

# UHE São Simão



A Usina Hidrelétrica São Simão é uma geradora localizada no Parnaíba, na divisa dos estados de Minas Gerais e Goiás. Em setembro de 2017, a usina foi arrematada por consórcio liderado pelo grupo SPIC Pacific Energy, uma das cinco maiores empresas estatais de geração de energia da China. Em 2020, a companhia gerou R\$ 1,6 bilhão de receita líquida, alta de 1,0% frente ao gerado em 2019, e R\$ 1,1 bilhão de EBITDA (relativamente estável na mesma janela).

**Relativa previsibilidade do fluxo de caixa:** Como a maior parte da energia vendida pela UHE São Simão está no regime de cotas (sem risco hidrológico), há uma relativa previsibilidade dos resultados.

**Investimentos.** A São Simão possui um projeto significativo de modernização em curso, batizado de Missão Futuro, iniciado em 2019, com conclusão prevista para 2029 e capex projetado de R\$ 1,2 bilhão no período. Os planos incluem modernização dos equipamentos, transformadores, sistema hidráulico, unidades geradoras e manutenção dos equipamentos eletromecânicos, além de obras civis para apoiar essas alterações.

**Acionista robusto.** É controlada pela SPIC Brasil, subsidiária brasileira da State Power Investment Corporation of China (SPIC), uma das cinco maiores empresas estatais de geração de energia da China. Possui capacidade total instalada de 176 GW e aproximadamente 130 mil colaboradores atuando nos segmentos hidrelétrico, eólico, solar e térmico a gás, óleo e nuclear.

**Riscos.** i) Nível do reservatório; ii) Capex de modernização; iii) Rolagem do mútuo em 2023.

	2019	2020
Receita líquida (R\$ bilhões)	1,5	1,6
EBITDA (R\$ bilhões)	1,1	1,1
Margem EBITDA (%)	73,6%	69,9%
Dívida bruta (R\$ bilhões)	4,6	5,5
Curto prazo (%)	6,1%	33,1%
Longo prazo (%)	93,9%	66,9%
Caixa e equivalentes (R\$ bilhões)	0,4	0,6
Dívida líquida (R\$ bilhões)	4,1	4,8
Dívida líquida/EBITDA (x)	4,1x	3,6x

## Camilla Dolle

Head Research Renda Fixa  
camilla.dolle@xpi.com.br

## Francisco Lobo

Analista Research Renda Fixa  
francisco.lobo@xpi.com.br

Agência	Rating (11/10/2021)
S&P Global	brAAA/Estável

A data na tabela refere-se à publicação mais recente pela agência de rating e é válida até que seja feita uma nova análise.

É importante notar que as notas podem variar, tanto para cima quanto para baixo, ao longo do período da emissão.

## UHE São Simão

### Histórico

A Usina Hidrelétrica São Simão foi inaugurada em 1978, como o maior projeto de geração de energia das Centrais Elétricas de Minas Gerais (Cemig) até então.

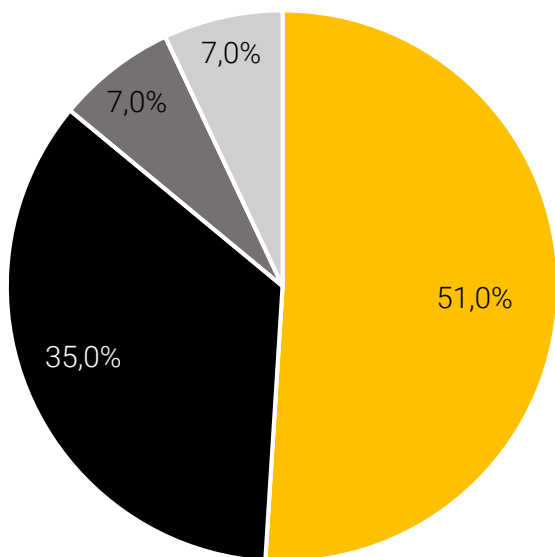
A hidrelétrica está localizada no Rio Parnaíba, na divisa dos estados de Minas Gerais e Goiás, entre os municípios de Santa Vitória (MG) e São Simão (GO). A usina opera com seis turbinas, que geram 1.710 MW de potência, energia suficiente para abastecer cerca de 6 milhões de residências.



Seu reservatório pode chegar a 722 km<sup>2</sup> de área inundada e o volume de água em seu lago chega a 5,5 bilhões de m<sup>3</sup>, o equivalente a 2,54% do volume represável pelos reservatórios do Sistema Sudeste/Centro-Oeste (SE/CO).

Em setembro de 2017 houve a relicitação da UHE São Simão após o vencimento da concessão, sendo arrematada por consórcio liderado pelo grupo chinês SPIC Pacific Energy por R\$ 6,74 bilhões. A operação sob o novo grupo controlador teve início em maio de 2018, com prazo de concessão de 30 anos.

### Composição acionária



- SPIC Brasil Participações
- Zhejiang Energy Brasil
- ZLCFB - Hong Kong
- CPD Energy Investment

**SPIC Brasil (51,0%):** subsidiária brasileira da State Power Investment Corporation of China (SPIC), uma das cinco maiores empresas estatais de geração de energia da China. Possui capacidade total instalada de 176 GW.

**Zhejiang Energy Brasil (35,0%):** operação brasileira do grupo chinês Zhejiang Energy Group (ZEG), o qual opera mais de 30 GW em capacidade de geração, principalmente térmicas à carvão e gás natural.

**ZLCFB – Hong Kong (7,0%):** presente em mais de 30 países, o fundo ZLCFB-Hong Kong (China-LAC) promove oportunidades de investimento especialmente em energia renovável e infraestrutura que garantam compensação mútua para a China e para países latino-americanos.

**CPD Energy Investment (7,0%):** fundo de investimento chinês que direciona seu capital para países de língua chinesa e portuguesa.

## Cenário atual

Em razão da idade do ativo, já era esperado que com a nova administração houvesse investimentos a serem feitos, como a troca de algumas turbinas. Diante disso, a São Simão possui um projeto significativo de modernização em curso, batizado de Missão Futuro, iniciado em 2019, com conclusão prevista para 2029 e capex projetado de R\$ 1,2 bilhão no período.

Os planos incluem modernização dos equipamentos, transformadores, sistema hidráulico, unidades geradoras e manutenção dos equipamentos eletromecânicos, além de obras civis para apoiar essas alterações. O projeto visa aumentar eficiência e segurança, além de acompanhar os avanços tecnológicos vistos no setor.

Também vale mencionar o atual período crítico de estiagem como ponto de acompanhamento para a São Simão. A contribuição das usinas hidrelétricas para a geração de energia despencou para o menor nível já registrado no Brasil por causa da seca.

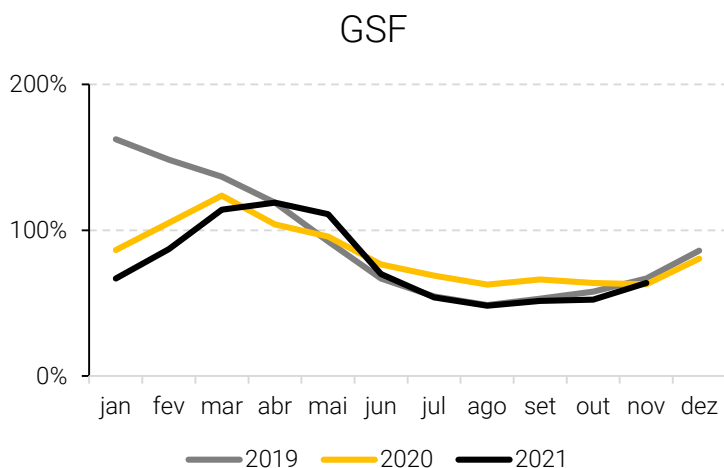
## Destaques operacionais

### Segmento de Geração

A geração de uma usina hidrelétrica apresenta variabilidade ao longo do tempo, principalmente por conta da sazonalidade hidrológica (estimativas de afluência para o período), o que dificulta a projeção da energia produzida.

Portanto, nem sempre a produção das hidrelétricas alcança o total das garantias físicas, que representam a quantidade máxima de energia elétrica associada ao empreendimento.

Quando a soma da energia total produzida pelas hidrelétricas brasileiras é inferior à soma de suas garantias físicas, ocorre um déficit, estimado pelo GSF (*Generation Scalling Factor*), que é uma medida de risco hidrológico. Na prática, caso o GSF esteja abaixo de 1, o total de energia proveniente de fontes hidrelétricas será insuficiente para o atendimento das demandas totais do mercado.



De acordo com o Operador Nacional do Sistema (ONS), desde os últimos meses de 2020, o Brasil atravessa a maior crise hídrica em 91 anos, o que implica em situação de estresse para os reservatórios das hidrelétricas brasileiras. O GSF chegou ao nível de 48,3% em agosto, mês mais crítico de 2021, porém já demonstra sinais de recuperação com volume elevado de chuvas desde o final do ano.

### UHE São Simão

O contrato de concessão da UHE São Simão estabelece um regime combinado de 70% da garantia física em regime de cotas no mercado regulado (ACR, da sigla para Ambiente de Contratação Regulado) e os 30% restantes disponíveis para negociação no mercado livre (ACL, da sigla para Ambiente de Contratação Livre). Ou seja, 70% da energia vendida está relativamente protegida do risco hidrológico.

Como é improvável que as geradoras consigam despachar a quantidade de energia equivalente às suas garantias físicas, é necessário que as hidrelétricas comprem energia no mercado spot (curto prazo) para honrar os contratos do mercado livre de energia.

A UHE São Simão tem 30% de sua energia negociada no mercado livre, exposto ao risco hidrológico. Porém, a companhia mantém 20% dessa energia descontratada, criando um colchão de proteção ante os cenários mais estressados do regime pluviométrico. Sendo assim, caso o cenário esteja desfavorável, com GSF baixo e, conseqüentemente, preços no mercado spot elevados, a São Simão está pouco exposta à entrega de energia para seus clientes no mercado livre.

Por este motivo, apesar da recente hidrologia desfavorável, o impacto financeiro tende a ser pequeno.

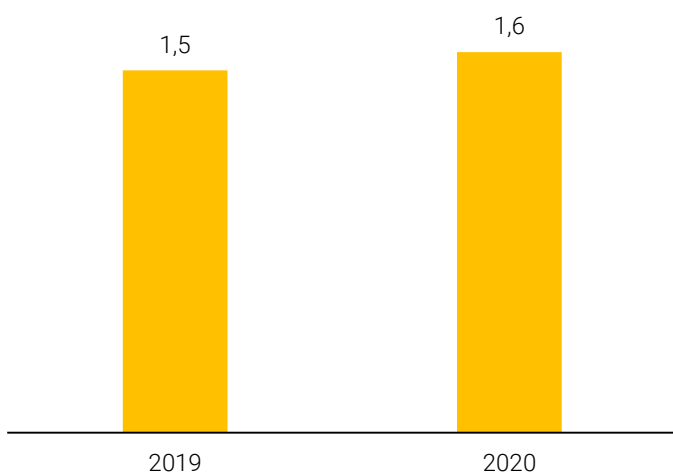
## Destaques financeiros

### Receita Líquida e EBITDA

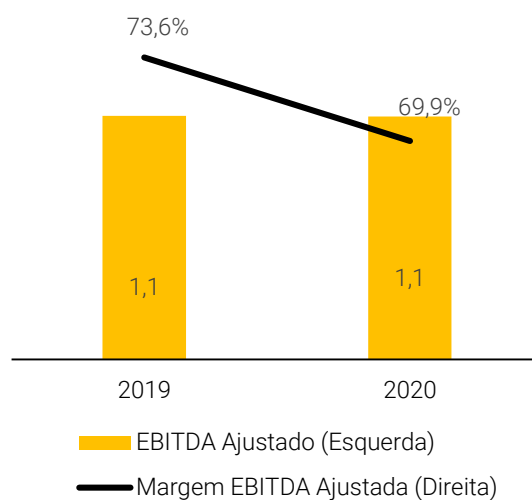
A métrica de *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) é um indicativo da geração de caixa operacional da empresa, sem levar em consideração os efeitos de receitas e despesas financeiras, impostos, depreciação e amortização. Apesar de não ser uma métrica auditada ou enquadrada nos padrões contábeis, é amplamente utilizada para análise de empresas. O endividamento líquido em relação ao EBITDA é uma das principais métricas utilizadas na análise de crédito.

Como a maior parte da energia vendida pela UHE São Simão está no regime de cotas (sem risco hidrológico), há uma relativa previsibilidade dos resultados. Em 2020, a companhia gerou R\$ 1,6 bilhão de receita líquida, alta de 1,0% frente ao gerado em 2019, e R\$ 1,1 bilhão de EBITDA (relativamente estável na mesma janela).

Receita Líquida (R\$ bilhões)



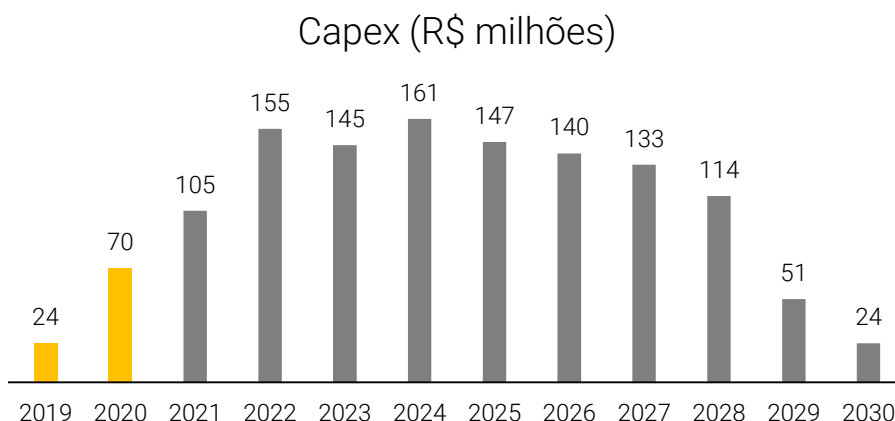
EBITDA Ajustado (R\$ bilhões) e Margem EBITDA Ajustada (%)



## Capex

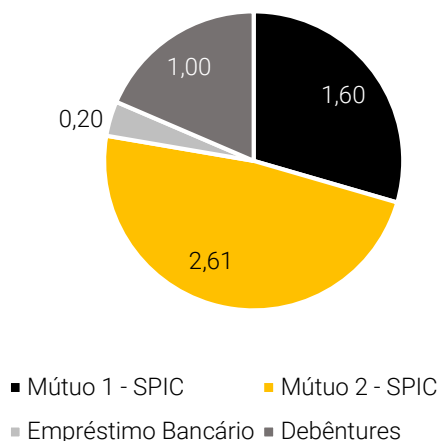
Como parte do contrato de concessão assinado em 2017, o consórcio vencedor liderado pela SPIC se comprometeu junto à Aneel a implementar melhorias e modernizações já citadas anteriormente. Em 2018, realizaram estudos técnicos e finalizaram o planejamento do projeto de modernizações, iniciado em 2019.

O gráfico ao lado apresenta o capex realizado nos exercícios de 2019 e 2020, assim como o projetado para o ciclo de atualização de unidades geradoras. Para os próximos 10 anos, estima-se cerca de R\$ 1,2 bilhão em investimentos. A maior concentração ocorre entre os anos de 2022 e 2028.

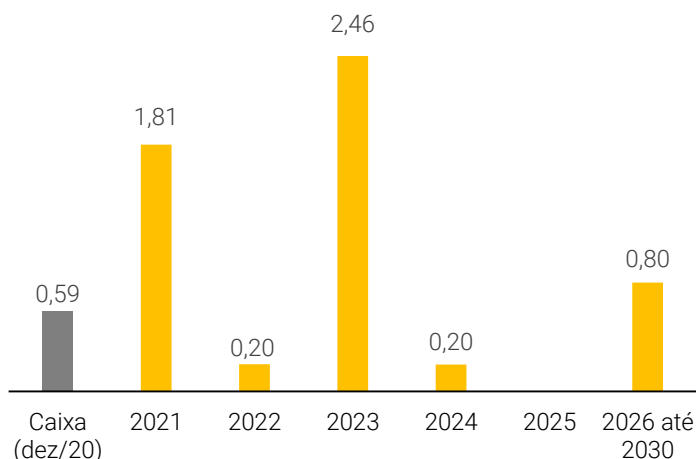


## Endividamento e alavancagem

Composição do Endividamento  
(R\$ bilhões)  
dez/20



Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)

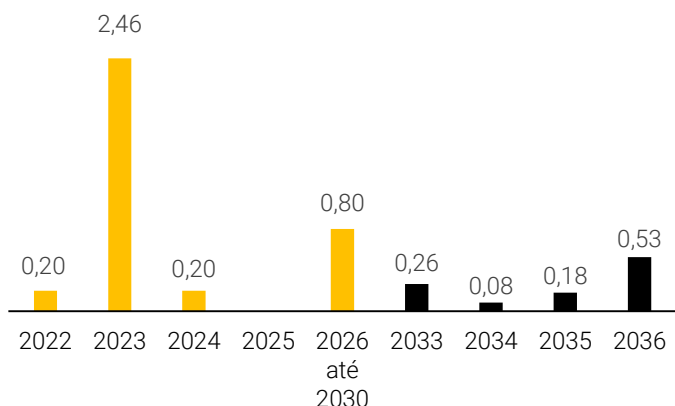


O perfil da dívida da UHE São Simão é principalmente de empréstimos intercompany (mútuos). Para o pagamento da outorga do leilão, a empresa contratou dois mútuos em novembro de 2018 com seu controlador, por meio da subsidiária SPIC Luxembourg. O primeiro mútuo com vencimento em outubro de 2021 e taxa prefixada de 5,47% totalizou R\$ 1,6 bilhão ao fim de 2020, e a companhia realizou sua 2ª Emissão de Debêntures, no montante de R\$ 1,0 bilhão, em meados de 2021 para fazer frente ao vencimento (ainda não exposta no cronograma de amortização).



Também há um segundo mútuo com vencimento em outubro de 2023, que totalizou R\$ 2,6 bilhões em dezembro de 2020. Espera-se que a companhia realize uma nova emissão de debêntures (assim como no primeiro mútuo) ou faça uma rolagem deste pagamento, caso necessário. Além disso, a contração de mútuos demonstra compromisso de seu controlador com a empresa, indicando que ofereceria suporte à UHE em caso de necessidade.

### Cronograma de Amortização Pró-forma (R\$ bilhões)

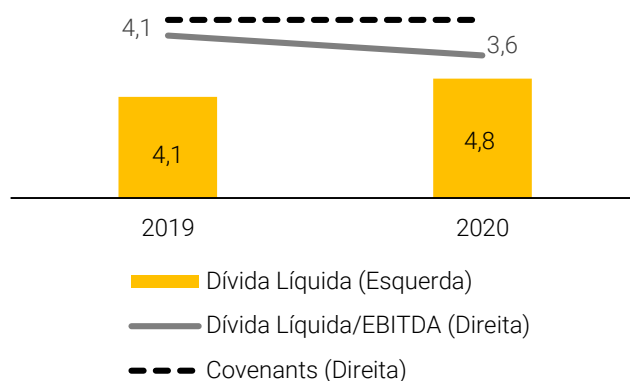


A empresa possuía ao final de 2020 amortização programada de R\$ 1,8 bilhão para 2021, que seria integralmente paga com uso das disponibilidades em caixa, além do adicional provindo da 2ª Emissão de Debêntures. Após 2023, a companhia terá um cronograma mais confortável de amortizações, o que dará mais flexibilidade para a realização do capex programado. O gráfico ao lado apresenta um cronograma de amortização simplificado após a emissão e o pagamento das obrigações previstas para 2021.

O endividamento líquido da empresa totalizou R\$ 4,8 bilhões ao fim de 2020, com a alavancagem medida pela razão Dívida Líquida/EBITDA encerrando o exercício em 3,6x. A razão segue significativamente abaixo do *covenant* mais restritivo de suas emissões, de 4,5x. Pontua-se que os *covenants* reduzirão para 4,0x em 2022, 3,75x em 2023 e 3,5x em 2024.

Dado o cenário observado em 2021, a relativa resiliência de sua geração de caixa devido à baixa exposição ao mercado livre e a emissão de debênture utilizada para pagamento de dívidas, acreditamos que a empresa tenha ficado em conformidade com seus *covenants* em 2021.

### Endividamento (R\$ bilhões) e Alavancagem (x)



# Disclaimer

Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Resolução CVM 20/2021, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.

Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.

O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.

O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Resolução CVM nº 20/2021 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.

Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.

O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a Resolução CVM nº 16/2021, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários –ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.

Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.

A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.

Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.

SAC. 0800 77 20202. A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.

O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: [www.xpi.com.br](http://www.xpi.com.br).

A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.

A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.

Para fins de verificação da adequação do perfil do investidor aos serviços e produtos de investimento oferecidos pela XP Investimentos, utilizamos a metodologia de adequação dos produtos por portfólio, nos termos das Regras e Procedimentos ANBIMA de Suitability nº 01 e do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Distribuição de Produtos de Investimento. Essa metodologia consiste em atribuir uma pontuação máxima de risco para cada perfil de investidor (conservador, moderado e agressivo), bem como uma pontuação de risco para cada um dos produtos oferecidos pela XP Investimentos, de modo que todos os clientes possam ter acesso a todos os produtos, desde que dentro das quantidades e limites da pontuação de risco definidas para o seu perfil. Antes de aplicar nos produtos e/ou contratar os serviços objeto deste material, é importante que você verifique se a sua pontuação de risco atual comporta a aplicação nos produtos e/ou a contratação dos serviços em questão, bem como se há limitações de volume, concentração e/ou quantidade para a aplicação desejada. Você pode consultar essas informações diretamente no momento da transmissão da sua ordem ou, ainda, consultando o risco geral da sua carteira na tela de carteira (Visão Risco). Caso a sua pontuação de risco atual não comporte a aplicação/contratação pretendida, ou caso existam limitações em relação à quantidade e/ou volume financeiro para a referida aplicação/contratação, isto significa que, com base na composição atual da sua carteira, esta aplicação/contratação não está adequada ao seu perfil. Em caso de dúvidas sobre o processo de adequação dos produtos oferecidos pela XP Investimentos ao seu perfil de investidor, consulte o FAQ. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.

ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE A Resolução CVM nº 16/2021.





**Camilla Dolle**

Crédito e Renda Fixa

[camilla.dolle@xpi.com.br](mailto:camilla.dolle@xpi.com.br)

**Francisco Lobo**

Crédito e Renda Fixa

[francisco.lobo@xpi.com.br](mailto:francisco.lobo@xpi.com.br)