

RATING ACTION COMMENTARY**Fitch Rebaixa Rating da EMAE Para 'AA(bra)'; Observação Indefinida**

Brazil Mon 24 Nov, 2025 - 3:46 PM ET

Fitch Ratings - Rio de Janeiro - 24 Nov 2025: A Fitch Ratings rebaixou, hoje, o Rating Nacional de Longo Prazo da Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A. (EMAE) para 'AA(bra)', de 'AAA(bra)'. Ao mesmo tempo, a agência colocou o rating em Observação Indefinida.

O rebaixamento do rating incorpora a piora na avaliação da governança corporativa da EMAE. A Fitch considera que decisões tomadas na alocação do caixa da companhia enfraqueceram a sua liquidez, que, em conjunto com as indefinições no seu controle, fazem com que o perfil de risco da companhia não seja compatível com a classificação anterior.

A Observação Indefinida, que pode levar mais de seis meses para ser resolvida, reflete a potencial alienação do controle da EMAE à Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (AAA(bra)/Perspectiva Estável), com possível melhoria da sua governança, porém ainda baixa visibilidade das estratégias que seriam adotadas pelo novo controlador. A Observação Indefinida também considera que a incerteza em relação ao futuro controle da EMAE pode reduzir a sua flexibilidade financeira, caso haja a necessidade de recursos.

PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

Risco de Governança: A Fitch passou a incorporar uma percepção de maior risco de governança corporativa da EMAE, refletindo: (1) a alocação de BRL251 milhões de seu caixa na potencial aquisição de debêntures conversíveis em ações da Light S.A. (Light; D(bra)), grupo em fase de recuperação judicial e que conta com acionistas que pertencem ao bloco de controle da EMAE; e (2) o anúncio de aproximadamente BRL144 milhões de caixa em Certificados de Depósitos Bancários (CDBs) de uma instituição do conglomerado do Banco Master S.A. (Master), que entrou em processo de liquidação extrajudicial em 18 de novembro.

Estes fatores deterioram materialmente a posição de liquidez da EMAE — que, na visão ajustada da Fitch, recua de BRL495 milhões para BRL100 milhões, ao excluir esses dois saldos da posição de caixa, ao final de setembro de 2025 — e prejudicam sua flexibilidade financeira em caso de uma eventual necessidade de captação de recursos.

Estrutura de Capital Conservadora: A EMAE não possui dívidas desde 2021, e o cenário-base do rating não contempla qualquer captação de recursos no horizonte da classificação. A Fitch entende que a companhia pode contratar financiamentos para sustentar os Fluxos de Caixa Livre (FCFs) negativos estimados pela agência em 2026 e 2027, no total de BRL320 milhões, sem pressionar o seu rating.

No biênio 2026 e 2027, são estimados investimentos totais de cerca de BRL430 milhões, que incluem a construção de uma pequena central hidrelétrica (PCH) de 18 MW de capacidade instalada, e pagamento de dividendos equivalentes a 25% do lucro líquido. Em 2025, o recebimento de BRL227 milhões de indenizações relativas ao arrendamento da usina termelétrica Piratininga, a estimada ausência de desembolsos com dividendos e investimentos de BRL140 milhões devem permitir um FCF de BRL113 milhões.

Elevada Previsibilidade de Receitas: O perfil de crédito da EMAE se beneficia da elevada previsibilidade de sua receita, decorrente da comercialização de 89% de sua energia assegurada por meio do regime de cotas. Nele, a empresa recebe uma Receita Anual de Geração (RAG) até o final das concessões, em 2042, baseada apenas na disponibilidade da potência, estando isenta do risco volumétrico/hidrológico. A RAG é anualmente ajustada pela inflação e inclui os recursos para operação e manutenção (O&M), além de melhorias nas usinas. Nos outros 11%, vendidos para 27 distribuidoras em leilão regulado, a companhia conta com seguro que elimina o risco hidrológico.

Baixa Diversificação de Ativos: A EMAE possui uma base de ativos madura, porém concentrada. A usina hidrelétrica (UHE) Henry Borden responde por 93% da capacidade instalada da companhia (961 MW), 74% do total de energia assegurada (156 MWa) e 71% da receita consolidada. A UHE possui histórico de desempenho operacional positivo, mas sua operação ao longo de 99 anos exige investimentos recorrentes para manutenção e atendimento aos parâmetros exigidos contratualmente. Além da UHE Henry Boden, a base de ativos da companhia conta com apenas outras três PCHs, o que se reflete em pouca diluição de riscos operacionais.

Margem de EBITDA Inferior à dos Pares: Por remunerar ativos antigos e com investimentos já depreciados, as tarifas nos contratos de cotas — que representam 83% da receita consolidada da EMAE — resultam em margem de EBITDA na faixa de 30% a 35%,

inferior à dos pares do segmento de geração no Brasil, que se encontram, em sua maioria, acima de 50%. Por outro lado, as tarifas destes contratos incorporam à receita a previsão de investimentos em manutenção requeridos pelas usinas. A metodologia da Fitch exclui do EBITDA desembolsos desta finalidade e os aloca como investimentos. O cenário-base da agência considera EBITDA de BRL169 milhões em 2025 e BRL178 milhões em 2026, com margens de EBITDA de 31% no biênio.

SENSIBILIDADE DOS RATINGS

Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Negativa/Rebaixamento:

- Não conclusão da transação de troca de controle ou perda de validade da liminar que restringe a atuação do atual controlador;
- Índice dívida líquida/EBITDA acima de 3,5 vezes;
- Deterioração do desempenho operacional da UHE Henry Borden;
- Investimentos em projetos e/ou aquisições que tragam riscos significativamente maiores do que os existentes no portfólio da empresa ou que possuam estruturas de financiamento mais fracas.

Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Positiva/Elevação:

- Conclusão da transação de troca de controle, com percepção de melhor governança corporativa e preservação de robusto perfil financeiro.

PRINCIPAIS PREMISSAS

As Principais Premissas do Cenário-base da Fitch Para a EMAE Incluem:

- Despesas operacionais ajustadas pela inflação;
- Reajustes anuais da RAG pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor – Amplo (IPCA);
- Distribuição de dividendos equivalente a 25% do lucro líquido distribuível a partir de 2026 e ausência de distribuição em 2025;

-- Investimentos totais de BRL686 milhões de 2025 a 2028, incluindo BRL157 milhões na construção de uma nova PCH;

-- Ausência de contratação de dívidas e de aquisições e/ou novos investimentos.

ANÁLISE DE PARES

O perfil financeiro da EMAE, ainda conservador, e a elevada previsibilidade da geração operacional de caixa justificam sua classificação equalizada à da Serena Geração S.A. (Serena Geração, AA(bra)/Perspectiva Estável), mesmo que esta possua maior diversificação de ativos. A EMAE possui escala inferior em termos de capacidade instalada e é penalizada por problemas de governança, ao passo que o rating da Serena Geração, sem histórico de questões desta natureza, tem como limitador o vínculo com a Serena Energia.

O rating da EMAE é inferior ao de outras quatro geradoras de energia avaliadas pela Fitch, Engie Brasil Energia S.A. (Engie Brasil), Auren Energia S.A. (Auren), Eneva S.A. (Eneva) e Aliança Geração de Energia S.A. (Aliança). Todas têm perfil de negócios robusto, embora a Engie Brasil, a Auren e a Eneva apresentem maior porte e base de ativos mais diversificada, com capacidade instalada em operação ou construção de 11,3 GW, 8,8MW e 7,1 GW, respectivamente, frente a 1,4 GW da Aliança e a 961MW da EMAE. Em contrapartida, as projeções da Fitch para a Engie Brasil, a Auren e a Eneva apontam índice dívida líquida/EBITDA próximo a 3,5 vezes em 2025, em comparação com 0,3 vez para a Aliança e posição de caixa líquido para a EMAE.

LIQUIDEZ E ESTRUTURA DA DÍVIDA

A expectativa da Fitch é de que a EMAE mantenha posição de caixa líquido ao longo dos próximos anos, com a continuidade da ausência de dívida. A não concretização da alocação de BRL251 milhões na aquisição de debêntures da Light., caso ocorra, fortalecerá a liquidez. O caixa e as aplicações financeiras de BRL495 milhões, ao final de setembro de 2025, foram parcialmente reclassificados pela agência para excluir este montante e os BRL144 milhões que a empresa mantém em CDBs do grupo do Master, resultando, na visão ajustada, em BRL100 milhões.

PERFIL DO EMISSOR

A EMAE possui 961 MW de capacidade instalada de geração de energia elétrica em operação e 156 MW médios de energia assegurada. A companhia é controlada pelo Fundo Phoenix de Investimentos em Participações Multiestratégia, que detém 75,73% das ações ordinárias.

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS:

A presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Resolução CVM nº 9/20.

As informações utilizadas nesta análise são provenientes da EMAE.

A Fitch adota todas as medidas necessárias para que as informações utilizadas na classificação de risco de crédito sejam suficientes e provenientes de fontes confiáveis, incluindo, quando apropriado, fontes de terceiros. No entanto, a Fitch não realiza serviços de auditoria e não pode realizar, em todos os casos, verificação ou confirmação independente das informações recebidas.

Histórico dos Ratings:

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 9 de maio de 2025.

A classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou a partes a ela relacionadas, e o rating atribuído não foi alterado em virtude desta comunicação.

Os ratings atribuídos pela Fitch são revisados, pelo menos, anualmente.

A Fitch publica a lista de conflitos de interesse reais e potenciais no Anexo X do Formulário de Referência, disponível em www.fitchratings.com/brasil

Para informações sobre possíveis alterações na classificação de risco de crédito veja o item: Sensibilidade dos Ratings.

Informações adicionais estão disponíveis em 'www.fitchratings.com' e em 'www.fitchratings.com/site/brasil'.

A Fitch Ratings Brasil Ltda., ou partes a ela relacionadas, pode ter fornecido outros serviços à entidade classificada no período de 12 meses que antecede esta ação de rating de crédito. A lista de outros serviços prestados às entidades classificadas está disponível em <https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil/exigencias-regulatorias/outros-servicos>. A prestação deste serviço não configura, em nossa opinião, conflito de interesses em face da classificação de risco de crédito.

A Fitch Ratings foi paga para determinar cada rating de crédito listado neste relatório de classificação de risco de crédito pelo devedor ou emissor classificado, por uma parte relacionada que não seja o devedor ou o emissor classificado, pelo patrocinador (“sponsor”), subscritor (“underwriter”), ou o depositante do instrumento, título ou valor mobiliário que está sendo avaliado.

Metodologia Aplicada e Pesquisa Relacionada:

-- Metodologia de Ratings Corporativos (27 de junho de 2025);

-- Metodologia de Ratings em Escala Nacional (22 de dezembro de 2020).

RATING ACTIONS

ENTITY / DEBT ⇅	RATING ⇅			PRIOR ⇅
EMAE - Empresa Metropolitana de Aguas e Energia S.A.	Natl LT	AA(bra)	Downgrade	AAA(bra) Rating Outlook Stable

[VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS](#)

FITCH RATINGS ANALYSTS

Wellington Senter

Director

Analista primário

+55 21 4503 2606

wellington.senter@fitchratings.com

Fitch Ratings Brasil Ltda.

Av. Barão de Tefé, 27 – Sala 601 Saúde Rio de Janeiro, RJ 20220-460

Lucas Rios, CFA

Associate Director

Analista secundário

+55 11 4504 2205

lucas.rios@fitchratings.com

Mauro Storino

Senior Director

Presidente do Comitê

+55 21 4503 2625

mauro.storino@fitchratings.com

MEDIA CONTACTS**Maggie Guimaraes**

São Paulo

+55 11 4504 2207

maggie.guimaraes@thefitchgroup.com

Informações adicionais estão disponíveis em www.fitchratings.com**PARTICIPATION STATUS**

The rated entity (and/or its agents) or, in the case of structured finance, one or more of the transaction parties participated in the rating process except that the following issuer(s), if any, did not participate in the rating process, or provide additional information, beyond the issuer's available public disclosure.

APPLICABLE CRITERIA[National Scale Rating Criteria \(pub. 22 Dec 2020\)](#)[Metodologia de Ratings em Escala Nacional \(pub. 22 Dec 2020\)](#)[Corporate Rating Criteria \(pub. 27 Jun 2025\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)[Metodologia de Ratings Corporativos \(pub. 27 Jun 2025\)](#)**APPLICABLE MODELS**

Numbers in parentheses accompanying applicable model(s) contain hyperlinks to criteria providing description of model(s).

Corporate Monitoring & Forecasting Model (COMFORT Model), v8.1.0 ([1](#))**ADDITIONAL DISCLOSURES**[Solicitation Status](#)[Endorsement Policy](#)

ENDORSEMENT STATUS

EMAE - Empresa Metropolitana de Aguas e Energia S.A.

-

DISCLAIMER & COPYRIGHT

Todos os ratings de crédito da Fitch estão sujeitos a algumas limitações e termos de isenção de responsabilidade. Por favor, veja no link a seguir essas limitações e termos de isenção de responsabilidade: <http://fitchratings.com/understandingcreditratings>. Além disso, as definições de cada escala e categoria de rating, incluindo definições referentes a inadimplência, podem ser acessadas em <https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil>, em definições de ratings, na seção de exigências regulatórias. Os ratings públicos, critérios e metodologias publicados estão permanentemente disponíveis neste website. O código de conduta da Fitch e as políticas de confidencialidade, conflitos de interesse; segurança de informação (firewall) de afiliadas, compliance e outras políticas e procedimentos relevantes também estão disponíveis neste website, na seção "código de conduta". Os interesses relevantes de diretores e acionistas estão disponíveis em <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. A Fitch pode ter fornecido outro serviço autorizado ou complementar à entidade classificada ou a partes relacionadas. Detalhes sobre serviço autorizado, para o qual o analista principal está baseado em uma empresa da Fitch Ratings (ou uma afiliada a esta) registrada na ESMA ou na FCA, ou serviços complementares podem ser encontrados na página do sumário do emissor, no website da Fitch.

Ao atribuir e manter ratings e ao produzir outros relatórios (incluindo informações sobre projeções), a Fitch conta com informações factuais recebidas de emissores e underwriters e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch realiza uma apuração adequada das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém uma verificação adequada destas informações de fontes independentes, à medida que estas fontes estejam disponíveis com determinado grau de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emissor esteja localizado, da disponibilidade e da natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações preexistentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de

verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings e relatórios da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating ou relatório serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir ratings e relatórios, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings e as projeções financeiras e outras informações são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e premissas sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings e as projeções podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado. A Fitch Ratings realiza ajustes frequentes e amplamente aceitos nos dados financeiros reportados, de acordo com as metodologias relevantes e/ou padrões do setor, de modo a prover consistência em termos de métricas financeiras para entidades do mesmo setor ou classe de ativos.

A faixa completa de melhores e piores cenários de ratings de crédito para todas as categorias de rating varia de 'AAA' a 'D'. A Fitch também fornece informações sobre os melhores cenários de elevação de rating e os piores cenários de rebaixamento de rating (definidos como o 99º percentil de transições de rating, medidos em cada direção) para ratings de crédito internacionais, com base no desempenho histórico. Uma média simples entre classes de ativos apresenta elevações de quatro graduações no melhor cenário de elevação e de oito graduações no pior cenário de rebaixamento no 99º percentil. Os melhores e piores cenários de rating específicos do setor estão listados detalhadamente em <https://www.fitchratings.com/site/re/10238496>

As informações neste relatório são fornecidas "tais como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia, e a Fitch não garante ou atesta que um relatório ou seu conteúdo atenderá qualquer requisito de quem o recebe. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião e os relatórios se apoiam em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings e relatórios são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhum indivíduo, ou grupo de indivíduos, é responsável isoladamente por um rating ou relatório. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa

da oferta ou da venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser alterados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxaço sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e underwriters para avaliar o rating dos títulos. Estes preços geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante um único pagamento anual. Tais valores podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e da distribuição por meios eletrônicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizado para estes assinantes até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.

Para Austrália, Nova Zelândia, Taiwan e Coreia do Sul apenas: A Fitch Austrália Pty Ltd detém uma licença australiana de serviços financeiros (licença AFS nº337123), a qual autoriza o fornecimento de ratings de crédito apenas a clientes de atacado. As informações sobre ratings de crédito publicadas pela Fitch não se destinam à utilização por pessoas que sejam clientes de varejo, nos termos da Lei de Sociedades (Corporations Act 2001).

A Fitch Ratings, Inc. está registrada na Securities and Exchange Commission dos EUA como uma "Nationally Recognized Statistical Rating Organization" (NRSRO – Organização de Rating Estatístico Reconhecida Nacionalmente). Algumas subsidiárias de ratings de crédito de NRSROs são listadas no Item 3 do NRSRO Form e, portanto, podem atribuir ratings de crédito em nome da NRSRO (consulte <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), mas

outras subsidiárias de ratings de crédito não estão listadas no NRSRO Form (as “não-NRSROs”). Logo, ratings de crédito destas subsidiárias não são atribuídos em nome da NRSRO. Porém, funcionários da não-NRSRO podem participar da atribuição de ratings de crédito da NRSRO ou atribuídos em nome dela.

Copyright © 2025 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall St, NY, NY 10004. Telefone: 1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados.

[READ LESS](#)

SOLICITATION STATUS

The ratings above were solicited and assigned or maintained at the request of the rated entity/issuer or a related third party. Any exceptions follow below.

Fitch's solicitation status policy can be found at www.fitchratings.com/ethics.

ENDORSEMENT POLICY

Os ratings de crédito internacionais da Fitch produzidos fora da União Europeia (UE) ou do Reino Unido, conforme o caso, são endossados para uso por entidades reguladas na UE ou no Reino Unido, respectivamente, para fins regulatórios, de acordo com os termos do Regulamento das Agências de Rating de Crédito da UE ou do Reino Unido (Alterações etc.) (saída da UE), de 2019 (EU CRA Regulation or the UK Credit Rating Agencies (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019), conforme o caso. A abordagem da Fitch para endosso na UE e no Reino Unido pode ser encontrada na página de [Regulatory Affairs \(Assuntos Regulatórios\)](#) da Fitch, no site da agência. O status de endosso dos ratings de crédito internacionais é fornecido na página de sumário da entidade, para cada entidade classificada, e nas páginas de detalhes das transações, para transações de finanças estruturadas, no site da Fitch. Estas divulgações são atualizadas diariamente.