

S&P Global Ratings reafirma ratings 'BB-' da Eletrobras; perspectiva permanece estável

Analista principal:

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

Contato analítico adicional:

Vinicius Ferreira, São Paulo, 55 (11) 3039-9763, vinicius.ferreira@spglobal.com

Líder do comitê de rating:

Candela Macchi, Buenos Aires, 54 (11) 4891-2110, candela.macchi@spglobal.com

Resumo da Ação de Rating

- Os ratings da estatal brasileira Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras (Eletrobras) continuam incorporando nossas expectativas de suporte extraordinário do governo soberano.
- Em 19 de dezembro de 2018, reafirmamos os ratings de emissor e emissão 'BB-' na escala global da Eletrobras e seu rating de crédito corporativo de curto prazo 'brA-1+' na Escala Nacional Brasil. Além disso, mantivemos o perfil de crédito individual (SACP - *stand-alone credit profile*) da empresa em 'b+'.
- A perspectiva estável dos ratings de emissor da Eletrobras continua refletindo aquela atribuída aos ratings soberanos do Brasil, considerando o vínculo estreito da empresa com este último e a ausência de uma estratégia claramente definida da futura administração no escopo de uma privatização, exceto a venda de ativos não estratégicos em curso.

Fundamento da Ação de Rating

Nossos ratings da Eletrobras continuam refletindo seu status como uma entidade vinculada ao governo (GRE - *government-related entity*), a influência de seu acionista controlador, a **República Federativa do Brasil** (BB-/Estável/B e brAAA/Estável/--), os incentivos, a capacidade e as ferramentas deste último para dar suporte à empresa, se necessário. Baseamos essas premissas nos seguintes fatores:

- No papel crítico da Eletrobras como um veículo do governo para desenvolver o setor elétrico brasileiro. A entidade funciona como o agente do governo para vários programas sociais importantes, além de administrar e controlar os ativos de eletricidade em todo o país. A Eletrobras responde por 30% da capacidade de geração de eletricidade do Brasil e opera 48% de suas linhas de transmissão. Ela atua como agente do governo central para suportar e

implementar as estratégias microeconômicas relacionadas ao setor de eletricidade, especialmente em áreas onde as entidades privadas estão menos propensas a investir.

- No vínculo integral da empresa com o governo, refletindo a participação majoritária do soberano na Eletrobras e um histórico de suporte deste à entidade, o que se comprovou nas últimas injeções de capital, nas linhas de crédito que a empresa recebeu dos bancos públicos e nas garantias do governo para uma parcela de sua dívida.

Em meados de 2017, o governo Temer anunciou planos para privatizar a Eletrobras, o que acreditamos ser um processo complexo e demorado, considerando as aprovações legais e regulatórias necessárias, inclusive do Congresso. O novo governo, que tomará posse em janeiro de 2019, vem dando sinais opostos com relação à sua estratégia para a empresa. Se a futura administração reavaliar a relevância e a importância dos principais ativos (*core*) da Eletrobras poderemos reconsiderar nossa atual visão do papel crítico da empresa e/ou do seu vínculo integral com o governo soberano. Isso, por sua vez, impactaria nossa visão da probabilidade de receber suporte extraordinário, o que, em última instância, poderia impactar os ratings de crédito de emissor da empresa dado seu SACP 'b+'.

Nossa avaliação do perfil de risco de negócio da Eletrobras reflete sua posição dominante como a maior geradora e transmissora de energia do país. Em 2016, a empresa decidiu não renovar as concessões de distribuição e, ao mesmo tempo, se comprometeu a continuar operando essas empresas até suas privatizações. Até a data deste comunicado à imprensa, a Eletrobras já havia leiloado cinco de suas seis distribuidoras. A fim de atrair investidores privados, a Eletrobras assumirá mais de R\$ 13 bilhões de dívida quando todos os leilões forem concluídos, mas não consolidará mais essas empresas que operam com prejuízos. A Eletrobras também leiloou uma parte de seu portfólio de participações minoritárias que detém em vários projetos de geração de energia eólica e de transmissão, para as quais deverá receber cerca de R\$ 1,3 bilhão nos próximos trimestres.

Vemos positivamente a estratégia da Eletrobras de focar nos principais ativos de geração e transmissão que controla a fim de melhorar a eficiência em geral do grupo. A Eletrobras também lançou iniciativas para reduzir custos, incluindo um programa de aposentadoria voluntário e um centro de serviços compartilhados. A fim de preservar sua liquidez e otimizar seus investimentos, a Eletrobras também cortou seu plano de investimentos, que passou para R\$ 19,6 bilhões no período de 2018-2022 versus a meta original que era de R\$ 35,7 bilhões para o período 2017-2021. Esses fatores melhoram as perspectivas das métricas de crédito, mas, em nossa visão, uma desalavancagem consistente e significativa dependerá do sucesso do programa de venda de ativos da empresa, em especial, da venda de suas participações em grandes projetos, como nas usinas hidrelétricas de Santo Antônio e Belo Monte. Portanto, atualmente esperamos que as métricas de crédito da Eletrobras permaneçam altamente alavancadas.

Nosso caso-base para a empresa considera os seguintes fatores:

- PIB do Brasil crescendo 2,4% em 2019 e 2,5% em 2020;
- Inflação do Brasil de cerca de 4,1% em 2019 e 4,0% em 2020;
- Nenhum plano para privatizar a Eletrobras ou seus principais ativos;
- Incorporamos as vendas de ativos já concluídas e também que a Eletrobras conclua a privatização de seu negócio de distribuição de eletricidade;
- Aproximadamente R\$ 28 bilhões relacionados à indenização de ativos de transmissão não

depreciados considerando a renovação antecipada dessas concessões. Esse montante será recuperado ao longo de oito anos, o que já se iniciou desde meados de 2017;

- Geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) entre R\$ 2,5 bilhões-R\$ 3,0 bilhões em 2018 e 2019;
- Investimentos (capex) anuais de cerca de R\$ 4 bilhões.

Com base nessas premissas, esperamos que as métricas de crédito permaneçam altamente alavancadas nos próximos dois anos, com o FFO sobre dívida ajustada entre 3,0%-5,0% e a dívida ajustada sobre EBITDA acima de 6,0x. Analisamos a Eletrobras de forma consolidada e realizamos diversos ajustes em sua dívida, incluindo garantias oferecidas a projetos não consolidados (aproximadamente R\$ 30 bilhões) e não consideramos a conta de Reserva Global de Reversão (RGR) como dívida.

A Eletrobras também detém investimentos em ações em empresas listadas ou não em bolsas, alguns deles já incluídos em seu programa de vendas de ativos e que poderiam então ser monetizados para pagamento de dívida.

Perspectiva

A perspectiva estável dos ratings de emissor da empresa espelha aquela do rating soberano e reflete nossa expectativa de que a Eletrobras continuará a desempenhar um papel essencial para o governo no setor de eletricidade do país. Consequentemente, qualquer ação nos ratings da empresa deve refletir aquelas que realizamos nos ratings soberanos nos próximos 12 meses.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings da Eletrobras nos próximos 12 meses se rebaixarmos o rating do Brasil. Um rebaixamento poderá também ocorrer se entendermos que a probabilidade de suporte extraordinário do governo diminuiu, especialmente mediante um cenário de um plano de privatização ampla da empresa ou dos seus ativos *core*. Na ausência de qualquer ação nos ratings soberanos, desde que nossa atual avaliação de suporte do governo extraordinário permaneça inalterada, um enfraquecimento da liquidez da Eletrobras poderia reduzir o seu SACP.

Cenário de elevação

Poderemos elevar os ratings da empresa nos próximos 12 meses se elevarmos o rating soberano do Brasil. Um SACP mais alto nos próximos 12-18 meses poderá resultar da conclusão bem-sucedida do programa de desinvestimento e de um melhor desempenho operacional, resultando em um índice de dívida líquida ajustada sobre EBITDA consistentemente abaixo de 5,0x e FFO sobre dívida líquida acima de 12%.

Liquidez

Embora a empresa tenha constituído uma posição de caixa relativamente robusta, especialmente ao reduzir seu capex nos últimos trimestres, ainda vemos sua liquidez como menos que adequada, principalmente ao considerar o montante expressivo de vencimentos de dívida de curto prazo. Esperamos que as fontes em relação aos usos fiquem abaixo de 1,2x nos próximos 12 meses. Além disso, acreditamos que a Eletrobras dependeria de um suporte extraordinário do governo em face de um evento de baixa probabilidade, mas de alto impacto.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa não restrita consolidada de R\$ 7,5 bilhões em 30 de setembro de 2018;
- FFO-caixa de aproximadamente R\$ 3,5 bilhões nos próximos 12 meses.

Principais usos de liquidez:

- Vencimentos de dívida de R\$ 9,3 bilhões nos próximos 12 meses;
- Investimentos mínimos de R\$ 4 bilhões no mesmo período.

Nos últimos anos, a Eletrobras não tem acessado os mercados de capitais, tendo dependido especialmente de injeções de capital do governo e de financiamentos de bancos públicos. A empresa não está sujeita a cláusulas contratuais financeiras restritivas (*financial covenants*) que possam causar a aceleração de pagamento de dívidas.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

ELETRORAS - CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A.

Ratings de Crédito de Emissor	
Escala global	BB-/Estável/--
Escala Nacional Brasil	--/--/brA-1+
Risco de negócios	
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Satisfatória
Risco financeiro	
Fluxo de caixa/Alavancagem	Altamente alavancado
Âncora	b+
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra (sem impacto)
Estrutura de capital	Positiva (+1)
Liquidez	Menos que adequada (-1)
Política financeira	Neutra (sem impacto)
Administração e governança	Regular (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis	Neutra (sem impacto)
SACP	B+
Probabilidade de suporte do governo	Quase certa

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.standardandpoors.com.br para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site www.capitaliq.com. Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em www.standardandpoors.com. Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Refletindo o risco de subordinação em ratings de emissão de entidades corporativas](#), 28 de março de 2018
- [Ratings de Entidades Vinculadas a Governos \(GREs, na sigla em inglês para Government-Related Entities\): Metodologia e Premissas](#), 25 de março de 2015
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Principais Fatores de Crédito para a Indústria de Energia e Gás Não Regulada](#), 28 de março de 2014
- [Principais fatores de crédito para a indústria de concessionárias de serviços de utilidade pública reguladas](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Perfis de crédito individual \(Stand-Alone Credit Profiles ou SACP\): componente de um rating](#), 1º de outubro de 2010
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

EMISSOR	DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL	DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING
ELETROBRAS - CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A.		
<i>Ratings de Crédito de Emissor</i>		
Escala global		
Moeda estrangeira longo prazo	27 de junho de 1997	12 de janeiro de 2018
Moeda local curto prazo	07 de maio de 1998	12 de janeiro de 2018
Escala Nacional Brasil	17 de julho de 2015	12 de janeiro de 2018

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

Outros serviços fornecidos ao emissor

Não há outros serviços prestados a este emissor.

Atributos e limitações do rating de crédito

A S&P Global Ratings utiliza informações em suas análises de crédito provenientes de fontes consideradas confiáveis, incluindo aquelas fornecidas pelo emissor. A S&P Global Ratings não realiza auditorias ou quaisquer processos de *due diligence* ou de verificação independente da informação recebida do emissor ou de terceiros em conexão com seus processos de rating de crédito ou de monitoramento dos ratings atribuídos. A S&P Global Ratings não verifica a completude e a precisão das informações que recebe. A informação que nos é fornecida pode, de fato, conter imprecisões ou omissões que possam ser relevantes para a análise de crédito de rating.

Em conexão com a análise deste (s) rating (s) de crédito, a S&P Global Ratings acredita que há informação suficiente e de qualidade satisfatória de maneira a permitir-lhe ter uma opinião de rating de crédito. A atribuição de um rating de crédito para um emissor ou emissão pela S&P Global Ratings não deve ser vista como uma garantia da precisão, completude ou tempestividade da (i) informação na qual a S&P Global Ratings se baseou em conexão com o rating de crédito ou (ii) dos resultados que possam ser obtidos por meio da utilização do rating de crédito ou de informações relacionadas.

Fontes de informação

Para atribuição e monitoramento de seus ratings a S&P Global Ratings utiliza, de acordo com o tipo de emissor/emissão, informações recebidas dos emissores e/ou de seus agentes e conselheiros, inclusive, balanços financeiros auditados do Ano Fiscal, informações financeiras trimestrais, informações corporativas, prospectos e outros materiais oferecidos, informações históricas e projetadas recebidas durante as reuniões com a administração dos emissores, bem como os relatórios de análises dos aspectos econômico-financeiros (MD&A) e similares da entidade avaliada e/ou de sua matriz. Além disso, utilizamos informações de domínio público, incluindo informações publicadas pelos reguladores de valores mobiliários, do setor bancário, de seguros e ou outros reguladores, bolsas de valores, e outras fontes públicas, bem como de serviços de informações de mercado nacionais e internacionais.

Aviso de ratings ao emissor

O aviso da S&P Global Ratings para os emissores em relação ao rating atribuído é abordado na política [“Notificações ao Emissor \(incluindo Apelações\)”](#).

Frequência de revisão de atribuição de ratings

O monitoramento da S&P Global Ratings de seus ratings de crédito é abordado em:

- [Descrição Geral do Processo de Ratings de Crédito \(seção de Revisão de Ratings de Crédito\)](#)
- [Política de Monitoramento](#)

Conflitos de interesse potenciais da S&P Global Ratings

A S&P Global Ratings publica a lista de conflitos de interesse reais ou potenciais em [“Conflitos de Interesse — Instrução Nº 521/2012, Artigo 16 XII”](#) seção em www.standardandpoors.com.br.

Faixa limite de 5%

A S&P Global Ratings Brasil publica em seu Formulário de Referência apresentado em http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/disclosures o nome das entidades responsáveis por mais de 5% de suas receitas anuais.

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, completude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZABILIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus sites na www.standardandpoors.com (gratuito), e www.ratingsdirect.com e www.globalcreditportal.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.standardandpoors.com/usratingsfees.

Austrália

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).