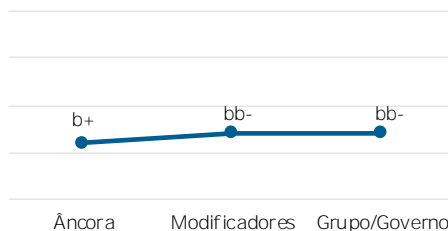
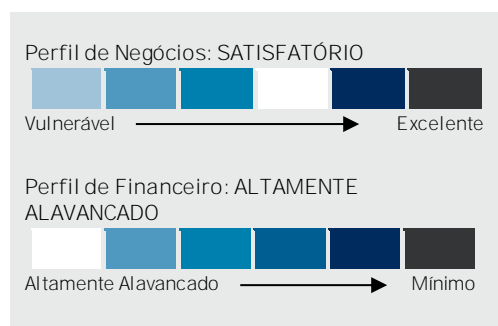


Análise Detalhada

Eletrbras-Centrals Elétricas Brasileiras S.A.

13 de abril de 2021



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

Principais pontos fortes	Principais riscos
<p>Maior empresa integrada de serviços de utilidade pública do setor brasileiro de energia elétrica, respondendo por cerca de 29% da capacidade nacional de geração e 43,5% das linhas de transmissão do país.</p>	<p>O Brasil poderá privatizar a empresa, o que, por um lado, poderia melhorar sua independência e governança corporativa. Por outro lado, poderíamos revisar novamente a probabilidade de a Eletrbras receber suporte extraordinário do governo em caso de estresse, dependendo das condições finais.</p>
<p>Impacto limitado da pandemia, pois 30% da receita refere-se à indenização de ativos não depreciados nos termos da Lei 12.783/2013, e 23% advém de pagamentos fixos de linhas de transmissão, ao mesmo tempo que a produção está em regime de operação e manutenção (O&M).</p>	<p>Garantias concedidas a projetos agregam R\$ 30 bilhões à dívida bruta. Além de R\$ 7 bilhões de passivos de previdência complementar. A desalavancagem dependerá da execução de sua estratégia de venda de ativos não estratégicos (non-core).</p>
<p>A regulação brasileira prevê um marco adequado.</p>	<p>A continuidade da otimização da estrutura de capital, com foco na desalavancagem, dependerá da mudança na alta administração.</p>

Na visão da S&P Global Ratings, a publicação da MP 1031 indica que o governo vê a privatização da Eletrobras como uma das prioridades para 2021. Em 23 de fevereiro de 2021, o Presidente Jair Bolsonaro publicou a medida provisória (MP) 1031/2021, visando acelerar a privatização da Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras. Consideramos a iniciativa como um sinal do reiterado apoio à privatização da entidade. Dessa forma, revisamos para extremamente alta nossa avaliação da probabilidade de suporte extraordinário do governo à Eletrobras. Ao mesmo tempo, acreditamos que a aprovação da MP 1031 será difícil antes que esta expire, em maio de 2021, dada a agenda lotada do Congresso e as 570 alterações oferecidas ao seu texto.

Além disso, poderemos reavaliar o vínculo entre a Eletrobras e o governo para uma categoria mais fraca (e conseqüentemente a probabilidade da entidade receber suporte extraordinário) se o Congresso aprovar a diluição do controle da empresa, sem que nenhum acionista faça jus a mais do que 10% da composição do conselho e dependendo da limitação das disposições de sua *golden share* proposta.

Atualmente, não esperamos que as mudanças recentes na gestão afetem a estratégia de desalavancagem da empresa. Em 19 de março de 2021, Wilson Ferreira Jr. renunciou ao cargo de CEO da Eletrobras. 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 em 48%, vendas de ativos de distribuidoras deficitárias e redução no número de participações minoritárias em sociedades de propósito específico (SPEs) de 178 em dezembro de 2016 para 94 em dezembro de 2020, e foco nos negócios estratégicos 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 (pelo menos até 29 de abril de 2021, quando o atual mandato expira), continuará executando o plano estratégico 2020-2025 e o plano de negócios e gestão 2021-2025;
- O conselho aceitou a indicação de um novo CEO pelo governo, Rodrigo Limp Nascimento, atual secretário de energia elétrica do Ministério de Minas e Energia e ex-diretor da Aneel; 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 1,6% no consumo de energia, de acordo com a Empresa de Pesquisa Energética, abaixo da retração de 4,4% no PIB no mesmo período. Estimamos que o consumo de energia crescerá em linha com o PIB em 3,4% em 2021 e 2,5% em 2022 (de acordo com nosso relatório “*Despite Growth Picking-Up, Pre-Pandemic Weaknesses Remain*”, publicado em 25 de março de 2021). Apesar do choque da segunda onda 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 suas linhas de transmissão e sua geração de energia no regime de receitas O&M, e até R\$ 9,5 bilhões em 2021 e 2022 de indenização dos ativos de transmissão não depreciados relacionados à renovação antecipada das concessões.

Os passivos contingentes resultam em um ajuste de R\$ 37 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\$ 7 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 51 SPEs, totalizando ganhos de R\$ 2,3 bilhões entre 2017 e 2020. 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 dos ratings de crédito da Eletrobras reflete nossa expectativa de que a empresa manterá sua estratégia de desalavancagem, com a execução da venda de ativos não essenciais (*non core*) e participações minoritárias em projetos, e utilizando esses recursos para reduzir a dívida. Isso deve resultar em um declínio no índice de dívida ajustada sobre EBITDA para um nível inferior a 5,0x e na melhora da geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida ajustada para acima de 11% nos próximos 12 meses.

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, um rebaixamento 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 rating 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

Nossos ratings da Eletrobras são limitados pelo rating soberano do Brasil. Poderemos elevar o SACP da empresa nos próximos 12 a 18 meses após a 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 3,4% do PIB brasileiro em 2021 e de 2,5% em 2022 (de acordo com nosso relatório mais recente sobre as condições econômicas, “*Despite Growth Picking-Up, Pre-Pandemic Weaknesses Remain*”, publicado em 25 de março de 2021);
- Inflação média de cerca de 5,3% em 2021 e de 3,9% 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

- EBITDA de R\$ 13,50 bilhões em 2020, R\$13 bilhões -R\$ 14 bilhões em 2021, e R\$ 13 bilhões -R\$ 14 bilhões em 2022;
- Dívida ajustada sobre EBITDA de 5,3x em 2020, 4,5x-5,0x em 2021, e 4,0x-4,5x em 2022; e
- FFO sobre dívida de 11,5% em 2020, 11,0%-12,0% em 2021, e 12,0%-13,0% em 2022.

Os números de 2021 e 2022 são estimativas.

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.

Analizamos 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 contingências de fundo de pensão (cerca de R\$ 4,5 bilhões).

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 51,8% do capital votante da empresa e 42,6% do capital total. A Eletrobras tem como foco a geração (50,6 gigawatts [GW] de capacidade instalada) e transmissão (76,129 Km), o que representa cerca de 63% e 35% de suas receitas, respectivamente.

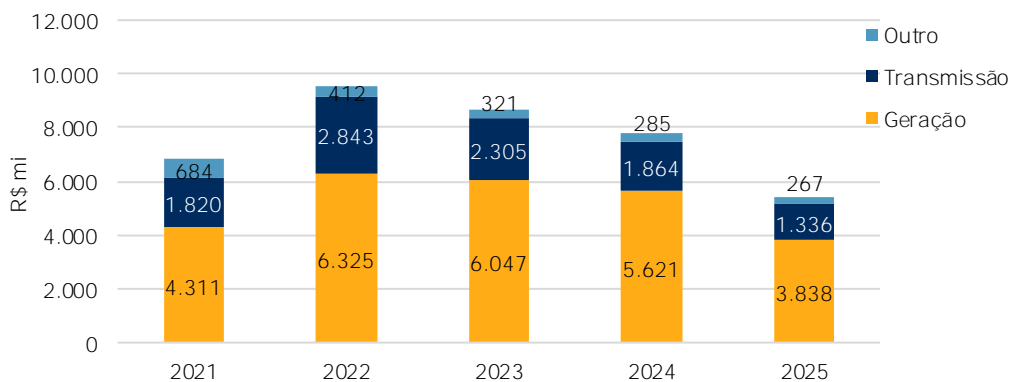
Perfil de Risco de Negócios

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\$ 40 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). O capex de 2020 totalizou R\$ 3 bilhões, 67% do capex projetado. No entanto, 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			
	Eletrbras-Centrals Elétricas Brasileiras S.A	Comision Federal De Electricidad	Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras
Ratings em 7 de abril de 2021	BB-/Estável/--	BBB+/Negativa/--	BB-/Estável/--
	--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2020--		
R\$ Milhões			
Receitas	28,264,5	131,442,5	272,069,0
EBITDA	13,485,7	29,358,0	142,759,0
FFO	8,246,7	23,693,1	121,105,0
Despesas com juros	4,182,9	24,964,9	33,370,0
Juros-caixa pagos	1,701,1	5,664,9	15,828,0
Fluxo de caixa das operações	4,198,7	28,470,9	133,542,0
Capex	2,396,8	10,015,4	29,974,0
FOCF	1,801,9	18,455,4	103,568,0
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	(792,0)	18,455,4	96,911,0
Caixa e investimentos de curto prazo	14,326,0	29,764,5	64,280,0
Dívida	71,513,5	303,547,8	446,788,9
Patrimônio líquido	73,751,3	152,542,1	311,150,0
Índices Ajustados			
Margem EBITDA (%)	47,7	22,3	52,5
Retorno sobre capital (%)	10,3	2,7	10,3
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,2	1,2	4,3
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	5,8	5,2	8,7
Dívida/EBITDA (x)	5,3	10,3	3,1
FFO/Dívida (%)	11,5	7,8	27,1
Fluxo de caixa das operações/Dívida (%)	5,9	9,4	29,9
FOCF/Dívida (%)	2,5	6,1	23,2
DCF/Dívida (%)	(1,1)	6,1	21,7

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. Os ratings da CFE estão no mesmo nível dos ratings do México, refletindo a probabilidade quase certa de suporte extraordinário do governo. Vemos a reforma do setor de energia recém-aprovada no México como parte da estratégia da atual administração para fortalecer o papel da CFE, a concessionária estatal, no mercado de eletricidade (leia nosso relatório "*Proposed Reform To Electric Law Could Deepen Challenges For Mexican Power Projects*", 25 de março de 2021).

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 possui uma estratégia mais voltada ao mercado. Alteramos o vínculo da Eletrobras com o governo para 'muito forte', igualando-o àquele da Petrobras, pois o governo ainda detém controle desta última, dado o direito de nomear a maioria dos membros do conselho. Se o Congresso aprovar a reforma legislativa necessária para a privatização da concessionária com diluição total do controle, como descrito na MP 1031, poderemos rever nossa avaliação do vínculo da empresa com o governo para uma categoria mais fraca. 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 5,3x em dezembro 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), e passivos de fundos de pensão (R\$ 7 bilhões).

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 --					
	2020	2019	2018	2017	2016
Histórico dos ratings	BB- /Estável/--	BB/Estável/-	BB- /Estável/--	BB/Negativa/-	BB/Negativa/-
	-	-	-	-	-
R\$ Milhões					
Receitas	28.264,5	28.917,0	20.711,9	29.963,8	29.883,0
EBITDA	13.485,7	12.520,8	11.638,4	4.521,6	2.056,1
FFO	8.246,7	5.485,3	6.218,6	(1.255,8)	(3.079,3)
Despesas com juros	4.182,9	4.996,4	4.206,1	7.538,9	7.780,1
Juros-caixa pagos	1.701,1	3.650,6	3.183,1	3.890,7	3.905,5
Fluxo de caixa das operações	4.198,7	(86,3)	121,5	336,2	209,3
Capex	2.396,8	2.020,2	1.261,0	2.991,7	3.680,9
FOCF	1.801,9	(2.106,5)	(1.139,5)	(2.655,5)	(3.471,6)
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	(792,0)	(3.289,7)	(1.204,0)	(3.036,9)	(3.477,4)
Caixa e investimentos de curto prazo	14.326,0	10.761,7	6.991,5	7.716,6	6.177,6
Caixa disponível bruto	14.326,0	10.761,7	6.991,5	7.716,6	6.177,6
Dívida	71.513,5	73.035,7	77.975,7	66.964,0	53.596,6
Patrimônio líquido	73.751,3	71.394,1	56.008,9	42.752,5	44.064,9
Índices ajustados					
Margem EBITDA (%)	47,7	43,3	56,2	15,1	6,9
Retorno sobre capital (%)	10,3	9,2	18,0	6,4	(2,0)
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,2	2,5	2,8	0,6	0,3
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	5,8	2,5	3,0	0,7	0,2
Dívida/EBITDA (x)	5,3	5,8	6,7	14,8	26,1
FFO/Dívida (%)	11,5	7,5	8,0	(1,9)	(5,7)
Fluxo de caixa operacional/Dívida (%)	5,9	(0,1)	0,2	0,5	0,4
FOCF/Dívida (%)	2,5	(2,9)	(1,5)	(4,0)	(6,5)
DCF/Dívida (%)	(1,1)	(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

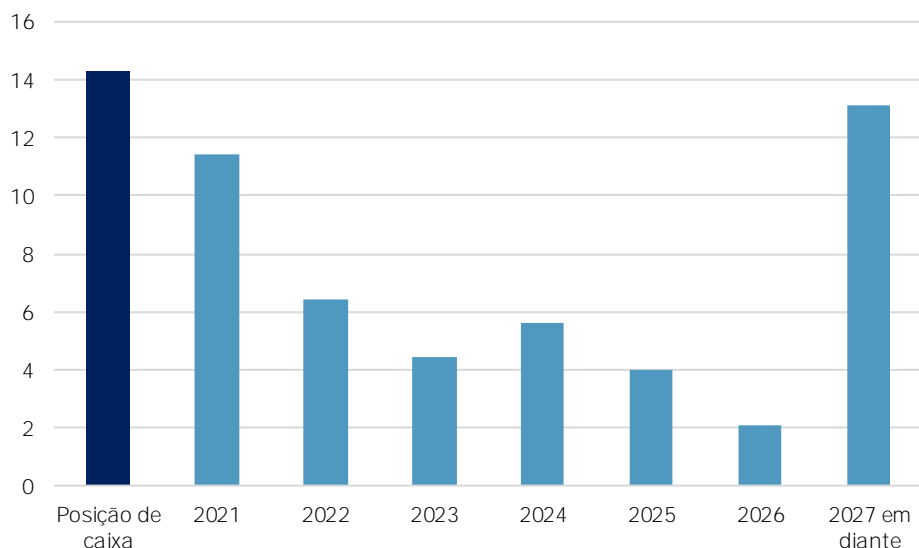
- Posição de caixa consolidada não restrita de R\$ 14,3 bilhões em 30 de dezembro de 2020;
- FFO caixa de cerca de R\$ 11 bilhões nos próximos 12 meses.

Principais usos de liquidez

- Vencimentos de dívida de R\$ 11,4 bilhões nos próximos 12 meses, incluindo o vencimento das notas no valor de US\$641 milhões em outubro de 2021;
- Investimentos mínimos de R\$ 3,0 bilhões em 2021;
- Pagamento de dividendos de R\$ 2,5 bilhões.

Vencimentos de dívida

Gráfico 2 - Perfil de vencimento da dívida
(em 31 de dezembro 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 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

Em março de 2021, alteramos nossa avaliação da probabilidade de a Eletrobras receber suporte extraordinário do governo de quase certa para extremamente alta, dadas as discussões em andamento e a intenção do governo de avançar com a privatização com a publicação da MP 2031. Essa avaliação ainda reflete um alto grau de influência do acionista controlador da empresa, o governo federal, e seus incentivos, capacidade e ferramentas para dar suporte à empresa, se necessário. Nossa premissa baseia-se nos seguintes fatores:

- Mantemos nossa avaliação do papel crítico da Eletrobras como veículo do governo para o desenvolvimento do setor elétrico. A Eletrobras é a maior concessionária de utilidade pública integrada do setor elétrico brasileiro, respondendo por cerca de 29% da capacidade total de geração (33% do total gerado em 2020) e 43,5% das linhas de transmissão do país. Dado o porte da empresa e o tempo de reposição e/ou construção de novos ativos, acreditamos que esses serviços não poderiam ser realizados por outra entidade no médio prazo.
- Seu vínculo muito forte com o governo. Reduzimos nossa avaliação desse vínculo, pois vimos a medida provisória como evidência de uma potencial aceleração do processo de privatização da empresa. Ao mesmo tempo, o governo ainda garante uma parte da dívida da Eletrobras e possui um histórico de fornecer injeções de capital em cenários de dificuldades financeiras. Poderemos reduzir ainda mais nossa avaliação desse vínculo se o Congresso aprovar a diluição do controle da empresa, sem que nenhum acionista tenha direito a mais de 10% da composição do conselho e dependendo da limitação das disposições de sua *golden share* proposta.

Continuaremos monitorando o desenvolvimento da iniciativa do governo de forma a reavaliar o vínculo com o governo e, conseqüentemente, a probabilidade de suporte extraordinário, se necessário.

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\$ 47 bilhões em dívida consolidada, sendo cerca de 60% 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 entidades vinculadas ao governo (GREs – *government-related entities*) não estão sujeitas à recuperação judicial.

Reconciliação

Tabela 3 - Reconciliação dos montantes reportados pela Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras S.A. com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ milhões)

- Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2020 -							
Montantes reportados pela Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras S.A.							
	Dívida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	Lucro operacional	EBITDA ajustado pela S&P Global Ratings	Fluxo de caixa operacional
Reportado	47.002,0	73.478,3	29.080,5	10.249,0	8.624,3	13.485,7	4.198,7
Ajustes da S&P Global Ratings							
Impostos-caixa pagos	--	--	--	--	--	(3.538,0)	--
Juros-caixa pagos	--	--	--	--	--	(1.701,1)	--
Passivos de arrendamentos reportados	1.053,2	--	--	--	--	--	--
Caixa acessível & Investimentos líquidos	(14.326,0)	--	--	--	--	--	--
Resultado (despesas) de empresas não consolidadas	--	--	--	(1.670,9)	--	--	--
Resultado (despesa) não operacional	--	--	--	--	1.316,3	--	--
Participação dos não controladores/Participação minoritária	--	273,0	--	--	--	--	--
Dívida: Garantias	30.575,7	--	--	--	--	--	--
Dívida: Salários/previdência privada	7.016,8	--	--	--	--	--	--
Dívida: Passivos tributários	191,7	--	--	--	--	--	--
Receita: Outros	--	--	(816,0)	(816,0)	(816,0)	--	--
CPV: Itens não operacionais não recorrentes	--	--	--	966,4	966,4	--	--
EBITDA: Custos de acordos (litígio/seguro)	--	--	--	4.757,2	4.757,2	--	--
Capital de giro: Impostos	--	--	--	--	--	--	3.538,0
Capital de giro: Outros	--	--	--	--	--	--	4.513,7
Fluxo de caixa operacionais: Impostos	--	--	--	--	--	--	(3.538,0)
Fluxo de caixa operacionais: Outro	--	--	--	--	--	--	(4.513,7)
Ajustes totais	24.511,5	273,0	(816,0)	3.236,7	6.223,9	(5.239,1)	--
Montantes ajustados pela S&P Global Ratings							
	Dívida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	EBIT	FFO	Fluxo de caixa operacional
Ajustado	71.513,5	73.751,3	28.264,5	13.485,7	14.848,2	8.246,7	4.198,7

Realizamos vários ajustes analíticos aos resultados financeiros reportados pela Eletrobras. Realizamos os seguintes ajustes à dívida:

- Deduzimos R\$ 14,3 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\$ 7 bilhões de obrigações de benefício pós-emprego;
- Adicionamos R\$ 1 bilhão em contratos de arrendamento.

Em dezembro de 2020, a Eletrobras reclassificou suas demonstrações financeiras relativas à indenização de ativos não depreciados referentes à renovação antecipada das concessões de transmissão sob a Lei 12.783/2013 como obrigação contratual, ao invés de ativos financeiros. Conseqüentemente, ajustamos nossas informações financeiras da empresa.

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-portfólio	Neutra (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)
Perfil de crédito individual (SACP)	bb-
Rating soberano	BB-
Probabilidade de suporte do governo	Extremamente alta (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 para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site www.capitaliq.com. Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em www.standardandpoors.com. Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [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
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011

Artigo

- [Ratings 'BB-' e 'brAAA/brA-1+' da Eletrobras reafirmados após nova iniciativa de privatização: perspectiva segue estável](#), 12 de março de 2021

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 13 de abril de 2021)

Eletronorte - Centrais 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 (gratuito), e www.ratingsdirect.com e www.globalcreditportal.com (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em www.standardandpoors.com/usratingsfees.

Austrália

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