

Transportes
Brasil
Relatório Analítico

**ALL - América Latina Logística S.A.
& Subsidiárias**

Ratings

Emissão/classe	Ratings Atuais
IDR (ML) ALL	BB-
IDR (ME) ALL-	BB-
Escala Nacional ALL	A-(bra)
Debêntures - 5ª Emissão ALL	A-(bra)
Debêntures - 6ª Emissão ALL	A-(bra)
Debêntures - 6ª Emissão ALL	A-(bra)
Malha Norte	
Debêntures - 1ª Emissão ALL	A-(bra)
Malha Paulista	
Debêntures - 3ª Emissão ALL	A-(bra)
Malha Sul	

Perspectiva

IDR de Longo Prazo em Moeda Estrangeira	Estável
IDR de Longo Prazo em Moeda Local	Estável
Rating Nacional de Longo Prazo	Estável

Dados Financeiros e Operacionais

ALL (Consolidado)	30 Set 09*	31 Dez 08
(BRL milhões)		
Receita líquida	2.605	2.509
EBITDAR	1.320	1.204
Recursos das operações	269	351
Dívida total	6.931	6.696
Caixa e aplicações financeiras	2.205	2.642
Dívida total Ajustada/EBITDAR	5,4	5,7
TKU (milhões)	40.276	38.204

* Últimos 12 meses

Analistas

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

José Vertiz
+1 212 908 0641
jose.vertiz@fitchratings.com

Pesquisa Relacionada

Critério Aplicado
 • *Corporate Rating Methodology, 24 de Novembro de 2009*
 • *Liquidity Considerations for Corporate Issuers, 12 de Junho de 2007*
 • *National Ratings - Methodology Update, 18 de dezembro de 2006*
 • *Cash Flow Measures in Corporate Analysis, 12 de Dezembro de 2005.*

Fundamentos do Rating

- Os ratings da ALL - América Latina Logística S.A. (ALL) baseiam-se na significativa liquidez do grupo, fortalecida pela bem-sucedida capitalização de BRL1,29 bilhão, em novembro de 2009. Desde então, a ALL passou a contar com uma estrutura de capital mais equilibrada e liquidez mais forte, o que resultará em maior flexibilidade financeira para suportar seus planos de investimentos.
- A alavancagem líquida da ALL permaneceu elevada nos últimos três anos, mas deve ser consideravelmente reduzida em 2009, após a injeção de capital. Além disso, o perfil de crédito da companhia é beneficiado pelo bem equacionado cronograma da dívida consolidada, com pagamentos compatíveis com sua posição de liquidez e a capacidade de geração de caixa.
- O modelo de negócios do grupo tem se mostrado resiliente em cenários econômicos adversos. O volume de cargas transportadas pela ALL vem apresentando evoluções e, nos nove primeiros meses de 2009, não foram afetados pela volatilidade da economia brasileira. A empresa também fortaleceu sua posição competitiva como grupo detentor da única opção de transporte ferroviário nas regiões Sul e Sudeste do Brasil, mercados com expressivo potencial de crescimento.
- O EBITDAR da companhia vem evoluindo de forma sustentável, como resultado do aumento de sua atividade e da melhora na rentabilidade dos negócios. A Fitch espera que este resultado continue crescendo consistentemente, em função do esperado aumento das margens dos negócios e da captura adicional de recursos, advindos do novo investimento em expansão da sua malha até Rondonópolis, a partir de 2012.
- O fluxo de caixa da ALL deve permanecer pressionado pelos fortes investimentos. Os investimentos planejados para os próximos três anos somam cerca de BRL2,7 bilhões e devem ser financiados pela combinação de geração de caixa, emissão de dívidas com prazos compatíveis com a maturação dos investimentos e suas disponibilidades.
- Os ratings consideram a política irrestrita de distribuição de caixa das empresas operacionais do grupo e o fato de as principais dívidas da holding possuírem garantia das empresas operacionais brasileiras, que limitam as questões relativas à subordinação estrutural dessas dívidas.

Fatores de Evolução do Rating

- Os ratings poderão ser elevados, caso a ALL melhore suas medidas de crédito, por meio da redução consistente da alavancagem - resultado da combinação de aumentos sustentáveis na geração de EBITDAR e amortização de dívida - e da manutenção de sua forte liquidez.
- Os ratings poderão sofrer rebaixamento numa eventual e considerável deterioração do desempenho operacional, aliada a índices de alavancagem mais elevados. Também poderão ser alterados, caso a companhia incorra em aquisições e/ou investimentos relevantes não esperados pela Fitch, que afetem de forma considerável sua liquidez.

Eventos Recentes

Em novembro de 2009, a ALL emitiu debêntures conversíveis em ações. Neste momento, a maior parte das debêntures foram convertidas e, como resultado, os acionistas integrantes do grupo de controle passaram a deter 57,2% do capital social votante, levando a uma injeção de capital de, aproximadamente, BRL1,3 bilhão na ALL.

O intuito desta transação era melhorar a estrutura de capital da ALL, garantindo maior flexibilidade para atender à estratégia de expansão. Em função das regras da Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT), a ALL precisa manter um grupo de acionistas controladores definido - com mais da metade das ações votantes bloqueadas para negociação em mercado - e vinculado por Acordo de Acionistas. Até o momento da emissão das debêntures conversíveis, o grupo de controle da companhia detinha 51% de suas ações ordinárias. Dada essa restrição regulatória, a ALL apresentava limitada habilidade para financiar novas oportunidades de investimentos através da emissão de ações sem o envolvimento de ações vinculadas ao bloco de controle.

Após a conclusão da operação, o capital da ALL apresenta-se da seguinte forma:

ALL - Participação Acionária	Capital Votante (%)	Capital Total (%)
BNDES Participações S.A. - BNDESPar*	15,8	12,2
BRZ ALL - FIP	11,6	4,8
Hana Investments LLC	6,5	2,4
Judori Adm. Emp. e Part. S.A.	6,5	5,6
Wilson Ferro de Lara	5,9	4,1
Fundação dos Economistas Federais - Funcef	4,3	4,1
Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - Previ	4,2	3,9
Outros	45,3	62,9

Fonte: ALL

Liquidez e Estrutura da Dívida

A liquidez da ALL é forte e compatível com o escalonamento de suas obrigações mais imediatas. Ao final de setembro de 2009, suas disponibilidades somavam BRL2,2 bilhões e se fortaleceram em BRL1,3 bilhão após a emissão de ações, em novembro de 2009. Os recursos em caixa cobriam 2,7 vezes a dívida de curto prazo consolidada, e, considerando a injeção de capital, o índice de cobertura pro forma era de 4,2 vezes.

O caixa da ALL é concentrado em Certificados de Depósitos Bancários (CDBs) de bancos de primeira linha, como o Banco do Brasil S.A., a Caixa Econômica Federal, Banco Bradesco S.A., Unibanco - União de Bancos Brasileiros S.A., Banco Santander S.A., Itaú Unibanco S.A., Banco Votorantim S.A. e Banco Safra S.A. A estratégia do grupo é continuar mantendo elevados volumes em caixa como forma de manter flexibilidade financeira para atender seus planos de investimentos e se preparar para a amortização de cerca de BRL1,0 bilhão em dívida que vencerá em 2011.

Além dos recursos mantidos em caixa, a ALL também apresenta linha de crédito com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Tal linha, somada aos recursos de caixa, provê liquidez à ALL, permitindo maior previsibilidade para o financiamento de seus investimentos em expansão.

A dívida total da ALL ainda está elevada, mas vem decrescendo gradativamente. Ao final de setembro de 2009, a dívida total era de BRL7,1 bilhões, resultando em uma relação de dívida total ajustada/EBITDAR de 5,4 vezes. A Fitch espera que a dívida

Composição da Dívida (BRL milhões)

Tipo	Setembro 2009	%
Arrendamentos	2.215	31%
Debêntures	1.999	28%
BNDES	1.728	24%
Outros	1.157	17%
Total	7.099	

Fonte: ALL

da ALL migre para patamares mais conservadores, ao passo que seja amortizada e a geração de EBITDAR aumente.

A dívida da ALL tem perfil de longo prazo e seu escalonamento é compatível com seu fluxo de caixa e a posição de liquidez. Em setembro de 2009, a dívida de curto prazo era de BRL829 milhões e a maior parte (80%) correspondia à parcela de curto prazo da dívida de natureza de longo-prazo.

Ao final de setembro de 2009, a empresa holding mantinha BRL1,3 bilhão em dívida (18% do consolidado), sendo que BRL1,1 bilhão correspondia a debentures. A dívida da holding é garantida pelas empresas operacionais, o que mitiga riscos relativos à subordinação estrutural destas dívidas.

Fluxo de Caixa/Cobertura de Serviços da Dívida

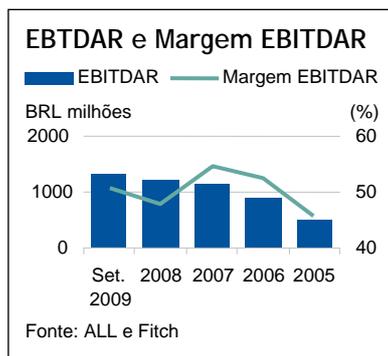
O EBITDAR da companhia vem evoluindo de forma sustentável, como resultado do aumento de sua atividade e da melhora na rentabilidade dos negócios. No período de 12 meses encerrado em setembro de 2009, a ALL reportou EBITDAR, conforme os critérios da Fitch, de BRL1,320 bilhão, que se compara positivamente com os BRL1,204 bilhão de 2008 e os BRL1,159 bilhão de 2007. Este resultado deverá continuar crescendo consistentemente, em função do esperado aumento das margens dos negócios da ALL e da captura de geração adicional de recursos, advindos do novo investimento em expansão da sua malha até Rondonópolis, a partir de 2012.

A rentabilidade dos negócios da ALL tem apresentado forte crescimento desde 2005. O desempenho operacional reflete os volumes crescentes de cargas transportadas e a constante busca da companhia por maior eficiência na administração de seus custos. No período de 12 meses encerrado em setembro de 2009, a empresa obteve 50,7% de margem de EBITDAR, em comparação com a de 48,0% em 2008 e 45,7% em 2005, em linha com alguns pares da indústria na América Latina. A redução na margem de EBITDAR de 2008 em diante, em relação à margem de 54,7% em 2007, não reflete queda na rentabilidade consolidada, e sim mudanças nas práticas contábeis brasileiras para os valores referentes às obrigações com arrendamento de ativos.

As reduções nos yields (tarifas por quilômetro) médios dos últimos trimestres de 2009, que refletem os desafios econômicos da indústria, não impactaram a rentabilidade consolidada da ALL no período de 12 meses encerrado em setembro de 2009, em relação ao ano de 2008. Paulatinamente, a rentabilidade dos negócios da empresa deve continuar fortalecendo-se com o aumento da sua atividade e a consequente diluição do custo fixo. Com uma geração EBITDAR crescente, advinda do aumento da operação, aliado às melhores margens operacionais, a ALL tem sido eficiente em reduzir sua alavancagem e manter sólidos volumes de liquidez.

O Fluxo de Caixa das Operações da ALL vem sendo pressionado pelos volumes de despesas financeiras e outras despesas não-recorrentes. Em setembro de 2009, período de 12 meses, a ALL gerou BRL269 milhões de recursos das operações e BRL337 milhões de fluxo de caixa das operações. Estes resultados se comparam negativamente com os BRL935 milhões e BRL1.266 milhões, respectivamente, em 2007. As despesas com juros têm sido de aproximadamente BRL600-700 milhões ao ano e têm consumido grande parte da geração de EBITDAR da ALL. Os juros incorridos e não pagos, bem como a renegociação de prazos alongados para pagamento a fornecedores de locomotivas, durante o ano de 2007, beneficiaram o fluxo de caixa naquele ano, e se tornaram uma forte base de comparação para os períodos seguintes. Além disso, despesas não-recorrentes de impostos recuperáveis no último trimestre de 2008 também afetaram o fluxo de caixa da ALL no período de 12 meses encerrado em setembro de 2009.

Como resultado das pressões no fluxo de caixa das operações, o fluxo de caixa livre da ALL permaneceu negativo em 2008 e em setembro de 2009, período de 12 meses, devendo continuar pressionado por elevados volumes de novos investimentos, que



só deverão vencer em 2012. Os investimentos planejados para os próximos três anos somam cerca de BRL2,7 bilhões e devem ser financiados pela combinação de geração de caixa, emissão de dívidas com prazos compatíveis com a maturação dos investimentos e suas disponibilidades

Perfil da Empresa/Grupo

A ALL, fundada em 1997, é a holding do Grupo ALL. O grupo é o maior operador logístico intermodal da América Latina, com operações no Brasil e Argentina. Apresenta vantagem competitiva por operar de forma integrada, através dos modais ferroviário e rodoviário. Tendo em vista as tarifas competitivas para transportes de cargas, é a principal opção de transporte nas regiões onde atua.

A ALL tem uma ampla atuação na América Latina. Sua região de abrangência cobre mais de 70% do Produto Interno Bruto (PIB) do Mercosul. No Brasil, opera nos estados de Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, São Paulo e na Região Sul do Brasil. Fora do Brasil, atua na Argentina, parte do Paraguai e Uruguai e serve parte do Chile por modal rodoviário. O grupo tem importante acesso a seis dos portos mais ativos do Brasil e da Argentina, sendo a principal opção de transporte para exportação nos dois países, uma vez que responde por cerca de 80% da movimentação de grãos no Brasil e na América Latina.

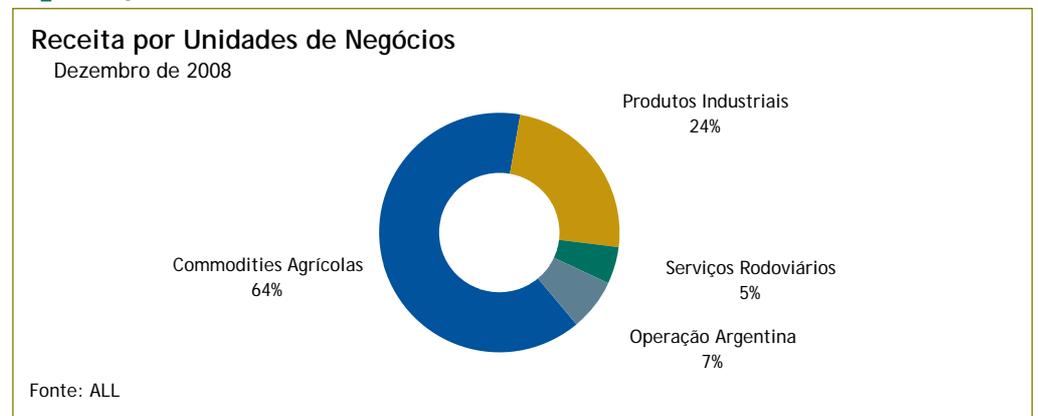
Ferrovias da ALL

	ALL Malha Sul	ALL Argentina*	ALL Malha Norte	ALL Malha Paulista	ALL Malha Oeste
Extensão da malha ferroviária	6.311 Km	8.394 Km	511 Km	2.036 Km	2.071 KM
Região de abrangência	Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul	Mendoza a Buenos Aires e Buenos Aires a Uruguiana	Mato Grosso do Sul e Minas Gerais	São Paulo e Minas Gerais	São Paulo e Mato Grosso do Sul
Portos Conectados	Paranaguá, São Francisco do Sul e Rio Grande	Buenos Aires e Rosário	-	Santos	-
Principal produto transportado	Soja	Soja	Soja	Soja	Soja
% da receita consolidada de 2007**	55%	6%	22%	13%	4%
Término da Concessão	2027	2023	2079	2028	2026

*Inclui ALL Meso e ALL Central

** As receitas da ALL Brasil também consideram a atividade intermodal

Operações



Apesar de possuir seis ferrovias distintas - quatro no Brasil e duas na Argentina, o grupo opera de forma integrada, o que se reflete em maior eficiência em suas operações. Cada serviço é prestado utilizando-se as malhas ferroviárias de forma a maximizar a rentabilidade de cada contrato. Isto é possível já que as malhas ferroviárias da ALL se interligam sempre em algum ponto. Além disso, a ALL complementa suas operações com o modal rodoviário nas áreas que não são atendidas por suas ferrovias.

A companhia tem se beneficiado pela forte demanda por serviços ferroviários, nos últimos anos, aliada ao fato de não possuir competidores ferroviários em sua região de abrangência. A competição com o modal rodoviário é limitada, uma vez que os custos do transporte rodoviário são maiores, tornando as tarifas do modal ferroviário mais competitivas. Aumentos nos preços dos combustíveis afetam mais intensamente as tarifas do modal rodoviário que do modal ferroviário, aumentando a competitividade deste último.

Apesar da forte demanda por seus serviços, o crescimento da ALL depende de investimentos na sua operação. Atualmente, a ALL utiliza apenas 25% da capacidade das suas malhas, no entanto, a totalidade de material rodante já está comprometida com os atuais contratos. O crescimento da companhia vem sendo possível, ao passo que novos ativos rodantes são adicionados à sua operação, de forma disciplinada, respeitando os limites de adaptação de novos carros à operação. O aumento projetado na quantidade de material rodante é capaz de viabilizar crescimentos médios de volumes transportados de 10% a 12% ao ano. Assim, a ALL é capaz de aumentar a sua participação no mercado à medida que aumenta a capacidade de prestação de serviço, permitindo a migração de clientes que anteriormente utilizavam a rodovia para a operação da ALL.

A operação da ALL é gerenciada através de quatro unidades de negócios.

Commodities Agrícolas

Pelo fato de a ALL atuar nos Estados do Paraná, Rio Grande do Sul, e Mato Grosso do Sul, grandes produtores e exportadores de soja no Brasil, o transporte de commodities agrícolas tem forte representatividade no resultado do grupo. Esta é a principal unidade de negócio do grupo, em participação na receita líquida e em margem operacional. O transporte é feito essencialmente por via ferroviária.

Esta unidade tem sido caracterizada por aumentos sucessivos nos volumes transportados, viabilizados pela demanda crescente por transporte de commodities agrícolas e fertilizantes, aliado ao crescimento da capacidade da empresa. Além disso, o grupo foi eficiente ao apurar melhorias operacionais na malha norte, adquirida em 2006, o que contribuiu para a eficiência no transporte de commodities agrícolas na Região Cento-Oeste do Brasil.

Além do crescimento da atividade, gerando escala para o negócio, o resultado desta unidade também tem sido favorecido pelo aumento dos volumes transportados de carga de retorno e pela redução significativa na utilização do transporte rodoviário para atender aos contratos. Apesar de ter tarifas mais baixas, os fluxos de retorno agregam valor ao negócio, uma vez que passam a rentabilizar o ativo que rodava vazio. Além disso, algumas rotas que, anteriormente eram feitas com ponta rodoviária, agora podem ser percorridas apenas através da malha ferroviária, cuja margem operacional é maior, utilizando os ativos da Brasil Ferrovias, incorporados ao grupo em 2006.

A parceria com importantes clientes também tem sido um diferencial para o transporte de commodities agrícolas. A ALL tem elaborado importantes contratos de longo prazo (geralmente de vinte anos), nos quais o cliente provê a ALL os vagões enquanto a ALL fica responsável por investimentos em infraestrutura da via e pela operacionalidade dos mesmos. A ALL oferece descontos nas tarifas destes contratos e, após cerca de dez anos de contrato, os vagões passam a ser da

Commodities (2008)	Agrícolas
Receita Líquida (BRL mi)	1.591,1
TKU* (milhões)	23.704
Principais Produtos	Soja

(*) TKU - Tonelada por Quilômetro Útil
Fonte: ALL.

companhia.

Produtos Industriais (2008)

Receita Líquida (BRL mi)	610,1
TKU* (milhões)	9.971
Principais Produtos	Combustível e construção civil

(* TKU – Tonelada por Quilômetro Útil

Fonte: ALL

Serviços Rodoviários (2008)

Receita Líquida (BRL mi)	133,1
QR (milhões)	46,4
Principais Produtos	Diversos

(* QR –Quilômetro Rodado

Fonte: ALL.

Operação Argentina (2008)

Receita Líquida (BRL mm)	164,7
TKU* (milhões)	4.530
Principais Produtos	Diversos

(* TKU – Tonelada por Quilômetro Útil

Fonte: ALL.

Produtos Industrializados

Transportando principalmente combustíveis, produtos para a construção civil e siderúrgicos, a unidade de produtos industrializados é a segunda maior da ALL.

A natureza dos produtos industriais permite que a ALL utilize tanto a rede ferroviária quanto a ponta rodoviária. Considerando que as margens operacionais do transporte rodoviário são inferiores ao ferroviário, a margem para o fluxo intermodal do segmento de produtos industriais tende a ser menor que o da unidade de commodities agrícolas, que opera basicamente via modal ferroviário. Em 2008, a margem EBITDAR desta unidade foi de 50%.

Serviços Rodoviários

Esta unidade de negócios corresponde ao transporte essencialmente rodoviário de mercadorias. Opera em contratos pontuais, geralmente de longa distância, ou por “operação dedicada”, pelo qual presta o serviço de distribuição para alguns clientes. As principais cargas transportadas por esta unidade de negócios incluem produtos automotivos e autopeças, bebidas, eletrodomésticos e produtos petroquímicos.

A margem EBITDAR desta unidade é a mais baixa da ALL (13%, em 2008). A rentabilização do negócio, nos últimos anos, veio através do encerramento de operações não lucrativas e do foco em operações dedicadas de maior valor agregado.

Operação Argentina

Esta unidade corresponde à toda a operação da ALL na Argentina, que também atende Paraguai, Uruguai e Chile. Este transporte é feito, principalmente, por modal ferroviário, mas também inclui transporte intermodal.

As principais cargas transportadas nessa unidade de negócios incluem madeira, papel e celulose, produtos siderúrgicos, petroquímicos, alimentos, água e vinho.

Aspectos Regulatórios/Setor

O setor ferroviário no Brasil e na Argentina é caracterizado por concessões que garantem às concessionárias a exclusividade na exploração das diferentes malhas ferroviárias. Assim, as concessionárias não competem entre si, sendo o modal rodoviário o seu principal concorrente.

O sistema ferroviário brasileiro totaliza 29,7 mil quilômetros que se concentram nas regiões Sul, Sudeste e Nordeste, atendendo parte do Centro-Oeste e Norte do país. Da extensão total de malha ferroviária (15 ferrovias), 97% são concessões à iniciativa privada (dez malhas), demonstrando a alta penetração do capital privado no setor ferroviário brasileiro.

O transporte ferroviário brasileiro ainda demanda expressivos investimentos na melhoria da malha e no aumento da capacidade de transporte. A modesta participação do modal ferroviário na estrutura de transporte de cargas no Brasil em relação a países mais desenvolvidos demonstra o potencial de crescimento para o setor. Em 2006, a participação do modal ferroviário no transporte de cargas foi de 26%, sendo a de minérios a principal transportada no Brasil, respondendo por cerca de 80% do total.

O ambiente regulatório das concessões ferroviárias brasileiras se concentra no governo federal. A baixa capacidade de investimento público, aliada ao sucesso de administração do setor privado neste segmento da economia nacional, indica que uma intervenção do governo nas concessionárias de ferrovia é improvável.

Na Argentina, apesar da desestatização e dos investimentos privados na malha

ferroviária, a maior participação de mercado no transporte de cargas ainda corresponde ao modal rodoviário. A malha ferroviária corresponde a 31,2 mil Km de linhas, que estão concentradas nas províncias de Buenos Aires, Córdoba, Santa Fé e Entre Ríos.

Estratégia

A estratégia operacional da ALL é aumentar de forma contínua sua participação de mercado, prestando serviços em rotas onde tenha clara vantagem competitiva sobre os outros modais de transporte, principalmente o rodoviário. A vantagem competitiva da ALL está baseada em dispor de tarifas competitivas em relação ao modal rodoviário, único concorrente na sua região de abrangência, viabilizadas por uma estrutura de custos disciplinada.

Para evolução da sua participação de mercado, o grupo tem como estratégia o aumento de capacidade - por meio de aquisição de material rodante, investimento em infraestrutura de suporte à operação, benfeitoria nas vias e parceria com clientes - e ganhos contínuos de produtividade dos ativos existentes. Com investimentos em novos ativos, a companhia projeta um crescimento na ordem de 10% a 12% ao ano; e apenas com ganho de produtividade dos ativos existentes, a operação tende a crescer de 2% a 4% ao ano.

Resumo Financeiro -
BRL 000

América Latina Logística S.A. (ALL)

	LTM 2009-09-30	2008	2007	2006	2005
Rentabilidade					
EBITDA Operacional	1,283,664	1,170,540	855,454	654,388	417,146
EBITDAR Operacional	1,320,464	1,203,640	1,159,354	904,588	496,346
Margem do EBITDA Operacional (%)	49.3	46.6	40.4	37.9	38.4
Margem do EBITDAR Operacional (%)	50.7	48.0	54.7	52.4	45.7
Retorno dos Recursos das Operações sobre Capitalização Total Ajustada (%)	11.8	11.3	19.4	13.3	28.3
Margem do Fluxo de Caixa Livre (%)	-13.5	-2.3	20.0	-30.5	17.5
Retorno sobre Capitalização Ajustada Média (%)	2.2	7.0	8.7	2.7	20.2
Coberturas					
Cobertura dos Juros pelos Recursos das Operações (X)	1.3	1.5	3.2	1.2	2.8
EBITDA Operacional / Despesa Bruta com Juros (X)	1.5	1.7	2.0	0.9	1.9
EBITDAR Operacional / (Despesa Bruta com Juros + Despesa com Aluguel) (X)	1.5	1.7	1.6	1.0	1.7
EBITDA Operacional / Serviço da Dívida (X) *	0.8	0.8	0.7	0.6	1.0
EBITDAR Operacional / Serviço da Dívida (X)	0.8	0.8	0.8	0.6	1.0
Cobertura das Cobranças Fixas pelos Recursos das Operações (X) **	1.3	1.5	2.3	1.1	2.4
Cobertura do Serviço da Dívida pelo Fluxo de Caixa Livre (X)	0.3	0.4	0.7	0.1	1.0
(Fluxo de Caixa Livre + Caixa e Equivalentes + Cobranças Fixas)/Serviço da Dívida (X)	1.6	2.2	2.3	1.7	3.5
Fluxo de Caixa das Operações/ Investimentos no Imobilizado(X)	0.5	1.0	1.6	-0.4	1.9
Estrutura de Capital e Alavancagem					
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido/Recursos das Operações(X)	6.2	6.5	3.6	5.3	2.2
Dívida Total com Capital Híbrido/EBITDA Operacional (X)	5.4	5.7	5.3	6.7	2.6
Dívida Líquida com Capital Híbrido/ EBITDA Operacional (X)	3.7	3.5	3.2	4.0	0.2
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido/EBITDAR Operacional (X)	5.4	5.7	5.2	6.2	3.0
Dívida Líquida Ajustada com Capital Híbrido/ EBITDAR Operacional (X)	3.7	3.5	3.7	4.3	1.0
Custo Financeiro Implícito (%) ***	13.8	12.1	9.7	25.6	21.1
Dívida Securitizada/Dívida Total (X)					
Dívida de Curto Prazo/Dívida Total (X)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2
Balço Patrimonial					
Ativo Total	11,821,848	11,765,573	9,643,434	8,932,353	2,655,308
Caixa e Equivalentes	2,205,305	2,642,732	1,815,846	1,739,040	1,006,282
Dívida de Curto Prazo	829,453	790,653	752,169	456,278	189,370
Dívida de Longo Prazo	6,101,458	5,905,816	3,779,571	3,899,027	913,765
Dívida Total	6,930,911	6,696,469	4,531,740	4,355,305	1,103,135
Capital Híbrido †					
Dívida Total com Capital Híbrido	6,930,911	6,696,469	4,531,740	4,355,305	1,103,135
Dívida Fora do Balço	168,500	165,500	1,519,500	1,251,000	396,000
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido	7,099,411	6,861,969	6,051,240	5,606,305	1,499,135
Patrimônio Líquido Total	2,615,333	2,514,459	2,555,706	2,413,565	943,445
Capitalização Total Ajustada x	9,714,744	9,376,428	8,606,946	8,019,870	2,442,580
Fluxo de Caixa					
Recursos das Operações xx	269,086	350,593	935,094	117,362	397,428
Varição no Capital de Giro	67,988	256,234	331,414	-253,502	86,491
Fluxo de Caixa das Operações	337,074	606,827	1,266,508	-136,140	483,919
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	0	0	0	0	0
Investimentos no Imobilizado	-648,415	-621,919	-791,669	-372,354	-253,170
Dividendos	-41,646	-41,646	-51,163	-17,738	-40,332
Fluxo de Caixa Livre	-352,987	-56,738	423,676	-526,232	190,417
Aquisições e Desinvestimentos, Líquido	0	0	0	-1,390,890	1,011
Outros Investimentos, Líquido	-357,812	-179,409	-8,724	-5,278	-5,557
Recursos de Dívida, Líquido	-113,991	943,879	-323,094	1,217,830	13,711
Recursos de Capital, Líquido	-143,268	-94,532	12,291	1,448,224	65,266
Outros	667,330	213,685	-27,343	-10,896	-23,523
Varição do Saldo de Caixa	-300,728	826,885	76,806	732,758	241,325
Demonstração de Resultados					
Receita Líquida	2,605,247	2,509,227	2,119,135	1,726,132	1,086,963
Varição na Receita Líquida (%)	8%	18%	23%	59%	15%
Lucro Operacional	937,273	951,238	683,161	446,164	328,826
Despesa Bruta com Juros	841,647	677,743	433,240	697,767	214,923
Despesa com Aluguel	36,800	33,100	303,900	250,200	79,200
Lucro Líquido	57,194	176,726	216,803	46,077	171,198

EBITDA Operacional = Lucro Operacional antes Resultado Financeiro + Depreciação e Amortização. EBITDAR Operacional = EBITDA Operacional + Despesa com Aluguel e Leasing. * Serviço da Dívida = Despesa Bruta com Juros + Dívida de Curto Prazo. ** Cobranças Fixas = Despesa Bruta com Juros + Despesa com Aluguel + Dividendos Preferenciais. *** Custo Financeiro Implícito = (Despesas Bruta com Juros + Despesas com Aluguel)/Saldo Médio da Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido. † Capital Híbrido = Dívida Conversível em Capital. xCapitalização Total Ajustada = Dívida Total Ajustada + Patrimônio Líquido (Inclui Participações Minoritárias). xxRecursos das Operações = Lucro Líquido + Ajustes para Conciliar o Lucro Líquido com as Atividades Operacionais + Varição em Ativos e Passivos Operacionais - Varição do Capital de Giro. ND = Não Disponível. NS = Não Significativo

TODOS OS RATINGS DE CRÉDITO DA FITCH ESTÃO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR AS LIMITAÇÕES E OS TERMOS DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADICIONALMENTE, AS DEFINIÇÕES E TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE WWW.FITCHRATINGS.COM, ASSIM COMO A LISTA DE RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH; A POLÍTICA DE CONFIDENCIALIDADE E CONFLITOS DE INTERESSE; A POLÍTICA DE SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL), COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO "CÓDIGO DE CONDUTA".

Copyright © 2010 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd., Fitch Ratings Brasil Ltda. e suas subsidiárias. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435.

Proibida a reprodução, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Todas as informações aqui contidas baseiam-se em dados obtidos de emissores, outros coobrigados, underwriters e de outras fontes que a Fitch acredita serem confiáveis. A Fitch não audita ou verifica a veracidade ou precisão de quaisquer destas informações. Em consequência, as informações prestadas neste relatório são fornecidas "no estado", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não seja o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não está envolvida na oferta ou venda de qualquer título. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações montadas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes, em conexão com a venda dos títulos. Os ratings podem ser modificados, suspensos ou retirados, a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento sobre investimentos de qualquer tipo. 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 um 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 US\$1.000 e US\$750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável), por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou um determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por uma determinada seguradora ou garantidor, mediante o pagamento de uma única taxa anual. Tais honorários podem variar de US\$10.000 a US\$1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para 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 Mercado, 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.