

Francisco Lobo

Analista de Crédito | Santander Credit Research
francisco.lobosantander.com.br

Em poucas linhas: a renovação das concessões de distribuição de energia elétrica originalmente vencidas entre 2025 e 2031 reduz um fator relevante de incerteza para o crédito dos grupos expostos ao segmento, ao alongar o prazo de exploração de ativos regulados essenciais e aumentar a previsibilidade da geração de caixa. Embora parte desse movimento já fosse esperada pelo mercado, sobretudo fora do caso Enel, a formalização das renovações elimina um risco de evento importante, especialmente para companhias com concessões mais próximas do vencimento original e amortizações relevantes no mesmo horizonte. O efeito tende a ser mais significativo em casos como Light, EDP, CPFL e Neoenergia, enquanto Equatorial e Energisa também se beneficiam, mas com impacto menos concentrado. A Enel permanece como o principal contraponto, diante da ausência de renovação materializada e do processo de caducidade envolvendo a Enel São Paulo. Ainda assim, a renovação não elimina os demais riscos do setor: o novo ciclo regulatório aumenta a pressão por qualidade, investimentos, resiliência climática, controle de perdas e sustentabilidade econômico-financeira, mantendo a execução operacional e a disciplina de capital como fatores centrais para a diferenciação de crédito.

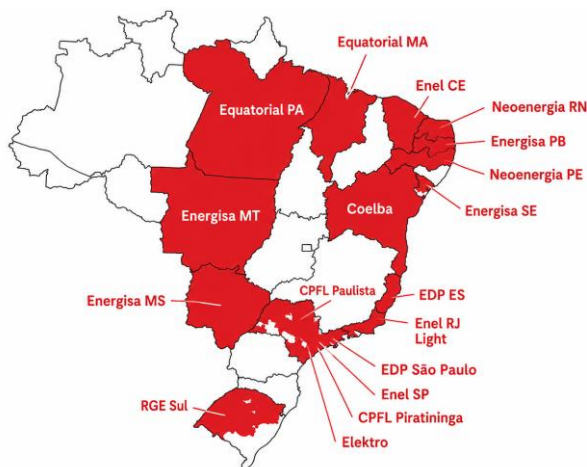
Para mais informações sobre o setor, consulte o Research Explica de Distribuição de energia [aqui](#).

Contexto regulatório

A renovação das concessões de distribuição de energia elétrica ganhou relevância para a análise de crédito privado por combinar escala setorial, horizonte contratual longo e impacto direto sobre a previsibilidade de geração de caixa dos grupos econômicos expostos ao segmento. O tema foi inicialmente estruturado pelo Ministério de Minas e Energia no âmbito da Nota Técnica nº 14/2023/SAER/SE¹, divulgada em jun/23 para subsidiar a consulta pública sobre as diretrizes aplicáveis às concessões vencidas de distribuição de energia elétrica. Na ocasião, o MME indicou que a consulta contemplaria distribuidoras com contratos a vencer entre 2025 e 2031.

Segundo o próprio MME, os contratos de distribuição com vencimento nesse período representam cerca de 62% do mercado de distribuição, abrangendo 19 distribuidoras em 14 estados, com atendimento a 56,7 milhões de unidades consumidoras. Trata-se, portanto, de uma rodada de renovação com potencial para afetar parcela relevante do setor elétrico brasileiro e, conseqüentemente, a percepção de risco dos emissores vinculados a esses ativos regulados.

Figura 1. Mapa com a distribuição geográfica das concessões originalmente vencidas entre 2025 e 2031



Fontes: MME e Santander.

Do ponto de vista regulatório, o processo foi disciplinado pelo Decreto nº 12.068¹, de 20/jun/24, que estabeleceu critérios para a prorrogação ou licitação dos contratos de distribuição. A prorrogação pode ocorrer por até 30 anos, condicionada à demonstração de prestação adequada do serviço, aferida anualmente com base em indicadores definidos pela Aneel, especialmente relacionados à continuidade do fornecimento e à gestão econômico-financeira das concessionárias.

O processo de renovação começou a se materializar em casos concretos a partir de 2025. A primeira renovação confirmada foi a da EDP Espírito Santo², assinada em jul/25, com prorrogação por mais 30 anos; a distribuidora atende cerca de 1,7 milhão de consumidores em 70 dos 78 municípios do Espírito Santo. Em set/25, o MME anunciou a renovação antecipada da Neoenergia Pernambuco³, cujo contrato venceria originalmente em 2030, e que atende 184 municípios de Pernambuco e Fernando de Noronha, alcançando 9,4 milhões de habitantes.

Em mai/26, o MME informou a assinatura de 14 novos contratos de renovação, além dos dois contratos já renovados anteriormente, totalizando 16 distribuidoras contempladas e investimentos anunciados de R\$ 130 bilhões até 2030⁴. A lista abrangeu CPFL Piratininga, EDP São Paulo, Equatorial Maranhão, RGE Sul, Energisa Paraíba, Energisa Mato Grosso do Sul, Equatorial Pará, Light, Neoenergia Coelba, CPFL Paulista, Energisa Mato Grosso, Energisa Sergipe, Neoenergia Cosern e Neoenergia Elektro. Como o MME comunicou 16 contratos renovados e a Aneel havia recebido pedidos de 19 distribuidoras, as três concessões da Enel (Rio, Ceará e São Paulo) permaneceram fora do conjunto já renovado até a rodada de assinatura de mai/26.

Tabela 1. Concessões de distribuição originalmente vencidas entre 2025 e 2031

Distribuidora	Grupo	UF	Contrato	Vencimento	
				Original	Renovação
EDP Espírito Santo	EDP	ES	001/1995	jul/25	jul/55
Light	Light	RJ	001/1996	jun/26	jun/56
Enel Rio	Enel	RJ	005/1996	dez/26	-
Neoenergia Coelba	Neoenergia	BA	010/1997	ago/27	ago/57
CPFL Paulista	CPFL	SP	014/1997	nov/27	nov/57
RGE Sul	CPFL	RS	012/1997	nov/27	nov/57
Energisa Mato Grosso do Sul	Energisa	MS	001/1997	dez/27	dez/57
Energisa Mato Grosso	Energisa	MT	003/1997	dez/27	dez/57
Energisa Sergipe	Energisa	SE	007/1997	dez/27	dez/57
Neoenergia Cosern	Neoenergia	RN	008/1997	dez/27	dez/57
Enel Ceará	Enel	CE	001/1998	mai/28	-
Enel São Paulo	Enel	SP	162/1998	jun/28	-
Equatorial Pará	Equatorial	PA	182/1998	jul/28	jul/58
Neoenergia Elektro	Neoenergia	SP/MS	187/1998	ago/28	ago/58
CPFL Piratininga	CPFL	SP	009/2002	out/28	out/58
EDP São Paulo	EDP	SP	202/1998	out/28	out/58
Neoenergia Pernambuco	Neoenergia	PE	026/2000	mar/30	mar/60
Equatorial Maranhão	Equatorial	MA	060/2000	ago/30	ago/60
Energisa Paraíba	Energisa	PB	019/2001	mar/31	mar/61

Fonte: MME e Santander.

No caso da Enel São Paulo, a ausência no conjunto de contratos já renovados é particularmente relevante, uma vez que a Aneel instaurou, em abr/26, processo administrativo de caducidade contra a distribuidora e determinou a suspensão da análise de renovação do contrato de concessão⁵, conforme previsto no Decreto nº 12.068/2024. Esse caso reforça que o novo ciclo regulatório combina maior previsibilidade para concessionárias aprovadas com maior rigor sobre qualidade, continuidade do serviço e capacidade de execução.

Do ponto de vista de crédito, a relevância da rodada está menos na mudança da natureza do negócio de distribuição e mais na redução de uma incerteza contratual relevante, sobretudo para grupos com concessões próximas do vencimento original e amortizações no mesmo horizonte.

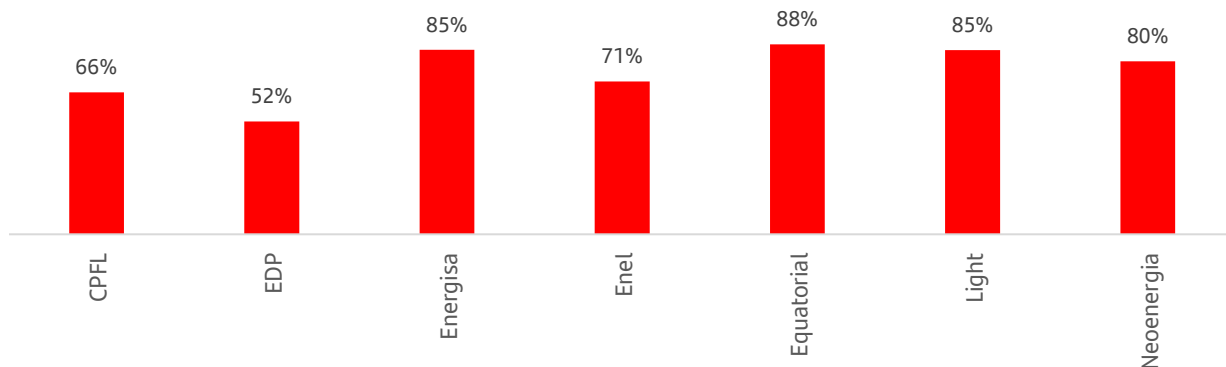
Um olhar sobre as distribuidoras

As concessões de distribuição com vencimento entre 2025 e 2031 estão majoritariamente vinculadas a grupos econômicos com atuação relevante no setor elétrico brasileiro. Por isso, a análise do impacto das renovações não deve se limitar à concessão individual, mas considerar os grupos econômicos em sua totalidade, incluindo a concentração dos vencimentos regulatórios e o cronograma de amortização da dívida no mesmo horizonte.

Nesta seção, apresentamos uma leitura consolidada dos principais grupos envolvidos nas solicitações de renovação: CPFL, EDP, Energisa, Enel, Equatorial, Light e Neoenergia. Em conjunto, esses grupos concentram as concessões analisadas no atual ciclo de renovação.

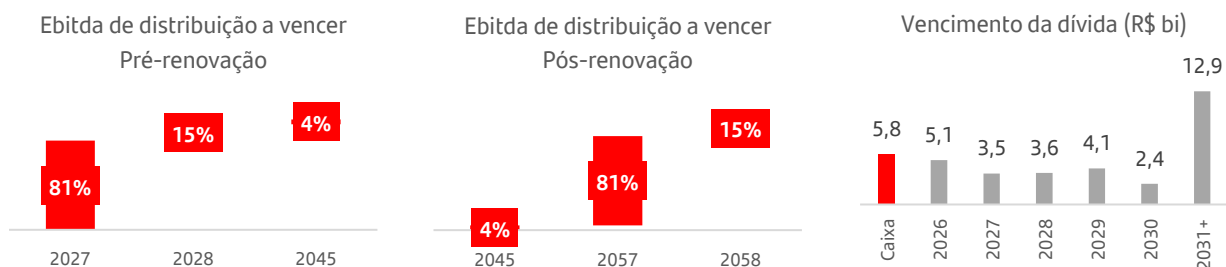
O Gráfico 1 mostra a participação da distribuição no Ebitda de empresas selecionadas de energia, permitindo dimensionar a dependência relativa de cada grupo em relação ao segmento regulado. Em seguida, para cada grupo econômico, apresentamos os cronogramas de Ebitda de distribuição a vencer antes e depois das renovações, além do cronograma de amortização da dívida. O Ebitda de distribuição a vencer considera o Ebitda de 2025 das distribuidoras associadas a contratos com vencimento entre 2025 e 2031, conforme participação dentro de cada grupo econômico. A análise pós-renovação reflete as concessões já renovadas ou com renovação anunciada/aprovada até a data-base do relatório. O cronograma de dívida considera os vencimentos consolidados informados pelas companhias com data-base de mar/26.

Gráfico 1. Percentual do segmento de distribuição no Ebitda de empresas de energia selecionadas (2025)



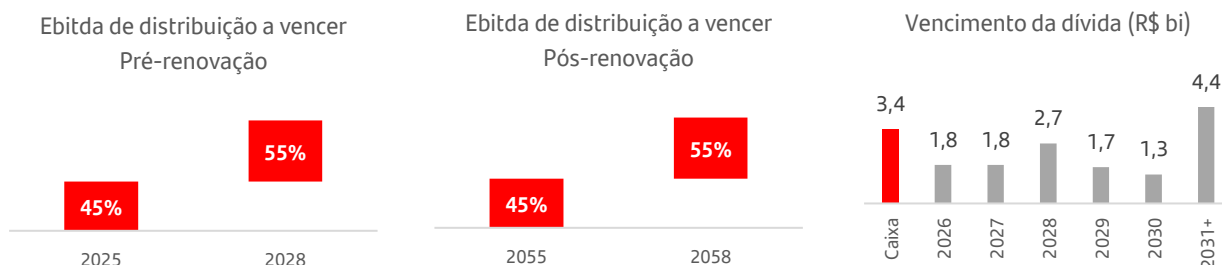
Fonte: Empresas e Santander.

Gráficos 2 a 4. CPFL – Ebitda de distribuição a vencer e cronograma de amortização da dívida



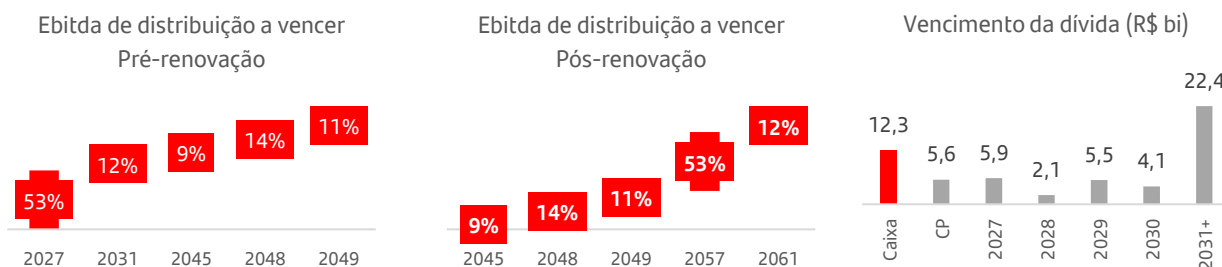
Fonte: Empresa e Santander.

Gráficos 5 a 7. EDP – Ebitda de distribuição a vencer e cronograma de amortização da dívida



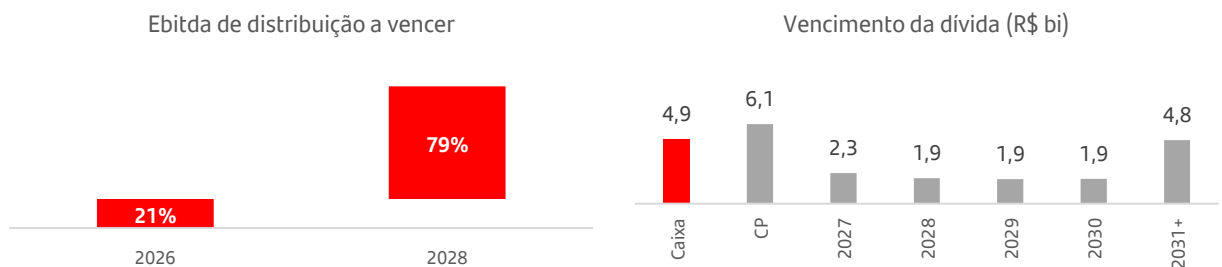
Fonte: Empresa e Santander.

Gráficos 8 a 10. Energisa – Ebitda de distribuição a vencer e cronograma de amortização da dívida



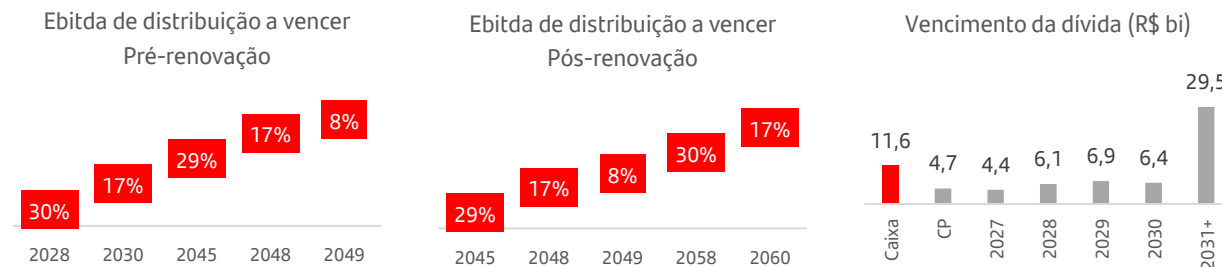
Fonte: Empresa e Santander.

Gráficos 11 e 12. Enel – Ebitda de distribuição a vencer e cronograma de amortização da dívida

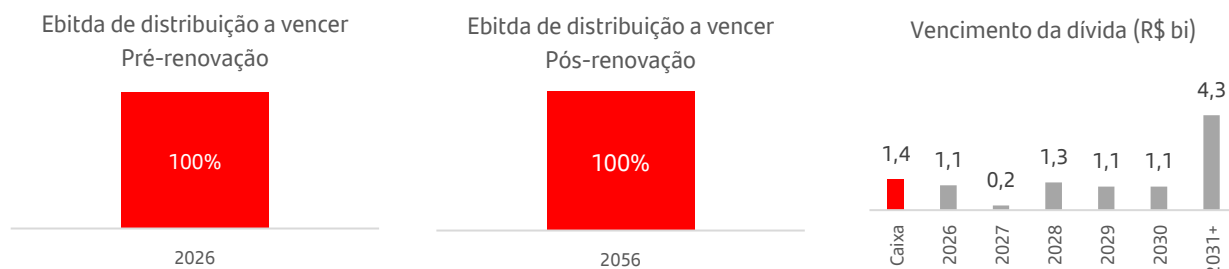


Fonte: Empresa e Santander.

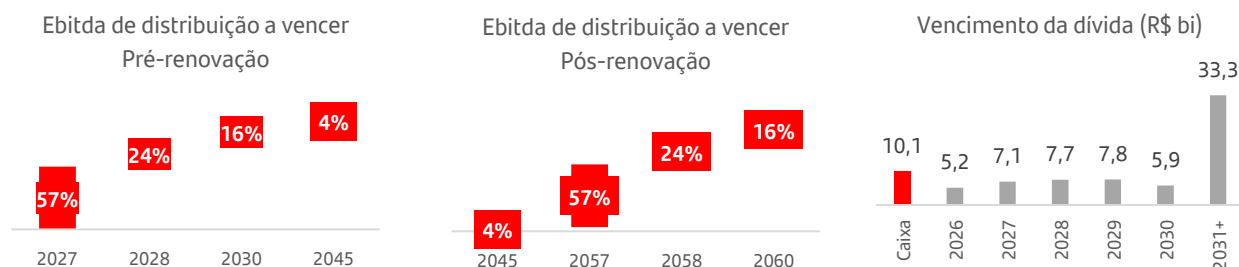
Gráficos 13 a 15. Equatorial – Ebitda de distribuição a vencer e cronograma de amortização da dívida



Fonte: Empresa e Santander.

Gráficos 16 a 18. Light – Ebitda de distribuição a vencer e cronograma de amortização da dívida

Fonte: Empresa e Santander.

Gráficos 19 a 21. Neoenergia – Ebitda de distribuição a vencer e cronograma de amortização da dívida

Fonte: Empresa e Santander.

Onde a renovação mais importa

A renovação das concessões deve ser interpretada menos como um evento de surpresa positiva e mais como a confirmação de um cenário que já vinha sendo parcialmente incorporado pelos agentes de mercado. Para a maior parte dos grupos analisados, com exceção da Enel, a expectativa predominante era de prorrogação dos contratos. Dessa forma, o impacto sobre os *spreads* tende a ser gradual e seletivo, mas a eliminação de um risco de vencimento relevante melhora a visibilidade de crédito e reduz uma fonte importante de prêmio de risco.

Entre os grupos analisados, a Light aparece como o caso em que a renovação teve o impacto creditício mais relevante. A companhia possuía uma única concessão, originalmente com vencimento em 2026, posteriormente deslocada para 2056. A renovação elimina um risco regulatório de curto prazo que era particularmente sensível, dada a concentração da companhia em uma única área de concessão. Ainda assim, o benefício deve ser ponderado por fatores de risco relevantes, como a recuperação judicial, a complexidade operacional da região atendida e a liquidez bastante reduzida dos ativos em circulação no mercado. Assim, a renovação melhora de forma importante a visibilidade regulatória, mas não elimina os desafios financeiros e operacionais do emissor.

EDP, CPFL e Neoenergia também foram beneficiadas de forma relevante. No caso da EDP, as concessões que tinham vencimentos em 2025 e 2028 foram deslocadas para 2055 e 2058. Na CPFL, a maior parte do Ebitda de distribuição analisado estava associada a concessões com vencimento em 2027 e 2028, prorrogadas para 2057 e 2058. Na Neoenergia, as concessões originalmente concentradas em 2027, 2028 e 2030 foram deslocadas para 2057, 2058 e 2060. Em todos os casos, a renovação reduz um fator de risco relevante e reforça a previsibilidade da geração de caixa regulada, embora com impacto ligeiramente menos sensível do que no caso da Light.

Energisa e Equatorial também se beneficiam da renovação, mas com efeito menos concentrado na rodada atual. Na Energisa, a prorrogação reduz a incerteza sobre concessões com vencimento em 2027 e 2031, mas um terço do Ebitda do portfólio

tinha vencimento previsto para além de 2045. Na Equatorial, 54% do Ebitda de distribuição já estava associada a concessões com vencimentos mais longos, o que reduz a sensibilidade ao ciclo de renovação entre 2025 e 2031. Ainda assim, a renovação é positiva para ambos os grupos, apenas com menor potencial de mudança na percepção de risco em relação aos casos com vencimentos mais concentrados no curto prazo.

O principal destaque negativo é a Enel. Diferentemente dos demais grupos, suas concessões analisadas permanecem sem renovação materializada, mantendo vencimentos concentrados em 2026 e 2028. Essa situação preserva uma fonte relevante de incerteza regulatória e tende a sustentar maior prêmio de risco em relação aos pares, especialmente diante do processo de caducidade envolvendo a Enel São Paulo. Por outro lado, como o mercado não incorporou a renovação com o mesmo grau de confiança observado nos demais emissores, uma eventual prorrogação em condições favoráveis poderia gerar fechamento de *spreads* mais acentuado. Até lá, o grupo segue mais exposto à percepção de risco regulatório e à incerteza sobre a continuidade de ativos relevantes.

Em síntese, a renovação reduz um risco significativo para o crédito, mas seu impacto deve ser interpretado com cautela. Para os grupos já renovados, o efeito mais importante é a melhora de visibilidade e a retirada de um evento regulatório que poderia pressionar a percepção de risco no médio prazo. A compressão de *spreads*, quando houver, tende a ser mais seletiva do que generalizada, favorecendo os nomes em que o vencimento das concessões representava uma incerteza mais próxima ou mais relevante para a estrutura de crédito. Para a Enel, por outro lado, a não renovação mantém um vetor de risco aberto e cria maior potencial de reprecificação caso o processo avance positivamente.

Novas regras e incentivos econômicos

Além da prorrogação dos contratos, o novo ciclo regulatório das distribuidoras introduz mudanças relevantes nos incentivos econômicos das concessões. A renovação veio acompanhada de maior pressão por qualidade, eficiência operacional, resiliência das redes e sustentabilidade econômico-financeira¹. Na prática, os novos contratos aumentam a previsibilidade regulatória ao alongar o prazo das concessões, mas também elevam o padrão mínimo de execução exigido das distribuidoras ao longo do novo ciclo concessório.

Um ponto importante para a análise de crédito é que a qualidade passa a ter impacto econômico mais direto. Com a nova metodologia de custos operacionais regulatórios aprovada pela Aneel, os indicadores de continuidade do serviço passam a influenciar também a apropriação econômica de ganhos de eficiência pelas distribuidoras². Assim, a qualidade deixa de ser relevante apenas para fins de fiscalização, renovação ou caducidade, passando a afetar também a rentabilidade regulatória da concessão.

Outro aspecto relevante é que os novos contratos abrem espaço para uma regulação mais tempestiva do investimento. Uma das principais discussões para o setor é o descasamento entre o *capex* realizado e seu reconhecimento regulatório, normalmente concentrado nos ciclos de revisão tarifária. O novo arcabouço cria margem para que a Aneel regule mecanismos de incorporação mais frequente dos investimentos à base de remuneração ou à margem regulatória. Caso avance, esse tema pode ser positivo para crédito, pois tende a reduzir a pressão de caixa em ciclos de investimento elevado e melhorar a previsibilidade da remuneração dos ativos.

Os novos contratos também preveem tratamento diferenciado para Áreas de Severas Restrições Operativas, ou ASROs. Esse ponto é relevante para distribuidoras que operam em regiões com elevada complexidade socioeconômica, violência, informalidade ou restrições de acesso, nas quais parte das perdas e da dificuldade operacional escapa à gestão tradicional da concessionária. Ainda assim, tanto o reconhecimento mais tempestivo do *capex* quanto o tratamento das ASROs dependem de regulamentação específica, razão pela qual devem ser tratados como potenciais avanços regulatórios, e não como benefícios plenamente incorporados às premissas de crédito.

Riscos remanescentes

Apesar da redução do risco associado ao vencimento das concessões, o setor de distribuição segue exposto a desafios relevantes de execução. O novo ciclo regulatório amplia a pressão sobre qualidade do serviço, continuidade do fornecimento, satisfação dos consumidores e resiliência das redes, especialmente diante da maior frequência de eventos climáticos extremos. Distribuidoras com histórico operacional mais frágil, áreas de concessão mais complexas ou maior necessidade de investimentos tendem a enfrentar maior risco de descumprimento de metas, penalidades regulatórias e pressão sobre margens.

O volume de investimentos necessário para modernização, expansão e digitalização das redes também permanece como fator central para a análise de crédito. Embora o *capex* seja essencial para sustentar a qualidade do serviço e ampliar a base regulatória no longo prazo, ciclos de investimento elevados podem pressionar a geração de caixa livre, aumentar a necessidade de *funding* e limitar a desalavancagem, principalmente em companhias com estrutura de capital mais apertada. Eventuais mecanismos de reconhecimento mais tempestivo dos investimentos podem mitigar esse descasamento, mas não eliminam o risco de execução financeira.

Por fim, a renovação das concessões não substitui disciplina financeira e operacional. O perfil de crédito continuará dependendo da capacidade das distribuidoras de equilibrar investimentos, remuneração regulatória, controle de perdas, inadimplência, liquidez e alavancagem. Nesse sentido, embora a renovação melhore a visibilidade de caixa e retire um fator importante de incerteza contratual, a diferenciação entre emissores seguirá determinada pela qualidade da execução ao longo do novo ciclo concessório.

Conclusão

A renovação das concessões melhora o ponto de partida do crédito das distribuidoras ao retirar um risco contratual relevante e ampliar a visibilidade da geração de caixa regulada. O efeito sobre spreads tende a ser seletivo, mais relevante nos casos em que o vencimento original das concessões representava uma incerteza próxima, e mais limitado nos nomes em que a prorrogação já estava amplamente precificada. A partir daqui, a diferenciação entre emissores volta a depender de execução operacional, disciplina de capital, controle de perdas, qualidade do serviço e capacidade de transformar o novo prazo concessório em geração de caixa sustentável.

Confira mais relatórios temáticos [aqui](#).

Comunicado importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. ("Santander") e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão e/ou veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem a opinião e análises pessoais dos analistas do Santander, que foram produzidas de forma independente na data de sua emissão, e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando suas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório. Os analistas do Santander estão sujeitos às regras previstas no Código de Conduta da API MEC, bem como à Política de Conduta para atividade de Research estabelecida para o Grupo Santander.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

O atendimento aos clientes será realizado por colaboradores da Toro CTVM S.A., uma empresa do Grupo Santander.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Eu, **Francisco Lobo, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Resolução CVM 20, subscritor e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander**, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente a minha opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;
- (iv) Sua remuneração não é, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo Santander.

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) que tem como risco final a companhia objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.
- A(s) companhia(s) citada(s) no presente relatório, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum não têm participações relevantes no Santander, nem em suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

As informações apresentadas podem não ser adequadas para todos os perfis de *suitability*. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.