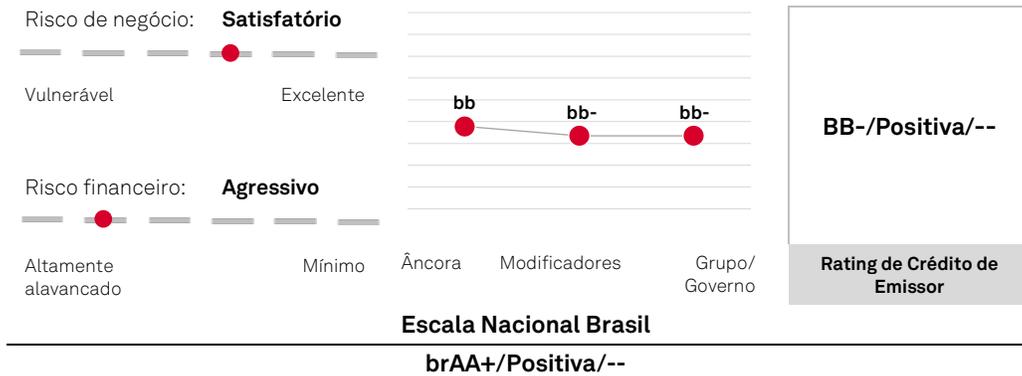


Análise Detalhada

Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG

12 de dezembro de 2024

Resumo de Classificação de Ratings



Analista principal

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

Contatos analíticos adicionais

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

Julyana Yokota
São Paulo
55 (11) 3039-9731
julyana.yokota
@spglobal.com

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

Destaques da Análise de Crédito

Resumo

Principais pontos fortes	Principais riscos
Uma das maiores concessionárias de energia elétrica do Brasil, distribuindo eletricidade para 9,3 milhões de clientes em Minas Gerais e se beneficiando de 4,5 gigawatts (GW) de capacidade instalada de geração e mais de cinco mil quilômetros (km) de linhas de transmissão.	Potenciais riscos de execução de capex, uma vez que a Cemig precisará emitir dívidas adicionais para financiar investimentos, especialmente em 2026.
A forte geração de caixa de seus segmentos de negócios e as recentes vendas de ativos ampararam as sólidas métricas de crédito nos últimos anos, posicionando a empresa para executar seu plano de investimentos (capex).	Maiores taxas de juros no Brasil prejudicam o fluxo de caixa.
A regulamentação e a restrição nos contratos de dívida limitam uma potencial interferência do acionista controlador.	Exposição ao risco das condições hidrológicas e à volatilidade dos preços spot de energia, uma vez que a CEMIG é uma compradora líquida de energia para honrar seus contratos de compra de energia (PPAs - <i>power purchase agreements</i>).
Marco regulatório adequado.	Exposição a ciclos políticos e tensões fiscais no estado de Minas Gerais, embora o estado não tenha interferido nas operações da empresa nos últimos anos.

A perspectiva positiva reflete a chance de uma elevação dos ratings caso a companhia

melhore a geração de caixa e mantenha métricas de crédito confortáveis. Para 2024-2028, a **Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG** planeja investir aproximadamente R\$ 35,6 bilhões em seus principais negócios — especialmente distribuição, mas também geração e transmissão de energia — localizados principalmente no estado de Minas Gerais. Esperamos que essa estratégia de investimento resulte em um déficit no fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) anual de R\$ 1,5 bilhão-R\$ 2,7 bilhões em 2025-2027, necessitando de um potencial aumento da dívida para cerca de R\$ 24 bilhões até 2027, ante R\$ 12 bilhões em 2024, na ausência de vendas adicionais de ativos. Embora isso aumente os riscos de execução, principalmente em 2026, quando os investimentos atingirão o pico de R\$ 7 bilhões e o FOCF negativo deve atingir R\$ 2,7 bilhões, acreditamos que se a CEMIG mantiver seu forte desempenho operacional e efetivamente obtiver receita desses investimentos, a companhia poderá reduzir suas necessidades de caixa e sustentar suas métricas de crédito em níveis confortáveis. Nesse sentido, a perspectiva positiva dos ratings da CEMIG reflete nossa visão de que poderíamos elevar os ratings para 'BB' na escala global e 'brAAA' na Escala Nacional Brasil se a companhia reportasse apenas FOCF moderadamente negativo nos próximos anos, mantendo a dívida líquida ajustada sobre EBITDA em 3,0x-3,5x e o FFO sobre dívida acima de 20%.

O desempenho operacional está melhorando gradualmente. Em 2024, o grupo recebeu reajustes tarifários acima da inflação (o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo [IPCA] era de 4,76% em outubro de 2024) para a Cemig Distribuição S.A. (CEMIG-D) e as linhas de transmissão da Cemig Geração e Transmissão S.A. (CEMIG-GT) de 7,32% e 5,2%, respectivamente, aumentando nossa expectativa de fluxo de caixa. Além disso, a CEMIG concluiu a venda de sua participação de 45% na Aliança Energia S.A. para a Vale S.A. por R\$ 2,7 bilhões em 2024. Os recursos contribuirão para a desalavancagem do grupo, já que não foi necessário acessar os mercados de capitais no curtíssimo prazo para amortizar integralmente o saldo remanescente de US\$381 milhões das notas internacionais da CEMIG-GT, cujo pagamento foi concluído em 5 de dezembro de 2024. Além disso, a empresa está realizando a venda de

quatro usinas hidrelétricas para a Âmbar Hidroenergia Ltda. por R\$ 52 milhões, que esperamos que seja concluída em meados de 2025. Como resultado, esperamos índices de dívida líquida ajustada sobre EBITDA da CEMIG de cerca de 2,5x e de geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida de 30% em 2024, e cerca de 3,0x e 20%, respectivamente, em 2025 e 2026, considerando que os spreads de energia se normalizarão gradualmente devido aos preços de venda de energia atualmente mais baixos, às taxas básicas de juros no Brasil permanecendo mais altas por mais tempo e aos investimentos consideráveis da companhia.

O vencimento da concessão pode pressionar as métricas no médio prazo. Esperamos que a dívida sobre EBITDA e o FFO sobre dívida da CEMIG se deteriore para 3,5x e 15%-20% em 2027 e 2028 (ante 3,0x e 20%) porque cerca de 1.780 megawatts (MW) da capacidade instalada da CEMIG-GT expirará em 2027 (para as usinas hidrelétricas Emborcação, Nova Ponte e Sá Carvalho). Embora a companhia pretenda renová-las, o processo também depende da autorização do poder concedente. Caso a CEMIG não consiga renovar essas concessões, o que também poderia implicar no pagamento de outorgas dependendo do formato da renovação, o EBITDA reduziria em até R\$ 900 milhões, e o grupo teria que comprar energia adicional no mercado para honrar seus PPAs. Isso poderia aumentar a exposição do grupo aos preços da eletricidade no longo prazo, em nossa visão.

O processo de privatização ainda é incerto. Em 14 de novembro de 2024, o estado de Minas Gerais notificou a CEMIG sobre o envio do projeto de lei para a privatização da companhia. A menos que uma proposta de mudança na constituição estadual seja aceita, a privatização exigiria a aprovação de um referendo popular, o que é improvável dada a baixa aceitação pública sobre o assunto. Por fim, a privatização dependeria também da aprovação legislativa do tema, o que é incerto. Monitoraremos qualquer novo desenvolvimento e reavaliaremos as implicações para a CEMIG, especialmente em termos de governança, caso ela seja privatizada.

Nossos ratings da CEMIG incorporam os riscos dos ciclos políticos por ser controlada pelo governo. Embora o estado de Minas Gerais não tenha interferido nas operações da CEMIG nos últimos anos, consideramos em nossa avaliação da administração e governança os riscos políticos decorrentes do controle da empresa pelo estado, que detém 50,97% das suas ações com direito a voto e 17,04% do total de ações. A CEMIG enfrentou problemas de refinanciamento no passado depois que o estado de Minas Gerais exauriu o caixa da empresa por meio de dividendos. A nova equipe de administração, em exercício desde 2019, vem melhorando a posição operacional e financeira da companhia, como visto no refinanciamento parcial dos títulos internacionais da CEMIG-GT, embora acreditemos que o grupo continue exposto a ciclos políticos, especialmente porque o atual governo do estado tem apenas dois anos para o fim do seu segundo mandato e não pode ser reeleita.

Perspectiva

A perspectiva positiva reflete nossa visão de que poderemos elevar os ratings da CEMIG e de suas subsidiárias nos próximos 12-24 meses se seus investimentos consideráveis impulsionarem a geração de caixa, o que reduziria seu déficit de FOCF, mantendo a dívida sobre EBITDA abaixo de 3,5x e o FFO sobre dívida acima de 20% no médio prazo.

Cenário de rebaixamento

Poderíamos alterar a perspectiva de volta para estável ou rebaixar os ratings da CEMIG e suas subsidiárias se as métricas de crédito do grupo piorassem, com dívida sobre EBITDA consistentemente acima de 4,5x, FFO sobre dívida abaixo de 13% e FOCF negativo. Em nossa visão, os fluxos de caixa poderiam piorar devido aos custos de energia consistentemente mais

altos caso a hidrologia enfraqueça ao longo de 2025. Métricas de crédito mais fracas também podem resultar de investimentos muito mais altos do que o esperado ou de uma grande aquisição financiada por dívida sem que o fluxo de caixa compense esse aumento. Também poderíamos rebaixar os ratings da CEMIG se sua liquidez deteriorasse em função dos desafios de refinanciamento ou devido a uma folga mais limitada em suas cláusulas contratuais restritivas (*covenants*).

Cenário de elevação

Poderíamos elevar os ratings da CEMIG para 'BB' e para 'brAAA' se a companhia reportasse um déficit de FOCF menor nos próximos anos, especialmente em 2026, mantendo métricas de crédito fortes. Nesse cenário, veríamos FFO sobre dívida acima de 20% e dívida sobre EBITDA abaixo de 3,5x de forma consistente, desde que o estado de Minas Gerais continue não interferindo nas operações do grupo. As métricas de crédito podem se fortalecer, por exemplo, se a CEMIG gerar maior caixa com seus investimentos ou se continuar vendendo ativos para reduzir seu endividamento bruto.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- Crescimento do PIB do Brasil de 3,1% em 2024, 1,9% em 2025 e 2,1% em 2026, em linha com o "*Economic Outlook Emerging Markets Q1 2025: Trade Uncertainty Threatens Growth*", publicado em 26 de novembro de 2024. No entanto, esperamos que o consumo de energia da companhia no segmento de distribuição cresça abaixo do PIB, em cerca de 1,5% em 2024 e 0%-1% nos anos subsequentes, como resultado da migração de clientes cativos para o segmento de geração distribuída e mercado livre;
- Em 2024, incorporamos reajuste tarifário de 7,32% para a CEMIG-D, que foram aprovados pelo regulador de energia elétrica do Brasil. Projetamos que as taxas aumentarão em linha com a inflação do ano anterior: 4,3% em 2025 e 4,2% em 2026;
- O custo médio de energia no segmento de distribuição será de R\$ 295 por MWh e aumentará de acordo com a inflação a partir de 2025. Projetamos condições hidrológicas favoráveis em 2025 como resultado da recuperação da capacidade dos reservatórios durante a estação chuvosa de 2024-2025;
- Fator de Risco Hidrológico (GSF - *global scaling factor*), que determina o nível de entrega de energia do grupo, de aproximadamente 85% a partir de 2024;
- O preço médio de venda de energia será de R\$ 175/MWh-R\$ 180/MWh em 2024, R\$ 170-R\$ 175 em 2025 e em torno de R\$ 180 em 2026, considerando os contratos existentes. Projetamos custos médios de compra de energia de R\$ 90/MWh-R\$ 100/MWh a partir de 2024, refletindo condições hidrológicas ainda favoráveis;
- Receita anual permitida (RAP) das linhas de transmissão da CEMIG de cerca de R\$ 1,36 bilhão no ciclo 2024-2025 e aumentando em linha com a inflação a partir de 2025. Novos projetos e a modernização e reforço de linhas de transmissão devem proporcionar maior RAP no futuro. Esperamos uma receita líquida no segmento de cerca de R\$ 1,20 bilhão em 2024, R\$ 1,26 bilhão em 2025 e R\$ 1,3 bilhão em 2026;
- Investimentos anuais de cerca de R\$ 5,8 bilhões em 2024, R\$ 5,7 bilhões em 2025 e pico de R\$ 7,0 bilhões em 2026, considerando 90% do plano orçamentário do grupo, porque a execução do capex tem ficado historicamente abaixo da meta;
- Taxa básica de juros no final do ano de 11,75% em 2024, 11,25% em 2025 e 9,5% em 2026, afetando as despesas com juros do grupo;
- Embora o grupo planeje desinvestimentos adicionais de participações minoritárias, não os incorporamos, devido às incertezas da venda. Incorporamos as vendas já concluídas em

2024, como a Aliança Energia (R\$ 2,7 bilhões) e 15 pequenas centrais elétricas (R\$ 100,5 milhões), e a venda de quatro usinas hidrelétricas para a Ambar em 2025 por R\$ 52 milhões.

- O pagamento das notas em circulação de US\$381 milhões da CEMIG-GT em dezembro de 2024;
- Dividendos recebidos de afiliadas entre R\$ 380 milhões-R\$ 430 milhões nos próximos anos;
- Pagamentos de dividendos de 50% do lucro líquido do ano anterior a partir de 2024, totalizando R\$ 2,7 bilhões neste ano;
- Nossos números de dívida ajustada incluem passivos previdenciários (cerca de R\$ 5,4 bilhões) e garantias financeiras fornecidas à Belo Monte, afiliada reconhecida pelo método de equivalência da CEMIG, por R\$ 3,3 bilhões.

Descrição da Empresa

A CEMIG é um dos maiores grupos de concessionárias de serviços de utilidade pública no Brasil, atuando nos segmentos de distribuição de eletricidade e gás (cerca de 60% do EBITDA), geração e comercialização de energia (25%-30%) e transmissão (10%-15%). A empresa é responsável pela distribuição de energia elétrica para cerca de 9,3 milhões de clientes no estado de Minas Gerais, um dos estados mais populosos do Brasil. Além disso, a CEMIG possui 4,5 gigawatts (GW) de capacidade instalada em 61 usinas e se beneficia de cerca de 5.060 km de linhas de transmissão de energia, incluindo participações em investimentos pelo método de equivalência patrimonial. A CEMIG é controlada pelo estado de Minas Gerais, que detém 50,97% do capital com direito a voto e 17,04% do capital total da empresa.

Comparação com os Pares

Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG – Comparação com os pares

	Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG	CPFL Energia S.A.	Equatorial S.A.	Energisa S.A.	Neoenergia S.A.
Rating de emissor em moeda estrangeira	BB-/Positiva/--	-	-	BB/Estável/--	BB/Estável/--
Rating de emissor em moeda local	BB-/Positiva/--	-	-	BB/Estável/--	BB/Estável/--
Rating de emissor na Escala Nacional Brasil	brAA+/Positiva/--	brAAA/Estável/--	brAAA/Estável/--	brAAA/Estável/--	brAAA/Estável/brA-1+
Período	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual
Fim do período	31/12/2023	31/12/2023	31/12/2023	31/12/2023	31/12/2023
Milhões	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Receita	30.089,1	34.753,8	31.030,3	23.770,2	35.387,0
EBITDA	6.239,9	12.268,6	8.759,7	7.398,0	10.499,0
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i>)	4.607,8	8.034,2	3.982,5	4.308,6	6.990,0
Juros	1.782,3	2.237,8	4.856,7	2.830,8	4.398,0
Juros-caixa pagos	1.031,4	1.901,2	4.400,7	2.513,7	3.044,0
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	6.644,3	8.861,1	3.139,2	4.168,7	1.632,0
Investimentos (capex)	4.942,1	4.452,3	9.148,1	4.887,0	8.903,0
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i>)	1.702,2	4.408,8	-6.008,9	-718,3	-7.271,0
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	-120,8	838,3	-6.805,6	-151,6	-8.688,0

Caixa e investimentos de curto prazo	2.311,5	5.532,6	12.237,7	7.388,6	7.522,0
Dívida	16.341,3	27.094,8	40.538,1	25.954,9	44.860,0
Patrimônio líquido	24.655,2	19.998,8	25.062,7	15.135,5	30.076,0
Margem EBITDA (%)	20,7	35,3	28,2	31,1	29,7
Retorno sobre capital (%)	12,9	24,2	12,9	17,5	13,8
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,5	5,5	1,8	2,6	2,4
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	5,5	5,2	1,9	2,7	3,3
Dívida/EBITDA (x)	2,6	2,2	4,6	3,5	4,3
FFO/dívida (%)	28,2	29,7	9,8	16,6	15,6
OCF/dívida (%)	40,7	32,7	7,7	16,1	3,6
FOCF/dívida (%)	10,4	16,3	-14,8	-2,8	-16,2
DCF/dívida (%)	-0,7	3,1	-16,8	-0,6	-19,4

Comparamos a CEMIG com outras empresas integradas de energia que também atuam no setor elétrico brasileiro, como a CPFL Energia S.A., a Neoenergia S.A., a Equatorial S.A. e a Energisa S.A. Todas atuam nos segmentos de distribuição, geração e transmissão. A CEMIG se compara favoravelmente a esses pares em termos de diversificação e escala.

O segmento regulado, que inclui distribuição e transmissão, contribui com a maior parte da receita para todos os *players*, embora o segmento de geração seja responsável por 25%-30% do EBITDA da CEMIG, semelhante aos níveis da CPFL. Para a Neoenergia e a Equatorial, a participação do EBITDA do segmento de geração cresceu nos últimos anos devido a aquisições e novos projetos, mas representa apenas 10%-15% do EBITDA. Por fim, a Energisa tem a menor parcela da geração de EBITDA de geração, de menos de 5%.

Em geral, os grupos de energia no Brasil planejam investir significativamente nos próximos anos, o que prejudica seu perfil de risco financeiro. É o caso da CEMIG, Neoenergia e Equatorial. A CPFL e a Energisa também planejam capex considerável, mas, no caso delas, esperamos métricas de crédito consistentemente mais fortes e FOCF positivo. Embora as métricas de crédito da CEMIG sejam fortes neste momento, esperamos que elas caiam no médio prazo, enquanto os déficits de caixa serão financiados com dívida adicional. Nesse sentido, ainda consideramos a CEMIG mais comparável a pares com estratégias agressivas de crescimento, como Equatorial e Neoenergia.

Risco de Negócios

Avaliamos o marco regulatório brasileiro como *'supportive'* (que provê suporte) em termos de crédito. O regulador de energia elétrica define as tarifas para as empresas de distribuição e transmissão de forma a remunerar os investimentos realizados na área de concessão. A definição de tarifas para as transmissoras é mais simples, porque estas empresas recebem receitas de acordo com sua disponibilidade ao sistema. As distribuidoras atualmente operam mediante um modelo de repasse de custos, ao mesmo tempo em que remuneram seus investimentos. As empresas recebem reajustes tarifários a cada quatro ou cinco anos (dependendo do contrato de concessão – as revisões tarifárias da CEMIG-D ocorrem a cada cinco anos e seu último ciclo teve início em maio de 2023). Os reajustes de tarifas permitem que as empresas repassem aos clientes os custos de energia elétrica incorridos e as despesas gerais e administrativas, que estão atreladas à inflação. Em cada ciclo, o regulador estabelece um novo custo médio ponderado de capital (*WACC - weighted average cost of capital*) para remunerar os investimentos durante a concessão.

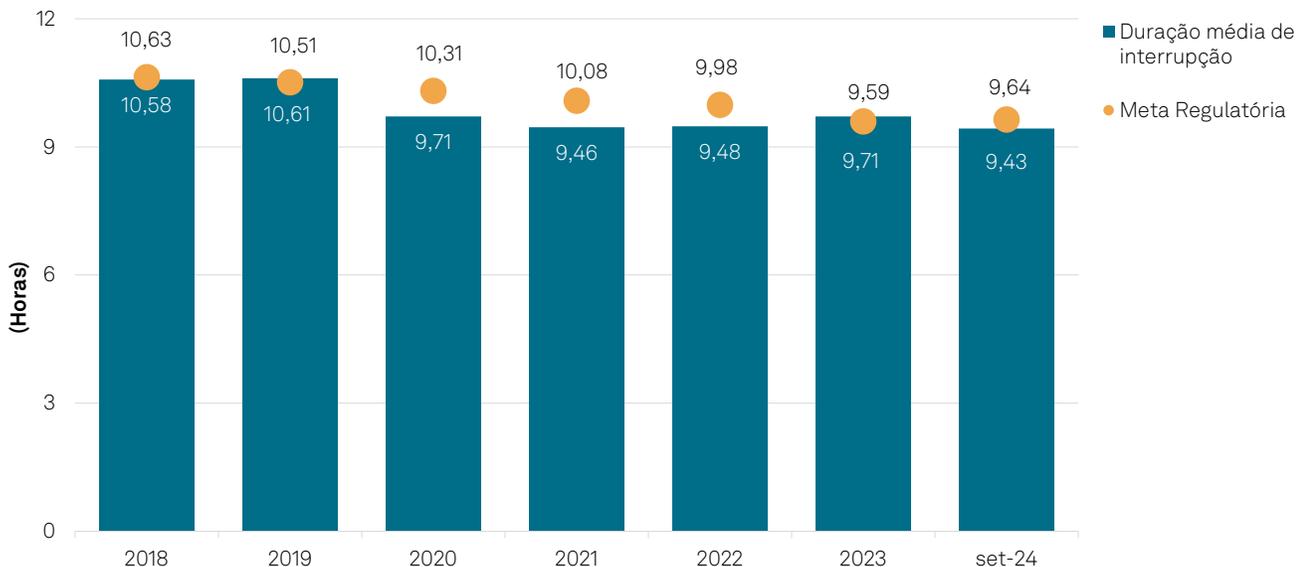
Nos últimos anos, a CEMIG-D vem implementando medidas de redução de custos e eficiência em sua área de concessão, além de investir na conexão de novos clientes e na renovação de sua rede de distribuição. Isto permitiu à distribuidora atingir a sua meta regulatória de EBITDA no terceiro trimestre de 2021. A CEMIG-D planeja investir cerca de R\$ 23 bilhões em 2024-2028, o que permitirá à empresa incorporar ganhos de eficiência no próximo ciclo de revisão de tarifa, que começa em maio de 2028.

Isso inclui também investimentos para melhorar os indicadores de qualidade na área de concessão da CEMIG-D. O índice médio de duração de interrupção da CEMIG está dentro das metas regulatórias desde o primeiro trimestre de 2024, após ter ultrapassado o limite em 2023, principalmente devido ao clima extremo em Minas Gerais. Esperamos que a empresa continue investindo em novas subestações de distribuição, reforço e redundância da rede e manutenção preventiva, visando manter os indicadores de qualidade dentro dos limites regulatórios. Melhores métricas de qualidade auxiliam as distribuidoras porque diminuem os descontos aplicados nas contas de luz e também o risco de não distribuição de dividendos (em caso de descumprimento por mais de dois anos) e até mesmo de rescisão da concessão (por mais de três anos de descumprimento).

Além disso, a empresa continua investindo na redução de perdas de energia. Nos últimos 12 meses findos em setembro de 2024, as perdas de energia ficaram ligeiramente acima das metas regulatórias, sustentadas pelo maior consumo em decorrência das temperaturas mais altas. Esperamos que os esforços da empresa para atualizar medidores de energia obsoletos, desconectar clientes inadimplentes, ampliar as opções de pagamento e renegociar contas pendentes com os clientes ajudem a atingir a meta regulatória no futuro.

Gráfico 1

Índice de Duração Média de Interrupção do Sistema (DEC)

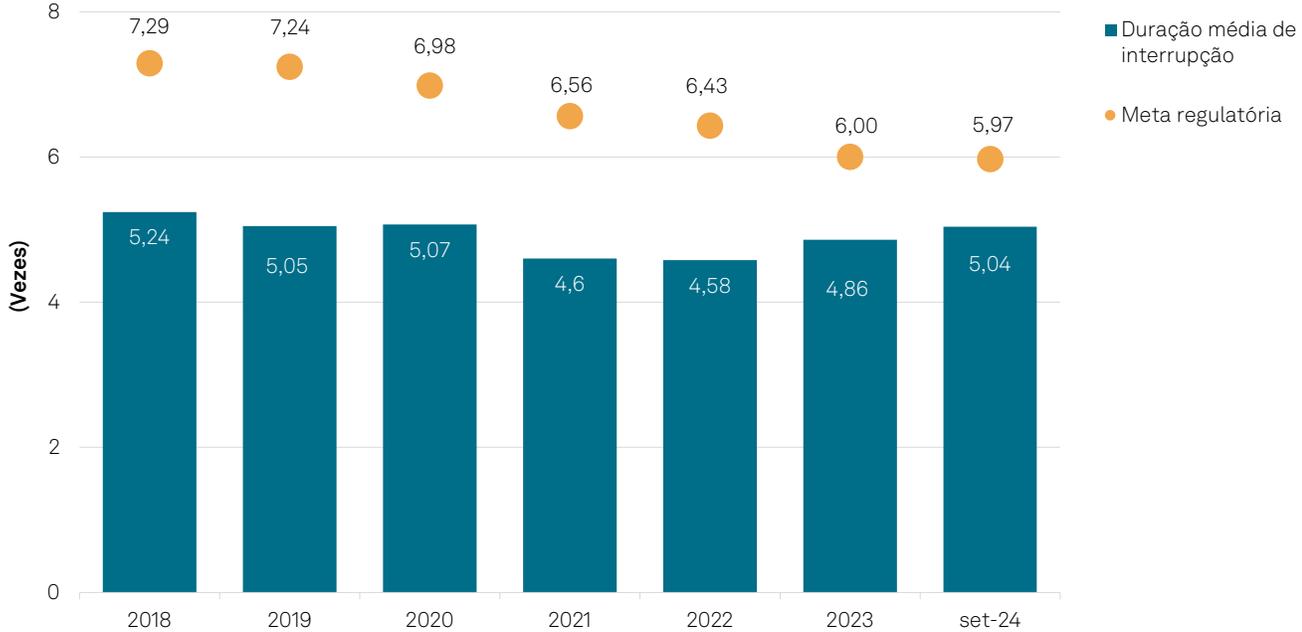


Fonte: S&P Global Ratings e CEMIG.

Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Gráfico 2

Índice de Frequência Média de Interrupção do Sistema (FEC)

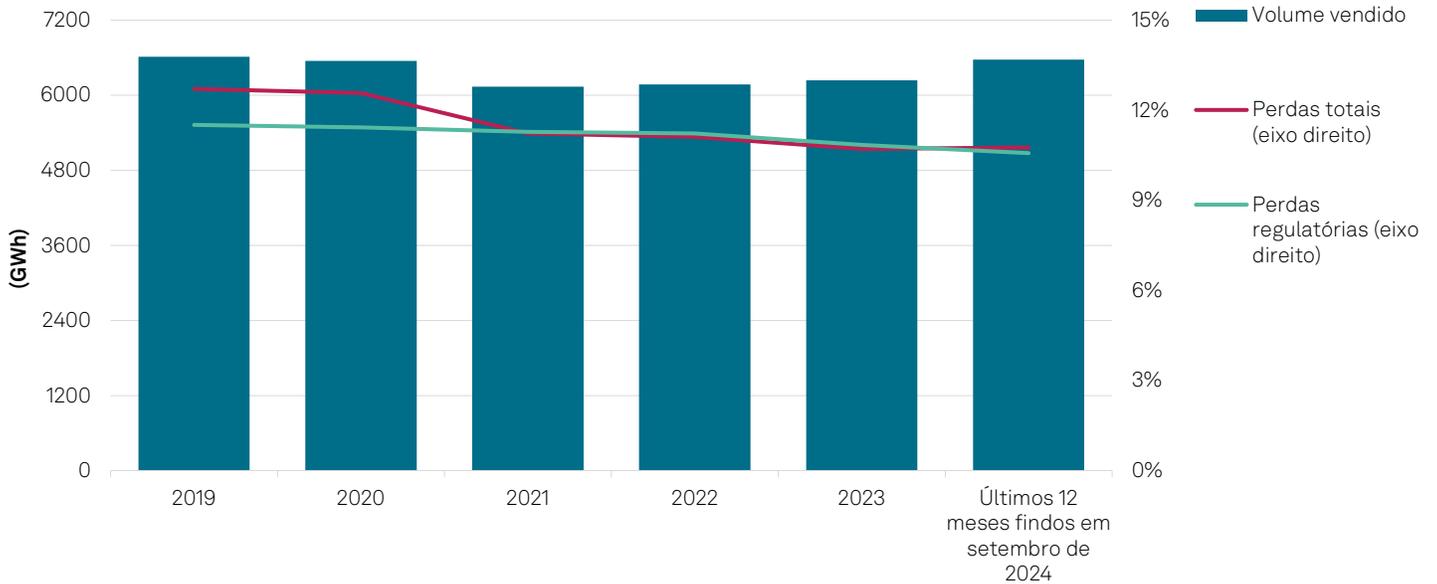


Fonte: S&P Global Ratings e CEMIG.

Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Gráfico 3

Perdas de eletricidade da CEMIG



Fonte: S&P Global Ratings e CEMIG.

Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

No segmento de transmissão, a CEMIG-GT se beneficia de cerca de 5.060 km de linhas de transmissão de energia por meio de 73 linhas e 40 subestações, com RAP bruta de R\$ 1,36 bilhão no ciclo 2024-2025. A CEMIG-GT também detém uma participação de 21,68% na Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. (Taesa; não avaliada), contribuindo anualmente com cerca de R\$ 400 milhões em dividendos para a CEMIG. A CEMIG-GT planeja investir cerca de R\$ 3,8 bilhões

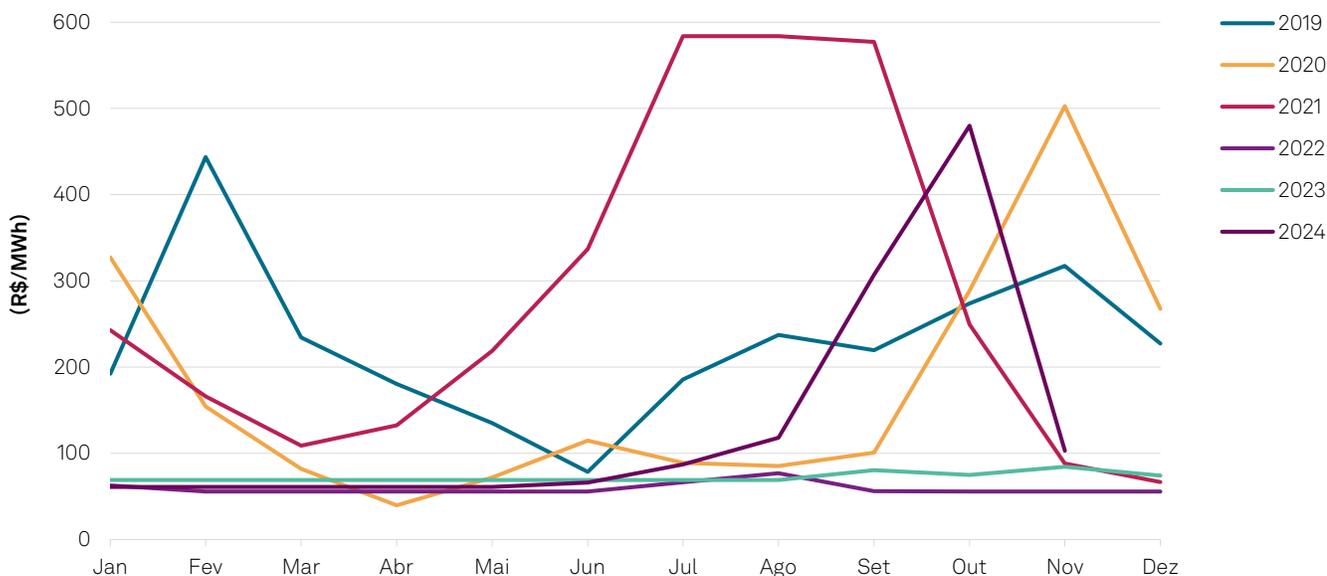
para reforçar e modernizar suas linhas de transmissão, o que também deve aumentar a RAP. Esperamos que esses investimentos resultem em um fluxo de caixa estável no segmento de transmissão, uma vez que a CEMIG manteve disponibilidade superior a 99,9% em suas linhas.

As geradoras de energia tendem a mitigar a volatilidade do fluxo de caixa por meio de contratos de venda de energia de longo prazo para distribuidoras e consumidores livres. A CEMIG-GT, responsável pela capacidade de geração da empresa, possui uma base de ativos composta principalmente de usinas hidrelétricas e vende sua energia sobretudo no mercado livre por meio de um mix de contratos de curto e longo prazo. A capacidade de geração da empresa atende a cerca de 30%-40% dos PPAs da CEMIG, tornando-a uma compradora líquida de energia. Em nossa visão, este é um risco em relação aos pares que possuem um portfólio de energia mais equilibrado, porque expõe o fluxo de caixa da CEMIG à volatilidade dos preços da energia. Isso será agravado caso a empresa não consiga renovar 1.780 MW de capacidade instalada que expirará até 2027.

Continuamos projetando preços de energia baixos em geral, considerando precipitações médias em 2024 e o período chuvoso de 2025 que acabou de começar. Isso deve beneficiar a CEMIG-D com baixas necessidades de capital de giro, enquanto o segmento de geração enfrentará spreads menores, após se beneficiar dos altos preços de PPA em 2022-2024, que foram negociados em níveis mais altos durante a seca de 2021, e dos baixos preços de compra de energia que se seguiram.

Gráfico 4

Preços spot de energia no subsistema Sudeste/Centro-Oeste
Entre 2019 e 2024



Fonte: S&P Global Ratings e CCEE.

Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Risco Financeiro

A CEMIG tem um plano de capex considerável de R\$ 35,6 bilhões até 2028, que exigirá dívida adicional para financiá-lo. Como resultado, esperamos um FOCF negativo de R\$ 1,5 bilhão-R\$ 2,7 bilhões em 2025-2027, e uma dívida bruta aumentando de R\$ 12 bilhões em 2024 para R\$ 24 bilhões em 2027, na ausência de vendas adicionais de ativos. Como a CEMIG historicamente não

desembolsa sua meta de capex, consideramos 90% da execução dos investimentos em nossas projeções relativas ao orçamento da empresa, pois as obras podem sofrer atrasos.

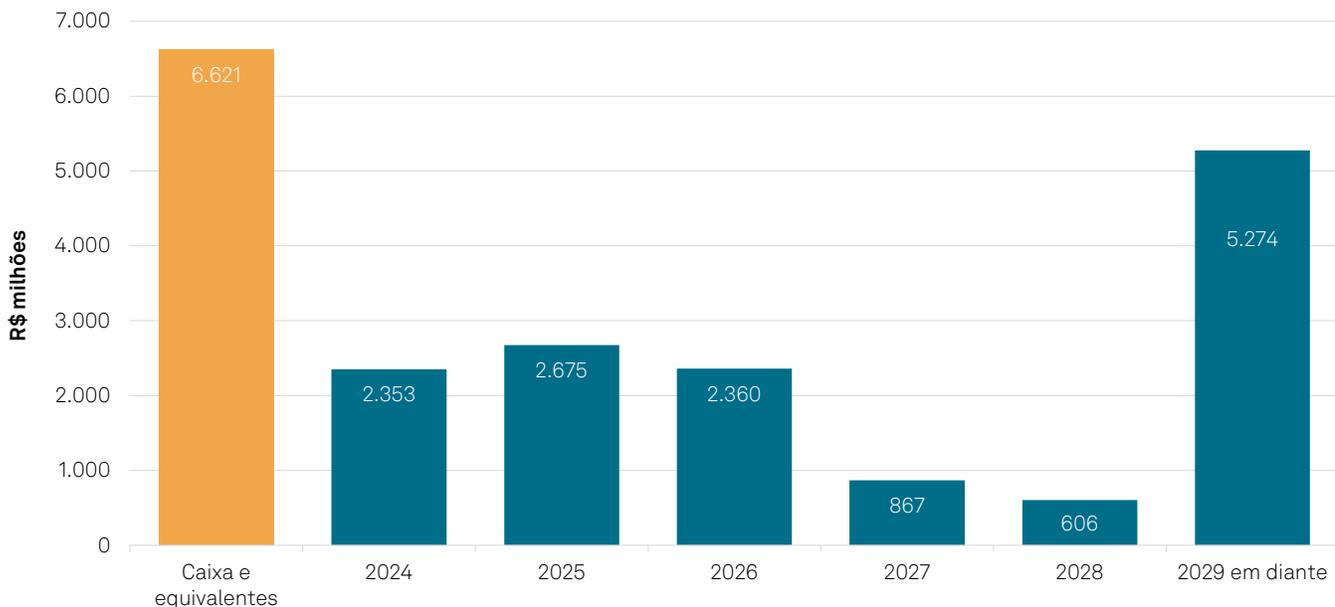
Além disso, incorporamos a política de distribuição de dividendos da empresa de 50% do lucro líquido, o que deve resultar em dividendos entre R\$ 1 bilhão-R\$ 1,3 bilhão a partir de 2025. Considerando os aspectos mencionados acima e as maiores taxas de juros no Brasil, esperamos que a CEMIG reporte dívida líquida sobre EBITDA de cerca de 3,0x e FFO sobre dívida de cerca de 20% em 2025-2026, e cerca de 3,5x e 15%-20%, respectivamente, em 2027 e 2028, considerando o término da concessão das usinas hidrelétricas, na ausência de novas vendas de ativos.

Vencimentos de Dívida

Gráfico 5

Perfil de amortização de dívida da CEMIG

Em 30 de setembro de 2024, a CEMIG reportou dívida bruta de R\$ 14,1 bilhões e uma posição de caixa de R\$ 6,6 bilhões



Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG – Resumo Financeiro

Fim do período	31-dez-2018	31-dez-2019	31-dez-2020	31-dez-2021	31-dez-2022	31-dez-2023
Período de reporte	2018R	2019R	2020R	2021R	2022R	2023R
Moeda	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Receitas	20.903	22.225	24.273	29.245	28.392	30.089
EBITDA	3.454	4.382	6.326	4.756	4.995	6.240
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i>)	1.513	1.350	5.001	2.662	3.277	4.608
Despesas com juros	1.734	1.758	1.703	1.269	1.642	1.782
Juros-caixa pagos	1.290	1.265	1.085	1.593	1.014	1.031
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	1.008	2.037	8.609	3.683	6.613	6.644
Investimentos (capex)	877	1.927	1.538	2.032	3.405	4.942
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i>)	130	110	7.072	1.652	3.208	1.702
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	(378)	(591)	6.473	235	1.114	(121)
Caixa e investimentos de curto prazo	1.594	1.276	5.041	2.549	3.185	2.311
Caixa disponível bruto	1.594	1.276	5.041	2.549	3.185	2.311
Dívida	22.348	23.895	19.457	19.584	17.708	16.341
Patrimônio líquido	15.939	16.103	17.477	19.462	21.783	24.655
Índices ajustados						
Margem EBITDA (%)	16,5	19,7	26,1	16,3	17,6	20,7
Retorno sobre capital (%)	6,7	9,2	15,4	13,0	11,2	12,9
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	2,0	2,5	3,7	3,7	3,0	3,5
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	2,2	2,1	5,6	2,7	4,2	5,5
Dívida/EBITDA (x)	6,5	5,5	3,1	4,1	3,5	2,6
FFO/dívida (%)	6,8	5,7	25,7	13,6	18,5	28,2
OCF/dívida (%)	4,5	8,5	44,2	18,8	37,3	40,7
FOCF/dívida (%)	0,6	0,5	36,3	8,4	18,1	10,4
DCF/dívida (%)	(1,7)	(2,5)	33,3	1,2	6,3	(0,7)

Reconciliação dos valores reportados pela Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG com os montantes ajustados pela S&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 dezembro de 2023									
Montantes reportados pela empresa	9.831	24.649	36.850	8.496	7.230	1.191	6.240	6.644	1.823	4.942
Impostos-caixa pagos	-	-	-	-	-	-	(601)	-	-	-
Juros-caixa pagos	-	-	-	-	-	-	(1.031)	-	-	-
Passivos de arrendamentos	433	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caixa acessível e investimentos líquidos	(2.311)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos recebidos de investimentos em ações	-	-	-	592	-	-	-	-	-	-
Resultado (despesas) de empresas não consolidadas	-	-	-	(432)	-	-	-	-	-	-
Resultado (despesa) não operacional	-	-	-	-	378	-	-	-	-	-
Participação de não controladores/Participação minoritária	-	6	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida: Garantias	3.340	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida: Remuneração de pessoal/Autosseguro	5.417	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida: Ajustes a valor justo	(368)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Receitas: Outros	-	-	(6.761)	(6.761)	(6.761)	-	-	-	-	-
COGS: Outros itens não recorrentes não operacionais	-	-	-	4.072	4.072	-	-	-	-	-
EBITDA: Ganhos/(Perdas) com venda de imobilizado (PP&E)	-	-	-	(318)	(318)	-	-	-	-	-
EBITDA: Outros	-	-	-	591	591	-	-	-	-	-
Despesas com juros: Outros	-	-	-	-	-	591	-	-	-	-
Capital de giro: Impostos	-	-	-	-	-	-	-	601	-	-
Capital de giro: Outros	-	-	-	-	-	-	-	621	-	-
OCF: Impostos	-	-	-	-	-	-	-	(601)	-	-
OCF: Outros	-	-	-	-	-	-	-	(621)	-	-
Ajustes totais	6.510	6	(6.761)	(2.256)	(2.037)	591	(1.632)	-	-	-
Ajustes da S&P Global Ratings	Dívida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	EBIT	Despesas de juros	FFO	OCF	Dividendos	Capex
	16.341	24.655	30.089	6.240	5.193	1.782	4.608	6.644	1.823	4.942

Liquidez

Esperamos que as fontes de liquidez da CEMIG excedam os usos em mais de 10% nos próximos 12 meses. Em 30 de setembro de 2024, a CEMIG apresentou posição de caixa saudável de cerca

de R\$ 6,6 bilhões, considerando os recursos das vendas de ativos e as novas debêntures de R\$ 2,5 bilhões emitidas pela CEMIG-D. O grupo refinanciou os títulos denominados em dólar da CEMIG-GT em etapas nos últimos anos e pagou os US\$381 milhões das notas em aberto em 5 de dezembro de 2024. Além disso, o plano de capex mais elevado da empresa levará a crescentes necessidades de financiamento nos próximos anos, mas acreditamos que o melhor desempenho operacional e financeiro da CEMIG favorece seu acesso aos mercados de dívida e de capitais, permitindo o refinanciamento e a emissão de novas dívidas para financiar seus investimentos. Isso é evidenciado pelas recentes emissões de debêntures no valor de R\$ 4,5 bilhões na CEMIG-D em março e setembro de 2024. Acreditamos que a geração de caixa da CEMIG também dará suporte à continuidade de sua distribuição de dividendos de 50% do lucro líquido do ano anterior, em linha com sua política.

Principais fontes de liquidez	Principais usos de liquidez
<ul style="list-style-type: none">– Caixa e equivalentes de caixa de R\$ 6,6 bilhões em 30 de setembro de 2024;– FFO projetado de R\$ 4,0 bilhões -R\$ 4,5 bilhões nos próximos 12 meses.	<ul style="list-style-type: none">– Vencimentos de dívida de curto prazo de cerca de R\$ 4,8 bilhões em 30 de setembro de 2024;– Capex de manutenção de cerca de R\$ 2,3 bilhões nos próximos 12 meses;– Necessidades sazonais de capital de giro de cerca de R\$ 500 milhões anuais;– Pagamento de dividendos de R\$ 1,6 bilhão-R\$ 1,8 bilhão nos próximos 12 meses, considerando um pagamento de dividendos de 50%.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Exigências

Os *covenants* exigem um limite máximo consolidado de dívida sobre EBITDA de 3,5x na CEMIG-GT de 2024 até dezembro de 2029 — relacionado à 9ª emissão de debêntures — considerando a amortização das notas internacionais em dezembro de 2024. Para a CEMIG-D, o *covenant* é de 3,5x até junho de 2029 e 4,0x nos anos subsequentes, e em uma base consolidada, o limite é de 3,0x até junho de 2026, 3,5x de dezembro de 2026 a junho de 2029 e 4,0x nos anos subsequentes. Os *covenants* são medidos semestralmente.

A metodologia de cálculo do *covenant* é diferente das métricas de crédito que consideramos, porque as métricas financeiras relacionadas à dívida incluem o déficit do plano de previdência da Forluz, passivos relacionados a opções de venda, e excluem o valor justo de hedges e equivalentes de caixa, enquanto a empresa inclui em seu EBITDA ativos financeiros relacionados à concessão de distribuição.

Expectativa de cumprimento

Esperamos que o grupo cumpra os limites exigidos de forma confortável nos próximos três anos.

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

Os fatores de governança são uma consideração negativa em nossa análise de rating de crédito da CEMIG, devido aos seus esforços para aprimorar a gestão de riscos. A CEMIG enfrentou

problemas de refinanciamento no passado, enquanto o estado de Minas Gerais exauria o caixa da empresa por meio de dividendos. A nova equipe de gestão, que assumiu em 2019, vem melhorando a posição operacional e financeira da CEMIG, embora acreditemos que o grupo continue exposto a ciclos políticos.

Neste ponto, acreditamos que o risco de interferência do governo é limitado, pois a documentação da dívida da CEMIG limita o fornecimento de dividendos e, portanto, a capacidade do estado de acessar o fluxo de caixa do grupo. Além disso, o setor elétrico brasileiro opera de acordo com o marco regulatório federal, que fornece proteção contra a interferência do estado nas operações da CEMIG.

Embora os fatores ambientais e sociais possuam influências neutras no rating da CEMIG, condições climáticas severas podem causar interrupções prolongadas de energia aos clientes. Por exemplo, a duração média de interrupção da CEMIG excedeu a meta regulatória durante 2023, mas o grupo conseguiu melhorá-la e reduzi-la abaixo dos níveis regulatórios devido aos seus investimentos consideráveis, incluindo melhorias no reforço e na redundância da rede.

Apesar da menor contribuição para o EBITDA do segmento de geração (de cerca de 25%-30% considerando a contribuição de comercialização de energia), a CEMIG precisa adquirir energia para honrar seus contratos no mercado livre. Isto apresenta alguns riscos, porque as condições hidrológicas podem causar volatilidade nos preços da energia e aumentar os custos operacionais do grupo. Por outro lado, e em linha com pares como CPFL e Neoenergia, acreditamos que a CEMIG está bem-posicionada em termos de transição energética, visto que toda a sua capacidade de geração é renovável. Além disso, a CEMIG planeja continuar investindo para expandir seu segmento de geração renovável nos próximos cinco anos.

Influência do Grupo

Em nossa visão, a CEMIG-D e a CEMIG-GT são as subsidiárias mais importantes da CEMIG. Acreditamos que é bastante improvável que a CEMIG venda essas empresas, pois elas desempenham atividades core para o grupo – como distribuição, geração e transmissão, respectivamente.

Influência do Governo

Avaliamos a CEMIG e suas subsidiárias com os ratings 'BB-' na escala global e 'brAA+' na Escala Nacional Brasil, acima dos ratings de seu acionista controlador, o estado de Minas Gerais. Não esperamos nenhuma ação extraordinária por parte de Minas Gerais que possa prejudicar ainda mais a liquidez e as métricas de crédito do grupo, com base nos seguintes fatores:

- Embora o estado controle 51% da CEMIG, a companhia opera sob a supervisão do regulador federal, a ANEEL.
- Os *covenants* financeiros de grande parte da dívida da CEMIG possuem restrições, incluindo distribuição de dividendos limitada ao valor mínimo, conforme definido no estatuto do grupo, e impedem qualquer alteração deste último. Após a amortização integral das notas internacionais da CEMIG-GT, esse é o caso da 7ª e 8ª emissões de debêntures locais da CEMIG-D, totalizando R\$ 3,1 bilhões em 30 de setembro de 2024.

Esses fatores reforçam nossa visão de que, apesar do perfil fiscal atualmente fraco de Minas Gerais, a CEMIG continuará operando e honrando o serviço de sua dívida. Portanto, continuamos avaliando o grupo acima de nosso rating de seu acionista controlador.

Ratings de Emissão - Análise do Risco de Subordinação

Ratings de emissão

	Valor da emissão (3T24)	Vencimento	Rating de emissão
Cemig Distribuição S.A. (CEMIG-D)			
7ª emissão de debêntures	R\$ 2,04 bilhões	Junho de 2026	brAA+

Estrutura de capital

Avaliamos a 7ª emissão de debêntures da CEMIG-D com vencimento em 2026 e valor de cerca de R\$ 2,04 bilhões no final do terceiro trimestre de 2024. A distribuidora reportou dívidas de aproximadamente R\$ 9,9 bilhões no mesmo período.

Conclusões Analíticas

O endividamento total da CEMIG-D é concentrado na própria entidade, que não possui subsidiárias. Com isso, avaliamos essa dívida no mesmo nível de rating da subsidiária, 'brAA+'.

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de crédito de emissor em moeda estrangeira	BB-/Positiva/--
Rating de crédito de emissor em moeda local	BB-/Positiva/--
Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil	brAA+/Positiva/--
Risco de negócio	Satisfatório
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Baixo
Posição competitiva	Satisfatória
Risco financeiro	Agressivo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Agressivo
Âncora	bb
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutro
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Adequada
Administração e governança	Moderadamente negativa
Análise de ratings comparáveis	Neutra
Perfil de crédito individual (SACP - <i>stand-alone credit profile</i>)	bb-
Status da CEMIG-D para a CEMIG	Core
Status da CEMIG-GT para a CEMIG	Core

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

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Metodologia de ratings corporativos aplicada a setores específicos](#), 4 de abril de 2024.
- [Metodologia de ratings corporativos](#), 7 de janeiro de 2024.
- [Metodologia: Fatores de crédito relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 7 de janeiro de 2024.
- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 8 de junho de 2023.
- [Princípios ambientais, sociais e de governança nos ratings de crédito](#), 10 de outubro de 2021.
- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1 de abril de 2019.
- [Refletindo o risco de subordinação em ratings de emissão de entidades corporativas](#), 28 de março de 2018
- [Ratings de Entidades Vinculadas a Governos \(GREs, ou Government-Related Entities\): Metodologia e Premissas](#), 25 de março de 2015
- [Metodologia e premissas: Descritores de liquidez para emissores corporativos globais](#), 16 de dezembro de 2014.
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013.
- [Princípios dos ratings de crédito](#), 16 de fevereiro de 2011.

Artigo

- [Análise Detalhada: Companhia Energética de Minas Gerais – CEMIG](#), 18 de dezembro de 2023

Tabela de Ratings Detalhada (Em 12 de dezembro de 2024)

Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG

Rating de Crédito de Emissor	BB-/Positiva/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAA+/Positiva/--

Histórico do Rating de Crédito de Emissor

26-Nov-2024	BB-/Positiva/--
28-Jan-2021	BB-/Estável/--
10-Jul-2020	B/Positiva/--
26-Nov-2024	<i>Escala Nacional Brasil</i> brAA+/Positiva/--
28-Jan-2021	brAA+/Estável/--
10-Jul-2020	brA+/Positiva/--

Entidades Relacionadas

Cemig Distribuição S.A.

Rating de Crédito de Emissor	BB-/Positiva/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAA+/Positiva/--

Cemig Geração e Transmissão S.A.

Rating de Crédito de Emissor	BB-/Positiva/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAA+/Positiva/--

*A menos que observado em contrário, os ratings neste relatório referem-se a ratings na escala global. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings na escala global são comparáveis entre países. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings em escala nacional referem-se a devedores ou obrigações de um país específico. Ratings de emissão ou de dívidas podem incluir dívidas garantidas por outra entidade e dívidas avaliadas garantidas por uma entidade.

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 COMERCIALIZIDADE, 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.