

Análise Detalhada

CPFL Energia S.A.

2 de julho de 2024

Resumo de Classificação de Ratings



Escala Nacional Brasil  
brAAA/Estável/--

Analista principal

**Bruno Ferreira**  
São Paulo  
55 (11) 3039-9798  
bruno.ferreira  
@spglobal.com

Contato analítico adicional

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

Research Assistant

**Manuela Granja**  
São Paulo  
55 (11) 3818-4803  
manuela.granja  
@spglobal.com

## Destaques da Análise de Crédito

### Resumo

Principais pontos fortes	Principais riscos
Um dos maiores grupos de energia elétrica do Brasil, atendendo cerca de 10,5 milhões de clientes no segmento de distribuição, com participação de mercado de cerca de 13%, além de operar 4,4 GW de capacidade instalada de geração e 6.456 km de linhas de transmissão.	Necessidade de novas dívidas para financiar seu plano de investimentos (capex), enquanto mantém um pagamento de dividendos de mais de 50%.
Diversificação de fontes de energia no segmento de geração e estratégia de <i>hedge</i> mitigam o risco hidrológico, enquanto os negócios no segmento de transmissão garantem fluxos de caixa estáveis e previsíveis.	Pressão sobre as despesas com juros devido ao ambiente de taxas de juros elevadas no Brasil, pois 80% de sua dívida é indexada à taxa de juros de referência
Métricas de crédito e posição de liquidez confortáveis, além de bom relacionamento com bancos e posição consolidada no mercado de capitais nacional, que respaldam a estratégia de financiamento de capex e rolagem de dívida.	Cerca de 25%-30% da geração de caixa advém das operações no Rio Grande do Sul, região suscetível a eventos climáticos adversos, mas esperamos impacto limitado nas métricas do grupo.

#### Folga nas métricas de crédito para absorver os impactos das enchentes no Rio Grande do Sul.

No final de abril de 2024, o estado foi atingido por fortes chuvas com níveis recordes de precipitação, que causaram a pior enchente dos últimos 80 anos, que forçou milhares de pessoas a serem evacuadas e realocadas. A CPFL Energia deriva cerca de 25%-30% da sua geração de caixa do estado do Rio Grande do Sul, onde opera uma concessão de distribuição – a RGE Sul Distribuidora de Energia S.A. –, a maior parte do seu negócio de transmissão através da antiga Companhia Estadual de Transmissão de Energia Elétrica – CEEE-T e três usinas hidrelétricas que compõem o complexo Ceran, três centrais geradoras hidrelétricas (CGH) e um complexo eólico. Considerando todos esses ativos, a capacidade de geração proporcional da CPFL no Rio Grande do Sul totaliza 356 megawatts (MW) (cerca de 8% da sua capacidade instalada total). No ápice da crise, mais de 300 mil clientes da RGE Sul Distribuidora de Energia S.A. tiveram sua energia cortada, e estima-se que 50 mil conexões desapareceram por conta das enchentes. Além disso, algumas subestações de transmissão ficaram submersas e a barragem da Usina Hidrelétrica 14 de Julho rompeu parcialmente no topo da estrutura por conta da força das águas. A situação está melhor atualmente, visto que menos de 8 mil clientes estão desconectados na distribuidora. Além disso, não há risco de rompimento da barragem que deve voltar a operar, enquanto as obras civis para reconstrução do seu topo devem ser conduzidas, e as linhas de transmissão e subestações afetadas estão sendo gradualmente religadas.

Ainda é difícil estimar o impacto financeiro das perdas, mas acreditamos que serão limitados para as métricas de crédito da CPFL Energia, visto que apenas parte dos seus ativos no Rio Grande do Sul foram afetados devido à diversificação das operações do grupo, que também opera concessões de distribuição no estado de São Paulo e possui capacidade de geração em vários estados brasileiros. Além disso, a empresa possui seguro no negócio de transmissão, que pode atenuar eventuais danos físicos aos equipamentos. Ainda assim, monitoraremos as despesas e os investimentos necessários para reparar e reconstruir as infraestruturas danificadas, as possíveis negociações com o Poder Concedente para potencial reequilíbrio contratual por motivos de força maior e o impacto nos indicadores de receita, perdas e inadimplência, especialmente no nível da distribuidora.

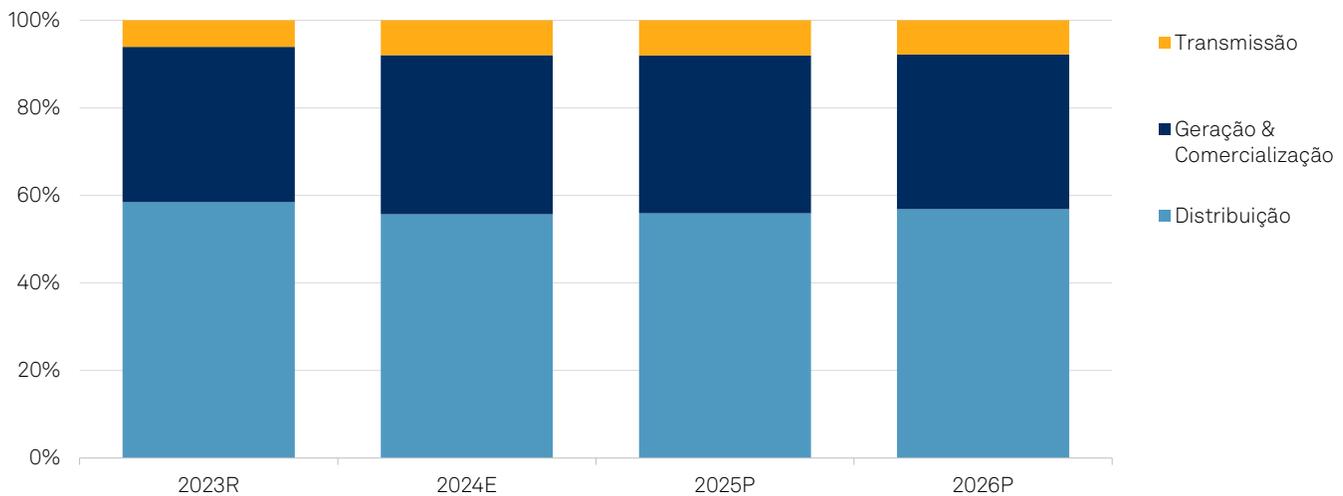
**Forte geração de caixa, reforçada por hidrologia favorável e base de ativos diversificada.** As distribuidoras de energia da CPFL Energia, que representam 55%-60% do EBITDA consolidado do

grupo, estão gerando fortes fluxos de caixa desde 2023 devido aos reajustes tarifários e à menor necessidade de capital de giro decorrente da redução dos custos de energia. Isto graças à hidrologia favorável que tem contribuído para níveis de reservatórios altos e limitado despacho térmico, que é mais caro. O reservatório do Sudeste/Centro-Oeste do Brasil, que representa 70% do armazenamento do país, está atualmente com 70% de sua capacidade, o que é bastante positivo visto que a estação seca começou em abril. Esperamos que o cenário hidrológico favorável, e conseqüente baixo custo de energia, continue pelo menos até o final do próximo período chuvoso, entre outubro de 2024 e abril de 2025. Além disso, apesar da demanda por energia estável, que não cresce devido ao crescimento econômico relativamente baixo, a geração de caixa da empresa tem sido impulsionada por reajustes tarifários em todos seus segmentos de operação.

No segmento de geração, que representa cerca de 35% do EBITDA consolidado da CPFL Energia, esperamos que a empresa continue gerando um EBITDA forte de cerca de R\$ 4,0 bilhões, em linha com o de 2023. A empresa mantém uma estratégia de *hedge* para proteger cerca de 85% da sua capacidade de geração hídrica dos riscos hidrológicos, garantindo estabilidade dos seus fluxos de caixa neste segmento. Além disso, os contratos são reajustados pela inflação e a empresa possui uma base de ativos diversificada, o que mitiga o risco de recursos. Por fim, no segmento de transmissão, o qual esperamos que represente cerca de 5%-10% do EBITDA do grupo nos próximos anos, acreditamos que a CPFL continuará implementando medidas de eficiência de custo para melhorar o desempenho operacional da CPFL Transmissão S.A., que consiste sobretudo nos ativos da antiga CEEE-T.

Gráfico 1

**Contribuição esperada de EBITDA por segmento**



Fonte: S&P Global Ratings  
 Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.  
 R: realizado. E: Esperado. P: Projetado

**Parte do plano de capex de R\$ 28,4 bilhões no período 2024-2028 deve ser financiado com dívida.** Esperamos um aumento no endividamento do grupo para financiar seus investimentos, os quais projetamos em torno de R\$ 6,0 bilhões anualmente, sem considerar aquisições. Isso porque, apesar da forte geração de caixa do grupo, acreditamos que a empresa deve seguir balanceando crescimento e remuneração aos acionistas via distribuição de dividendos no curto e médio prazo, haja vista o anúncio de pagamento de dividendos no valor de R\$ 3,2 bilhões em 2024. Assim, combinando o aumento da dívida e o efeito de altas despesas de juros por conta das

taxas de juros ainda elevadas – considerando que 80% do endividamento da empresa é indexado ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI) –, além do efeito negativo causado pelas enchentes no Rio Grande do Sul, projetamos um indicador de dívida líquida sobre EBITDA ajustado em 2024 de 2,5x-3,0x, acima dos 2,2x reportados em 2023, e deterioração na geração interna de caixa (FFO – *funds from operations*) sobre dívida líquida, que projetamos levemente acima de 20%, ante 29,7% em 2023. A partir de 2025, projetamos uma melhoria gradual das métricas, para cerca de 2,5x e 20%-25%, respectivamente, presumindo um cenário hidrológico ainda favorável e aumento da demanda por energia, sobretudo no Rio Grande do Sul, dada nossa premissa de um crescimento de aproximadamente 2,0% do PIB brasileiro.

**Acesso ao mercado garante conforto à posição de liquidez da CPFL Energia.** Apesar do robusto plano de capex e dos vencimentos de dívida significativos nos próximos anos, de cerca de R\$ 2,9 bilhões em 2024, R\$ 4,4 bilhões em 2025 e R\$ 7,9 bilhões em 2026, esperamos que a empresa seja capaz de refinanciá-los. Isso se deve ao seu sólido relacionamento com bancos e ao forte acesso ao mercado de capitais. Além disso, a CPFL conta com suporte financeiro dos seus controladores, visto o recente refinanciamento dos empréstimos com a State Grid International Development Limited (SGID; A+/Estável/--), no valor de R\$ 2,4 bilhões, cujo vencimento foi estendido de junho de 2024 para junho de 2028. Ademais, a empresa mantém uma posição de caixa robusta, totalizando aproximadamente R\$ 5,4 bilhões no primeiro trimestre de 2024. A empresa também reporta uma geração de caixa estável e crescente, impulsionada pelos aumentos tarifários geralmente em linha com a inflação e concessões maduras no segmento de distribuição, além de sua geração de ativos nos segmentos de transmissão e geração.

Monitoraremos as atividades de refinanciamento da CPFL Energia nos próximos semestres, sobretudo com relação ao risco de refinanciamento em 2026, que poderiam acarretar um aumento das despesas de juros caso a empresa demore para refinarciar e as condições de mercado tornem-se desfavoráveis.

**Presumimos a renovação das concessões de distribuição da CPFL Energia.** Em 21 de junho de 2024, o governo publicou o decreto com os termos finais para a renovação de 20 concessões de distribuição com vencimento em 2025-2031, que serão regulamentados pela ANEEL até outubro de 2024. Os termos finais estão em linha com o texto preliminar divulgado pelo Ministério de Minas e Energia em setembro de 2023 e não incluem o pagamento de outorgas de renovação, conforme esperávamos. A empresa planeja renovar três de suas concessões: RGE Sul Distribuidora de Energia (RGE Sul) e a Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL Paulista), com vencimento em novembro de 2027, seguida pela Companhia Piratininga de Força e Luz (CPFL Piratininga), que termina em outubro de 2028.

As métricas de qualidade de serviço das concessões da CPFL Energia, medidas pela duração e frequência das interrupções dos serviços (DEC e FEC, respectivamente), estão dentro dos limites regulatórios nos últimos anos. O cumprimento dessas metas de qualidade, além do equilíbrio financeiro da concessão, é fundamental para a análise da ANEEL no momento da renovação das concessões. Além disso, em linha com os termos do decreto, acreditamos que as distribuidoras continuarão investindo capex considerável para cumprir métricas de qualidade mais rigorosas, especialmente em sub-regiões dentro das áreas de concessão. Não acreditamos que isso será um problema para a empresa, desde que os investimentos sejam reconhecidos em sua base de ativos.

## Informações sobre as concessões de distribuição

31 de março de 2024	CPFL Paulista	CPFL Piratininga	RGE Sul	CPFL Santa Cruz
População total (milhões)	10,3	4,4	7,1	1,1
Clientes (mil)	4.970	1.950	3.111	506
Número de municípios	234	27	381	45
Vencimento das concessões	2027	2028	2027	2045
Contribuição para a geração de caixa do grupo	~25%	~10%	~20%	~3%

Fonte: Informações financeiras da CPFL Energia S.A.

## Perspectiva

A perspectiva estável do rating de crédito corporativo da CPFL Energia engloba nossa visão de que a empresa continuará gerando fluxos de caixa operacionais de aproximadamente R\$ 6,2 bilhões-R\$ 6,7 bilhões nos próximos 12 meses, ao mesmo tempo que refinancia e alonga o prazo de suas dívidas. Também esperamos que a empresa sustente indicadores de dívida líquida sobre EBITDA de 2,5x-3,0x e FFO sobre dívida em torno de 20%. A perspectiva reflete aquela dos ratings soberanos do Brasil na Escala Nacional Brasil (BB/Estável/B; brAAA/Estável/--) e incorpora nossa visão de que o grupo, detentor de concessionárias de serviços de utilidade pública reguladas, pode estar sujeito à intervenção do governo em um cenário hipotético de default soberano, que limitaria o rating da empresa.

## Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar nossos ratings da CPFL Energia nos próximos 12 meses se realizarmos ação similar nos ratings do Brasil. Embora improvável, também poderíamos rebaixar os ratings da empresa se suas métricas de crédito deteriorassem significativamente, resultando em dívida sobre EBITDA acima de 4,5x em base consistente e em FFO sobre dívida abaixo de 13%, em meio a um enfraquecimento da liquidez. Acreditamos que um enfraquecimento das métricas de crédito da CPFL poderia resultar de custos de energia mais elevados – com uma piora prolongada do cenário hidrológico –, eventos climáticos adversos mais recorrentes em suas áreas de concessão, investimentos muito mais altos do que o esperado ou uma grande aquisição financiada por dívida.

## Cenário de elevação

A CPFL Energia já é avaliada na categoria mais alta da Escala Nacional Brasil.

## Nosso Cenário-Base

### Premissas

- Crescimento do PIB do Brasil de 2,0% em 2024 e 2025 e 2,1% em 2026. Projetamos crescimento da demanda por energia nas áreas de concessão da CPFL Energia levemente abaixo da expectativa de crescimento do PIB, como resultado da migração de clientes cativos para o mercado livre de energia e segmento de geração distribuída. As premissas macroeconômicas seguem nosso último relatório “*Economic Outlook Emerging Markets Q3 2024: Growth On Track, Policy Risks Rising*”, publicado em 24 de junho de 2024;

- Impacto no volume de energia distribuída nas operações da RGE Sul em 2024, devido aos impactos das enchentes no estado.
- Incorporação dos reajustes tarifários aprovados pela ANEEL em 2024 e, a partir de 2025, crescimento das tarifas em linha com a inflação do ano anterior, de 4,2% em 2024, 3,8% em 2025 e 3,5% nos anos subsequentes.
- Reajuste abaixo da inflação para a RGE Sul em 2024;
- Taxa de câmbio média em relação ao dólar: R\$ 5,10 em 2024, R\$ 5,18 em 2025 e R\$ 5,23 em 2026. Oscilações no câmbio impactam o custo de aquisição de energia da Itaipu, que representa cerca de 18% do volume de compra de energia da empresa;
- Taxa de juros de 10% no final de 2024 e 9% a partir de 2025;
- Aumento da inadimplência e das perdas na RGE Sul em 2024, resultado das enchentes no estado do Rio Grande do Sul, retornando gradualmente para os níveis históricos até 2026. Além disso, presumimos um aumento das necessidades de capital de giro do grupo em 2024, para endereçar os danos na região;
- Receita do segmento de geração de cerca de R\$ 5,8 bilhões em 2024, em linha com o faturamento do ano anterior, e crescendo com a inflação nos anos subsequentes;
- Receita Anual Permitida (RAP) de R\$ 1,2 bilhão em 2024 no segmento de transmissão, e crescendo com a inflação nos anos subsequentes;
- Investimentos anuais (capex) de cerca de R\$ 5,9 bilhões em 2024, R\$ 6,1 bilhões em 2025 e R\$ 5,9 bilhões em 2026, dos quais cerca de 80%-85% destinados ao segmento de distribuição para melhoria e expansão de suas redes e aproximadamente 10%-15% ao negócio de transmissão, visando expandir e melhorar a eficiência operacional destes ativos;
- Não incorporamos aquisições em nosso caso-base;
- Refinanciamento do mútuo com a SGID de Junho de 2024 para Junho de 2028;
- Pagamento de dividendos no valor de R\$ 3,2 bilhões em 2024, conforme anunciado pela empresa (dos quais R\$ 1,4 bilhão já foram pagos em maio de 2024). A partir de 2025, pagamento de dividendos entre 50%-60%, em linha com o histórico da CPFL nos últimos anos.

## Principais Métricas

### CPFL Energia S.A. – Resumo das projeções

R\$ milhões	2022R	2023R	2024E	2025P	2026P
Receita	33.341,8	34.753,8	34.800-35.300	35.750-36.250	37.000-37.500
EBITDA	10.991,1	12.268,6	11.500-12.000	12.000-12.500	12.500-13.000
Margem EBITDA (%)	33,0	35,3	32-34	33-35	34-36
Geração interna de caixa (FFO)	7.763,4	8.034,2	6.500-7.000	6.800-7.300	7.400-7.900
Investimentos (capex)	5.133,1	4.452,3	~5.900	~6.000	~5.900
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	3.793,5	4.408,8	(1.800)-(1.300)	2.000-2.500	2.000-2.500
Dívida/EBITDA (x)	2,4	2,2	2,5-3,0	2,3-2,8	2,3-2,8
FFO/dívida (%)	29,1	29,7	18-23	20-25	20-25

\*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings, exceto se apresentado como reportado. R: Realizado. E: Estimado. P: Projetado

## Descrição da Empresa

A CPFL Energia é um dos maiores grupos privados brasileiros, atuando na distribuição, geração, transmissão e comercialização de energia. Além disso, ela é a segunda maior empresa no mercado de distribuição do país, com cerca de 10,5 milhões de clientes em 687 municípios nos estados de São Paulo e Rio Grande do Sul. No segmento de geração, a empresa conta com capacidade instalada de 4.371 MW, operando sobretudo no segmento renovável, através de geração hidroelétrica e eólica, que representam 56% e 32% de sua capacidade instalada, respectivamente. Além disso, após a aquisição dos ativos da CEEE-T concluída em 14 de outubro de 2021, que hoje fazem parte da CPFL Transmissão, a CPFL aumentou sua presença no segmento de transmissão, detendo um portfólio de mais de 6.456 km de linhas de transmissão que devem contribuir com uma RAP de cerca de R\$ 1,3 bilhão no ciclo 2023-2024.

## Comparação com os Pares

Os negócios de distribuição e transmissão de energia no Brasil apresentam, em geral, um perfil de risco de negócios satisfatório, graças ao marco regulatório favorável, às posições monopolísticas para atender às suas áreas de concessão e à qualidade dos indicadores de serviço que estão, em grande parte, em conformidade com as metas regulatórias.

Ao lado da Neoenergia e da Cemig, a CPFL Energia é um dos maiores grupos integrados de energia do Brasil. Apesar da Neoenergia, Cemig e Equatorial também operarem no segmento de geração, acreditamos que a empresa apresenta maior nível de diversificação devido ao seu equilíbrio entre geração hidroelétrica e eólica. A Energisa e a Equatorial concentram suas operações no segmento de distribuição e, assim como a CPFL, tem expandido seu segmento de transmissão. Em nossa visão, a empresa deve apresentar métricas de crédito mais fortes que os demais grupos do setor, visto que estes estão integrando aquisições recentes ou estão investindo em novos ativos no segmento de transmissão.

### CPFL Energia S.A. – Comparação com os pares

	CPFL Energia S.A.	Neoenergia S.A.	Energisa S.A.	Companhia Energética de Minas Gerais -CEMIG	Equatorial Energia S.A.
Rating de emissor em moeda estrangeira	--	BB/Estável/--	BB/Estável/--	BB-/Estável/--	--
Rating de emissor em moeda local	--	BB/Estável/--	BB/Estável/--	BB-/Estável/--	--
Rating de emissor na Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--	brAAA/Estável/brA-1+	brAAA/Estável/--	brAA+/Estável/--	brAAA/Estável/--
Período	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual
Fim do período	2023	2023	2023	2023	2023
Milhões	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Receita	35.138,5	35.387,0	23.770,2	30.089,1	31.030,3
EBITDA	12.696,5	10.499,0	7.398,0	6.239,9	8.759,7
Geração interna de caixa (FFO – funds from operations)	6.684,6	6.990,0	4.308,6	4.607,8	3.982,5
Juros	2.270,2	4.398,0	2.830,8	1.782,3	4.856,7
Juros-caixa pagos	1.723,8	3.044,0	2.513,7	1.031,4	4.400,7
Fluxo de caixa operacional (OCF – operating cash flow)	7.047,5	1.632,0	4.168,7	6.644,3	3.139,2
Investimentos (capex)	4.454,8	8.903,0	4.887,0	4.942,1	9.148,1

Fluxo de caixa operacional livre (FOCF – <i>free operating cash flow</i> )	2.592,7	(7.271,0)	(718,3)	1.702,2	(6.008,9)
Fluxo de caixa discricionário (DCF – <i>discretionary cash flow</i> )	(978,0)	(8.688,0)	(151,6)	(120,8)	(6.805,6)
Caixa e investimentos de curto prazo	5.400,1	7.522,0	7.388,6	2.311,5	12.237,7
Dívida	28.393,1	44.860,0	25.195,8	17.077,4	40.538,1
Patrimônio líquido	21.658,8	30.076,0	15.135,5	24.655,2	25.062,7
Margem EBITDA (%)	36,1	29,7	31,1	20,7	28,2
Retorno sobre capital (%)	23,5	13,8	17,7	12,8	12,9
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	5,6	2,4	2,6	3,5	1,8
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	4,9	3,3	2,7	5,5	1,9
Dívida/EBITDA (x)	2,2	4,3	3,4	2,7	4,6
FFO/dívida (%)	23,5	15,6	17,1	27,0	9,8
OCF/dívida (%)	24,8	3,6	16,5	38,9	7,7
FOCF/dívida (%)	9,1	(16,2)	(2,9)	10,0	(14,8)
DCF/dívida (%)	(3,4)	(19,4)	(0,6)	(0,7)	(16,8)

## Risco de Negócios

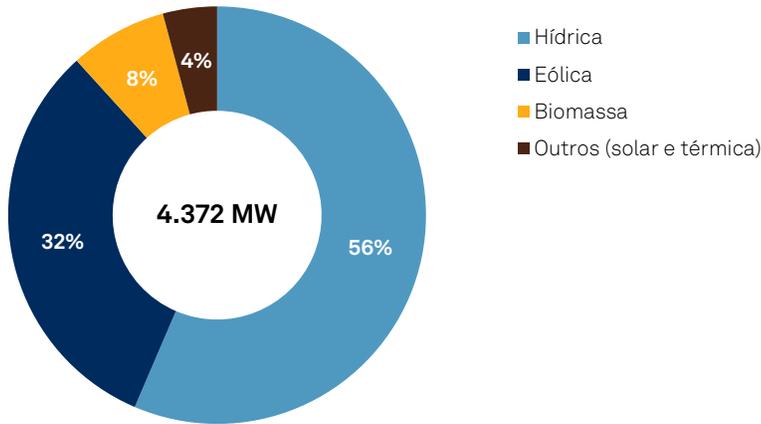
A CPFL Energia apresenta uma forte posição competitiva, detendo o direito de monopólio para distribuir energia em áreas de alto poder aquisitivo e forte atividade industrial, que representam cerca de 13% da distribuição nacional, além de estar entre os grupos de energia integrados mais eficientes do país. O marco regulatório brasileiro para o setor de energia elétrica assegura uniformidade das regras aplicadas a cada um dos principais segmentos: geração, distribuição e transmissão. As transmissoras e distribuidoras são monopólios regulados e beneficiam-se de sólida posição competitiva. Em nossa visão, os contratos de venda de energia de longo prazo que as geradoras firmam com as distribuidoras e grandes usuários tendem a mitigar a volatilidade de seus fluxos de caixa.

Ademais, a CPFL Energia é um dos maiores grupos de geração privados, com cerca de 4,4 GW de capacidade instalada de geração de energia e, no segmento de transmissão, o grupo beneficia-se de uma geração de caixa de R\$ 1,3 bilhão de RAP bruta anualmente, através da operação de 6.456 km de linhas de transmissão e 86 subestações, que somam potência instalada de 14,9 mil megavolt-ampères (MVA) de capacidade de transformação. Isso lhe proporciona um mix de receitas balanceado entre distribuição, geração e transmissão, além de escala, que favorece maior eficiência e estabilidade dos resultados do grupo. Além disso, a empresa mantém uma estratégia de *hedge* para proteger cerca de 85% da sua capacidade de geração hídrica dos riscos hidrológicos, além de diversificar sua geração nos segmentos eólico, de biomassa e termoelétrico.

Gráfico 2

### Capacidade instalada de geração de energia por fonte

Participação em 31 de dezembro de 2023



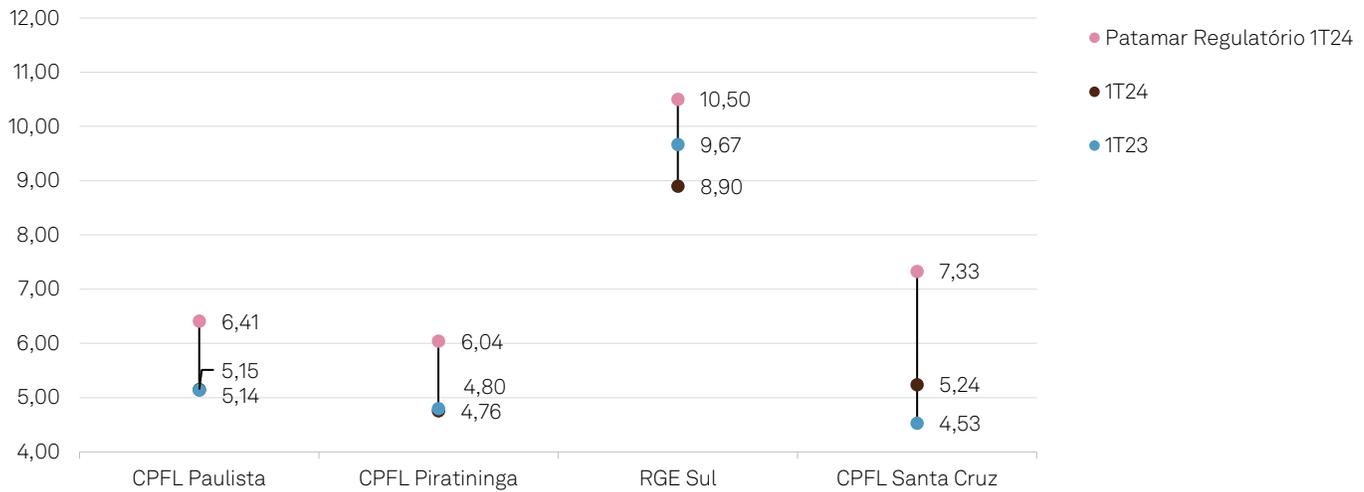
Fonte: S&P Global Ratings  
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

No segmento de distribuição, o grupo apresenta um longo histórico de cumprimento de quase todas as metas de qualidade do regulador e de investimentos para otimizar seu desempenho operacional. Consequentemente, suas distribuidoras apresentam uma das melhores condições de continuidade de serviços pelo regulador, sendo que todas reportaram seus indicadores DEC e FEC abaixo do limite regulatório. Esperamos uma leve deterioração nos indicadores de qualidade da RGE Sul este ano, devido aos eventos climáticos adversos, porém acreditamos que a maior parte do impacto deve ser expurgado do cálculo dos indicadores por se tratar de um evento de força maior, assim como aconteceu nos eventos climáticos de 2023. Ainda assim, acreditamos que os indicadores atuais da RGE Sul têm espaço para absorver certa deterioração sem ultrapassar os limites regulatórios. Acompanharemos a definição da ANEEL sobre a regulamentação dos termos finais da renovação das concessões de distribuição, visto que o decreto inclui a possibilidade de não desconsiderar expurgos nos indicadores de qualidade, o que poderia enfraquecê-los, sobretudo no caso da RGE Sul, devido à ocorrência de vários eventos climáticos extremos no estado.

Gráfico 3

### Duração Equivalente de Interrupções (DEC)

Horas

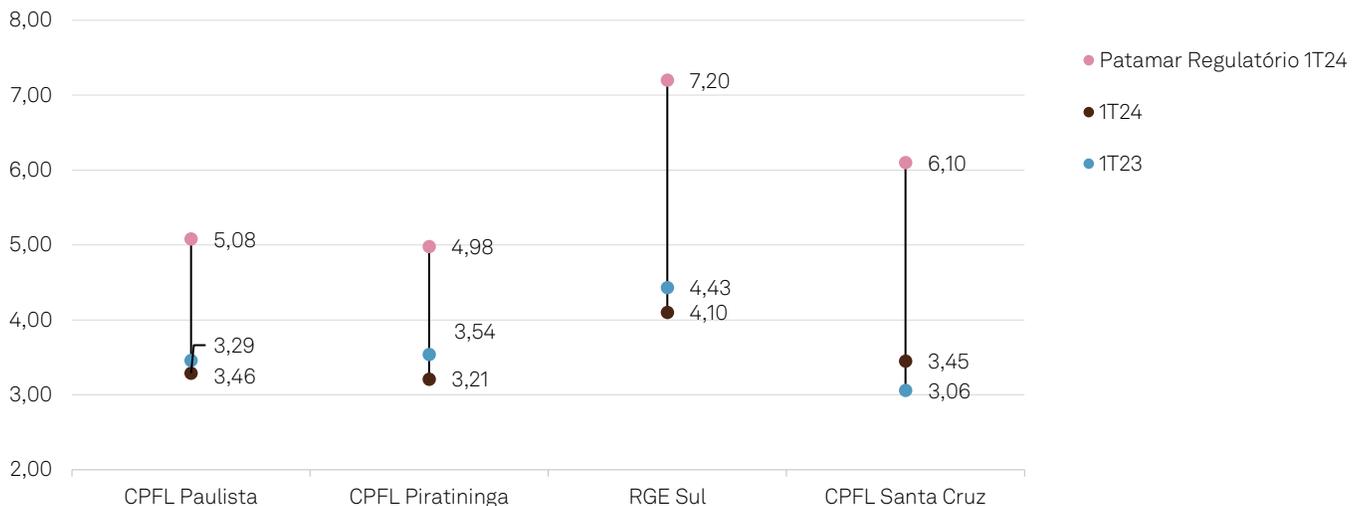


Fonte: S&P Global Ratings  
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Gráfico 4

### Frequência Equivalente de Interrupções (FEC)

Veze



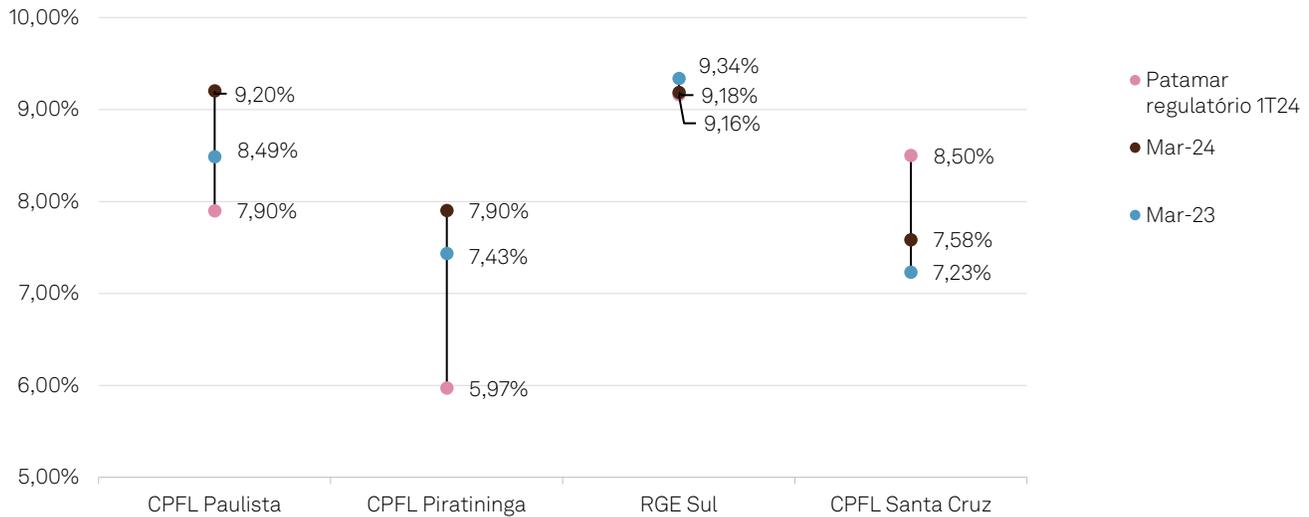
Fonte: S&P Global Ratings  
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Por conta das elevadas temperaturas ao longo de 2023, que aumentam o nível de roubos de energia, os indicadores de perda de energia da CPFL Paulista e CPFL Piratininga apresentaram uma leve deterioração nos últimos 12 meses findos em março de 2024, e encontram-se acima do limite regulatório. Embora a CPFL Energia deixe de faturar esses valores, a empresa segue

realizando medidas de combate às perdas, incluindo ações de inspeção nas unidades consumidoras, substituição de medidores obsoletos, blindagem de caixas de energia e regularização de clientes, que devem contribuir para ao menos estabilizar os indicadores atuais nos próximos trimestres.

Gráfico 5

**Perdas acumuladas em 12 meses (%)**



Fonte: S&P Global Ratings  
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

## Risco Financeiro

Incorporamos em nossa análise o plano de capex de aproximadamente R\$ 28,4 bilhões nos próximos cinco anos, e que a CPFL Energia seguirá balanceando crescimento e remuneração aos acionistas via distribuição de dividendos, incluindo os dividendos propostos no valor de R\$ 3,2 bilhões em 2024, conforme anunciado pela empresa. Acreditamos que a empresa tomará novas dívidas para financiar parte do seu plano de capex e que seguirá refinanciando a maior parte das suas dívidas atuais, em linha com sua estratégia nos últimos anos. Na ausência de aquisições, projetamos para 2024 um indicador de dívida líquida sobre EBITDA ajustado de 2,5x-3,0x e FFO sobre dívida líquida de aproximadamente 20%, impactando taxas de juros ainda elevadas este ano e o maior endividamento bruto do grupo. A partir de 2025, projetamos uma melhoria gradual dessas métricas, em cerca de 2,5x e entre 20%-25%, respectivamente, presumindo um cenário hidrológico ainda favorável e aumento gradual da demanda por energia.

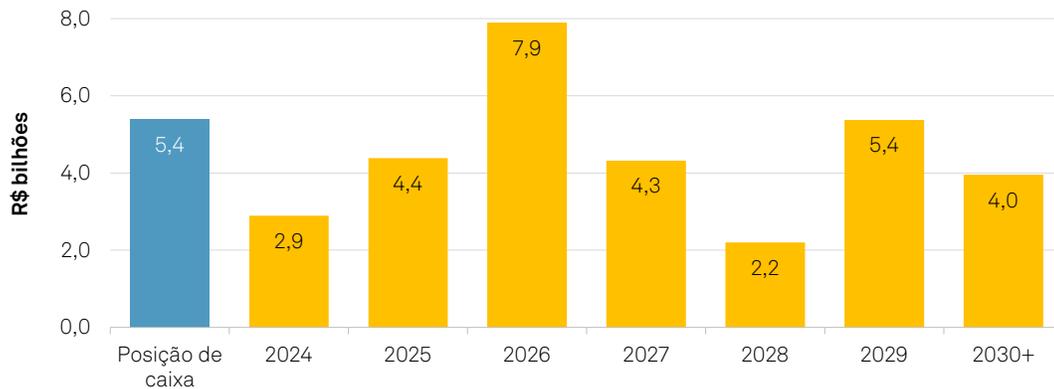
## Vencimentos de Dívida

Em 31 de março de 2024, a CPFL Energia reportou R\$ 30,7 bilhões em dívida bruta, com o seguinte perfil de vencimento:

Gráfico 6

### Cronograma de amortização de dívidas

Posição em 31 de março de 2024



Fonte: S&P Global Ratings  
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

## CPFL Energia – Resumo Financeiro

## Fim do período

Período de reporte	UDM* 31/mar/2024	2023	2022	2021	2020	2019
Moeda	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Receitas	35.138,5	34.753,8	33.341,8	34.795,7	29.343,4	27.563,8
EBITDA	12.696,5	12.268,6	10.991,1	7.951,7	7.668,0	6.064,1
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i> )	6.684,6	8.034,2	7.763,4	5.795,4	6.158,5	3.942,2
Despesas com juros	2.270,2	2.237,8	2.228,5	1.435,7	1.220,5	1.485,6
Juros-caixa pagos	1.723,8	1.901,2	1.516,1	691,0	791,3	1.158,1
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i> )	7.047,5	8.861,1	8.926,6	3.822,6	6.331,3	5.762,9
Investimentos (capex)	4.454,8	4.452,3	5.133,1	3.564,2	2.640,8	2.236,8
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i> )	2.592,7	4.408,8	3.793,5	258,4	3.690,5	3.526,1
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i> )	(978,0)	838,3	(78,8)	(4.040,1)	1.574,1	2.992,0
Caixa e investimentos de curto prazo	5.400,1	5.532,6	4.602,4	2.785,8	5.790,9	2.788,2
Caixa disponível bruto	5.400,1	5.532,6	4.602,4	2.785,8	5.790,9	2.788,2
Dívida	28.393,1	27.094,8	26.699,1	24.356,1	16.365,2	17.884,0
Patrimônio líquido	21.658,8	19.998,8	17.539,9	16.805,9	14.235,8	13.283,2
<b>Índices ajustados</b>						
Margem EBITDA (%)	36,1	35,3	33,0	22,9	26,1	22,0
Retorno sobre capital (%)	23,5	24,2	23,2	19,8	21,9	16,4
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	5,6	5,5	4,9	5,5	6,3	4,1
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	4,9	5,2	6,1	9,4	8,8	4,4
Dívida/EBITDA (x)	2,2	2,2	2,4	3,1	2,1	2,9
FFO/dívida (%)	23,5	29,7	29,1	23,8	37,6	22,0
OCF/dívida (%)	24,8	32,7	33,4	15,7	38,7	32,2
FOCF/dívida (%)	9,1	16,3	14,2	1,1	22,6	19,7
DCF/dívida (%)	(3,4)	3,1	(0,3)	(16,6)	9,6	16,7

\*UDM: Últimos 12 meses

## Reconciliação dos valores reportados pela CPFL Energia S.A. com os montantes ajustados pela S&amp;P Global Ratings (R\$ milhões)

	Dívida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	Lucro operacional	Despesas de juros	EBITDA ajustado pela S&PGR	Fluxo de caixa operacional	Dividendos	Capex
Exercício fiscal	31 de março de 2024									
Montantes reportados pela empresa	27.719,2	20.534,0	40.069,7	13.164,3	10.888,3	2.079,3	12.696,5	7.084,9	3.570,6	4.492,2
Impostos-caixa pagos	--	--	--	--	--	--	(4,288.1)	--	--	--
Juros-caixa pagos	--	--	--	--	--	--	(1,686.4)	--	--	--
Caixa acessível e investimentos líquidos	(5,400.1)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Juros capitalizados	--	--	--	--	--	37,4	(37,4)	(37,4)	--	(37,4)
Resultado (despesas) de empresas não consolidadas	--	--	--	(330,7)	--	--	--	--	--	--
Receitas (despesas) não operacionais	--	--	--	--	666,2	--	--	--	--	--
Participação de não controladores/Participação minoritária	--	1.124,8	--	--	--	--	--	--	--	--
Dívida: Benefícios pós-emprego	1.959,9	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Dívida: Derivativos	(115,7)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Dívida: Dívidas com sócios	3.083,9	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Dívida: Dívidas com sócios	1.145,9	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Receitas: Outros	--	--	(4.931,2)	(4.931,2)	(4.931,2)	--	--	--	--	--
COGS*: Itens não operacionais não recorrentes	--	--	--	4.429,1	4.429,1	--	--	--	--	--
EBITDA: Ganhos/(Perdas) com venda de imobilizado (PP&E)	--	--	--	161,8	161,8	--	--	--	--	--
EBITDA: Outras receitas/(despesas)	--	--	--	49,6	49,6	--	--	--	--	--
EBITDA: Outros	--	--	--	153,5	153,5	--	--	--	--	--
Despesas de juros: Outros	--	--	--	--	--	153,5	--	--	--	--
Capital de giro: Impostos	--	--	--	--	--	--	--	(4,292,4)	--	--
Capital de giro: Outros	--	--	--	--	--	--	--	(1,700,4)	--	--
OCF**: Impostos	--	--	--	--	--	--	--	(4,292,4)	--	--
OCF: Outros	--	--	--	--	--	--	--	(1,700,4)	--	--
Ajustes totais	673,9	1.124,8	(4.931,2)	(467,8)	529,1	190,9	(6.011,9)	(37,4)	0,0	(37,4)
<b>Ajustes da S&amp;P Global Ratings</b>	<b>Dívida</b>	<b>Patrimônio líquido</b>	<b>Receita</b>	<b>EBITDA</b>	<b>EBIT</b>	<b>Despesas de juros</b>	<b>FFO</b>	<b>OCF</b>	<b>Dividendos</b>	<b>Capex</b>
	28.393,1	21.658,8	35.138,5	12.696,5	11.417,4	2.270,2	6.684,6	7.047,5	3.570,6	4.454,8

## Liquidez

Avaliamos a liquidez da CPFL Energia como adequada, pois esperamos que a relação entre fontes e usos de caixa supere 1,1x nos próximos 12 meses. Apesar dos elevados vencimentos de dívida no curto prazo, os quais o grupo tem refinanciado com novas dívidas de longo prazo, a empresa apresentou uma posição de caixa de R\$ 5,4 bilhões em 31 de março de 2024. Além disso, esperamos que a empresa siga gerando fluxos de caixa robustos nos próximos anos, de pelo menos R\$ 7,0 bilhões, para financiar seu plano de capex de R\$ 28,4 bilhões nos próximos cinco anos e remunerar os acionistas com um pagamento de dividendos de 50%-60%. Ainda assim, presumimos que parte do capex será financiada com novas dívidas, o que não deve ser um problema para a empresa, considerando sua posição ativa no mercado de capitais local e seu amplo acesso a bancos, os quais consideramos como pontos positivos.

Principais fontes de liquidez	Principais usos de liquidez
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Posição de caixa de cerca de R\$ 5,4 bilhões em 31 de março de 2024;</li> <li>– Fluxo de caixa operacional entre R\$ 7,0 bilhões-R\$ 7,5 bilhões nos próximos 12 meses;</li> <li>– Novas dívidas no valor de R\$ 1,6 bilhão, emitidas em abril de 2024.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Vencimentos de dívida de cerca de R\$ 5,5 bilhões em 31 de março de 2024;</li> <li>– Capex de manutenção estimado em R\$ 2,5 bilhões nos próximos 12 meses;</li> <li>– Necessidade de capital de giro de cerca de R\$ 1,5 bilhão nos próximos 12 meses;</li> <li>– Distribuição de dividendos de cerca de R\$ 3,2 bilhões, conforme anunciado pela empresa.</li> </ul>

## Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (Covenants)

### Exigências

A CPFL Energia e suas controladas estão sujeitas aos seguintes *covenants* financeiros que podem resultar na aceleração não automática das dívidas da empresa, medidos anual ou semestralmente no nível consolidado:

- Dívida líquida sobre EBITDA menor ou igual a 3,75x;
- EBITDA sobre resultado financeiro maior ou igual a 2,25x.

O cálculo dos *covenants* difere da nossa metodologia, pois as variações nos ativos financeiros da concessão são consideradas parte do EBITDA das distribuidoras. Além disso, no nível consolidado, o cálculo do *covenant* não ajusta os efeitos do IFRS 15 no segmento de transmissão, enquanto nossas métricas ajustadas excluem o impacto das margens de construção, ativo financeiro da concessão, e incluem o recebimento de caixa da RAP. Para fins de cálculo dos *covenants*, no caso de ativos cuja participação acionária da CPFL Energia seja igual ou superior a 10%, a metodologia de cálculo considera dívida e EBITDA proporcionais desses ativos.

### Expectativa de cumprimento

Em 31 de março de 2024, a CPFL Energia estava em cumprimento com seus *covenants* financeiros. Em nosso cenário-base, consideramos que a empresa deva cumprir com seus *covenants* financeiros com folga superior a 20%. Um descumprimento só ocorreria se a empresa não atendesse aos limites dos *covenants* por dois semestres consecutivos, o que lhe proporciona certa flexibilidade.

## Fatores Ambientais, Sociais e de Governança (ESG – *Environmental, Social, and Governance*)

Os fatores ESG têm influência geral neutra em nossa análise de crédito da CPFL Energia. A empresa opera principalmente redes de distribuição e transmissão (cerca de 65% de seu EBITDA), sobretudo nos estados de São Paulo e Rio Grande do Sul, sendo que os 35% restantes da geração de caixa provêm principalmente do segmento de geração. Em linha com outros grupos integrados de energia do Brasil, como a Neoenergia e CEMIG, vemos a CPFL Energia bem-posicionada para a transição energética, considerando que ela opera um dos maiores portfólios privados de geração de energia renovável no Brasil. Além disso, cerca de 95% de sua capacidade instalada é renovável, com diversificação entre geração hidroelétrica e eólica, trazendo maior estabilidade nos fluxos de caixa, dado que historicamente os recursos hídricos e eólicos apresentam correlação negativa de disponibilidade.

A CPFL Energia deriva cerca de 25%-30% da sua geração de caixa do estado do Rio Grande do Sul, que desde 2023 tem enfrentado diversos eventos climáticos adversos e extremos. No final de abril de 2024, o estado foi atingido pela pior enchente dos últimos 80 anos e ainda é difícil estimar o valor financeiro de todas as perdas. Acreditamos que a exposição da empresa ao estado evidencia riscos ambientais físicos às suas operações na RGE Sul, nos ativos de transmissão e em sua capacidade de geração no estado, mas que, em termos de crédito, são mitigados pela diversificação das operações do grupo, também presente no estado de São Paulo através de três concessões de distribuição e em outros 10 estados brasileiros no segmento de geração. Também acreditamos que as métricas de crédito da CPFL Energia possuem colchão para absorver eventos climáticos adversos no Rio Grande do Sul, conforme visto ao longo de 2023, quando o estado também enfrentou nove eventos climáticos conforme relatório divulgado pelo governo do estado do Rio Grande do Sul.

### Influência do Grupo

Acreditamos que a CPFL Energia se beneficie por pertencer ao grupo State Grid Corporation of China (SGCC: A+/Estável/--), um dos maiores do setor de energia elétrica do mundo. Além do elevado investimento realizado pelo grupo na aquisição da CPFL Energia, outros exemplos do estreito relacionamento entre as entidades incluem a presença de membros seniores do grupo SGCC em posições-chave no quadro administrativo da empresa, cláusulas de default cruzado (*cross default*) entre a CPFL Energia e a SGID, sua controladora direta, que detém os investimentos internacionais do grupo, além de suporte através de empréstimos mútuos, que contribuíram para a CPFL Energia refinar dívidas mais caras ao longo de 2020, e que recentemente foram alongados de junho de 2024 para junho de 2028. Assim, avaliamos a empresa como estrategicamente importante para a SGCC, e acreditamos que a SGCC lhe forneceria eventual suporte se necessário, mesmo que indiretamente.

## Tabela de Classificação de Ratings

Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
<b>Risco de negócio</b>	<b>Satisfatório</b>
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Baixo
Posição competitiva	Satisfatória
<b>Risco financeiro</b>	<b>Significativo</b>
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
<b>Modificadores</b>	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Adequada
Administração e governança	Neutra
Análise de ratings comparáveis	Neutra
<b>Status da entidade dentro do grupo</b>	<b>Estrategicamente Importante</b>

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.spglobal.com/ratings](http://www.spglobal.com/ratings) para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com). Todos os ratings mencionados neste relatório são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em [www.spglobal.com/ratings](http://www.spglobal.com/ratings).

## Critérios e Artigos Relacionados

### Critérios

- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 8 de junho de 2023
- [Metodologia: Fatores de crédito relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 7 de janeiro de 2024
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [ARQUIVADO: Principais Fatores de Crédito para a Indústria de Energia e Gás Não Regulada](#), 28 de março de 2014
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 7 de janeiro de 2024
- [ARQUIVADO: Principais fatores de crédito para a indústria de concessionárias de serviços de utilidade pública reguladas](#), 19 de novembro de 2013
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011
- [Ratings Acima do Soberano – Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013

### Artigos

- [Grupos de infraestrutura possuem folga em suas métricas de crédito para absorver o impacto das enchentes no Rio Grande do Sul](#), 9 de maio de 2024

- [Brasil avança no processo de renovação das concessões de distribuição de energia elétrica](#),  
15 de fevereiro de 2024

Copyright © 2024 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 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 websites [www.spglobal.com/ratings/pt/](http://www.spglobal.com/ratings/pt/) (gratuito) e [www.ratingsdirect.com](http://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](http://www.spglobal.com/usratingsfees).

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