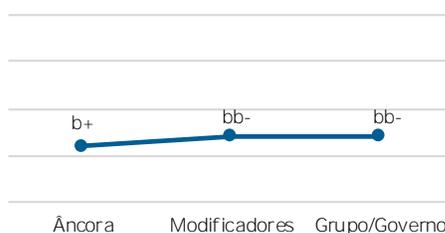
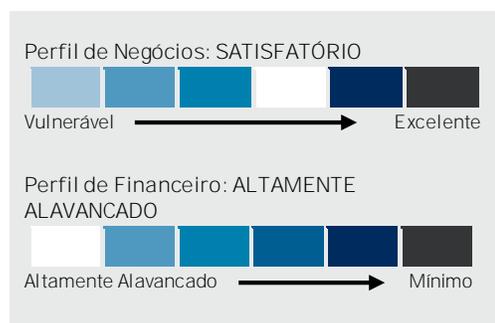


Análise Detalhada

# Eletrabras-Centrals Elétricas Brasileiras S.A.

29 de janeiro de 2021



**ANALISTA PRINCIPAL**

Julyana Yokota  
São Paulo  
55 (11) 3039-9731  
[julyana.yokota@spglobal.com](mailto:julyana.yokota@spglobal.com)

**CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL**

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

## Destaques da Análise de Crédito

Principais pontos fortes	Principais riscos
<i>Maior empresa integrada de serviços de utilidade pública do setor brasileiro de energia elétrica, respondendo por cerca de 30% da capacidade nacional de geração e 44% das linhas de transmissão do país.</i>	<i>A continuidade da otimização da estrutura de capital, com foco na desalavancagem, dependerá da mudança na alta administração.</i>
<i>Impacto limitado da pandemia, pois 30% da receita refere-se à indenização de ativos não depreciados nos termos da Lei 12.783/2013, e 22% advém de pagamentos fixos de linhas de transmissão, ao mesmo tempo que a produção está em regime de operação e manutenção (O&amp;M).</i>	<i>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.</i>
<i>A regulação brasileira prevê um marco adequado.</i>	<i>Garantias concedidas a projetos agregam R\$ 30 bilhões à dívida bruta. Além de R\$ 4,5 bilhões de passivos de previdência complementar. A desalavancagem dependerá da execução de sua estratégia de venda de ativos não estratégicos (non-core).</i>

Atualmente, não esperamos que as mudanças recentes na gestão afetem a estratégia de desalavancagem da empresa. Em 24 de janeiro, o CEO da Eletrobras, Wilson Ferreira Jr., anunciou que deixará a empresa em 6 de março de 2021. Em nossa opinião, sua liderança foi fundamental no estabelecimento de uma série de iniciativas para melhorar a eficiência operacional e reduzir a alavancagem desde 2017, incluindo redução de pessoal, vendas de ativos de distribuidoras deficitárias e participações minoritárias em 29 sociedades de propósito específico (SPEs), e foco nos negócios estratégico de geração e transmissão. No entanto, não esperamos uma mudança na estratégia da empresa, especialmente a desalavancagem. Nossa visão baseia-se nos seguintes fatores:

- O conselho de administração, no qual o Sr. Wilson Ferreira permanecerá como membro, continuará executando o plano estratégico 2020-2025 e o plano de negócios e gestão 2021-2025;
- O conselho anunciou que vai eleger um novo CEO, que será um profissional qualificado de mercado; e
- Continuidade da política do acionista controlador de manter a empresa independente de interferências políticas.

Os fluxos de indenização e receitas baseadas em disponibilidade devem representar mais da metade das receitas nos próximos anos. O impacto da pandemia foi limitado em 2020 para o segmento de eletricidade brasileiro, dada a queda geral de 3% no consumo de energia.

Estimamos que o consumo de energia crescerá em linha com o PIB em 3,2% em 2021 e 2,6% em 2022 (de acordo com nosso relatório "*Latin America's Economic Recovery From The Pandemic Will Be Highly Vulnerable To Setbacks*", publicado em 1º de dezembro de 2020).

Apesar do choque geral da pandemia na economia brasileira, continuamos esperando que a Eletrobras gere fluxos de caixa estáveis. Isso porque os fluxos de caixa decorrem do modelo de receita de base fixa para a maior parte de suas linhas de transmissão e cerca de 35% para sua geração de energia, e cerca de R\$ 9,5 bilhões em 2021 e 2022 de indenização dos ativos de transmissão não depreciados relacionados à renovação antecipada das concessões.

O prazo para privatização ainda é incerto. Ainda consideramos o prazo para a possível privatização da Eletrobras como incerto, dada a falta de amplo consenso do Congresso sobre o assunto e uma agenda legislativa apertada em 2021. Em nossa visão, a privatização dependerá das prioridades estabelecidas pelos legisladores, em particular pelos próximos presidentes do Congresso e Senado, para os próximos trimestres. No entanto, a janela para discussão para o restante do mandato do atual governo é pequena. Dessa forma, continuamos avaliando a Eletrobras como tendo uma probabilidade quase certa de receber apoio extraordinário do governo. Isso não impacta os ratings da Eletrobras, visto que o perfil de crédito individual da empresa (SACP - *stand-alone credit profile*) está atualmente no mesmo nível do rating soberano do Brasil.

Rating soberano	Moeda estrangeira: BB-/Estável/B; Moeda local: BB-/Estável/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
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
Se o rating soberano for reduzido em um degrau	Rebaixamento, dado que os ratings da Eletrobras são limitados ao nível de rating soberano

Os passivos contingentes resultam em um ajuste de R\$ 35 bilhões na dívida consolidada. Nossa análise da dívida consolidada ajustada incorpora R\$ 30 bilhões de garantias financeiras que a empresa oferece a projetos de geração e transmissão que não controla, e R\$ 4,5 bilhões de passivos de fundos de pensão. Destacamos que a Eletrobras continua reduzindo a alavancagem com a venda de sua participação em ativos não estratégicos, incluindo sua participação em 29 SPEs, oito das quais foram vendidas em 2020 por cerca de R\$ 1,2 bilhão. Entretanto, em nossa visão, uma desalavancagem consistente e significativa dependerá de um programa de venda de ativos de grande porte, como sua participação nas usinas de Santo Antônio e Belo Monte, que contribuem com R\$ 14,0 bilhões e R\$ 7,2 bilhões, respectivamente, aos passivos contingentes da Eletrobras. Em nossa opinião, uma vez concretizadas, essas vendas de ativos não só gerariam caixa, mas também diminuiriam o ajuste da dívida garantida que incorporamos na dívida consolidada.

O plano de negócios da empresa 2021-2025 também inclui a potencial venda de ações da Eletrobras em empresas de capital aberto (por exemplo, CTEEP, Equatorial Maranhão

Distribuidora e CEEE-GT) totalizando mais de R\$ 10 bilhões em valor de mercado em setembro de 2020, que em nossa opinião também poderia ser usado para reduzir a dívida.

## Perspectiva

A perspectiva estável do rating de crédito da Eletrobras na escala global reflete aquela do rating soberano brasileiro, bem como nossa expectativa de que a empresa continuará desempenhando um papel essencial no setor elétrico brasileiro. Podemos revisar nossa avaliação do vínculo da entidade com o governo dependendo do avanço do Congresso para alterar a lei com vistas a permitir a privatização da empresa nos próximos 12 meses, resultando em uma probabilidade menor de a Eletrobras receber suporte extraordinário do governo. No entanto, os ratings na escala global da Eletrobras não mudariam porque seu SACP está no mesmo nível do rating soberano. A perspectiva estável do rating na Escala Nacional Brasil reflete aquela do rating soberano nessa mesma escala.

## Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings da Eletrobras nos próximos 12 meses se rebaixarmos os do Brasil. Na ausência de qualquer ação no rating soberano, embora nossa avaliação atual do suporte extraordinário do governo à empresa se mantenha inalterada, o rebaixamento do SACP poderia ocorrer se a liquidez da Eletrobras se enfraquecesse, como, por exemplo, em decorrência de pagamentos de dividendos acima de R\$ 5 bilhões. Além disso, poderíamos rebaixar o SACP se o programa de desinvestimento demorasse para se concretizar, dado que esperamos que a empresa continue reduzindo sua dívida por meio de recursos oriundos da venda de ativos nos próximos anos.

## 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%.

## Nosso Cenário-Base

### Premissas

- Crescimento de 2% do PIB brasileiro em 2021 e de 2,6% em 2022 (de acordo com nosso relatório mais recente sobre as condições econômicas, “*Latin America's Economic Recovery From The Pandemic Will Be Highly Vulnerable To Setbacks*”, publicado em 1º de dezembro de 2020);
- Inflação de cerca de 3,9% em 2021 e de 3,5% em 2022 no Brasil;
- Eletrobras não sendo privatizada e seus ativos essenciais não sendo vendidos em 2021;
- Recebimento de cerca de R\$ 8 bilhões em 2021 e 2022 de indenização de ativos não depreciados relativos à renovação antecipada das concessões;
- Investimentos (capex) anuais de cerca de R\$ 3 bilhões.

## Principais Métricas

	2020E	2021E	2022E
EBITDA (R\$ milhões)	11-12	13-14	13-14
Dívida/EBITDA (x)	5,0-5,5	4,5-5,0	4,0-4,5
FFO/Dívida (%)	9,0-10,0	11,0-12,0	12,0-13,0

E: Esperado

## Projeções de caso-base

Esperamos melhora contínua nas métricas de crédito da Eletrobras, com FFO sobre dívida ajustada atingindo 12% e dívida ajustada sobre EBITDA caindo abaixo de 5,0x em 2021. 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), contingências de fundo de pensão (cerca de R\$ 4,5 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 (51,3 gigawatts [GW] de capacidade instalada) e transmissão (70,917 Km), o que representa cerca de 76% e 21% de suas receitas, respectivamente.

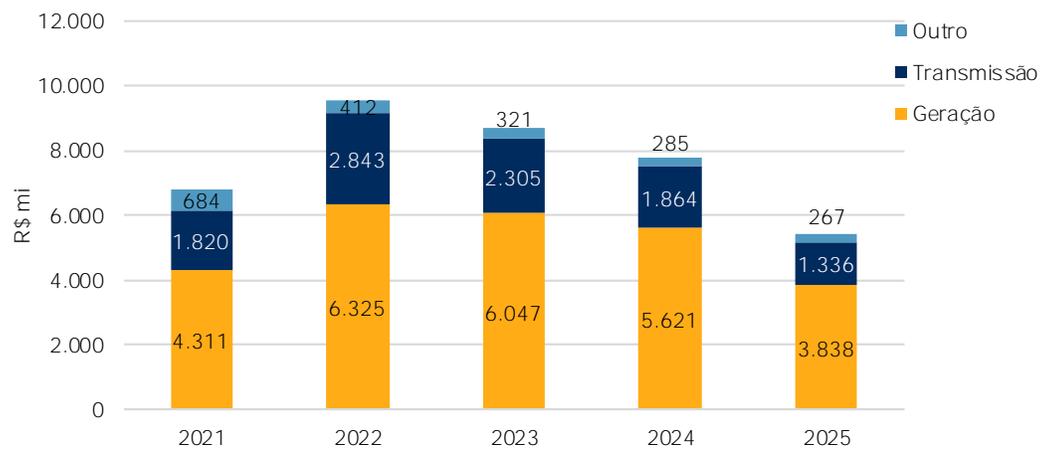
## Perfil de Risco de Negócios

O perfil de negócio da Eletrobras é o componente de rating mais forte, em nossa visão, refletindo a posição de liderança da empresa no setor, que é a maior empresa 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. A Eletrobras vem recebendo os pagamentos indenizatórios relativos aos ativos de transmissão não depreciados, após a adesão à Lei 12.783/2013. Pelas estimativas da empresa, devem somar mais de R\$ 42 bilhões até 2028 (80% dos quais a empresa receberá até 2024). Como resultado, o EBITDA ajustado tem se mantido relativamente estável em R\$ 11 bilhões desde 2018.

Foco na expansão da geração e transmissão. Em dezembro de 2020, o conselho da Eletrobras aprovou o plano de investimentos 2021-2025 de R\$ 38 bilhões, incluindo a conclusão da usina nuclear Angra 3, com custo de R\$ 15 bilhões. O plano também se concentra no aumento da eficiência nos ativos de transmissão existentes (22% do capex total) e na expansão da geração renovável (6% do capex total). Historicamente, a Eletrobras realiza de 30%-40% do capex orçado anual, que incorporamos em nossas projeções. Atribuímos a lacuna à rigidez orçamentária de uma entidade governamental.

Gráfico 1 – Plano de negócios 2021-2025



Fonte: Plano Diretor de Negócios e Gestão 2021 -2025 da Eletrobras.

Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

## Comparação com os pares

Tabela 1 - Comparação com os pares

Setor da indústria: Energia Elétrica			
	Eletrobras-Centrals Eléctricas Brasileiras S.A	Comision Federal De Electricidad	Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras
Ratings em 21 de janeiro de 2021	BB-/Estável/--	BBB+/Negativa/--	BB-/Estável/--
	--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2019--		
R\$ Milhões			
Receitas	23.081,8	118.523,3	302.245,0
EBITDA	11.183,3	37.078,7	139.672,0
FFO	4.177,0	32.406,0	109.654,0
Despesas com juros	4.996,4	18.582,2	34.412,0
Juros-caixa pagos	3.650,6	4.672,6	17.623,0
Fluxo de caixa das operações	(86,3)	19.735,0	89.875,0
Capex	2.020,2	10.443,3	97.151,0
FOCF	(2.106,5)	9.291,8	(7.276,0)
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i> )	(3.289,7)	8.833,3	(15.314,0)
Caixa e investimentos de curto prazo	10.761,7	19.039,3	33.294,0
Dívida	73.035,7	242.273,8	434.424,8
Patrimônio líquido	71.394,1	137.090,9	299.137,0
Índices Ajustados			
Margem EBITDA (%)	48,5	31,3	46,2
Retorno sobre capital (%)	8,8	6,5	9,2
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	2,2	2,0	4,1
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	2,1	7,9	7,2
Dívida/EBITDA (x)	6,5	6,5	3,1
FFO/Dívida (%)	5,7	13,4	25,2
Fluxo de caixa das operações/Dívida (%)	(0,1)	8,1	20,7
FOCF/Dívida (%)	(2,9)	3,8	(1,7)
DCF/Dívida (%)	(4,5)	3,6	(3,5)

A Eletrobras é uma das maiores empresas de serviços de utilidade pública estatais integradas da América Latina, similar à mexicana Comisión Federal de Electricidad (CFE, A-/Negativa/--; BBB+/Negativa/--). Ambas as entidades se beneficiam de posições de liderança nos segmentos de geração e transmissão em seus respectivos países (a CFE detém o monopólio de distribuição e transmissão 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, o que reduziria sobremaneira 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-/Estável/-- e brAAA/Estável/--), dado seu status de empresa de petróleo e gás integrada nacional. Vemos como muita alta a probabilidade de suporte extraordinário tempestivo e suficiente do governo caso necessário, dada nossa visão de que a Petrobras é uma entidade mais independente. Poderíamos igualar o vínculo da Eletrobras com o governo ao da Petrobras como 'muito forte' se o Congresso progredir no processo para aprovar a reforma legislativa necessária para a privatização da concessionária. Os ratings da Petrobras são limitados aos ratings soberanos, em razão de seu vínculo muito forte com o governo brasileiro e do risco significativo de intervenção governamental na empresa durante um cenário hipotético de estresse fiscal do governo soberano.

## Perfil de Risco Financeiro

A empresa se beneficiou de iniciativas de controle de custos implementadas pela administração desde 2017, que incluem a venda de ativos não estratégicos, redução de pessoal e queda na dívida bruta. Como resultado, o índice de dívida ajustada sobre o EBITDA diminuiu drasticamente para 5,8x em setembro de 2020, ante 14,8x em dezembro de 2017. Esperamos que o índice de FFO sobre dívida ajustada fique acima de 12% até 2021. 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, e/ou o desinvestimento de suas participações em empresas de eletricidade de capital aberto. Analisamos a Eletrobras em base consolidada e realizamos vários ajustes à dívida, incluindo garantias a empresas/projetos não consolidados (cerca de R\$ 30 bilhões), passivos de fundos de pensão (R\$ 4,5 bilhões) e não consideramos o RGR como dívida.

## Resumo financeiro

Tabela 2 - Resumo financeiro

Eletrobras-Centrals Elétricas Brasileiras S.A.					
Setor da indústria: Energia elétrica					
	-- Ano fiscal findo em 31 de dezembro de --				
	LTM 3T2020	2019	2018	2017	2016
Histórico dos ratings	BB- /Estável/--	BB/Estável/- -	BB- /Estável/--	BB/Negativa/- -	BB/Negativa/- -
R\$ Milhões					
Receitas	21.830,9	23.081,8	20.711,9	29.963,8	29.883,0
EBITDA	12.535,0	11.183,3	11.638,4	4.521,6	2.056,1
FFO	5.747,6	4.177,0	6.218,6	(1.255,8)	(3.079,3)
Despesas com juros	4.837,2	4.996,4	4.206,1	7.538,9	7.780,1
Juros-caixa pagos	3.055,5	3.650,6	3.183,1	3.890,7	3.905,5
Fluxo de caixa das operações	(5.422,4)	(86,3)	121,5	336,2	209,3
Capex	1.886,2	2.020,2	1.261,0	2.991,7	3.680,9
FOCF	(7.308,5)	(2.106,5)	(1.139,5)	(2.655,5)	(3.471,6)
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i> )	(11.071,1)	(3.289,7)	(1.204,0)	(3.036,9)	(3.477,4)
Caixa e investimentos de curto prazo	49.913,5	10.761,7	6.991,5	7.716,6	6.177,6
Caixa disponível bruto	49.913,5	10.761,7	6.991,5	7.716,6	6.177,6
Dívida	289.942,2	73.035,7	77.975,7	66.964,0	53.596,6
Patrimônio líquido	295.593,5	71.394,1	56.008,9	42.752,5	44.064,9
Índices ajustados					
Margem EBITDA (%)	57,4	48,5	56,2	15,1	6,9
Retorno sobre capital (%)	9,1	8,8	18,0	6,4	(2,0)
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	2,6	2,2	2,8	0,6	0,3
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	2,9	2,1	3,0	0,7	0,2
Dívida/EBITDA (x)	5,8	6,5	6,7	14,8	26,1
FFO/Dívida (%)	8,0	5,7	8,0	(1,9)	(5,7)
Fluxo de caixa operacional/Dívida (%)	(7,4)	(0,1)	0,2	0,5	0,4
FOCF/Dívida (%)	(10,0)	(2,9)	(1,5)	(4,0)	(6,5)
DCF/Dívida (%)	(15,2)	(4,5)	(1,5)	(4,5)	(6,5)

## Liquidez

Esperamos que as fontes de caixa sobre usos fiquem bem acima de 1,2x nos próximos 12 meses, e que a Eletrobras cumpra com seus *covenants* financeiros. A Eletrobras trocou parte de suas notas com vencimento em outubro de 2021, estendendo o prazo da maior parte de seus vencimentos para 2025 e 2030, o que em nossa visão reforça o acesso da empresa aos mercados de capitais.

### Principais fontes de liquidez

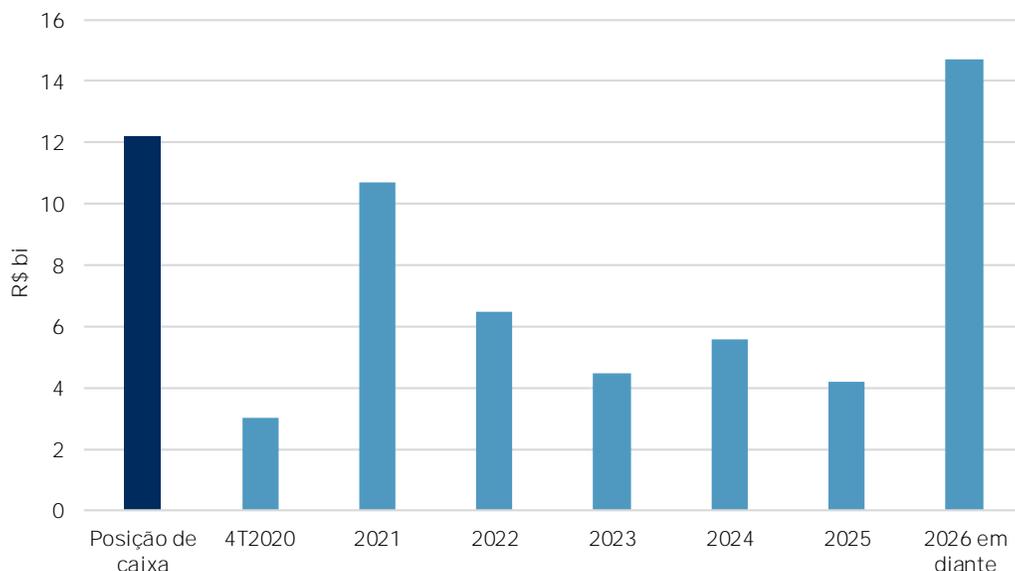
- Posição de caixa consolidada não restrita de R\$ 12,2 bilhões em 30 de setembro de 2020;
- FFO caixa de cerca de R\$ 8,6 bilhões nos próximos 12 meses.

### Principais usos de liquidez

- Vencimentos de dívida de R\$ 9,0 bilhões nos próximos 12 meses, incluindo o vencimento das notas no valor de US\$641 milhões em outubro de 2021;
- Investimentos mínimos de R\$ 2,5 bilhões no mesmo período.
- Pagamento de dividendos de R\$ 2,5 bilhões.

## Vencimentos de dívida

Gráfico 2 - Perfil de vencimento da dívida (base setembro de 2020)



Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

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

As emissões de debêntures da empresa estão sujeitas ao *covenant* financeiro de índice máximo de dívida líquida sobre EBITDA ajustado de 3,75x. Esse *covenant* é medido anualmente, e a dívida líquida é ajustada para se deduzir o RGR e o ativo financeiro relativo à Itaipu. É importante notar que o cálculo do *covenant* exclui garantias prestadas a projetos não consolidados e passivos previdenciários. Acreditamos que a empresa continuará cumprindo 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). 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 (hidrelétrica e eólica).

Fatores sociais são importantes para nossa avaliação da Eletrobras pelo fato de ser controlada pelo governo. A Eletrobras deve dar continuidade ao desenvolvimento dos projetos nucleares com a retomada da construção de Angra 3. Apesar do capex de R\$ 15 bilhões para 2021-2025, continuamos esperando que o grupo gere fluxos de caixa livre no período.

Avaliamos a administração e governança da Eletrobras como regular, refletindo o controle do governo e a capacidade deste de influenciar negativamente a estratégia corporativa da entidade. No entanto, temos visto iniciativas de gestão prudentes e foco na desalavancagem desde o final de 2017, quando foi nomeada uma equipe de administração mais voltada para o mercado. Nos

últimos anos, a empresa se concentrou em seu negócio principal - geração e transmissão - concluindo o desinvestimento de todos os ativos de distribuição. A Eletrobras também fortaleceu a qualidade de seu portfólio com a venda de participações não controladoras em diversas SPEs, com foco na disciplina de capital. 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 atua como 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 44% de suas linhas de transmissão. Atua também como 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 parte de sua dívida. Poderemos revisar nossa avaliação de seu vínculo com o governo para muito forte se o Congresso começar a convergir para a aprovação da legislação relacionada à privatização da Eletrobras, o que continuamos considerando improvável no momento.

## Ratings de Emissão

Avaliamos os seguintes instrumentos de dívida da Eletrobras:

- Notas *senior unsecured* no valor de US\$641 milhões com vencimento em outubro de 2021;
- Notas *senior unsecured* no valor de US\$500 milhões com vencimento em fevereiro de 2025;
- Notas *senior unsecured* no valor de US\$738 milhões com vencimento em fevereiro de 2030;
- 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.

## Estrutura de capital

A Estrutura de capital da Eletrobras consiste em cerca de R\$ 49 bilhões em dívida consolidada, sendo cerca de 50% 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 brasileira, as GREs não estão sujeitas à recuperação judicial.

## Reconciliação

Tabela 4 - Reconciliação dos montantes reportados pela Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras S.A. com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ milhões)

– Últimos 12 meses findos em 30 de setembro de 2020 –

<b>Montantes reportados pela Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras S.A.</b>										
	<b>Dívida</b>	<b>Patrimônio líquido</b>	<b>Receitas</b>	<b>EBITDA</b>	<b>Lucro operacional</b>	<b>Despesas com juros</b>	<b>EBITDA ajustado pela S&amp;P Global Ratings</b>	<b>Fluxo de caixa operacional</b>	<b>Dividendos</b>	<b>Capex</b>
Reportado	50.156,0	75.862,0	32.823,0	15.392,0	13.856,0	4.837,0	12.535,0	(39,0)	3.763,0	1.886,0
<b>Ajustes da S&amp;P Global Ratings</b>										
Impostos-caixa pagos	--	--	--	--	--	--	(3.732,0)	--	--	--
Juros-caixa pagos	--	--	--	--	--	--	(3.055,0)	--	--	--
Passivos de arrendamentos reportados	1.051,0	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Caixa acessível & Investimentos líquidos	(12.173,0)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Resultado (despesas) de empresas não consolidadas	--	--	--	(1.370,0)	--	--	--	--	--	--
Resultado (despesa) não operacional	--	--	--	--	1.051,0	--	--	--	--	--
Participação dos não controladores/Participação minoritária	--	508,0	--	--	--	--	--	--	--	--
Dívida: Garantias	30.129,0	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Dívida: Salários/previdência privada	4.490,0	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Dívida: Passivos tributários	202,0	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Dívida: Outros	(797,0)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Receita: financeira/juros	--	--	(9.572,0)	(9.572,0)	(9.572,0)	--	--	--	--	--
Receitas: Outros	--	--	(1.421,0)	(1.421,0)	(1.421,0)	--	--	--	--	--
COGS* - Itens não operacionais não recorrentes	--	--	--	989,0	989,0	--	--	--	--	--
EBITDA: Outros	--	--	--	8.517,0	8.517,0	--	--	--	--	--
Capital de giro: Impostos	--	--	--	--	--	--	--	3.732,0	--	--
Capital de giro: Outros	--	--	--	--	--	--	--	(2.512,0)	--	--
Fluxo de caixa operacionais: Impostos	--	--	--	--	--	--	--	(3.732,0)	--	--
Fluxo de caixa operacionais: Outro	--	--	--	--	--	--	--	(2.872,0)	--	--
Ajustes totais	22.901,0	508,0	(10.993,0)	(2.857,0)	(435,0)	0,0	(6.787,0)	(5.384,0)	0,0	0,0
<b>Montantes ajustados pela S&amp;P Global Ratings</b>										
	<b>Dívida</b>	<b>Patrimônio líquido</b>	<b>Receitas</b>	<b>EBITDA</b>	<b>EBIT</b>	<b>Despesas com juros</b>	<b>FFO</b>	<b>Fluxo de caixa operacional</b>	<b>Dividendos</b>	<b>Capex</b>
Ajustado	73.057,0	76.369,0	21.831,0	12.535,0	13.421,0	4.837,0	5.748,0	(5.422,0)	3.763,0	1.886,0

Realizamos vários ajustes analíticos aos resultados financeiros reportados pela Eletrobras. Ajustamos o EBITDA anual de forma a incorporar cerca de R\$ 8,5 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\$ 12,2 bilhões de caixa e equivalentes de caixa, que consideramos como caixa excedente por não serem restritos.
- Acrescentamos cerca de R\$ 30 bilhões relacionados às garantias oferecidas a empresas/projetos não consolidados.
- Adicionamos R\$ 4,5 bilhões de obrigações de benefício pós-emprego;
- Não consideramos o RGR, que totalizou R\$ 3,6 bilhões, como dívida.

## Tabela de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Global	BB-/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/brA-1+
Risco de negócios	Satisfatório
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Satisfatória
Risco financeiro	Altamente alavancado
Fluxo de caixa/Alavancagem	Altamente alavancado
Âncora	b+
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra (sem impacto)
Estrutura de capital	Positiva (+1 grau)
Liquidez	Adequada (sem impacto)
Política financeira	Neutra (sem impacto)
Administração e governança	Regular (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis	Neutra (sem impacto)
Perfil de crédito individual (SACP)	bb-
Rating soberano	BB-
Probabilidade de suporte do governo	Quase certa (sem impacto)
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](#), 13 de novembro de 2012
- [Perfis de crédito individual \(Stand-Alone Credit Profiles ou SACP\): componente de um rating](#), 1º de outubro de 2010
- ARQUIVADO: [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

### Artigo

- [Ratings 'BB-/B' e 'brAAA' do Brasil reafirmados: perspectiva estável](#), 10 de dezembro de 2020

Matriz de Risco de Negócios e Risco Financeiro

Perfil de Risco de Negócios	Perfil de Risco Financeiro					
	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
Satisfatório	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	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 Detalhada de Ratings (Ratings em 29 de janeiro de 2021)

Eletrobras-Centrals Elétricas Brasileiras S.A.	
Rating de Crédito de Emissor	BB-/Estável/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAAA/Estável/brA-1+
Senior Unsecured	
<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAAA
Senior Unsecured	BB-
Histórico de Rating de Crédito de Emissor	
07-Abr-2020	BB-/Estável/--
12-Dez-2019	BB-/Positive/--
12-Jan-2018	BB-/Estável/--
16-Ago-2017	BB/Negativa/--
23-Mai-2017	BB/CW Neg./--
17-Fev-2016	BB/Negativa/--
25-Abr-2019	<i>Escala Nacional Brasil</i> brAAA/Estável/brA-1+
16-Ago-2017	--/--/brA-1+
17-Fev-2016	--/--/brA-1
Entidades Relacionadas	
ELETRONORTE	
Senior Unsecured	
<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAAA
Furnas - Centrais Elétricas S.A.	
Senior Unsecured	
<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© 2021 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 COMERCIALIZIDADE, 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).