

# Análise Detalhada

---

## Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras S.A.

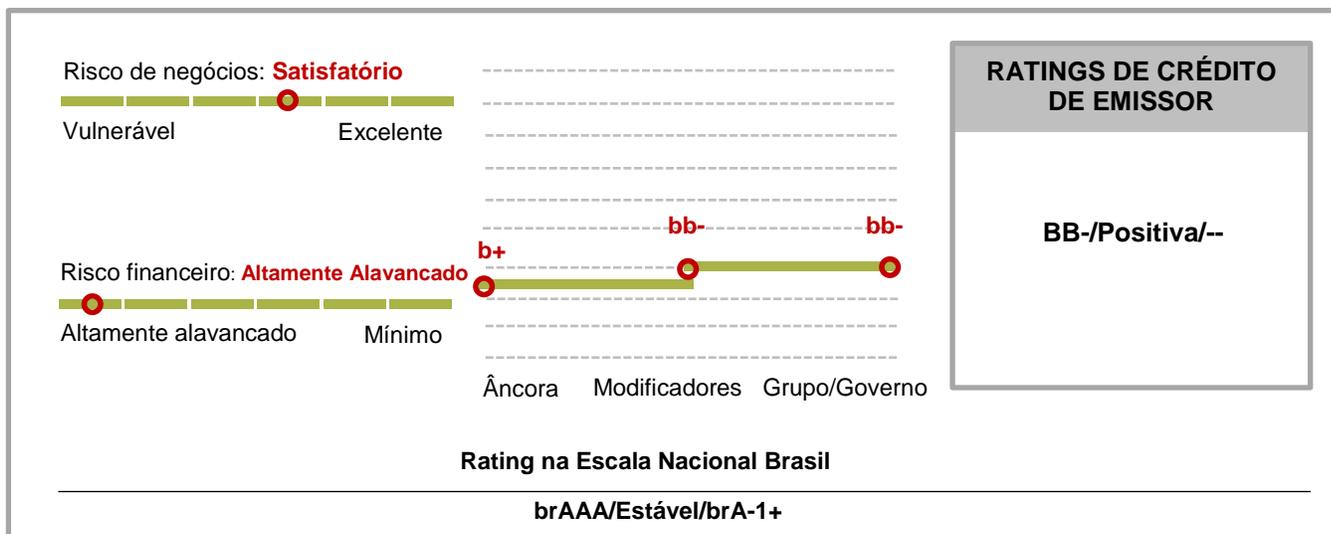
**Data de publicação:** 22 de janeiro de 2020

**Analista principal:**

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

**Contato analítico adicional:**

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



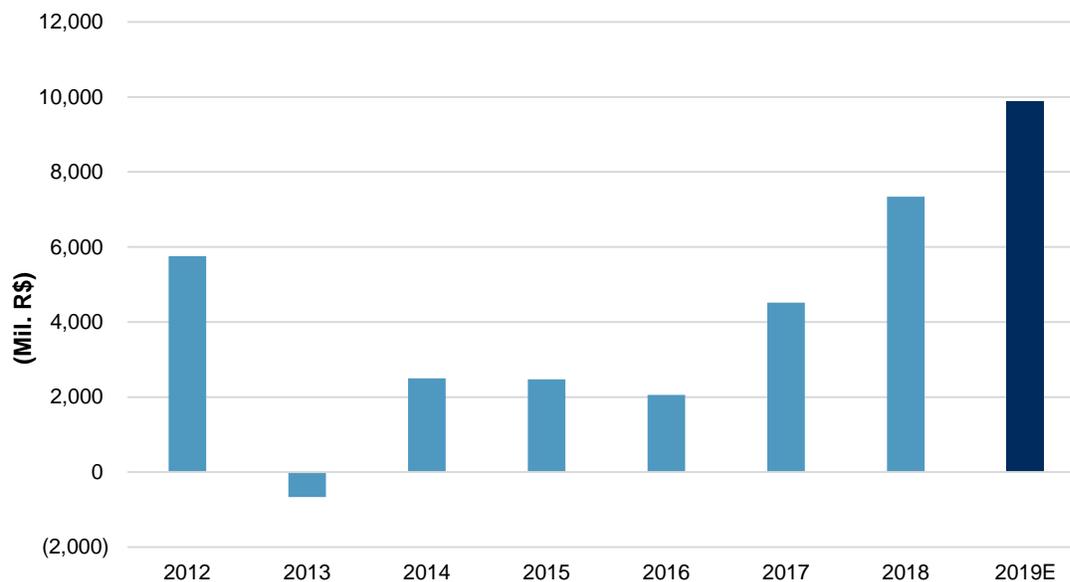
## Destaques da Análise de Crédito

Resumo	
Principais Pontos Fortes	Principais Riscos
A Eletrobras beneficia-se do forte relacionamento com seu acionista controlador, o Brasil (BB-/Positiva/B) e dos incentivos, da capacidade e das ferramentas que este pode oferecer como suporte à empresa.	Vemos a Eletrobras como sendo um instrumento de implementação das políticas do governo brasileiro no mercado de eletricidade do país. Como resultado, a rentabilidade da empresa tem sido historicamente mais fraca que a de seus pares.
A maior empresa de serviços de utilidade pública do setor elétrico brasileiro, responsável por cerca de 30% da capacidade de geração total e por 47% das linhas de transmissão do país.	O Brasil poderá privatizar a empresa, o que, por um lado, poderia melhorar sua independência e governança corporativa. Por outro lado, poderíamos revisar a probabilidade de a Eletrobras receber suporte extraordinário do governo em caso de estresse.
Fluxos de caixa estáveis, dado o modelo de receitas baseado em disponibilidade e que cerca de 35% de sua capacidade de geração opera sob um regime de operações e manutenção (O&M - <i>Operations and Maintenance</i> ).	Métricas de crédito altamente alavancadas em razão das garantias fornecidas aos projetos. A desalavancagem depende da execução de sua estratégia de venda de ativos <i>non-core</i> .
A regulação brasileira provê uma estrutura adequada.	

**Emissão de dívida e injeções de capital têm fortalecido a liquidez.** Em 7 de janeiro de 2020, alteramos para cima o perfil de crédito individual (SACP - *stand-alone credit profile*) da **Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras S.A.** (Eletrobras), de 'b+' para 'bb-', como resultado do fortalecimento de sua liquidez. Isso ocorreu após a empresa ter sido bem-sucedida na emissão de debêntures, no valor de R\$ 7,5 bilhões, em 2019 e ter completado um aumento de capital de R\$ 7,75 bilhões em 30 de dezembro de 2019. Este último contribuiu com R\$ 3,7 bilhões para seu caixa líquido, dado que o governo capitalizou os R\$ 4,0 bilhões que havia injetado na empresa em anos anteriores. Agora esperamos que as fontes de liquidez da Eletrobras sobre seus usos sejam superiores a 1,5x nos 12 meses contados a partir de setembro de 2019. Acreditamos também que a Eletrobras apresenta amplo acesso aos mercados de dívida e de capitais, bem como práticas de risco prudentes. Sua administração atual vem

implementando desde 2017 uma série de medidas buscando ganhos de eficiência, incluindo desinvestimentos e otimização de custos.

**Gráfico 1**  
**EBITDA ajustado da S&P Global Ratings**



E-Estimado

Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

**A empresa continuará vendendo ativos para melhorar suas métricas de alavancagem.** Nossa análise do SACP continua incorporando um ajuste positivo como reflexo de nossas expectativas de que a Eletrobras continuará desinvestindo seus ativos *non-core*. Isso envolve tanto a venda de investimentos em companhias privadas e listadas em bolsa, como a venda de sua participação em projetos de geração e transmissão que esta não controla, mas para os quais provê garantias financeiras, o que adiciona cerca de R\$ 30 bilhões ao seu passivo consolidado. Vemos positivamente a venda de seus ativos *non-core* nos últimos dois anos, incluindo seis distribuidoras de energia, e acreditamos que a Eletrobras poderia continuar usando os recursos obtidos com a venda de novos ativos para reduzir suas dívidas.

**O prazo para privatização ainda é incerto.** O governo brasileiro anunciou, em meados de 2017, seus planos para privatizar a Eletrobras. Entretanto, o governo Bolsonaro que assumiu o poder em janeiro de 2019 ainda não deu sinais claros de quando será o momento para tal evento. A privatização da empresa exigiria a aprovação do Congresso e pode não ser uma das prioridades do governo neste momento. Se o governo reavaliar a importância dos ativos essenciais (*core*) da Eletrobras, poderemos reavaliar também nossa visão atual sobre o papel crítico da empresa e/ou seu vínculo integral com o governo federal. Isso, por sua vez, nos levaria a alterar nossa opinião sobre a probabilidade de a Eletrobras receber suporte extraordinário do governo, o que também poderia ser neutro em termos creditícios, dado que o SACP da empresa está atualmente no mesmo nível do rating de crédito soberano do Brasil.

**Tabela 1 - Sensibilidade dos ratings a mudanças na probabilidade de suporte**

<b>Eletrobras</b>	Moeda estrangeira: BB-/Positiva/-- Moeda local: BB-/Positiva/--
Participação direta e indireta do governo (ações com direito a voto, incluindo do BNDES)	80%
Probabilidade de suporte	Quase certa
Rating soberano	Moeda estrangeira: BB-/Positiva/B; Moeda local: BB-/Positiva/B
SACP atual	bb-
Efeito atual da influência do soberano	Nenhuma elevação de rating
Se o rating soberano for elevado em um degrau, presumindo-se a mesma probabilidade de suporte	+1 degrau
Nível de SACP exigido para uma elevação, presumindo-se o mesmo rating soberano	N.A. - rating equalizado ao soberano
Nível de SACP exigido para um rebaixamento, presumindo-se o mesmo rating soberano	N.A. - rating equalizado ao soberano
Se a probabilidade de suporte se reduzir para muito alta	Nenhum impacto
Se o rating soberano for elevado em um degrau, enquanto a probabilidade de suporte se reduz para muito alta.	Nenhuma elevação de rating, ratings são equalizados ao SACP

**Perspectiva: Positiva**

A perspectiva positiva do rating de crédito da Eletrobras na escala global espelha aquela atribuída ao rating do governo soberano brasileiro e reflete nossa expectativa de que a empresa continuará desempenhando um papel essencial no setor elétrico brasileiro.

Embora o governo tenha contemplado privatizar a empresa, acreditamos que uma mudança de controle seja improvável no curto prazo, pois isso exigiria a aprovação do Congresso, enquanto o avanço de legislação tende a ser moroso e dependente de amplo suporte político. Consequentemente, qualquer ação nos ratings da Eletrobras deverá refletir as ações que realizarmos no rating soberano do Brasil nos próximos 12 meses. A perspectiva estável do rating na Escala Nacional Brasil reflete aquela do rating soberano nessa mesma escala.

**Cenário de elevação**

Poderemos elevar nossos ratings da Eletrobras nos próximos 12 meses se elevarmos o rating soberano do Brasil. Um SACP mais elevado nos próximos 12 a 18 meses poderia resultar da finalização do programa de desinvestimento e da melhora no desempenho operacional, resultando em dívida líquida ajustada sobre EBITDA consistentemente abaixo de 5,0x e geração interna de caixa (FFO - *Funds From Operations*) sobre dívida líquida acima de 12%.

### Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar o rating que atribuímos à Eletrobras nos próximos 12 meses se rebaixarmos os do Brasil. Poderíamos também alterar a perspectiva do rating da empresa para estável se, em nossa opinião, a probabilidade de suporte governamental extraordinário diminuísse, particularmente se houvesse maior certeza sobre a aprovação de legislação referente à privatização da empresa ou de seus ativos *core*. Na ausência de qualquer ação no rating soberano, embora nossa avaliação atual do suporte extraordinário governamental à empresa se mantenha inalterada, o rebaixamento do SACP poderia ocorrer se a liquidez da Eletrobras se enfraquecesse, como, por exemplo, em decorrência de maiores pagamentos de dividendos. Além disso, poderíamos rebaixar o SACP se o programa de desinvestimento demorasse para acontecer, dado que esperamos que a empresa continue reduzindo sua dívida por meio de recursos oriundos da venda de ativos nos próximos anos.

### Nosso Cenário-Base

#### Premissas

- Crescimento de 2% do PIB brasileiro em 2020 e de 2,2% em 2021;
- Inflação de cerca de 3,7% em 2020 e de 3,8% em 2021 no Brasil;
- Eletrobras não é privatizada e seus ativos essenciais não são vendidos em 2020 e em 2021;
- Recebimento de cerca de R\$ 5 bilhões por ano de indenização de ativos não depreciados relativos à renovação antecipada das concessões (até 2025);
- Investimentos (capex) de cerca de R\$ 2,5 bilhões por ano.

#### Principais Métricas

	2019 E	2020E	2021E
EBITDA (R\$ bilhões)	9,5-10,0	10,5-11,0	11,0-11,5
Dívida ajustada/EBITDA (x)	7,0	5,5-6,0	5,0-5,5
FFO/Dívida (%)	5-5,5	6-7	7-9

E- Estimativa

### Projeções de caso-base

Com base nessas premissas, esperamos uma leve melhora nas métricas de crédito da Eletrobras em razão de sua recente capitalização, das medidas de redução de custo e do desinvestimento de ativos desde o final de 2017. Mesmo assim, esperamos que as métricas de crédito permaneçam altamente alavancadas nos próximos dois anos, com FFO sobre dívida ajustada de cerca de 8% e dívida ajustada sobre EBITDA acima de 5,5x. Analisamos a Eletrobras em base consolidada e realizamos vários ajustes à sua dívida, incluindo garantias fornecidas a empresas/projetos não consolidados (cerca de R\$ 30 bilhões), e não consideramos a Reserva Global de Reversão (RGR) como dívida.

## Descrição da Empresa

A Eletrobras é uma empresa estatal integrada de serviços de utilidade pública, fundada em 1962 sob a Lei 3.890. O governo detém diretamente 51% do capital votante da empresa e 41% do capital total.

A Eletrobras tem como foco a geração (49,8 gigawatts [GW] de capacidade instalada) e transmissão (64.833 quilômetros [Km]), o que representa cerca de 76% e 21% de suas receitas, respectivamente.

## Perfil de Risco de Negócios: Satisfatório

O perfil de negócio da Eletrobras é o componente de rating mais forte, em nossa visão, refletindo a posição dominante da empresa no setor, que é a maior participante do mercado de geração e transmissão de energia elétrica do país. Vemos positivamente a estratégia da Eletrobras de focar os seus ativos de geração e transmissão para melhorar sua eficiência. Nos últimos dois anos, ela vendeu seis distribuidoras (nos estados de Roraima, Rondônia, Acre, Piauí, Amazonas e Alagoas), as quais, em geral, possuíam um histórico operacional de prejuízos.

***A Eletrobras opera sob um marco regulatório adequado.*** Em nossa visão, o marco regulatório do setor elétrico brasileiro possui regras uniformes aplicadas a cada um dos principais segmentos: geração, distribuição e transmissão. As empresas de transmissão e distribuição são monopólios regulados e se beneficiam de posições competitivas sólidas. Em nossa visão, os geradores de energia tendem a mitigar a volatilidade do fluxo de caixa por meio de contratos de venda de eletricidade de longo prazo para empresas de distribuição e grandes usuários. Além disso, embora a performance operacional da Eletrobras tenha se enfraquecido após ter concordado em renovar suas concessões de geração e transmissão de acordo com a Lei 12.783, sua volatilidade de fluxo de caixa diminuiu. Atualmente, 80% de suas linhas de transmissão e 30% de sua capacidade de geração são pagas com base em um regime de O&M. Além disso, a Eletrobras aderiu a uma lei que protege sua geração contra os riscos hidrológicos, o que a ajuda a tornar seus fluxos de caixa mais previsíveis.

**Tabela 2 - Comparação com os pares**

<b>Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras S.A.</b>			
<b>Sector da indústria: Energia Elétrica</b>			
	<b>Eletrobras-Centrais Elétricas Brasileiras S.A.</b>	<b>Comision Federal De Electricidad</b>	<b>Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras</b>
Ratings em moeda local em 20 de janeiro de 2020	BB-/Positiva/--	A-/Negativa/--	BB-/Positiva/--
<b>--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de--</b>			
<b>R\$ Milhões</b>			
Receitas	5.553	26.608	90.366
EBITDA	1.969	6.662	41.165
FFO	1.116	5.540	28.893
Despesas com juros	1.128	3.848	12.358
Juros-caixa pagos	853	1.122	9.319
Fluxo de caixa das operações	33	825	23.856
Capex	338	2.347	11.362
FOCF	(306)	(1.521)	12.494
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i> )	(323)	(1.585)	11.707
Caixa e investimentos de curto prazo	1.874	3.994	14.995
Caixa disponível bruto	20.906	31.927	157.832
Dívida	15.017	36.819	73.242
<b>Índices Ajustados</b>			
Margem EBITDA (%)	35,5	25,0	45,6
Retorno sobre capital (%)	14,5	5,6	12,2
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	1,7	1,7	3,3
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	2,3	5,9	4,1
Dívida/EBITDA (x)	10,6	4,8	3,8
FFO/Dívida (%)	5,3	17,4	18,3
Fluxo de caixa das operações/Dívida (%)	0,2	2,6	15,1
FOCF/Dívida (%)	(1,5)	(4,8)	7,9
DCF/Dívida (%)	(1,5)	(5,0)	7,4

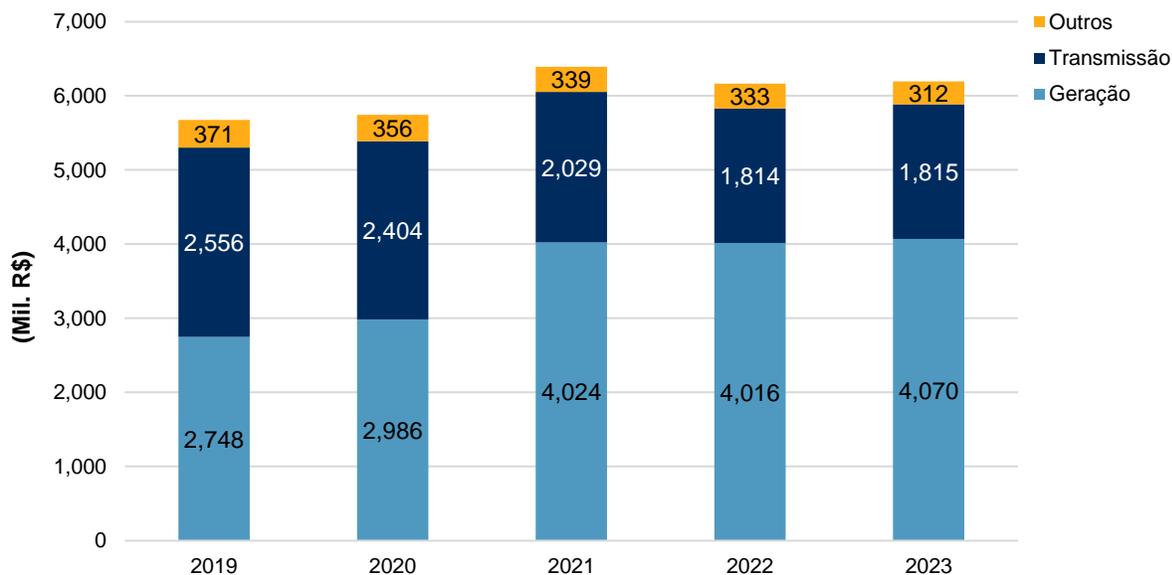
A Eletrobras é uma das maiores empresas de serviços de utilidade pública integrada estatal da América Latina, juntamente com a mexicana Comisión Federal de Electricidad (CFE, ratings em moeda local: A-/Negativa/--; moeda estrangeira: BBB+/Negativa/--). Ambas as entidades se beneficiam de posições dominantes nos segmentos de geração e transmissão em seus respectivos países (a CFE também detém o monopólio de distribuição de eletricidade no México). Entretanto, em razão de suas métricas de crédito serem altamente alavancadas, suas âncoras de rating atualmente são 'b+'. O SACP mais forte da Eletrobras advém de sua capacidade de monetizar ativos *non-core* que reduziram de forma significativa sua dívida bruta. Em ambos os casos, dada a relação deles com seus respectivos acionistas controladores – que também oferecem incentivos, capacidade e ferramentas para dar suporte a essas empresas – consideramos a probabilidade de receber suporte extraordinário do governo como quase certo. Portanto, os ratings da Eletrobras e da CFE são os mesmos que aqueles dos governos soberanos do Brasil e do México, respectivamente.

Selecionamos também como par da Eletrobras a Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras (BB-/Positiva/-- e brAAA/Estável/-- ), dado seu status de empresa de petróleo e gás integrada nacional. Esperamos como muita alta a probabilidade de o governo lhe oferecer suporte extraordinário tempestivo e suficiente caso seja necessário, em razão de nossa visão de que a Petrobras é uma entidade mais independente. Continuamos vendo a Eletrobras como uma agente governamental para vários importantes programas sociais, e esta administra e controla ativos de eletricidade por todo o país com o objetivo de implementar as políticas do governo para o sistema elétrico brasileiro. Nossa opinião reflete a clareza limitada que existe em relação aos termos e ao momento em que a Eletrobras será privatizada. Embora o atual SACP da Petrobras seja 'bb', os ratings de crédito soberano limitam aquele que atribuímos à petrolífera, em razão de seu vínculo muito forte com o governo brasileiro e do risco significativo de intervenção governamental na empresa durante um hipotético cenário de estresse fiscal para o governo soberano.

### Perfil de Risco Financeiro: Altamente Alavancado

A empresa deverá continuar se beneficiando de iniciativas de controle de custos que a administração tem se engajado desde 2017, que incluem a venda de ativos *non-core*, redução de pessoal e um plano de investimento que foca o desenvolvimento de linhas de transmissão e a capacidade de geração, no montante de R\$ 30,2 bilhões para 2019-2023.

**Gráfico 2**  
**Plano de negócio 2019-2023**



Fonte: Eletrobras 2019-2023 – Plano de Negócio e Administrativo Master.  
Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Como resultado, esperamos que a alavancagem melhore. Entretanto, em nossa visão, uma desalavancagem consistente e significativa dependerá do sucesso do seu programa de vendas de ativos, especialmente da participação da Eletrobras em grandes projetos, tais como Santo Antônio e Belo Monte. Portanto, esperamos que suas métricas de crédito permaneçam altamente alavancadas nos próximos dois anos, com o FFO sobre dívida ajustada entre 7%-9% e a dívida ajustada sobre EBITDA de cerca de 5,5x. Analisamos a Eletrobras em base consolidada e realizamos vários ajustes à dívida, incluindo garantias a empresas/projetos não consolidados (cerca de R\$ 30 bilhões), e não consideramos o RGR como dívida.

### Tabela 3 - Resumo financeiro

Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras S.A.					
Setor da indústria: Energia elétrica					
	--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de--				
	2018	2017	2016	2015	2014
Histórico dos ratings	BB-/Estável/-	BB/Negativa/-	BB/Negativa/-	BBB-/Negativa/-	BBB+/Estável/-
	-	-	-	-	-
<b>R\$ Milhões</b>					
Receitas	20.711,9	29.963,8	29.883,0	30.095,8	27.199,7
EBITDA	7.345,6	4.515,0	2.056,1	2.475,3	2.495,5
FFO	4.162,5	624,3	(1.849,4)	(1.282,4)	1.056,9
Despesas com juros	4.206,1	7.538,9	7.780,1	7.403,5	4.424,1
Juros-caixa pagos	3.183,1	3.890,7	3.905,5	3.757,8	1.438,6
Fluxo de caixa das operações	121,5	336,2	209,3	2.225,5	2.419,4
Capex	1.261,0	2.991,7	3.680,9	7.677,9	6.181,4
FOCF	(1.139,5)	(2.655,5)	(3.471,6)	(5.452,4)	(3.762,1)
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i> )	(1.204,0)	(3.036,9)	(3.477,4)	(5.475,4)	(4.577,1)
Caixa e investimentos de curto prazo	6.991,5	7.716,6	6.177,6	8.236,7	5.137,4
Caixa disponível bruto	6.991,5	7.716,6	6.177,6	8.236,7	5.137,4
Dívida	77.975,7	66.964,0	53.596,6	50.468,1	46.763,2
Patrimônio líquido	56.008,9	42.752,5	44.064,9	41.739,2	56.848,5
<b>Índices ajustados</b>					
Margem EBITDA (%)	35,5	15,1	6,9	8,2	9,2
Retorno sobre capital (%)	14,5	6,3	(2,0)	(2,4)	2,0
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	1,7	0,6	0,3	0,3	0,6
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	2,3	1,2	0,5	0,7	1,7
Dívida/EBITDA (x)	10,6	14,8	26,1	20,4	18,7
FFO/Dívida (%)	5,3	0,9	(3,5)	(2,5)	2,3
Fluxo de caixa das operações/Dívida (%)	0,2	0,5	0,4	4,4	5,2
FOCF/Dívida (%)	(1,5)	(4,0)	(6,5)	(10,8)	(8,0)
DCF/Dívida (%)	(1,5)	(4,5)	(6,5)	(10,8)	(9,8)

## Liquidez: Adequada

A Eletrobras constituiu uma posição de caixa relativamente robusta por meio de sua emissão de debêntures de R\$ 2,5 bilhões em suas subsidiárias Eletronorte e Furnas em outubro de 2019 e dos recursos de caixa de R\$ 3,7 bilhões provenientes da capitalização ao final de 2019. Portanto, esperamos que as fontes de caixa sobre usos fiquem bem acima de 1,2x nos próximos 12 meses.

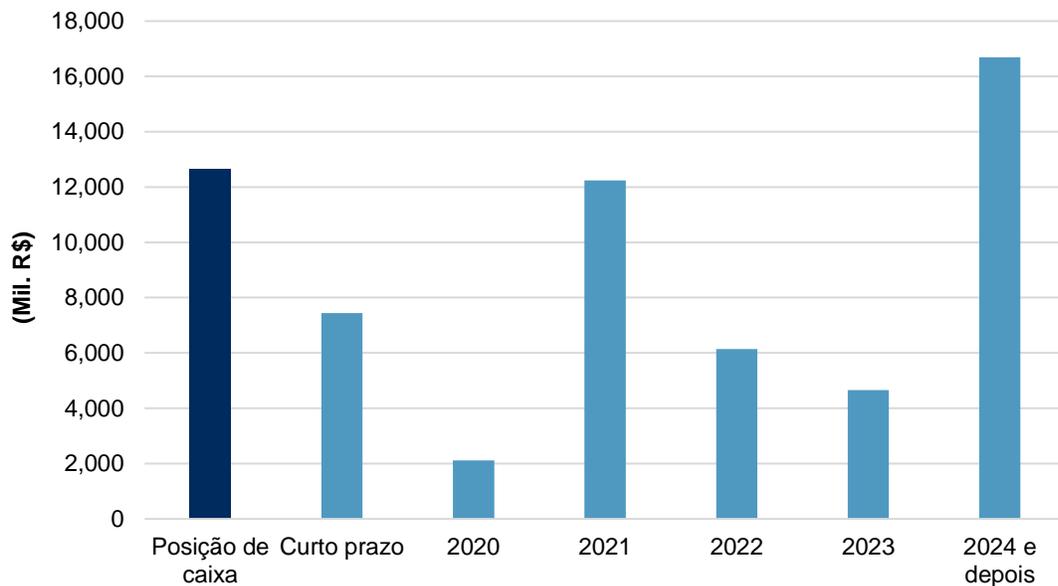
Principais Fontes de Liquidez	Principais Usos de Liquidez
<ul style="list-style-type: none"><li>• Posição de caixa consolidada não restrita de R\$ 9,6 bilhões em 30 de setembro de 2019;</li><li>• FFO de cerca de R\$ 6,3 bilhões nos próximos 12 meses;</li><li>• R\$ 2,5 bilhões em emissões de debêntures em outubro de 2019, que a Eletrobras garante integralmente;</li><li>• R\$ 3,7 bilhões em capitalização líquida em 30 de dezembro de 2019.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Vencimentos de dívida de R\$ 7,5 bilhões nos próximos 12 meses;</li><li>• Investimentos mínimos de R\$ 2,4 bilhões nos próximos 12 meses.</li><li>• Pagamentos de dividendos de R\$ 1,3 bilhão.</li></ul> <p>Em nossa visão, a Eletrobras possui amplo acesso aos mercados de capitais, ilustrado por sua emissão de debêntures no montante de R\$ 5 bilhões realizada pela holding em abril de 2019, pelas debêntures de R\$ 2,5 bilhões da Eletronorte e Furnas emitidas em outubro e pela recente capitalização de R\$ 7,75 bilhões.</p>

## Vencimentos de dívida

### Gráfico 3

#### Perfil de vencimento de dívida

Em 30 de setembro de 2019



Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2020 por S&P Global Ratings. Todos os direitos reservados.

### Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

As emissões de debêntures da empresa estão sujeitas ao seguinte *covenant*:

- Dívida líquida máxima sobre EBITDA ajustada de 4,0x em 2019 e de 3,75x a partir de 2020.

Esse *covenant* será medido anualmente e a dívida líquida será ajustada para se deduzir o RGR e o ativo financeiro relativo à Itaipu, e também não incorporará as garantias fornecidas a projetos não consolidados e a passivos relativos à previdência. Acreditamos que a empresa cumprirá com esse *covenant* nos próximos anos.

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

Os riscos ambientais da Eletrobras são mais altos que os de seus pares em razão de sua exposição a mudanças climáticas, o que poderia afetar os níveis de água no Brasil e, portanto, a produção de fonte hidráulica da empresa (88% de capacidade). Por exemplo, o Brasil sofreu uma severa seca em 2013-2015, que colaborou para o enfraquecimento das métricas de crédito da empresa no período. Ao mesmo tempo, a emissão de carbono da Eletrobras é muito baixa, pois cerca de 90% da capacidade geral total do grupo advém de fontes renováveis (hidráulica e eólica).

Avaliamos a administração e governança da Eletrobras como regular, como resultado de sua estrutura acionária e alteração na administração. Em nossa opinião, o controle governamental sobre a Eletrobras poderia prejudicar a efetividade de sua estrutura de governança, dado que o governo poderia promover seus próprios interesses e prioridades acima daqueles de suas outras partes interessadas. Isso já ocorreu no passado, quando o governo interferiu no setor, o que afetou as métricas de crédito da empresa. Mas não esperamos que haja interferências similares no futuro. A empresa também está sujeita às investigações de suborno e corrupção, porém, em nossa visão, a Eletrobras tomou providências para melhorar sua governança e controles internos.

## Influência do Governo

Nossos ratings para a Eletrobras refletem o status da empresa como uma entidade relacionada ao governo (GRE - *Government-Related Entity*); a influência de seu acionista controlador, o governo brasileiro, e os incentivos, a capacidade e as ferramentas deste para dar suporte à empresa se necessário.

Baseamos tal premissa nos seguintes fatores:

- No papel crítico da Eletrobras como um veículo do governo para o desenvolvimento do setor elétrico brasileiro. A empresa funciona como o agente do governo em vários programas sociais, e administra e controla ativos de eletricidade em todo o país. A Eletrobras é responsável por 30% da capacidade de geração de eletricidade no Brasil e opera 47% de suas linhas de transmissão. Atua também como o agente do governo para dar suporte e implementar estratégias microeconômicas relativas ao setor elétrico, especialmente em áreas onde as entidades privadas relutam em investir.
- No vínculo integral da empresa com o governo, refletindo o controle acionário deste, e seu histórico de suporte à empresa. Isso se evidencia nas injeções de capital, nas linhas de crédito que a empresa tem recebido de bancos estatais e nas garantias do governo a uma porção de sua dívida.

## Ratings de Emissão

Avaliamos os seguintes instrumentos de dívida da Eletrobras:

- Notas *senior unsecured* no valor de US\$1,75 bilhão com vencimento em outubro de 2021 ('BB-');
- Segunda emissão de debêntures da Eletrobras de R\$ 5,0 bilhões com vencimento final em 2029;
- Debêntures de Furnas de R\$ 1,25 bilhão, garantidas pela Eletrobras;
- Debêntures da Eletronorte de R\$ 1,25 bilhões, garantidas pela Eletrobras.

## Estrutura de Capital

A Estrutura de capital da Eletrobras consiste de cerca de R\$ 49 bilhões em dívida consolidada, incluindo cerca de R\$ 31 bilhões no nível da holding.

## Conclusões analíticas

Os ratings das dívidas *senior unsecured* estão no mesmo nível dos ratings de crédito de emissor que atribuímos à empresa, considerando sua forte relação com o governo e o fato de que, de acordo com a legislação doméstica, as GREs não estão sujeitas à recuperação judicial.

## Reconciliação

Realizamos vários ajustes analíticos aos resultados financeiros reportados pela Eletrobras. Ajustamos as receitas de forma a incorporar cerca de R\$ 28 bilhões relativos à indenização de ativos não depreciados referentes à renovação antecipada das concessões de transmissão sob a Lei 12.783/2013. A Eletrobras recuperará esse montante nos 84 meses seguintes a partir de meados de 2017. Realizamos os seguintes ajustes à dívida:

- Deduzimos R\$ 9,6 bilhões de caixa e equivalentes de caixa, em razão de não serem restritos;
- Adicionamos cerca de R\$ 32 bilhões relacionados com garantias fornecidas a empresas/projetos não consolidados;
- Adicionamos R\$ 3,2 bilhões em obrigações de benefício após aposentadoria;
- Não consideramos o RGR, que totalizou R\$ 3,6 bilhões, como dívida.

Tabela 4

**Reconciliação dos Montantes Reportados pela Eletrobras com os Montantes Ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ Milhões)**
**--Nos últimos 12 meses findos em 30 de setembro de 2019--**
**Montantes reportados pela Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras S.A.**

	Dívida	Capital dos acionistas	Receitas	EBITDA	Lucro operacional	Despesas com juros	EBITDA ajustado pela S&P Global Ratings	Fluxo de caixa das operações	Dividendos	Capex
	49.286,6	63.049,8	15.545,7	13.150,8	18.742,5	2.559,8	7.052,0	837,5	65,4	366,2
<b>Ajustes da S&amp;P Global Ratings</b>										
Impostos-caixa pagos	--	--	--	--	--	--	(2.000,1)	--	--	--
Impostos-caixa pagos - Outros	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Juros-caixa pagos	--	--	--	--	--	--	(3.366,4)	--	--	--
Passivos de arrendamentos reportados	1.111,6	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Caixa acessível & Investimentos líquidos	(9.576,5)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Resultado (despesas) de empresas não consolidadas	--	--	--	(4.144,6)	--	--	--	--	--	--
Resultado não operacional (despesa)	--	--	--	--	328,8	--	--	--	--	--
Reclassificação de juros e fluxos de caixa de dividendos	--	--	--	--	--	--	--	(2.288,6)	--	--
Participação dos não controladores/Participação minoritária	--	488,4	--	--	--	--	--	--	--	--
Dívida: Garantias	31.846,8	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Dívida: Salários/previdência privada	3.246,9	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Dívida: Passivos tributários	218,2	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Dívida: Outros	(889,6)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Receita: financeira/juros	--	--	(3.267,0)	(3.267,0)	(3.267,0)	--	--	--	--	--
Receitas: Outros	--	--	4.251,9	4.251,9	4.251,9	--	--	--	--	--
COGS* - Itens não operacionais não recorrentes	--	--	--	520,0	520,0	--	--	--	--	--
EBITDA: Outros	--	--	--	(3.459,2)	(3.459,2)	--	--	--	--	--
Capital de giro: Impostos	--	--	--	--	--	--	--	2.613,2	--	--
Capital de giro: Outros	--	--	--	--	--	--	--	2.351,8	--	--
Fluxo de caixa operacionais: Impostos	--	--	--	--	--	--	--	(2.613,2)	--	--
Fluxo de caixa das operações: Outro	--	--	--	--	--	--	--	(2.351,8)	--	--
Ajustes totais	25.957,4	488,4	984,9	(6.098,8)	(1.625,4)	0,0	(5.366,5)	(2.288,6)	0,0	0,0
<b>Montantes ajustados pela S&amp;P Global Ratings</b>										
	Dívida	Patrimônio	Receita	EBITDA	EBIT	Despesas com juros	FFO	Fluxo de caixa operações	Dividendos	Capex
	75.244,0	63.538,2	16.530,6	7.052,0	17.117,1	2.559,8	1.685,5	(1.451,1)	65,4	366,2

## TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

ELETROBRAS - CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A.	
Ratings de Crédito de Emissor	
Escala global	BB-/Positiva/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/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	Neutro (sem impacto)
Estrutura de capital	Positiva (+1 degrau)
Liquidez	Adequada (sem impacto)
Política financeira	Neutra (sem impacto)
Administração e governança	Regular (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis	Neutra (sem impacto)
SACP	
Rating vinculado ao governo	BB-
Probabilidade de suporte do governo	Quase certo
Rating acima do soberano	(sem impacto)

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](http://www.standardandpoors.com.br) para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site [www.capitaliq.com](http://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](http://www.standardandpoors.com). Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

## Critérios e Artigos Relacionados

### Critérios

- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho 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
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Principais fatores de crédito para a indústria de concessionárias de serviços de utilidade pública reguladas](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 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

### Artigo

- [Perfil de crédito individual da Eletrobras elevado de 'b+' para 'bb-' por melhora de liquidez; ratings 'BB-' e 'brAAA' reafirmados](#), 7 de janeiro de 2020

## Matriz de Risco de Negócios e Risco Financeiro

### Perfil de Risco Financeiro

Perfil de Risco de Negócios	Mínimo	Modesto	Intermediário	Significativo	Agressivo	Altamente alavancado
Excelente	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb/bb+
Forte	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
<b>Satisfatório</b>	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	<b>b+</b>
Regular	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
Fraco	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
Vulnerável	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

## Tabela de Ratings Detalhados (Em 22 de janeiro de 2020)\*

### Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras S.A.

Rating de Crédito de Emissor		BB-/Positiva/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA/Estável/brA-1+
<i>Senior Unsecured – 2ª emissão de debentures</i>		
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA
<i>Senior Unsecured</i>		BB-

### Histórico do Rating de Crédito de Emissor

12-Dez-2019	<i>Moeda estrangeira</i>	BB-/Positiva/--
12-Jan-2018		BB-/Estável/--
16-Ago-2017		BB/Negativa/--
23-Mai-2017		BB/CW Neg./--
17-Fev-2016		BB/Negativa/--
10-Set-2015		BB+/Negativa/--
28-Jul-2015		BBB-/Negativa/--
12-Dez-2019	<i>Moeda local</i>	BB-/Positiva/--
12-Jan-2018		BB-/Estável/--
16-Ago-2017		BB/Negativa/--
23-Mai-2017		BB/CW Neg./--
17-Fev-2016		BB/Negativa/--
10-Set-2015		BBB-/Negativa/--
28-Jul-2015		BBB+/Negativa/--
25-Apr-2019	<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAAA/Estável/brA-1+
16-Ago-2017		--/--/brA-1+
17-Fev-2016		--/--/brA-1
17-Jul-2015		--/--/brA-1+

### Entidades Relacionadas

#### ELETRONORTE

<i>Senior Unsecured – 1ª emissão de debentures</i>		
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA

#### Furnas - Centrais Elétricas S.A.

<i>Senior Unsecured – 1ª emissão de debentures</i>		
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA

#### Itaipu Binacional

Rating de Crédito de Emissor		
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA/Estável/--

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

Copyright© 2020 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, 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](http://www.standardandpoors.com) (gratuito), e [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) e [www.globalcreditportal.com](http://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](http://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).