

Transporte
Brasil
Relatório Analítico

Concessionária Rio-Teresópolis (CRT)

Ratings

Emissão/Classe	Ratings Atuais
Rating Nacional de Longo Prazo	A+ (bra)

Perspectiva

Rating Nacional de Longo Prazo	Estável
--------------------------------	---------

Dados Financeiros e Operacionais

CRT (Consolidado) (BRL milhões)	30 Set 10*	31 Dez 09
Receita Líquida	108.996	100.256
EBITDAR	70.146	62.760
Recursos das operações	37.409	32.690
Dívida total ajustada	44.655	29.965
Caixa e aplicações financeiras	17.351	18.824
Dívida total ajustada/ EBITDAR	0,6	0,5
Tráfego (milhões de veículos equivalentes)	13,6	14,0

* Período de 12 meses

Analistas

Gisele Paolino
+55 21 4503-2600
gisele.paolino@fitchratings.com

Fernanda Rezende
+55 11 4504-2600
fernanda.rezende@fitchratings.com

Pesquisas Relacionadas

- *Fitch Afirma Rating da CRT, 6 de janeiro de 2010*

Metodologia Aplicada

- *Corporate Rating Methodology, 13 de agosto de 2010*

Fundamentos do Rating

- O rating da Concessionária Rio-Teresópolis (CRT) reflete a sua satisfatória performance operacional e a manutenção de fortes medidas de crédito, mesmo diante da crise econômica em 2009, do aumento dos investimentos em 2010 e do pagamento de expressivos volumes de dividendos e de remuneração a debenturistas nos últimos anos.
- A Fitch considerou como fatores restritivos da classificação a política de maximização de distribuição de resultados da CRT a acionistas e debenturistas, a alta correlação entre o fluxo de veículos na rodovia e o poder de renda da população, além do risco político moderado. Por ser uma concessão federal, e com base no histórico favorável de ausência de intervenções governamentais nas concessões federais, o risco político na CRT é considerado menor, quando comparado a concessões estaduais.
- A CRT apresenta baixa alavancagem, embora levemente impactada pela emissão de novas dívidas para financiar investimentos e pela maior remuneração a debenturistas e acionistas. A CRT deverá passar por um período de expressivos investimentos até 2014, que serão financiados com uma combinação de geração de caixa e novas dívidas de longo prazo. A alavancagem da CRT, ao final de 2010, deverá permanecer conservadora e a Fitch espera que este indicador permaneça abaixo de 1,0 vez nos próximos dois anos.
- O perfil creditício da CRT se beneficia de seu alongado perfil de vencimento de dívidas. Os índices de cobertura da dívida de curto prazo são conservadores e deverão se manter fortes durante os próximos anos, tendo em vista o crescente fluxo de caixa operacional e o alongado perfil de amortização da dívida.
- A dívida total da CRT inclui saldo devedor de debêntures conversíveis em ações preferenciais, cuja remuneração é baseada na distribuição de lucro líquido da companhia e o vencimento é programado para o término da concessão em 2021. A CRT beneficia-se da flexibilidade da estrutura das debêntures "quasi equity", que têm remuneração baseada na apuração de resultados pela companhia. A Fitch entende que, mesmo não existindo qualquer mecanismo que diferencie esta dívida de uma obrigação com terceiros, uma eventual deterioração da performance da CRT consequentemente ocasionaria menor pressão de pagamento aos debenturistas, o que permitiria maior grau de proteção do fluxo de caixa.
- O rating se apoia, ainda, na razoável previsibilidade de seus resultados e nas elevadas margens operacionais de seu negócio de concessão rodoviária. A CRT vem apresentando crescente geração de EBITDA, baseada no aumento de tráfego e no sucesso da aplicação de reajustes tarifários. A Fitch acredita que a receita e o EBITDA continuarão aumentando em 2011, apoiados num crescimento marginal de tráfego total e no reajuste tarifário de 7,8% obtido em setembro de 2010. A margem EBITDA de 64,4% no período permanece em linha com a do setor.
- O fluxo de caixa livre (FCF) da CRT deve continuar negativo, ao menos nos próximos dois anos, pressionado pelos maiores investimentos e pela maximização de distribuição de resultados a acionistas e debenturistas. Um dos principais desafios da CRT nos próximos anos será administrar os fortes investimentos, combinados com sua agressiva política de dividendos e a remuneração das debêntures.

Fatores de Evolução do Rating

- A não ocorrência de impactos significativos no tráfego da rodovia, apesar do período de obras, e a continuidade de suas conservadoras medidas de crédito poderão levar a uma ação positiva no rating da CRT.
- A Fitch também entenderia como fator positivo uma menor pressão para pagamento de resultado a debenturistas e acionistas. Este fator aumentaria a flexibilidade financeira da CRT e sua capacidade de preservar um caixa mais elevado para se proteger de eventos inesperados ou possíveis descasamentos no resultado contábil, no qual se baseia a distribuição de resultado para acionistas e debenturistas, e a efetiva geração de caixa da companhia.
- Os ratings da CRT poderão ser negativamente impactados por um crescimento significativo da sua alavancagem, como resultado de uma deterioração no desempenho operacional; por insucessos na aplicação dos reajustes tarifários; e por uma maior flexibilidade na política de emissão de novas dívidas.

Eventos Recentes

Em setembro de 2009, a Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT), agente regulador do contrato de concessão da CRT, suspendeu a cobrança de pedágio na segunda praça principal de pedágio da rodovia, a PN2, por dois anos. A suspensão está relacionada ao fato de a praça estar localizada em área urbana por onde passa a rodovia, o que faz com que a cobrança de pedágio neste local acarrete questões sociais à CRT.

Visando ao equilíbrio econômico-financeiro do contrato de concessão, a suspensão da cobrança de pedágio na praça foi compensada com o reajuste tarifário, em setembro de 2009, da primeira praça principal da rodovia, PN1, e o das auxiliares de 16,9%. O reposicionamento da PN2 para outro local está sendo analisado pela ANTT, como forma de eliminar o problema anterior.

Em setembro de 2010, as tarifas da PN1 e das praças auxiliares da rodovia foram reajustadas em 7,8%.

Em 12 de janeiro de 2011, a CRT fechou ao tráfego o trecho, com extensão de 40 quilômetros, que liga Teresópolis a Sapucaia, em função de deslizamentos de terra que obstruíram a via, causados por chuvas torrenciais na região. A companhia reportou que já iniciou a avaliação dos danos na infraestrutura da estrada e que já está buscando as soluções adequadas. A Fitch acredita que este evento terá efeito limitado na capacidade da geração de caixa e nas medidas de crédito da CRT, dado que o tráfego nesse trecho corresponde a apenas cerca de 10% do tráfego total da rodovia e que a CRT possui apólice de seguro que prevê a cobertura de despesas desta natureza. A agência irá monitorar este evento e seus efeitos nos próximos trimestres.

Liquidez e Estrutura da Dívida

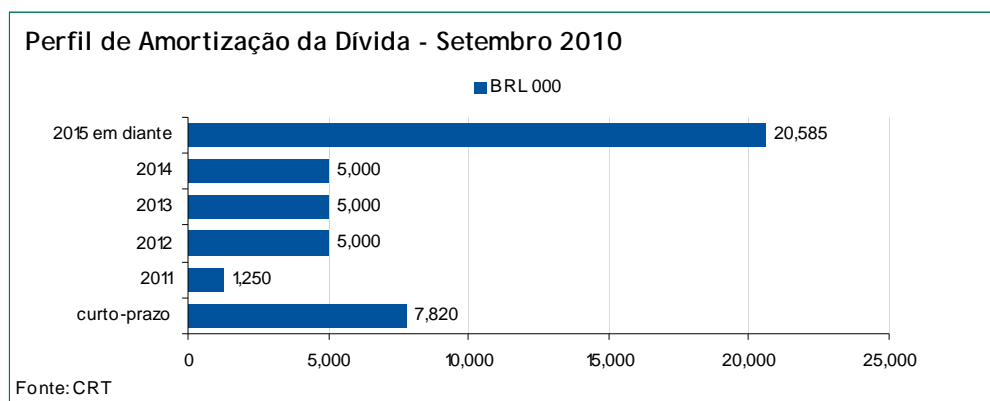
O perfil de crédito da CRT é conservador e sua liquidez é compatível com seu endividamento. Em setembro de 2010, a concessionária reportou caixa e aplicações financeiras de BRL17,3 milhões. Este saldo deverá flutuar nos próximos três anos em função do cronograma da construção da terceira faixa ao longo do trecho de serra na rodovia. A CRT deverá investir cerca de BRL120 milhões até 2014, sendo cerca de BRL70 milhões em 2011 e 2012. Estes investimentos deverão ser financiados com uma combinação de geração de caixa e novas dívidas de longo prazo, em sua maioria com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

A dívida da companhia apresenta perfil de longo prazo, compatível com sua capacidade de geração de caixa. Ao final de setembro de 2010, a CRT reportou dívida total de BRL44,7 milhões, sendo BRL7,8 milhões (ou 18%) com vencimento no curto prazo e BRL19,9 milhões (ou 45%) a vencer até 2013. A dívida era composta

por BRL32,9 milhões (ou 74%) do saldo devedor com o BNDES; BRL7,7 milhões (17%) do principal das debêntures conversíveis em ações preferenciais, com vencimento em 2021; e BRL4,0 milhões (9%) relativos à remuneração das debêntures a serem pagas no trimestre subsequente.

Em 2009 e 2010, o aumento da dívida ocorreu de acordo com o esperado e em linha com o plano de investimentos da companhia. Até novembro de 2010, a CRT havia emitido nova dívida de BRL38 milhões com o BNDES, com amortização inicial prevista para fevereiro de 2011. Esta transação está enquadrada em uma linha de crédito aprovada de BRL52 milhões para financiar os investimentos da companhia nos próximos dois anos.

Em 2002, a empresa emitiu debêntures conversíveis em ações preferenciais. O objetivo da emissão era fazer com que os acionistas iniciais recuperassem parte do capital investido na época da privatização, através do resgate de suas ações preferenciais. Com isso, a CRT passou a ter debenturistas na condição de acionistas, cuja remuneração ocorre através da participação proporcional em, no mínimo, 75% do lucro apurado pela empresa. A participação proporcional, de 39,5% no lucro distribuído, é definida com base na parcela dos debenturistas no capital social da companhia, como se as debêntures já tivessem sido convertidas em ações.



A CRT passou a contar com debenturistas em seu Conselho de Administração, sendo que, de um total de sete conselheiros, dois passaram a ser indicados pelos debenturistas. Além de indicar membros do conselho, os debenturistas têm direito a indicar o diretor financeiro da companhia; poder de veto no orçamento; e voto qualificado na definição de endividamento e no lançamento de novas debêntures ou ações.

Os índices de alavancagem da CRT são baixos e deverão permanecer conservadores mesmo durante o período de fortes investimentos. No período de 12 meses encerrado em setembro de 2010, a alavancagem da companhia foi de 0,6 vez e o índice de cobertura dos juros, de 3,6 vezes. Estes indicadores foram levemente impactados pela emissão de novas dívidas para financiar investimentos futuros e pela maior remuneração a debenturistas. A Fitch espera que a alavancagem da CRT continue conservadora ao final de 2010, em cerca de 1,0 vez, e que este indicador permaneça abaixo deste patamar nos próximos dois anos.

CRT - Evolução da Dívida (BRL milhões)

	Setembro/2010	2009	2008
Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)	32,9	18,5	0,9
Principal das Debêntures	7,7	7,7	7,7
Remuneração das Debêntures	4,0	3,8	3,7
Total	44,7	30,0	12,3

Fonte: CRT

Fluxo de Caixa/Cobertura de Serviço da Dívida

O contínuo crescimento do tráfego e o sucesso na aplicação dos reajustes tarifários elevaram a receita líquida da CRT em cerca de 14% ao ano, de 2007 a 2009. No período de 12 meses encerrado em setembro de 2010, a receita líquida, de BRL109,0 milhões, foi 8,7% maior do que a apurada em 2009. A geração de EBITDA vem apresentando importantes incrementos e margens satisfatórias. No período de 2007 a 2009, o EBITDA havia crescido à taxa média de 16% ao ano. No período de 12 meses encerrado em setembro de 2010, o EBITDA da companhia foi de BRL70,1 milhões, em comparação com BRL62,7 milhões em 2009 e BRL50,8 milhões em 2008. A margem de EBITDA foi de 64,4% no período, em linha com a média do setor.

No período de 12 meses encerrado em setembro de 2010, os Recursos das Operações (FFO) e o Fluxo de Caixa das Operações (CFFO) foram robustos, de BRL34,9 milhões e BRL33,8 milhões, comparados a BRL29,4 milhões e BRL29,7 milhões, em 2009, respectivamente. Como resultado, os índices de cobertura da dívida de curto prazo são conservadores: a relação FFO/dívida de curto prazo é de 4,5 vezes e de CFFO/dívida de curto prazo, de 4,3 vezes, considerando o período de 12 meses encerrado em 30 de setembro de 2010.

O fluxo de caixa livre (FCF) da CRT deve continuar negativo, ao menos nos próximos dois anos, pressionado pelos maiores investimentos e pela maximização de distribuição de resultados a acionistas e debenturistas. A CRT tem a política de distribuir, no mínimo, 75% de seu lucro líquido como remuneração a debenturistas e dividendos a acionistas. No período de 12 meses encerrado em 30 de setembro de 2010, a CRT investiu BRL29,6 milhões e distribuiu BRL28,4 milhões a acionistas e BRL18,2 milhões a debenturistas. Com isso, o FCF ficou negativo em BRL24,2 milhões. Um dos principais desafios da CRT nos próximos anos será administrar os fortes investimentos, combinados com sua agressiva política de dividendos e a remuneração das debêntures. Os relevantes investimentos de BRL120 milhões até 2014 refletem uma saída de caixa e, por práticas contábeis, não transitam pelo lucro líquido da CRT, que é base de remuneração dos debenturistas. Portanto, a base de remuneração destes deve continuar aumentando, enquanto o fluxo de caixa da companhia estará pressionado pelos maiores desembolsos previstos.

Perfil da Empresa

A CRT é a empresa responsável por operar a concessão da Rodovia Rio-Teresópolis, que liga a Região Metropolitana do Rio de Janeiro à cidade serrana de Teresópolis, no Estado do Rio de Janeiro. É a principal via de acesso da capital àquela região, considerada como um polo turístico.

A companhia foi criada por um grupo de empresas do segmento de construção civil, que tinha por finalidade assumir a atividade da rodovia, pertencente, até então, ao governo federal. Em 25 de novembro de 1995, a CRT e o poder concedente, a União, assinaram o Contrato de Concessão, com prazo de vigência de 25 anos. Em 22 de março de 1996, a CRT assumiu a administração da rodovia.

CRT - Controle Acionário

	% Capital Votante	% Capital Total	% Capital Total (considerando debenturistas)
OAS	51,0	32,9	19,9
Strata	13,0	14,2	8,6
Queiroz Galvão e Subsidiárias	16,3	18,7	5,7
Carioca Engenharia	16,3	18,7	11,3
Outros Acionistas	3,4	15,5	2,7
Debenturistas	-	-	39,5

Fonte: CRT

Atualmente, o controle acionário da empresa é compartilhado entre a OAS, Strata, Queiroz Galvão e Carioca Engenharia, que juntas possuem cerca de 97% das ações ordinárias da empresa, regido por um Acordo de Acionistas.

Operações

A Rodovia Rio-Teresópolis possui 142,5 quilômetros. Ao longo de sua extensão, existem quatro praças de pedágio, sendo duas principais (PN1 e PN2) e duas auxiliares, todas bidirecionais. Atualmente, a única praça principal de pedágio ativa é a PN1, uma vez que a PN2 teve a cobrança de pedágio temporariamente suspensa por dois anos, desde setembro de 2009. Atualmente, 65% do fluxo total de veículos na rodovia corresponde a veículos leves e 35%, a caminhões. Transformando esta avaliação para veículos equivalentes, a proporção passa a ser de cerca de 60% de veículos pesados e aproximadamente 40%, veículos leves. O desempenho da rodovia é afetado, sobretudo, pelo poder de renda da população, pelo desempenho da economia e e pela existência de rotas alternativas (rotas de fuga) para o não-pagamento do pedágio.

A Rodovia Rio-Teresópolis não apresenta ameaça significativa de concorrente, já que é a única opção de rota que liga diretamente Duque de Caxias, zona industrial do Rio de Janeiro, ao nordeste do Estado. Não existe, ainda, nenhum projeto que ameace sua posição dominante na região atendida.

Tráfego

O tráfego medido pelo número de veículos-equivalentes apresentou crescimento até 2008. No terceiro trimestre de 2009, a suspensão temporária da cobrança de pedágio na PN2 resultou na queda de tráfego total pedagiado da rodovia em 2009 de 1,8% em relação a 2008. Desconsiderando o tráfego pedagiado na PN2 da base de comparação, o tráfego de veículos no somatório das demais praças cresceu cerca de 2,5%, no período. A Fitch espera que, em 2010 e 2011, o fluxo de veículos na rodovia sofra o impacto moderado das obras de duplicação do trecho na serra, podendo ser compensado pelo efeito do aquecimento da economia nacional.

O fluxo de veículos na CRT tende a ser beneficiado a partir de 2012, após a construção do Arco Rodoviário. Este projeto do Governo do Estado do Rio de Janeiro ligará Itaboraí, onde será construído o Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro, ao Porto de Itaguaí, e poderá beneficiar moderadamente o tráfego da CRT. O fluxo adicional, principalmente de caminhões, para atender à atividade industrial do complexo petroquímico, deverá ser capturado em sua praça principal de pedágio (PN1) e incrementar a geração operacional de caixa da concessionária. A Fitch não incorporou esta premissa em sua análise, por entender que se trata de um evento ainda incipiente.

Tarifa

A receita da companhia advém da cobrança dos pedágios, cuja tarifa é reajustada anualmente, no mês de setembro. O valor tem como base uma fórmula paramétrica preestabelecida no Contrato de Concessão, que visa a refletir variações nos custos de empresas do setor de concessão rodoviária. Também são levados em consideração os investimentos feitos na rodovia naquele ano e que não foram contemplados no contrato de concessão. As tarifas praticadas pressupõem o equilíbrio econômico-financeiro da concessão e podem ser revistas, caso haja desequilíbrio para melhor ou pior.

A CRT não tem apresentado problemas na aplicação dos reajustes tarifários submetidos à ANTT. As tarifas médias praticadas pela concessionária têm evoluído de forma a permitir o crescimento da receita e da geração operacional de caixa, mesmo em períodos de redução no tráfego de veículos. Em setembro de 2010, o reajuste tarifário foi de 7,8%, parte deste compensando a suspensão da cobrança de pedágio em PN2, em setembro de 2009.

CRT - Tráfego Veículos-Equivalentes (milhares)

Ano	Total	Variação
2005	12.557	-
2006	12.981	3,4%
2007	13.212	1,8%
2008	14.212	7,6%
2009	13.966	-1,8%
Set/10*	13.576	-4,5%

* Período de 12 meses
Fonte: CRT

CRT - Tarifa média

Ano	BRL	Variação
2005	5,52	-
2006	6,03	9,2%
2007	6,41	6,3%
2008	6,92	7,9%
2009	7,91	14,31%
2010	9,02	14,03%

Fonte: CRT

Investimentos

Os investimentos na rodovia têm sido feitos dentro do cronograma estabelecido no Contrato de Concessão. O total de investimentos previstos até 2014 é de cerca de BRL120 milhões, dos quais aproximadamente BRL70 milhões em 2011 e 2012.

Deste valor relevante de investimentos nos próximos quatro anos, cerca de BRL50 milhões se referem à ampliação da capacidade da via pela construção da terceira faixa, no trecho da serra que liga Guapimirim a Teresópolis. O início das obras se deu em abril de 2010 e deverão ser concluídas em 2013. Tais investimentos estão sendo financiados pela combinação de novas dívidas de longo prazo junto ao BNDES e geração de caixa da companhia.

Aspectos Regulatórios/Setor

Nos últimos dez anos, o setor de concessões rodoviárias no Brasil tem apresentado evolução significativa. A indústria foi beneficiada pelo marco regulatório cada vez mais confiável; pelo crescente tráfego de veículos; e pela adequada disponibilidade de crédito, principalmente do BNDES, proporcionando dívida com prazos mais adequados à maturação dos projetos rodoviários e a custos mais atrativos.

A maior preocupação das concessionárias no início do Programa de Concessões Rodoviárias no Brasil era o ambiente regulatório, que contemplava forte risco político. No entanto, a experiência de mais de uma década desta atividade no Brasil indica que os contratos estão sendo respeitados, e que o arcabouço legal se mostra favorável às concessionárias. Este histórico tem permitido um grau maior de confiança quanto à maturidade da União e dos estados em compreender a relevância do cumprimento dos contratos de concessões rodoviárias, aliada à proteção jurídica destes acordos, quando testados no Judiciário.

A oferta de recursos adequados para o financiamento dos projetos no Brasil é um forte fundamento para a indústria. O setor tem apresentado um histórico de acesso considerável a linhas de crédito para a aquisição de concessões e a realização de investimentos. Nos últimos anos, o BNDES tem financiado projetos do setor de concessões rodoviárias em montantes significativos em relação ao total do investimentos, com prazos adequados ao maior período de maturação dos projetos. Linhas de crédito de órgãos multilaterais estrangeiros também têm sido ofertadas em abundância, ainda que, em sua maioria, as empresas optem por financiar os projetos no BNDES, o que é explicado pelo custo favorável e o casamento entre a moeda do empréstimo e a das receitas das concessionárias.

Estratégia

A estratégia operacional da CRT é manter os investimentos previstos no Contrato de Concessão, para que possam ser aprovados, anualmente, os reajustes de tarifas pelo órgão regulador.

No aspecto financeiro, os executivos da companhia têm como metas manter a reduzida alavancagem e maximizar o fluxo de dividendos para os acionistas e a participação nos lucros para os debenturistas. Um dos principais desafios da CRT para os próximos anos será administrar os fortes investimentos, paralelamente à sua agressiva política de dividendos e remuneração das debêntures.

Resumo Financeiro — Concessionaria Rio-Teresopolis (CRT)

	30/09/2010*	2009	2008	2007	2006
Coberturas					
EBITDA Operacional	70.146	62.760	50.802	46.408	41.513
EBITDAR Operacional	70.146	62.760	50.802	46.408	41.513
Margem do EBITDA Operacional (%)	64,4	62,6	56,6	60,3	58,6
Margem do EBITDAR Operacional (%)	64,4	62,6	56,6	60,3	58,6
Retorno dos Recursos das Operações sobre Capitalização Total Ajustada (%)	55,9	53,1	61,6	-	-
Margem do Fluxo de Caixa Livre (%)	-15,1	-12,1	11,1	-	-
Retorno sobre Capitalização Ajustada Média (%)	43,5	39,6	36,1	-	-
Coberturas					
Cobertura dos Juros pelos Recursos das Operações (X)	2,9	3,2	5,1	-	-
EBITDA Operacional / Despesa Bruta com Juros (X)	3,6	4,2	5,9	5,8	5,4
EBITDAR Operacional / (Despesa Bruta com Juros + Despesa com Aluguel) (X)	3,6	4,2	5,9	5,8	5,4
EBITDA Operacional / Serviço da Dívida (X)	2,6	3,4	3,8	3,4	3,2
EBITDAR Operacional / Serviço da Dívida (X)	2,6	3,4	3,8	3,4	3,2
Cobertura das Cobranças Fixas pelos Recursos das Operações (X)	2,9	3,2	5,1	-	-
Cobertura do Serviço da Dívida pelo Fluxo de Caixa Livre (X)	0,1	0,1	1,4	-	-
(Fluxo de Caixa Livre + Caixa e Equivalentes + Cobranças Fixas)/Serviço da Dívida (X)	0,7	1,2	2,3	-	-
Fluxo de Caixa das Operações/ Investimentos no Imobilizado(X)	1,1	1,3	2,6	-	-
Estrutura de Capital e Alavancagem					
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido/Recursos das Operações(X)	0,8	0,6	0,3	-	-
Dívida Total com Capital Híbrido/EBITDA Operacional (X)	0,6	0,5	0,2	0,3	0,4
Dívida Líquida com Capital Híbrido/ EBITDA Operacional (X)	0,4	0,2	0,0	0,2	0,2
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido/EBITDAR Operacional (X)	0,6	0,5	0,2	0,3	0,4
Dívida Líquida Ajustada com Capital Híbrido/ EBITDAR Operacional (X)	0,4	0,2	0,0	0,2	0,2
Custo Financeiro Implícito (%)	57,2	70,2	65,4	51,1	38,6
Dívida Securitizada/Dívida Total (X)				0,3	0,2
Dívida de Curto Prazo/Dívida Total (X)	0,2	0,1	0,4	0,4	0,3
Balço Patrimonial					
Ativo Total	121.064	107.105	85.527	77.100	71.958
Caixa e Equivalentes	17.351	18.824	12.276	6.071	8.208
Dívida de Curto Prazo	7.820	3.797	4.560	5.665	5.350
Dívida de Longo Prazo	36.835	26.168	7.668	8.521	11.917
Dívida Total	44.655	29.965	12.228	14.186	17.267
Capital Híbrido †					
Dívida Total com Capital Híbrido	44.655	29.965	12.228	14.186	17.267
Dívida Fora do Balço	0	0	0	0	0
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido	44.655	29.965	12.228	14.186	17.267
Patrimônio Líquido Total	57.439	59.460	59.498	51.342	44.226
Capitalização Total Ajustada	102.094	89.425	71.726	65.528	61.493
Fluxo de Caixa					
Recursos das Operações	37.409	32.690	35.515	-	-
Variação no Capital de Giro	-3.722	-2.984	-320	-	-
Fluxo de Caixa das Operações	33.687	29.706	35.195	-	-
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	0	0	0	-	-
Investimentos no Imobilizado	-29.611	-22.425	-13.407	-	-
Dividendos	-20.535	-19.460	-11.852	-	-
Fluxo de Caixa Livre	-16.459	-12.179	9.936	-	-
Aquisições e Desinvestimentos, Líquido	0	0	0	-	-
Outros Investimentos, Líquido	0	0	0	-	-
Recursos de Dívida, Líquido	14.855	17.645	-3.410	-	-
Recursos de Capital, Líquido	0	0	0	-	-
Outros	276	1.082	0	-	-
Variação do Saldo de Caixa	-1.328	6.548	6.526	-	-
Demonstração de Resultados					
Receita Líquida	108.996	100.256	89.831	76.970	70.827
Variação na Receita Líquida (%)	11%	12%	17%	9%	12%
Lucro Operacional	59.140	51.840	40.470	35.894	30.872
Despesa Bruta com Juros	19.673	14.819	8.636	8.034	7.755
Despesa com Aluguel	0	0	0	0	0
Lucro Líquido	25.310	23.558	20.008	17.424	14.303

* – Período de 12 meses Fonte: Fitch Ratings.

TODOS OS RATINGS DE CRÉDITO DA FITCH ESTÃO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE EXONERAÇÃO DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR ESSAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE EXONERAÇÃO DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). AS DEFINIÇÕES E TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). OS RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS PUBLICADOS ESTÃO PERMANENTEMENTE DISPONÍVEIS NESTE SITE. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH E POLÍTICAS DE CONFIDENCIALIDADE, CONFLITOS DE INTERESSE; SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL) DE AFILIADAS, COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO "CÓDIGO DE CONDUTA".

Copyright © 2011 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telefone: 1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Ao atribuir e manter seus ratings, a Fitch conta com informações factuais que recebe de emissores e *underwriters* e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch executa uma pesquisa razoável das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém razoável verificação destas informações de fontes independentes, na medida em que estas fontes estejam disponíveis com determinado patamar de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emitente esteja localizado, da disponibilidade e natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações pré-existentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir seus ratings, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e predições sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado.

As informações neste relatório são fornecidas "tal como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião se apoia em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhuma classificação é de responsabilidade exclusiva de um indivíduo, ou de um grupo de indivíduos. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser modificados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxação sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe honorários de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e *underwriters* para avaliar os títulos. Estes honorários geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante o pagamento de uma única taxa anual. Tais honorários podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e distribuição por meios eletrônicos, a pesquisa da Fitch poderá ser disponibilizada para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.