monitoramento de rating de operação estruturada*

Termobahia S.A.

1ª Emissão de Debêntures

nota global: **BBB-^{SR} (o.e.)**

equivalência "br": **brAA- (o.e.)**

data da ação de rating

16 de janeiro de 2017

vigência do rating

julho de 2017

O Comitê de Classificação da SR Rating atribui as notas para as acima descritas, denotando garantias adequadas e risco módico. No âmbito local e no prazo analisado, a qualidade de crédito é muito boa e a vulnerabilidade é baixa a riscos por fatores internos ou do macroambiente.

As notas ora atribuídas à Termobahia S.A. fundamentam-se, em suma, no contrato de locação realizado com a Petrobras, no qual esta empresa assumiu as operações da companhia, mediante pagamento mensal que garante o fluxo da operação, o que transfere o risco Termobahia para o risco Petrobras, que passou a enfrentar um período de deterioração financeira com o enfraquecimento da demanda interna, redução do preço das *commodities* e aumento do custo da dívida. Adicionalmente verifica-se a manutenção do casamento de volume e de prazo entre os passivos totais e a previsão de recebimentos do arrendamento. Por fim, destaca-se a exposição da dívida da Termobahia à moeda estrangeira e os riscos ambientais inerentes à atividade, embora mitigados pela boa gestão operacional desde o início de suas operações.

A emissão de Debêntures

A Termobanhia emitiu debêntures, não conversíveis em ações, em janeiro de 2004, no montante de R$ 55 milhões, cujas amortizações ocorrem em 237 parcelas mensais, tendo início em 15 de fevereiro de 2004. A remuneração se dá por IGPM + 8% a.a.

Segundo relatório do Agente Fiduciário, todas as obrigações da empresa junto aos debenturistas encontram-se em dia até a realização deste relatório de monitoramento.

* Uma classificação SR Rating constitui opinião independente sobre a segurança da obrigação em análise, não representando, em qualquer hipótese, sugestão ou recomendação de compra ou venda. Todos os tipos de obrigação, mesmo quando classificados na categoria de investimento de baixo risco, envolvem um certo nível de exposição ao *default*. Decisões de compra e venda dependerão sempre do cotejo entre risco e retorno esperados pelo próprio investidor. A presente classificação buscou avaliar exclusivamente o risco de *default* da obrigação, segundo confiáveis fontes de informação disponíveis. A SR Rating não assume qualquer responsabilidade civil ou penal por eventuais erros de avaliação atuais ou mudanças supervenientes, ou ainda, por frustração do retorno financeiro esperado.

SR Rating Prestação de Serviços Ltda.

contato: Robson Makoto Sato

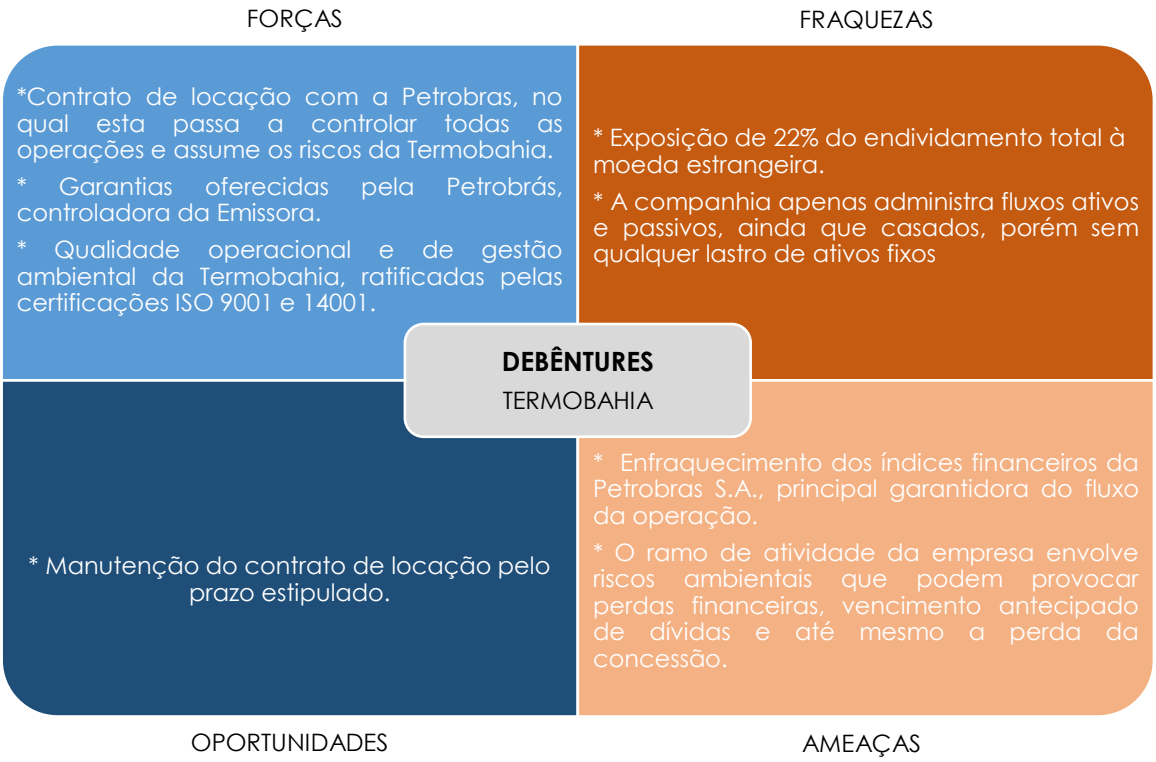
robson@srrating.com.br

Rua James Joule, 92 – Cidade Monções – 04576-080 – São Paulo – SP – Brasil

telefone: +55 11 3053.0002

www.srrating.com.br

SWOT de riscos | no presente rating da operação estruturada são considerados, em suma, os seguintes fatores relevantes:



Informações relevantes para o monitoramento | este **monitoramento anual** considerou as seguintes informações atualizadas (data base em 31 de dezembro de 2016):

SALDO DEVEDOR DA EMISSÃO: R$ 69.82 milhões

PRAZO REMANESCENTE: 80 meses

OUTROS EVENTOS RELEVANTES: não houve

A Termobahia | A Termobahia é uma produtora independente de energia, situada em São Francisco do Conde, Bahia, construída com o único propósito de fornecer energia à Refinaria Landulpho Alves, de propriedade da Petrobras. O empreendimento consiste em uma usina termelétrica a gás de co-geração de ciclo combinado, com capacidade de produção de 396 ton/h de vapor e geração de 185,8 MW de energia elétrica. No mês de fevereiro de 2007, a denominação da usina foi alterada de Usina Termoelétrica da Termobahia para UTE Celso Furtado.

Até o ano de 2013, a totalidade da energia e do vapor produzido pela usina era comercializada com a Petrobras mediante Contrato de Conversão de Energia firmado em 2000. Em abril de 2013, a Petrobrás encerrou o Contrato de Conversão de Energia, sendo firmado em seu lugar um contrato de locação da UTE Celso Furtado pelo prazo de 125 meses, sendo que toda a receita obtida pela Termobahia é provinda de tal contrato, que apesar da mudança, não descaracteriza o conceito de arrendamento mercantil que já se observava anteriormente e não alterou de maneira relevante as garantias já estabelecidas.

No tocante à gestão e suporte financeiro, verifica-se a manutenção do total controle exercido pela Petrobras, quer seja na participação societária quer seja na administração. Em abril de 2008, foi adquirida a participação do sócio estrangeiro, Blade Securities Limited, de forma a assumir diretamente todas as obrigações e direitos. Ainda, no campo da governança corporativa, destaca-se que todos os membros do conselho de

administração são indicados pela Petrobras, assim como todos os diretores são funcionários dos quadros da Petrobras e não são remunerados pela Termobahia uma vez que já o são pela controladora.

Risco operacional | A despeito da inatividade da UTE Celso Furtado nos últimos anos, iniciada em 2007, verifica-se que todos os procedimentos de manutenção, saúde, segurança e meio ambiente são mantidos e regularmente checados para garantir uma operação segura a qualquer momento.

A qualidade do ar na área de influência da UTE é acompanhada através de quatro estações de monitoramento da Rede Automática de Monitoramento da Qualidade do Ar – Petrobras, localizadas nos municípios de Madre de Deus, Candeias e São Francisco do Conde, sendo estas as mesmas utilizadas no monitoramento da qualidade do ar da Refinaria Landulpho Alves. A UTE realizou estudos de simulação da qualidade do ar através de modelos matemáticos que demonstraram que tais estações de monitoração da qualidade do ar são perfeitamente adequadas para monitorarem a influência da UTE na qualidade do ar da região.

Risco Financeiro | A Termobahia permanece sem geração de caixa operacional, dada a sua inatividade comercial, estando suportada financeiramente pelo cumprimento do contrato de locação firmado com a Petrobras. Ademais, em 2008, a companhia foi capitalizada pela Petrobras, em cerca de R$ 300 milhões, anteriormente utilizados para pré-pagamento do empréstimo junto ao Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID).

O contrato de locação tem vigência de 10 anos e cinco meses, iniciados em abril de 2013, onde a Petrobras controlará todas as operações da UTE Celso Furtado, em contrapartida ao pagamento mensal de R$ 8.440.000,00, mesmo que a totalidade da energia produzida não seja comercializada. Desta forma, o valor repassado se mantém suficiente para cobrir todas as despesas operacionais e de financiamentos da termoelétrica.

A dívida, exceto pelas debêntures que são subscritas pela Petros, tem como credor a Petrobras, incluindo aquelas indexadas à moeda estrangeira (22% do endividamento total), o que implica em risco cambial para a Termobahia. Ressalta-se, porém, que esse passivo financeiro é alocado fortemente no longo prazo.

posição em 2016			
CREDOR	**VALOR (R$ mil)**	**INDEXADOR**	**JUROS (a.a.)**
Petrobras A	150.666,00	IGP-M	6,99%
Petrobras B	63.458,12	US$	7,95%
Debêntures	73.057,656	IGP-M	8,00%

A Petrobras S.A. | A Petróleo Brasil S.A. – Petrobras é uma estatal brasileira, de economia mista e capital aberto, possuindo ações negociadas na Bovespa, no Novo Mercado, e nos Estados Unidos através de ADR's. Seu capital social é de R$ 205 bilhões, sendo 28,7% pertencentes à União, sendo também o acionista controlador com 50,3% do capital votante. O capital social ainda é dividido entre BNDES e investidores nacionais e estrangeiros.

A Petrobras Distribuidora S.A. – BR, subsidiária integral da Petrobras, é a maior distribuidora de derivados de petróleo do Brasil, prestando serviço a cerca de 7 mil postos espalhados pelo país. A empresa possui também, em sua carteira de clientes, grandes indústrias, termelétricas, companhias de aviação e frota de veículos leves e pesados.

A companhia adota procedimentos de gestão compatíveis com as normas dos mercados em que atua, tendo sido tais procedimentos readequados em função da operação Lava Jato, com vistas a garantir ainda mais o alinhamento com padrões internacionais de transparência e reabilitar a credibilidade perante o mercado. Em sua estrutura administrativa é possível observar, além do Conselho Fiscal e do Conselho de Administração, a Diretoria Executiva da companhia, que é formada pelo Presidente e mais sete áreas.

Conselho de Administração	
Presidente	Luiz Nelson Guedes de Carvalho
Conselheiro	Jerônimo Antunes
Conselheiro	Francisco Petros
Conselheiro	Segen Farid Estefen
Conselheiro	Durval José Soledade Santos
Conselheiro	Betânia Rodrigues
Conselheiro	Pedro Parente
Conselheiro	Guilherme Affonso Ferreira
Conselheiro	Walter Mendes de Oliveira Filho

Diretoria Executiva	
Presidente	Pedro Parente
Dir. Financeiro e Relação Com Investidor	Ivan de Souza Monteiro
Dir. de Governança, Risco e Conformidade	João Alberto Elek Júnior
Dir. de Exploração e Produção	Solange da Silva Guedes
Dir. de Abastecimento	Jorge Celestino Ramos
Dir. de Engenharia, Tecnologia e Materiais	Roberto Moro
Dir. Corporativo e de Serviços	Hugo Repsold Júnior

Com relação ao mercado, a Petrobras domina a importação e distribuição de combustíveis no Brasil. Entre o final de 2014 e o começo de 2015, algumas empresas começaram a atuar como concorrentes da estatal neste segmento pelas condições favoráveis trazidas pela redução do preço internacional do petróleo. No entanto, pelo fato de a Petrobras já dominar toda a logística nacional de distribuição e pelo risco que os importadores incorreriam ao terem que lidar com preços controlados pelo governo, é muito improvável, enquanto o regime regulatório não for alterado, que esses concorrentes momentâneos ameacem a hegemonia da companhia no mercado nacional de combustíveis.

Na exploração e produção de petróleo no país, a Petrobras não possui um domínio tão amplo quanto no caso dos combustíveis, mas ainda assim é responsável pela maior parte do mercado.

Já no mercado internacional, a Petrobras sofre a concorrência de diversas empresas do mundo todo, mas ainda assim se destaca como uma das maiores petroleiras. No ano de 2015, segundo dados divulgados pela Forbes, a companhia era a 9ª maior empresa do ramo de petróleo no mundo inteiro.

Perfil Operacional | A Petrobras é uma empresa presente em toda a cadeia de operações da indústria de petróleo e energia, desde a exploração e produção de óleo e gás natural, refino, processamento de gás, distribuição de derivados, comercialização e transporte por dutos, produção de produtos petroquímicos e com menos representatividade, geração, distribuição e transmissão de energia elétrica e desenvolvimento de fontes alternativas de energia como o biodiesel.

Para cada uma das áreas de atuação, a Petrobras possui subsidiárias, empresas independentes com diretorias próprias interligadas à sede, das quais as principais são: Petrobras Distribuidora S.A. – BR; Petrobras Energia Participações S.A.; Petrobras Química S.A. – PETROQUISA; Petrobras Gás S.A. – GASPETRO; Petrobras Transporte S.A. – TRANSPETRO; Downstream Participações S.A.; Petrobras International Finance Company (PIFCo).

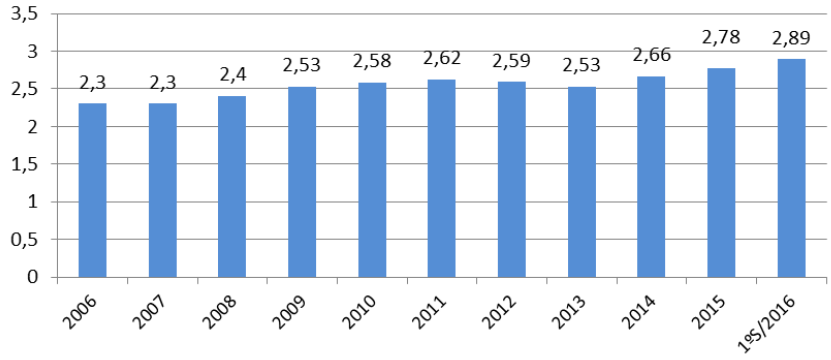
No que diz respeito ao volume de produção de óleo, LGN e gás natural, este vinha apresentando crescimento ao longo dos últimos anos, até 2011, quando a produção média chegou a 2,62 milhões de barris de óleo equivalente/ dia. Entretanto, em 2012 e 2013 a produção apresentou queda, chegando a 2,32 mbpd no último ano, por conta principalmente de ajustes operacionais. A partir de 2014 a Petrobras retomou o crescimento na produção, principalmente pela melhoria no desempenho operacional na construção e interligação de poços, pela entrada em operação de novos sistemas de produção e pela perfuração mais poços exploratórios.

Em 2016 a Petrobras manteve o crescimento no primeiro semestre, principalmente por conta do crescimento na produção no Campo de Lula.

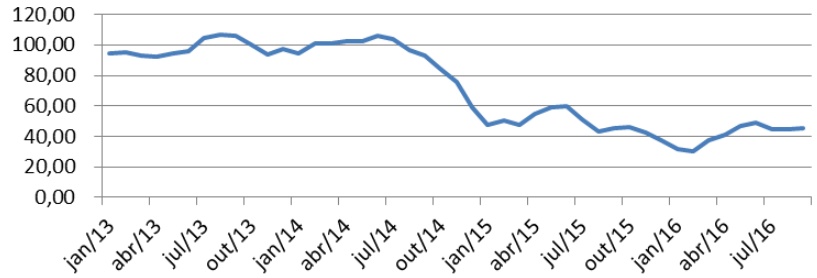
Quanto ao preço do petróleo, verifica-se que após a explosão dos preços em 2011 (média de US$ 113/barril), iniciou-se um processo de queda principalmente em 2015, que fechou com média de US$ 48,69/barril. O ano de 2016 vem mantendo números bem próximos aos de 2015 com média até setembro de US$ 41,15/barril.

Com relação aos investimentos, estes vem caindo desde 2014, com vistas a equilibrar os indicadores financeiros da empresa. No ano de 2014, a Petrobras investiu um total de R$ 87 bilhões em suas sete áreas, valor este 17% abaixo do registrado no ano anterior. Em 2015 este número foi ainda menor, ficando estabelecido em R$ 73 bilhões. As áreas onde houve uma maior redução do investimento foram as de Gás e Energia (-57%) e Abastecimento (-55%). A tendência é que o montante investido pela Petrobras continue a cair como parte do Plano de Desinvestimento adotado pela empresa após os prejuízos decorrentes da Operação Lava Jato. A previsão é de que em 2015 e 2016 o desinvestimento total seja de U$ 15,7 bilhões, dividido entre as áreas de Exploração e Produção no Brasil e no exterior (30%), Abastecimento (30%) e Gás e Energia (40%). Esse plano visa reduzir a alavancagem, preservar o caixa e concentrar nos investimentos prioritários, notadamente produção de óleo e gás no Brasil em áreas de elevada produtividade e retorno. Do valor estimado, já foram desinvestidos aproximadamente US$ 0,7 bilhão.

Produção Média de óleo, LGN e gás natural – Milhões barris óleo equivalentes/dia



Variação do Preço do Petróleo – WTI – US$

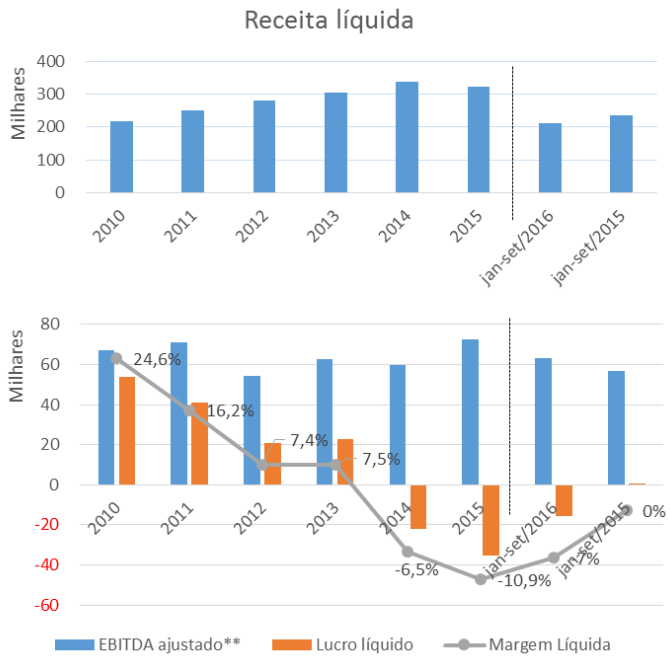


No que se refere aos resultados por área de negócio, a área de Exploração e Produção apresentou em 2015 um prejuízo líquido de R$ 12,9 bilhões, muito abaixo do lucro líquido de R$ 32 bilhões em 2014. Isso pode ser explicado pela redução no preço de venda de petróleo e pelo *impairment* nos campos de produção.

A área de abastecimento, que em 2014 apresentou um resultado líquido negativo em aproximadamente R$ 39 bilhões por conta principalmente do *impairment*, recuperou-se em 2015 com um lucro líquido de R$ 18 bilhões, essencialmente pelo menor custo na aquisição de petróleo e reajustes no preço realizados no ano. Gás e Energia foi outra área que passou de um prejuízo em 2014 (R$ 785 milhões) para um resultado positivo em 2015 (R$ 423 milhões), também pelo menor custo de aquisição de gás e reajuste nos preços de venda.

As áreas de distribuição e biocombustível, por sua vez, apresentaram resultados negativos (R$ 798 milhões e R$ 966 milhões, respectivamente), influenciada a primeira na queda de vendas enquanto a segunda sofreu com a queda nos investimentos.

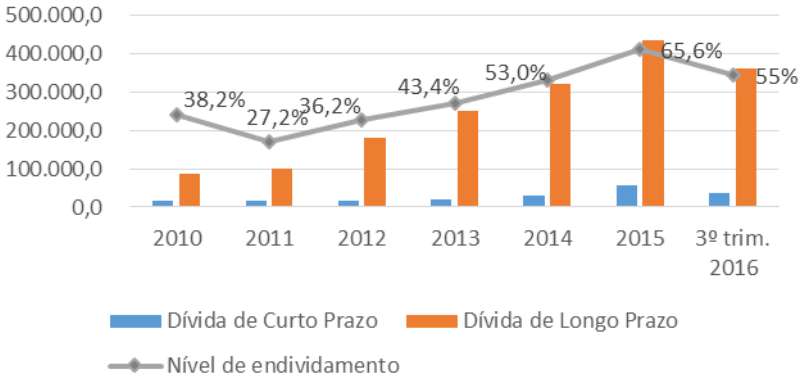
Perfil Financeiro | A receita liquida da Petrobras sofreu leve queda em 2015, tendo fechado o ano em R$ 321 bilhões, contra R$ 337 bilhões em 2014. Tal resultado pode ser explicado pela redução das vendas no mercado interno, influenciadas pelo desaquecimento da atividade econômica, além dos menores preços praticados nas vendas ao mercado externo. No início de 2016, a receita também apresentou ligeira queda quando comparada a igual período de 2015, fechando em R$ 141 bilhões contra R$ 154 bilhões, efeito da redução da demanda interna de derivados do petróleo. Ressalta-se que, em outubro de 2016 a Petrobrás anunciou uma mudança na política de preços dos combustíveis. A partir de agora, tais preços poderão sofrer alterações mensais levando-se em conta os valores e condições do mercado internacional. A primeira medida com a nova metodologia de cálculo dos preços foi a redução no preço da gasolina e do diesel, o que pode impactar na redução das receitas da empresa nos períodos seguintes.



Em 2015, o EBITDA ajustado da companhia foi de R$ 72,6 bilhões, apresentando um aumento de 21% com relação a 2014, quando este atingiu R$ 59 bilhões. Parte do resultado positivo pode ser explicado pelo fato de ajustes referentes a gastos capitalizados indevidamente terem sido feitos em 2014 (aproximadamente R$ 6 bilhões). Influenciada pelo maior recuo dos custos em relação à redução na receita das vendas, a Petrobras obteve um Lucro Bruto de R$ 98,5 bilhões, valor superior aos números de 2014 em 23%. O ano de 2016 mostra uma redução no Lucro Líquido e no EBITDA quando comparados a 2015, reflexo da redução na receita de vendas e aumento das despesas financeiras no período.

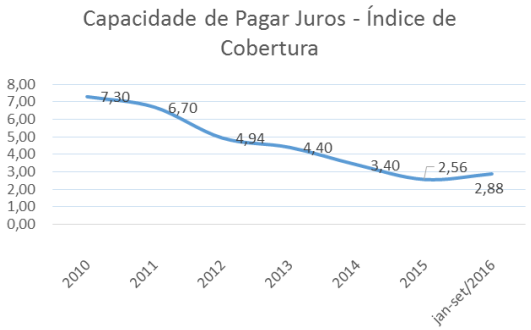
O aumento exponencial das despesas financeiras (maior endividamento, juros mais altos e variação cambial passiva) fizeram com que a Petrobrás apurasse um prejuízo de R$ 35 bilhões em 2015, face R$ 21,9 bilhões em 2014.

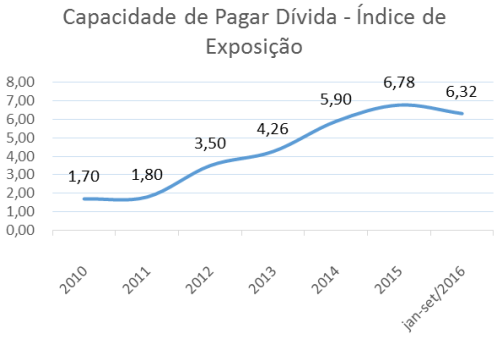
O endividamento total em 2015 chegou à marca de R$ R$ 492 bilhões, aumento de 40% quando comparado ao ano de 2014, sendo 11% dessa dívida composta no curto prazo. Parte desses números se deve à depreciação cambial no ano, dado que aproximadamente 74% da dívida da Petrobras está atrelada ao Dólar. Já em 2016 o nível de endividamento apresentou ligeira melhora em decorrência da apreciação cambial no período.



No que tange ao índice de exposição, o mesmo segue com a tendência de aumento, com pioras significativas desde 2012, explicado pela redução da geração de caixa operacional contra a elevação da dívida da companhia. Também não se deixa de levar em conta que no ano de 2014 o índice foi afetado pelos efeitos da Operação Lava Jato, que ampliou a dívida da companhia ao mesmo tempo em que seu EBITDA caiu. Com a redução na dívida em 2016 devida à apreciação cambial, o índice apresentou pequena melhora nos nove primeiros meses.

O índice de cobertura em 2015 também apresentou piora, explicada principalmente pela diminuição da capacidade de geração de caixa da companhia e o aumento do desembolso financeiro. Tais índices apresentaram ligeira melhora em 2016 (considerando últimos 09 meses) principalmente em função da queda na despesa financeira, influenciada pela variação cambial favorável e redução do endividamento.





Matriz de riscos | a matriz de risco abaixo, pontua a exposição e intensidade do presente rating aos riscos em evidência.

RISCO MACROECONÔMICO	**EXPOSIÇÃO MÉDIA** * A Petrobrás, principal garantidora do fluxo da operação, fica sobremaneira exposta às variações macroeconômicas.	**INTENSIDADE MÉDIA** * A redução da demanda interna e a queda no preço das commodities já afetam os índices financeiros da Petrobras S.A.
RISCO INSTITUCIONAL	**EXPOSIÇÃO MÉDIA** * Risco ambiental. * Risco regulatório.	**INTENSIDADE BAIXA** * Atendimento de todas as exigências regulatórias em dia. * Boa gestão operacional
RISCO DE MERCADO	**EXPOSIÇÃO BAIXA** * Contrato de locação garante o fluxo de recebíveis por mais de 10 anos.	**INTENSIDADE BAIXA** * Alterações do mercado que não afetam a companhia, desde que seja mantido o contrato de locação.
RISCO FINANCEIRO	**EXPOSIÇÃO BAIXA** * Índices financeiros satisfatórios e fluxo de recebíveis projetados que cobrem seguramente o endividamento ao longo dos anos.	**INTENSIDADE MÉDIA** * Considerável exposição do endividamento à variação cambial (22%).

Perspectivas das notas | as notas atribuídas possuem perspectiva estável, não obstante a possibilidade de alteração em decorrência dos seguintes fatores: (i) rescisão contratual do contrato de locação; (ii) alterações significativas nos índices financeiros da garantidora do fluxo da operação, a Petrobras S.A.; e (iii) alterações significativas na estrutura operacional, que deve estar apta a ocorrer normalmente caso necessário.

informações sobre o processo de análise

- As notas foram atribuídas pelo Comitê de Classificação de Risco da SR Rating.
- Esta avaliação foi realizada em consonância com a metodologia de classificação de risco de debênture, cuja versão mais recente é datada de 30 de julho de 2015, devidamente validada pelo Comitê de Classificação da SR Rating.
- A SR Rating não atesta e nem audita qualquer informação utilizada neste trabalho, a despeito do cuidado e criticidade empenhados sobre as mesmas, no intuito de prover a maior qualificação possível nas análises. Nossas fontes de informações foram: (i) relatório de acompanhamento da emissão de debênture emitido pelo agente de fiscalização; (ii) informações corporativas, operacionais e financeiras prestadas pela Termobahia S.A. e; (iii) dados setoriais de domínio público.
- Conforme Resolução CVM nº 521 / 2012, e conforme previsto nas regras e procedimentos da SR Rating, informamos que não houve qualquer indício de conflitos de interesse, presentes ou potenciais, neste processo de atribuição de classificação de risco.
- Na qualidade de contratante, a Termobahia S.A., isolada ou em conjunto com qualquer outra entidade vinculada a ela, não possui qualquer outro relacionamento de prestação de serviços com a SR Rating.

histórico da classificação de risco

- Em 20 de abril de 2004, foi disponibilizado versão preliminar ao contratante.
- Em 07 de outubro de 2005, foi emitido o relatório definitivo desta emissão de debêntures.
- Anualmente, foram apresentados relatórios de monitoramento, sem qualquer evento de contestação ou alteração significativa, exceto em 2016 quanto não houve monitoramento por decisão da Termobahia S.A.
- Em 17 de janeiro de 2017, foi disponibilizado relatório de monitoramento em vigor, não havendo qualquer alteração substancial desde então.

Recomendamos que os leitores acessem nosso website (www.srrating.com.br) para maiores informações sobre as notas classificatórias, seus alcances e limitações, bem como sobre as metodologias e procedimentos.

Copyright©2015 SR Rating Prestação de Serviços Ltda.