil de negócios na fase operacional (OPBA - Operations Phase Business Assessment)	7 (1 = melhor; 12 = pior)
Impacto do cenário de estresse	Positivo (+1 degrau)
Impacto da estrutura de capital e ICSD médio	Neutra
Liquidez	Neutra
Análise de ratings comparáveis	Neutra
Ajustes dos ratings de contraparte da operação	Neutra
Modificadores	
Vínculo com a controladora	Limitado
Proteção estrutural	Regular (-1 degrau)
Suporte extraordinário do governo	Não aplicável
Limitações ao rating soberano na Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Garantia de crédito integral	Não aplicável
Vínculo com a controladora	Limitado
Rating de Recuperação	2(85%)

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 e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site www.capitaliq.com. Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em www.standardandpoors.com. Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Metodologia: Avaliações de classificação de jurisdições](#), 20 de janeiro de 2016
- [Critérios | Operações Estruturadas: Estrutura de risco de contraparte: metodologia e premissas](#), 8 de março de 2019
- [Principais Fatores de Crédito para Operações de Project Financing de Energia Elétrica](#), 16 de setembro de 2014
- [Metodologia de Avaliação de Contrapartes de Construção e Operações em Project Finance](#), 20 de dezembro de 2011
- [Metodologia da Estrutura de Project Finance](#), 16 de setembro de 2014
- [Metodologia de Operações de Project Finance](#), 16 de setembro de 2014

Artigo

- [Definições de Ratings da S&P Global Ratings](#)

S&P Global Ratings

Copyright © 2021 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

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, completitude, 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 COMERCIALIZAÇÃO, 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 websites www.spglobal.com/ratings/pt/ (gratuito) e www.ratingsdirect.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.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.