S&P Global
National Ratings

Análise Atualizada

Usina Termelétrica Pampa Sul S.A.

27 de outubro de 2026

AVISO IMPORTANTE: Este rating é atribuído pela Standard & Poor's Ratings do Brasil Ltda. sob sua linha de produtos S&P National Ratings. O logotipo da S&P National Ratings identifica os ratings atribuídos com base em critérios da escala nacional e em metodologias específicas para o Brasil.

Este relatório não constitui uma ação de rating.

Dívidas avaliadas

Instrumento	Montante	Remuneração	Vencimento	*Covenant* financeiro	Rating de emissão	Rating de recuperação
1ª emissão de debêntures *senior secured*	R$ 252 milhões	IPCA + 4,50%-6,25%	Abril de 2028	ICSD acima de 1,10x	brAA+/Estável	br2(90%)
2ª emissão de debêntures *senior secured*	R$ 670 milhões	IPCA + 5,75%-7,50%	Outubro de 2036	ICSD acima de 1,10x	brAA+/Estável	br2(90%)

Analista principal

Gabriel Gomes, CFA
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

Destaques da Análise de Crédito

O projeto continua enfrentando oscilação em sua curva de investimentos (capex). Desde a aquisição pelos fundos de infraestrutura geridos pela Starboard e pela Perfin em 2023, a administração tem buscado otimizar as operações da usina. Embora as mudanças em relação ao plano de capex do ano passado sejam menores, o cronograma atual projeta paradas de manutenção mais extensas em 2032 (anteriormente previstas para 2033), o que impactará o índice de cobertura do serviço da dívida (ICSD) do projeto no mesmo ano. Essa oscilação de investimentos em anos específicos baseia-se em um modelo que considera o total de horas acumuladas de funcionamento da planta.

Ademais, a crescente participação de fontes intermitentes, como solar e eólica, na matriz energética brasileira, somada aos níveis de reservatórios abaixo da média histórica, tem levado o Operador Nacional do Sistema (ONS) a solicitar um maior despacho de usinas térmicas com Custo Variável Unitário (CVU) abaixo do Preço de Liquidação das Diferenças (PLD) - o preço spot de energia - visando garantir a estabilidade do sistema.

Nesse contexto, a UTE Pampa Sul opera sob regime de disponibilidade, com contratos de compra de energia (PPAs – *power purchase agreements*) que preveem uma inflexibilidade contratual de 170 MW. Esse volume representa o compromisso mínimo de entrega da usina, definido pelo valor modulado da inflexibilidade quando não há despacho por ordem de mérito de preço ou pela disponibilidade máxima contratual quando o despacho ocorre. Devido às paradas de manutenção mais extensas planejadas , estimamos que o projeto esteja mais exposto ao risco de mercado em 2027, 2028, 2030 e 2032. Em nosso cenário-base, a combinação desses investimentos maiores resulta em uma queda de 1,24x para 1,22x do ICSD mínimo em 2032; por outro lado, a mediana do ICSD do projeto entre 2026 e 2036 apresentou uma leve melhora de 1,32x para 1,38x, beneficiada por menor capex no mesmo período.

Eventos climáticos mais intensos provocaram indisponibilidade da rede de transmissão e custos financeiros para a planta. Recentemente, entre 20 e 21 de setembro, ventos de intensidade extrema decorrentes do EL Niño causaram o desligamento de ambos os circuitos da linha de transmissão de 525 kV Candiota 2–Guaíba 3, essencial para o escoamento da produção da Pampa Sul. Segundo informações da ONS, o Brasil registrou a queda de mais de 200 torres de transmissão desde julho, impulsionada por eventos climáticos severos. A maioria dos danos concentra-se na Região Sul, onde foram registrados ventos de até 250 km/h.

A ONS reconheceu a ocorrência como uma restrição externa, e a empresa está em discussões para pleitear compensações financeiras estimadas em aproximadamente R$ 17,2 milhões, que incluem exposição ao mercado de curto prazo. A medida cautelar da termelétrica foi negada e o processo foi encaminhado à Superintendência de Regulação dos Serviços de Geração e do Mercado de Energia Elétrica (SGM) para análise do mérito.

Embora a operação da Pampa Sul tenha sido restabelecida em 23 de outubro de 2026, a interrupção temporária impactou a geração de caixa do projeto. Por outro lado, o impacto líquido é mitigado pela redução nos custos de aquisição de carvão e pela receita de *constrained-off*. Assim, a eficácia dos pleitos e o efeito final sobre o fluxo de caixa permanecem sob monitoramento, não tendo sido incorporadas compensações financeiras em nossas projeções atuais. Para 2026, estimamos que o EBITDA do projeto deva ficar próximo de R$ 400 milhões.

A política de* hedge *de preços tem sido fundamental para mitigar a volatilidade no mercado de preço de energia, o que deve perdurar pelos próximos anos. A crescente participação da geração distribuída solar, somada aos eventos recorrentes de *curtailment* de renováveis e às limitações na infraestrutura de transmissão, tem ampliado os desequilíbrios entre oferta e demanda, elevando a volatilidade do PLD no Brasil. Esse cenário de maior despacho exige intervenções preventivas e manutenções mais frequentes, o que expõe o projeto ao risco de necessidade de compra de energia no mercado *spot* para o cumprimento de obrigações contratuais.

Para enfrentar esses desafios, o projeto mantém uma estratégia de *hedge* para grandes paradas de manutenção, baseada na antecipação de compras em até oito meses, promovendo uma diluição do risco de PLD elevado em momentos de parada da planta.

Além disso, o projeto continua realizando esforços de controle de despesas, com destaque para a redução de 40% nos prêmios de seguro e para o controle de gastos com pessoal e materiais, que têm contribuído para a compressão de custos e para uma maior previsibilidade das margens. Na frente de receitas adicionais, o projeto tem buscado expansão comercial e diversificação de produtos, com novos contratos e aumento do *ticket* médio dos subprodutos vendidos, além da busca por novas frentes de monetização.

Previsibilidade de fluxo de caixa e mecanismos de liquidez garantem resiliência em cenários de estresse. A previsibilidade operacional do projeto é sustentada pela garantia de suprimento de insumos essenciais (carvão e calcário) via contratos de longo prazo com contrapartes sólidas e substituíveis, aliada à comercialização de energia no ambiente regulado por meio de contratos de longo prazo com preços fixos e reajustes anuais pela inflação. Essa estrutura visa conferir estabilidade ao fluxo de caixa durante o prazo da dívida, complementada por um histórico de disponibilidade de aproximadamente 87% da usina nos últimos dois anos.

A liquidez do projeto é amparada por camadas de proteção, incluindo contas-reserva para o serviço da dívida (seis meses para debêntures e três meses para empréstimos do BNDES e O&M) e uma reserva de capex (a ser composta) equivalente à média anual de investimentos para os 12 meses subsequentes.

Ademais, um mecanismo de *cash lock-up* retém recursos caso o ICSD caia para abaixo de 1,20x (base histórica de 12 meses), reforçando a proteção do caixa. Com base nas reservas atuais,

estimamos que o projeto possua capacidade para suportar um ciclo de estresse de até cinco anos.

Quanto ao cumprimento de *covenants*, o projeto apresenta uma margem de segurança confortável. Os *covenants* das debêntures exigem um ICSD mínimo de 1,10x — comparado ao patamar de 1,85x registrado em dezembro de 2025 — com medição anual. Em caso de descumprimento (definido por duas ocorrências consecutivas ou três alternadas), não há aceleração automática da dívida; o agente fiduciário dispõe de um prazo de cinco dias úteis para convocar uma assembleia geral de debenturistas.

Perspectiva

A perspectiva estável dos ratings reflete a previsibilidade de geração de caixa da UTE Pampa Sul, sustentada por uma expectativa de disponibilidade média de 85% e PPAs de longo prazo ajustados pela inflação. Mesmo em um cenário de preços de energia mais elevados e crescentes investimentos, estimamos ICSD acima de 1,20x em 2026 e 2027.

Cenário de rebaixamento

Poderemos revisar a perspectiva ou rebaixar o rating da dívida nos próximos 12 meses se o projeto apresentar ICSD mínimo abaixo de 1,20x durante o prazo das debêntures. Esse cenário poderia resultar de um *capex* superior ao projetado no cenário-base, aumento das despesas operacionais ou custos crescentes decorrentes de indisponibilidades na rede de transmissão, sem ressarcimento financeiro. Tais eventos comprometeriam a disponibilidade do projeto, ampliando a exposição à volatilidade do mercado *spot* para o cumprimento das obrigações de despacho de energia.

Cenário de elevação

Poderemos alterar a perspectiva para positiva caso haja estabilidade em investimentos e demais despesas operacionais, o que resultaria em uma geração de fluxo de caixa superior ao de nosso cenário-base.

Descrição do Projeto e Principais Fatores Analíticos

A Usina Termelétrica Pampa Sul S.A. (UTE Pampa Sul) é responsável pela usina termelétrica a carvão localizada em Candiota (RS), com capacidade instalada de 345 MW. A usina entrou em operação em junho de 2019, acumulando desde então mais de 8,8 milhões de MWh gerados para o Sistema Interligado Nacional (SIN), e tem capacidade de geração líquida de 309 megawatt médio (Mwmed). Esse volume representa cerca de 0,3% da capacidade total do Brasil e 15% da capacidade a carvão do país em 2022. O abastecimento de carvão é feito por uma esteira conectada diretamente à mina Seival Sul, que fica a 4,4 km da UTE Pampa Sul e pertence à Copelmi Mineração Ltda. (não avaliada), com uma reserva de carvão estimada em 600 milhões de toneladas.

Atualmente, a UTE Pampa Sul é controlada igualmente pelo Grafito Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia e pela Perfin Space X. Ambos são fundos de investimentos nacionais com atuação no setor de infraestrutura e geridos pelas empresas Starboard Partners (não avaliada) e Perfin Wealth Management (não avaliada), respectivamente.

O prazo da autorização da UTE Pampa Sul é até dezembro de 2050, conforme o 20º Leilão de Energia Nova (LEN) realizado pela ANEEL em novembro de 2014. A usina possui contratos de venda de energia elétrica de longo prazo (294,5 MWmed) vigentes por 25 anos (até dezembro de 2043) e firmados com 38 distribuidoras por meio do CCEAR por disponibilidade.

Pontos fortes

- Comercialização de energia por disponibilidade 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.
- Contratos de longo prazo em vigor para fornecimento dos seus dois recursos principais: carvão (combustível) e calcário (redutor de dióxido de enxofre). Caso necessário, acreditamos que há fornecedores alternativos com preços e características semelhantes disponíveis.
- Estratégia de *hedge* para grandes paradas de manutenção, baseada na antecipação de compras em até oito meses, promovendo uma diluição do risco de PLD elevado em momentos de parada da planta.

Pontos fracos

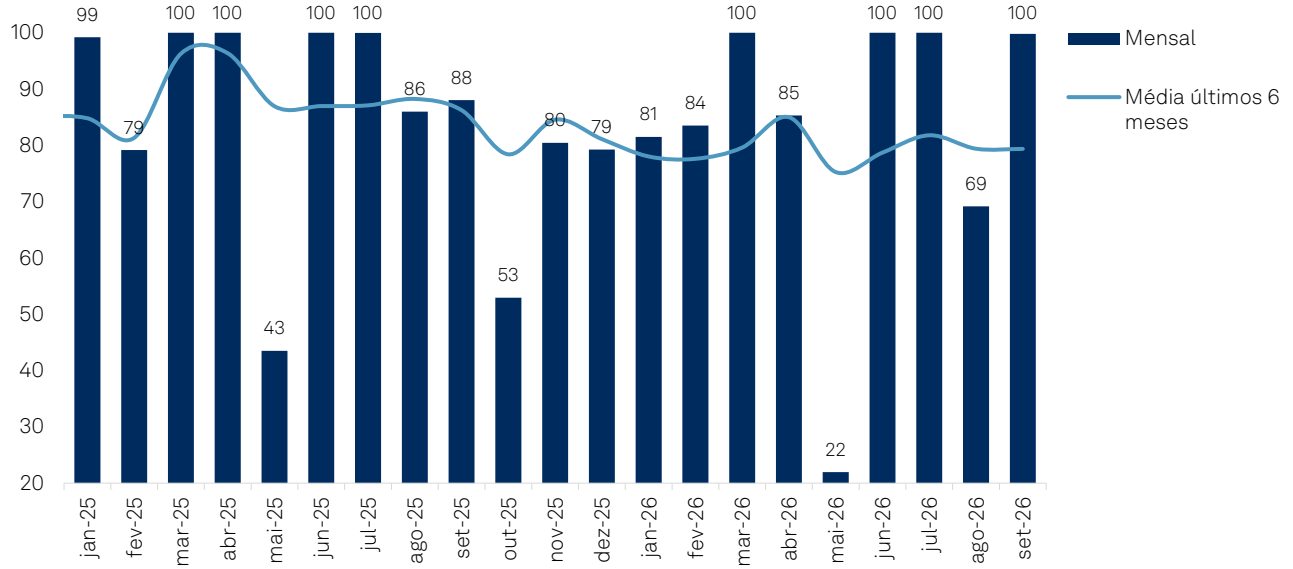
- Recente interrupção no escoamento da produção de Pampa, causada por ventos extremos que desligaram a linha de transmissão Candiota 2–Guaíba 3, evidencia certa vulnerabilidade a eventos climáticos severos, que possuem potencial de recorrência. Embora a operação tenha sido restabelecida em outubro de 2026, a empresa busca compensações financeiras de aproximadamente R$ 17,2 milhões junto aos órgãos reguladores para mitigar os impactos no fluxo de caixa.
- Exposição ao risco de mercado nos anos de paradas de manutenção planejadas, quando terá de comprar energia elétrica no mercado *spot* para cumprir suas obrigações de fornecimento. Isso expõe o projeto a uma volatilidade em seu fluxo de caixa disponível para o serviço da dívida, embora a companhia tenha instrumentos, como *hedge*, para mitigar esses impactos.
- Disponibilidade da planta abaixo da prevista em relação ao parâmetro de contrato, combinada com capex e despesas operacionais acima do planejado, pode levar a menor geração de fluxo de caixa e, consequentemente, impactar o ICSD do projeto e sua resiliência em um cenário de estresse.

Atualização do Desempenho

A disponibilidade média da usina foi de 82% nos primeiros nove meses de 2026, ante 88% no mesmo período de 2025, refletindo principalmente a Parada de Revisão de Unidade (PRU) realizada em maio de 2026. A manutenção programada reduziu temporariamente a disponibilidade operacional do ativo, resultando em maior exposição ao mercado de curto prazo (MCP) e na provisão de aproximadamente R$ 19,9 milhões em serviços relacionados à intervenção.

Gráfico 1

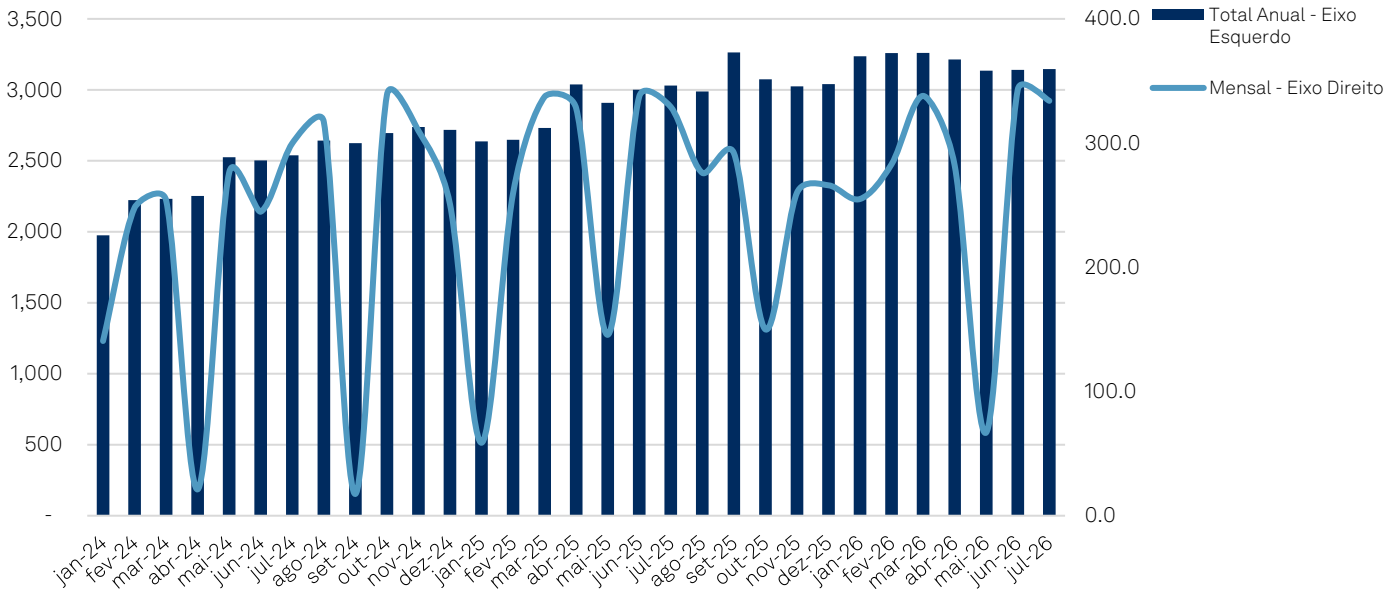
Disponibilidade (%)



Fonte: S&P National Ratings
Copyright © 2026 por Standard & Poor's Financial Services LLC.

Gráfico 2

Geração (MWm)



Fonte: S&P National Ratings
Copyright © 2026 por Standard & Poor's Financial Services LLC.

Nosso Cenário de Caso-Base

Premissas

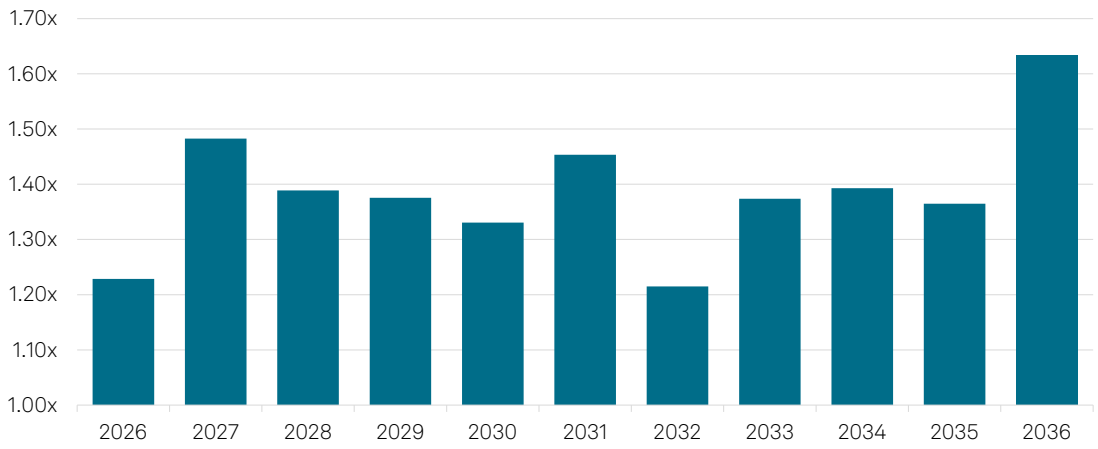
- Inflação média no Brasil de 4,6% em 2026, 4,1% em 2027, 3,7% em 2028 e 3,3% de 2029 em diante. A inflação brasileira é a variável macroeconômica mais importante para o projeto, porque os PPAs (R$ 246,3/MWh com base de outubro de 2019) são reajustados anualmente por ela, o que também afeta os custos operacionais, como combustível. Além disso, a taxa de juros afeta a emissão, que é ajustada pela inflação (IPCA) mais um spread de 4,50%-7,50% ao ano.
- Taxa de juros de longo prazo (TJLP) anual de 9,3% em 2026, 8,5% em 2027, 8,00% em 2028 e 7,9% de 2029 em diante.
- Preço de energia no mercado *spot*, com base no PLD, de R$ 305/MWh em 2026, R$ 250/MWh em 2027, R$ 230/MWh em 2028, R$ 200/MWh em 2029, R$ 180/MWh em 2030 e R$ 160/MWh de 2031 em diante.
- Paradas anuais forçadas de 6% do tempo e curva de capex atualizada de acordo com o *guidance* da companhia.
- Disponibilidade média de 86% da usina.
- Custos de operação e manutenção (O&M) de acordo com os contratos ajustados anualmente pela inflação.

Principais métricas

- ICSD Mínimo: 1,22x (2032)
- Mediana do ICSD: 1,38x

Gráfico 3

ICSD – Cenário Base



Fonte: S&P National Ratings
Copyright © 2026 por Standard & Poor's Financial Services LLC.

Cenário de Estresse

Premissas

- Disponibilidade média de 85% da usina.
- Inflação de 100 pontos-base (bps) anualmente inferior à de nosso cenário de caso-base.
- TJLP em 9,01%.
- PLD de R$ 300/MWh de 2026 em diante, dada a exposição ao preço de energia *spot* nesse cenário.
- Acréscimo de 20% na curva de capex do projeto em relação ao cenário-base.
- Acréscimo de 12% nos custos de O&M do projeto.

Principais métricas

- ICSD mínimo: 0,85x (2032)
- Mediana do ICSD Médio: 1,09x

Liquidez

Avaliamos a liquidez do projeto como suficiente, uma vez que ele 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 capex com a média anual dos recursos necessários nos 24 meses subsequentes. O mecanismo de *cash lock-up* também sustenta a liquidez da UTE Pampa Sul, o que garante que a estrutura retenha caixa se seu ICSD cair para abaixo de 1,20x. Esse nível será testado apenas em uma base histórica de 12 meses e não prospectiva.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Esperamos que o projeto continue cumprindo seus *covenants*, que incluem um ICSD de no mínimo 1,10x (1,85x em dezembro de 2025), medido anualmente. O projeto tem um colchão confortável durante todo o período de vigência das debêntures e a quebra de *covenants*, que podem ser duas consecutivas ou três alternativas, não resultaria em uma aceleração automática da dívida. No caso de quebra, o agente fiduciário tem um prazo de cinco dias úteis para convocar uma assembleia geral de debenturistas.

Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

	Valor da emissão	Vencimento	Rating de emissão	Rating de recuperação
Usina Termelétrica Pampa Sul S.A.				
1ª emissão de debêntures *senior secured*	R$ 252 milhões	Abril de 2028	brAA+/Estável	br2(90%)
2ª emissão de debêntures *senior secured*	R$ 670 milhões	Outubro de 2036	brAA+/Estável	br2(90%)

- O rating de recuperação ‘br2’ das debêntures *senior secured* de UTE Pampa Sul indica nossa expectativa de uma recuperação de 90%-100% do valor do principal em um cenário simulado de default do projeto.

- No momento do default, acreditamos que o projeto passaria por uma reestruturação em vez de ser liquidado, visto que seus ativos são constituídos como uma concessão. Portanto, acreditamos que os credores só receberiam valores em caso de reestruturação da dívida.

Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado de default: 2026
- Em nosso cenário hipotético de default, estimamos que o projeto apresente geração de caixa operacional negativamente impactada por problemas operacionais, incorrendo em despesas recorrentes de energia no mercado *spot* para honrar suas obrigações contratuais de despacho.
- Descontamos uma taxa de 15% dos fluxos de caixa durante o prazo remanescente dos contratos e deduzimos 5% de despesas administrativas para chegar ao valor líquido.

Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- Dívida remanescente durante o cenário hipotético de default (incluindo juros pré-petição): R$ 2,16 bilhões.
- Valor do projeto, líquido de despesas administrativas: R$ 2,05 bilhões.
- Expectativa de recuperação: 90%

Nota: Todos os montantes de dívida incluem seis meses de juros pré-petição.

Tabela de Classificação de Ratings

Usina Termelétrica Pampa Sul S.A.	
Rating da dívida sênior	**brAA+/Estável**
Fase construção (dívida sênior)	**N/A**
Fase operacional (dívida sênior)	
Perfil de negócios na fase operacional (OPBA – *Operations Phase Business Assessment*)	7
Avaliação e impacto de resiliência sob estresse	Positiva
Impacto do índice de cobertura do serviço da dívida médio	Positivo
Impacto da estrutura de dívida	Neutro
Impacto da liquidez	Suficiente
Impacto do modificador de valor futuro	Neutro
Impacto da análise holística	Neutro
Impacto da proteção estrutural	Neutro
Vínculo com o controlador	**Desvinculado**
Suporte extraordinário do governo	Não aplicável
Limitação do rating soberano	brAAA/Estável/--
Garantia de cobertura de substituição de crédito integral	Não aplicável
Rating de Recuperação	**br2(90%)**

Critérios e Artigo Relacionados

Critérios

- Metodologia: Considerações suplementares de ratings na Escala Nacional Brasil, 18 de agosto de 2025
- Metodologia para atribuição de ratings a financiamentos de projetos na Escala Nacional Brasil, 18 de agosto de 2025

Artigo

- Definições de ratings na Escala Nacional Brasil

Copyright © 2026 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 COMERCIABILIDADE, 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.

Parte do Conteúdo pode ter sido criado com o auxílio de uma ferramenta de inteligência artificial (IA). O Conteúdo Publicado criado ou processado usando IA é composto, revisado, editado e aprovado pela equipe da S&P.

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.