

Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A. e ISA Capital do Brasil S.A.

Relatório Analítico

Ratings

ISA Capital

Moeda Estrangeira (ME)

IDR de Longo Prazo	BB+
Notas Seniores Sem Garantia	BBB-

Moeda Local (ML)

IDR de Longo Prazo	BB+
Rating Nacional de Longo Prazo	AA-(bra)

CTEEP

Moeda Local (ML)

Rating Nacional de Longo Prazo	AA+(bra)
1ª Emissão de Debêntures	AA+(bra)

IDR – Issuer Default Rating - Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor.

Perspectiva dos Ratings

IDR de Longo Prazo em ME	Estável
IDR de Longo Prazo em ML	Estável
Rating Nacional de Longo Prazo	Estável

Dados Financeiros

Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A. (CTEEP)

(BRL Mi.)	LTM	
	30/9/15	31/12/14
Receita	1.295	1.103
EBITDA	471	366
Margem EBITDA (%)	36	33
Recursos das Operações (FFO)	379	315
FCF	(25)	(19)
Caixa e Aplicações Financeiras	542	484
Dívida Total Ajustada	2.704	2.840
Dívida Total Ajustada / EBITDA (x)	5,7	7,8
Alavancagem Ajustada pelo FFO (x)	6,0	7,3
EBITDA/Despesa Bruta com Juros (x)	3,3	2,6

Pesquisa Relacionada

Fitch Afirma Ratings da ISA Capital em 'BB+'/'AA-(bra)' e Rating Nacional da CTEEP em 'AA+(bra)' (Agosto de 2015)

Analistas

Adriane Silva
+55 11 4504-2205
adriane.silva@fitchratings.com

Wellington Senter
+55 21 4503-2606
wellington.senter@fitchratings.com

Principais Fundamentos dos Ratings

Forte Qualidade de Crédito: Os ratings da Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A. (CTEEP) refletem a forte qualidade de crédito da companhia, decorrente do baixo risco do setor brasileiro de transmissão de energia, cujo fluxo de caixa operacional é previsível. O perfil financeiro da CTEEP é sólido e gerenciado de forma eficiente, mesmo após a forte redução de receitas, consequência do aceite de renovar antecipadamente sua principal concessão no início de 2013.

Ratings da ISA Capital Vinculados à CTEEP: Os ratings da ISA Capital do Brasil S.A. (ISA Capital) refletem o perfil de crédito da CTEEP, sua única fonte de ativos operacionais e dividendos. As obrigações da ISA Capital estão subordinadas estruturalmente às da CTEEP, pois a holding possui apenas 37,2% do capital total da controlada e não recebe todos os dividendos pagos pela companhia de transmissão. A Fitch Ratings acredita que a flexibilidade financeira da ISA Capital pode se beneficiar do valor de mercado de suas ações da CTEEP caso os dividendos recebidos sejam insuficientes para cumprir com suas obrigações.

Robustos Indicadores de Crédito da CTEEP: A Fitch espera melhora na alavancagem financeira e na liquidez da CTEEP, como resultado do aumento da geração de caixa proveniente de uma indenização complementar relacionada à antecipação da renovação de sua principal concessão e à receita relacionada a investimentos em reforços. Esta indenização complementar, de no mínimo BRL3,9 bilhões, em 2012, para os investimentos realizados antes de 2000, deverá ser paga ao longo do prazo da nova concessão.

FCF Negativo: A Fitch acredita que o fluxo de caixa livre (FCF) da CTEEP será negativo após 2016, em razão das altas despesas de capital e dos dividendos anuais, entre BRL200 milhões e BRL230 milhões, mesmo sem adição de ativos de transmissão à carteira. No período de 12 meses encerrado em 30 de setembro de 2015, os BRL285 milhões de fluxo de caixa das operações (CFFO) não foram suficientes para cobrir os BRL14 milhões em investimentos e BRL306 milhões em dividendos, levando a um FCF negativo de BRL35 milhões.

Baixo Risco de Negócio: A Fitch considera o segmento de transmissão o de menor risco no setor elétrico brasileiro. O perfil de crédito da CTEEP é beneficiado por seu direito de exclusividade no fornecimento de serviços de transmissão por intermédio de suas múltiplas concessões. Atualmente, a empresa participa em nove concessões operacionais, com o equivalente a 16.440 quilômetros de linhas. Tal cenário reduz a exposição da empresa aos riscos associados à fase de construção. Os ratings consideram um risco regulatório moderado do setor de energia elétrica brasileiro.

Sensibilidades dos Ratings

Ações de Rating Negativas: Fatores que podem, individual ou coletivamente, resultar em ação de rating negativa para a CTEEP incluem alavancagem líquida consistentemente acima de 3,5 vezes e índice CFFO+caixa e equivalentes/dívida de curto prazo abaixo de 1,5 vez. No caso da ISA Capital, uma forte desvalorização do valor da CTEEP e um cenário de dificuldades na negociação de um novo cronograma para o resgate de suas ações preferenciais podem pressionar os ratings.

Ações de Rating Positivas: Uma ação de rating positiva para a CTEEP é improvável até que sejam substancialmente liberadas as garantias corporativas dadas às dívidas de subsidiárias não consolidadas.

Análise Financeira

Liquidez e Estrutura da Dívida

A robusta liquidez da CTEEP beneficia seu perfil financeiro. Em 30 de setembro de 2015, caixa e aplicações financeiras, de BRL542 milhões, representavam 20% da dívida ajustada, de BRL2,7 bilhões (segundo os critérios da Fitch), e eram suficientes para cobrir em 4,3 vezes a dívida de curto prazo, de BRL126 milhões. A liquidez deve melhorar ainda mais após o recebimento de BRL296 milhões no final de 2015, como parte da indenização inicial de BRL2,9 bilhões e os potenciais BRL3,9 bilhões de indenização adicional a ser aprovada pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel). A CTEEP também apresentou sólida cobertura de dívida de curto prazo: 6,7 vezes, segundo o índice CFFO+caixa e equivalentes/dívida de curto prazo.

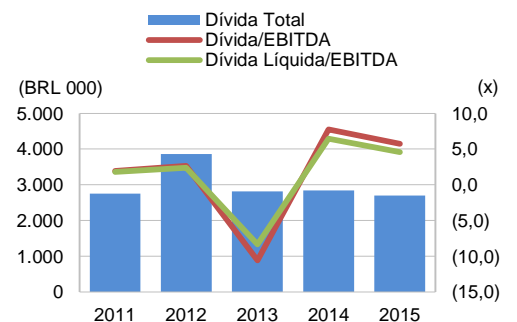
Em 30 de setembro de 2015, a dívida total ajustada da CTEEP foi de BRL2,7 bilhões, incluso o BRL1,5 bilhão em garantias para subsidiárias não consolidadas, levando o índice dívida total ajustada/EBITDA para 5,7 vezes (ou 4,6 vezes, se considerada a dívida líquida ajustada). A Fitch espera que as garantias para subsidiárias não consolidadas sejam liberadas após 2016. A partir de então, e nos três anos seguintes, a alavancagem líquida deve ficar abaixo de 2,5 vezes. A dívida total ajustada é composta principalmente por debêntures (BRL586 milhões) e financiamentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES, BRL493 milhões).

Vencimento da Dívida e Liquidez

Em 30 de setembro de 2015	BRL 000
Curto Prazo	126.411
Dois Anos	199.871
Três Anos	237.117
Quatro Anos	216.679
Cinco Anos	50.456
Após cinco anos	265.568
CFFO	294.990
Caixa	542.478

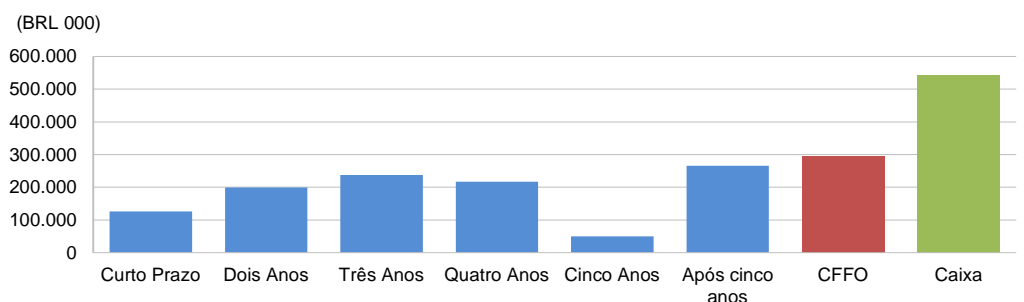
Fonte: Dados da Companhia

Dívida Total Ajustada e Alavancagem



Fonte: CTEEP, Fitch.

Cronograma de Vencimento da Dívida



Fonte: CTEEP Fitch.

A expectativa da Fitch é de contínua melhora na alavancagem financeira e na liquidez da CTEEP, como resultado da crescente geração de caixa proveniente de uma indenização complementar relacionada à renovação antecipada de sua principal concessão, além de receitas relacionadas a novos investimentos. A indenização adicional por investimentos realizados antes de 2000 deve ser paga ao longo do período da nova concessão. A Aneel sinalizou em 2012 um mínimo de BRL3,9 bilhões como indenização. Contudo, este valor pode alcançar até BRL5,2 bilhões, pois a companhia solicitou uma revisão dos cálculos da agência reguladora.

Metodologia Aplicada

Metodologia de Ratings Corporativos - Incluindo Ratings de Curto Prazo e Vínculos Entre Matrizes e Subsidiárias. (Agosto de 2015)

A qualidade do crédito da ISA Capital reflete a subordinação estrutural da empresa às obrigações da CTEEP. A ISA Capital possui somente 37,2% do capital total da CTEEP e recebe um valor proporcional dos dividendos pagos pela companhia de transmissão. Espera-se que a ISA Capital utilize os recursos que recebe da CTEEP em conjunto a seu caixa disponível (BRL36 milhões em setembro de 2015) para pagar parcialmente sua dívida. No terceiro trimestre de 2015, a dívida da ISA Capital era de BRL945 milhões, composta em sua maioria pela parcela remanescente de seus títulos com vencimento em 2017 (BRL128 milhões) não ofertados em 2010, mais as obrigações de resgate de suas ações preferenciais (BRL817 milhões).

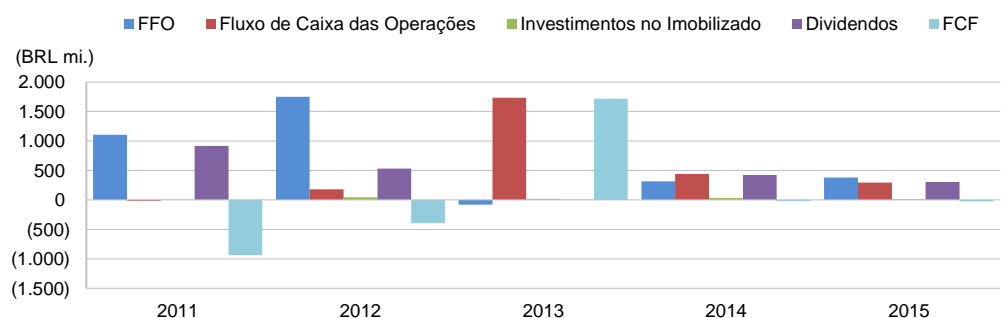
A Fitch acredita que ISA Capital precisará levantar caixa adicional para cumprir suas obrigações de dívida, pois o fluxo de dividendos da CTEEP não deve ser suficiente. O processo de renovação da concessão afetou a capacidade de direcionamento de recursos da CTEEP a sua controladora por meio de dividendos. Os dividendos anuais da companhia de transmissão devem ficar entre BRL200 milhões e BRL230 milhões. Para ajustar seu programa de compra de ações preferenciais à nova realidade, em 2014 a ISA Capital renegociou o cronograma de recompra com seus acionistas. O programa de aquisição de BRL891 milhões em ações preferenciais foi prorrogado até 2020, sendo BRL50 milhões em 2015 e BRL160 milhões por ano de 2016 a 2020.

A elevação em um grau do rating das notas da ISA Capital em circulação no mercado reflete o fortalecimento das perspectivas de recuperação, devido ao refinanciamento da maior parte da sua dívida com capital preferencial (considerada subordinada). As notas com vencimento em 2017 estão sobrecolateralizadas. Os USD31,6 milhões (BRL87,1 milhões) de saldo devedor das notas são garantidos por 66% das ações da ISA Capital na CTEEP, participação atualmente avaliada em aproximadamente BRL1,8 bilhão, com base no valor de mercado da CTEEP, de BRL7,2 bilhões no fim de 2015.

Análise do Fluxo de Caixa

A geração de fluxo de caixa da CTEEP é bastante previsível, o que caracteriza o perfil de negócios de baixo risco das companhias de transmissão de energia. As receitas da empresa estão isentas de risco volumétrico, pois sua Receita Anual Permitida (RAP) se baseia nos ativos de transmissão de energia disponibilizados aos usuários, em vez de na energia transmitida. Após a significativa queda na geração de fluxo de caixa, devido ao fato de a CTEEP ter aceitado a proposta do governo para a renovação antecipada de sua principal concessão, o fluxo de caixa se beneficiou das receitas adicionais provenientes dos investimentos em reforços. No período de 12 meses encerrado em 30 de setembro de 2015, a receita líquida atingiu BRL1,3 bilhão, e o EBITDA, BRL471 milhões, de acordo com os critérios da Fitch. Em 2014, a receita líquida e o EBITDA foram de BRL1,1 bilhão e de BRL366 milhões, respectivamente.

Desempenho do Fluxo de Caixa



Fonte: CTEEP, Fitch

A Fitch acredita que o FCF da CTEEP se tornará negativo após 2016, devido às elevadas necessidades de investimentos e aos dividendos anuais entre BRL200 milhões e BRL230 milhões, mesmo sem ativos adicionais de transmissão incluídos na carteira. No período de 12 meses encerrado em 30 de setembro de 2015, o fluxo de caixa das operações (CFFO), de BRL285 milhões, não foi suficiente para cobrir os investimentos de BRL14 milhões e os dividendos de BRL306 milhões, o que resultou em um FCF negativo de BR35 milhões. Em setembro de 2015, os investimentos em reforços projetados pela companhia eram de BRL1,2 bilhão até 2017, que, associados aos investimentos realizados desde 2013, deverão gerar aumento de BRL1 bilhão nas receitas até 2018. Estes investimentos, assim como as receitas (RAP) associadas a eles, devem ser previamente aprovados pela Aneel.

Grupo de Pares

Emissor	País
TAESA	Brasil
Alupar	Brasil
Transelec.	Colômbia

Histórico de Ratings do Emissor

Data	Rating Nacional	Perspectiva/ Observação
CTEEP		
25/08/2015	AA+(bra)	Estável
27/08/2014	AA+(bra)	Estável
27/08/2013	AA+(bra)	Negativa
07/12/2012	AA+(bra)	Negativa
25/06/2012	AA+(bra)	Estável
5/07/2011	AA+(bra)	Estável
2/07/2010	AA+(bra)	Estável
8/4/ 2009	AA(bra)	Positiva

Data	ML/ME IDR	Perspectiva/ Observação
ISA Capital		
5/10/2015	BB+	Estável
25/08/2015	BB+	Estável
27/08/2014	BB+	Estável
27/08/2013	BB+	Estável
07/12/2012	BB+	Estável
25/06/2012	BB+	Estável
05/07/2011	BB+	Estável
02/07/2010	BB+	Estável
30/06/2009	BB	Estável
3/4/2008	BB	Estável
12/1/2007	BB	Estável

IDR LP – IDR de Longo Prazo. ME - Moeda Estrangeira.
Fonte: Fitch.

Análise do Grupo de Pares

(BRL mi)	CTEEP	Taesa	Alupar	Transelec
Período de 12 meses encerrado em	30/09/2015	30/09/2015	30/09/2015	30/09/2015
Rating Nacional de Longo Prazo	AA+(bra)	AAA(bra)	AA+(bra)	AA-(cl)
Perspectiva	Estável	Estável	Estável	Estável

Estatísticas Financeiras

Receita	1.295	1.429	1.544	271.311
Crescimento da Receita em Relação ao Ano Anterior (%)	19	(2)	10	11
EBITDA	471	1.417	1.130	229.608
Margem de EBITDA (%)	36	99	73	85
FCF	(25)	(131)	(425)	(1.438)
Dívida Total Ajustada	2.704	3.859	4.583	1.337.928
Caixa e Equivalentes	542	495	679	32.321
Recursos das Operações (FFO)	379	1.009	625	184.340
Investimentos	14	9	563	102.718

Indicadores de Crédito (x)

EBITDA/Cobertura de Juros Brutos	3,3	4,7	3,0	3,8
(FCF + Caixa)/Cobertura do Serviço da Dívida	2,5	0,6	0,5	0,4
Dívida Ajustada/EBITDA	5,7	2,7	4,1	5,8
Cobertura dos Juros pelo FFO	3,2	4,2	2,5	3,9

IDR – *Issuer Default Rating* - Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor.
Fonte: Fitch.

Perfil da Empresa

A ISA Capital é uma holding criada para participar da privatização da CTEEP. É controlada pela Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. ('BBB'/Estável), empresa controlada pelo governo da Colômbia. As ações ordinárias da CTEEP (89,5% detidas pela ISA Capital) colocam a ISA como controladora da empresa e representam 37,19% do capital total. As Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras, 'BB'/Estável) detêm 35,37% do capital total da CTEEP, e seu balanço é composto por 27,44% de capital flutuante negociado na Bovespa.

A Fitch considera o segmento de transmissão o de menor risco do setor elétrico brasileiro. O perfil de crédito da CTEEP é beneficiado por sua exclusividade dos direitos de transmissão de energia elétrica em suas nove concessões operacionais, com o equivalente a 16.440 km de linhas. Tal cenário elimina a exposição da empresa aos riscos associados à fase de construção.

O setor de transmissão de energia no Brasil é caracterizado por receitas previsíveis, margens de EBITDA altas e queda da alavancagem financeira após a fase de construção. As concessionárias de transmissão no Brasil são remuneradas com base na RAP, determinada pela Aneel. A RAP não é exposta a risco volumétrico e compensa as concessionárias pela construção das instalações de transmissão para os usuários da rede nacional.

CTEEP - Ativos

(Em dezembro de 2015)

Companhia/Subsidiária	Participação (%)	Extensão (km)	Tensão (kv)	RAP 15-16 (BRL Mi.)	Índice de Ajuste	Início das Operações	Fim da Concessão	Redução da RAP	Revisão da RAP
CTEEP	—	14.119	440	836.6	IPCA	2001	Dezembro de 2042	Não	5°/10°/15° Ano
Interconnection Elétrica Minas Gerais — IEMG	100	173	500	14.9	IPCA	Dezembro de 2008	Abril de 2037	Não	5°/10°/15° Ano
Interconnection Elétrica Pinheiros	100	1	345	46.1	IPCA	2010-2013	Outubro de 2038	Não/Sim ^b	5°/10°/15° Ano
Interconnection Elétrica Serra do Japi	100	137	230	52.6	IPCA	Março de 2012	Novembro de 2039	Não	5°/10°/15° Ano
Evrecy	100	155	230	13.1	IGPM	Novembro de 2008	Julho de 2025	Não	A cada 4 anos
Interconnection Elétrica Norte e Nordeste — IENNE	25	710	500	36.5	IPCA	Janeiro de 2011	Março de 2038	Não	5°/10°/15° Ano
Interconnection Elétrica Sul — IESUL	50	167	230	15.3	IPCA	2010-2014	Outubro de 2038	Não	5°/10°/15° Ano
Interconnection Elétrica Madeira	51	2.375	600	416.2	IPCA	2013-2014	Fevereiro de 2039	Não	5°/10°/15° Ano
Interconnection Elétrica Garanhuns ^a	51	751	500	88.3	IPCA	3° Trimestre de 2015	Dezembro de 2041	Não	5°/10°/15° Ano
Total		18.588	—	1.520	—	—	—	—	—
CTEEP		16.440	—	1.237	—	—	—	—	—

^a Em construção. ^b Contrato 143/2001

Fonte: CTEEP, Fitch.

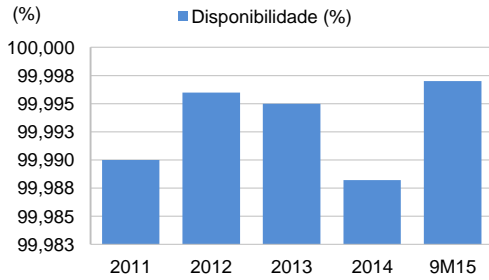
As subsidiárias da CTEEP estão sujeitas a reajustes anuais que compensam a volatilidade das taxas de inflação, seja pelo Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) ou pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), e outros aprovados pela Aneel. Reajustes extraordinários podem ocorrer em caso de mudanças na regulamentação ou legislação de impostos e/ou em decorrência de investimentos que não tenham sido previamente aprovados pela reguladora.

As RAPs para concessões adquiridas após setembro de 2006 estão sujeitas a uma revisão tarifária a cada cinco anos a partir do primeiro mês de julho subsequente à assinatura do contrato, quando a variação do custo de capital de terceiros é revista. Esta exposição, muito mais relevante para as distribuidoras de energia elétrica, deve aumentar à medida que o grupo atuar em novos projetos de transmissão. Nas concessões adquiridas antes de setembro de 2006, o mecanismo de revisão é uma redução fixa de 50% da RAP no 16º ano da concessão.

As empresas de transmissão de energia da CTEEP se beneficiam de uma base de clientes diversificada e de uma estrutura de pagamento garantida. Os usuários das linhas de transmissão são, em geral, empresas de geração e distribuição, além dos consumidores livres. Cada empresa de transmissão contabiliza usuários de diferentes sistemas de transmissão mensalmente e nenhuma representa mais de 10% da receita da CTEEP. Os pagamentos mensais são feitos em três parcelas e garantidos por um contrato de contra garantia que concede ao Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS) acesso aos fundos disponíveis em contas bancárias, caso os consumidores não efetuem o pagamento de alguma parcela. Devido a este mecanismo e à intervenção da Aneel e do ONS para assegurar o pagamento efetivo do cliente, os índices de inadimplência não são significativos.

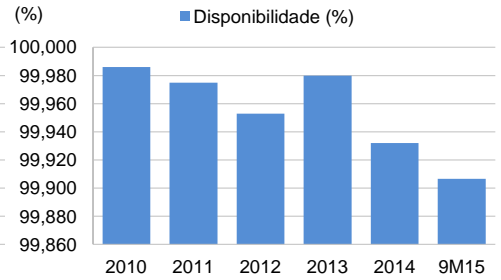
A CTEEP tem uma trajetória estável e eficiente de seu principal indicador operacional, a disponibilidade de seus ativos de transmissão (linhas, reatores e transformadores), o que evita descontos significativos nas RAPs.

Linhas de Transmissão



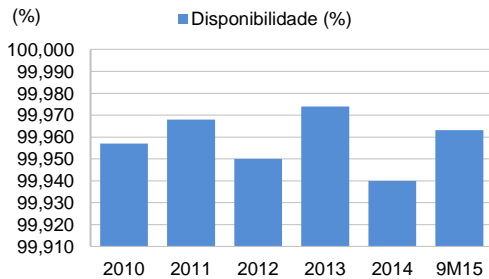
Fonte: Cteep, Fitch.

Reatores



Fonte: Cteep, Fitch.

Transformadores



Fonte: Cteep, Fitch.

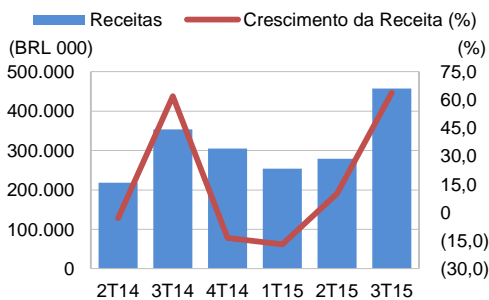
Estratégia

A estratégia da ISA Capital foi, inicialmente, servir de plataforma para o crescimento da ISA em outros segmentos de negócios que estavam de acordo com a estratégia de crescimento da holding. Após o processo de renovação da concessão da CTEEP, a capacidade de investimento da ISA Capital foi significativamente reduzida e a empresa congelou suas iniciativas de investimento no Brasil até a definição do montante e termos da indenização adicional relacionada à renovação antecipada de sua principal concessão.

A estratégia da CTEEP é reduzir custos operacionais, para maximizar a lucratividade da companhia, e não participar de novos investimentos enquanto espera por uma decisão da Aneel sobre o pagamento da indenização.

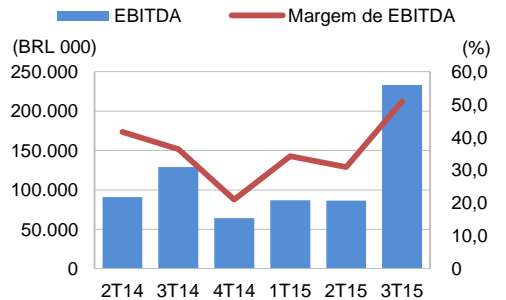
Tendências do Mercado

Tendências da Receita



Fonte: CTEEP, Fitch

Tendências do EBITDA

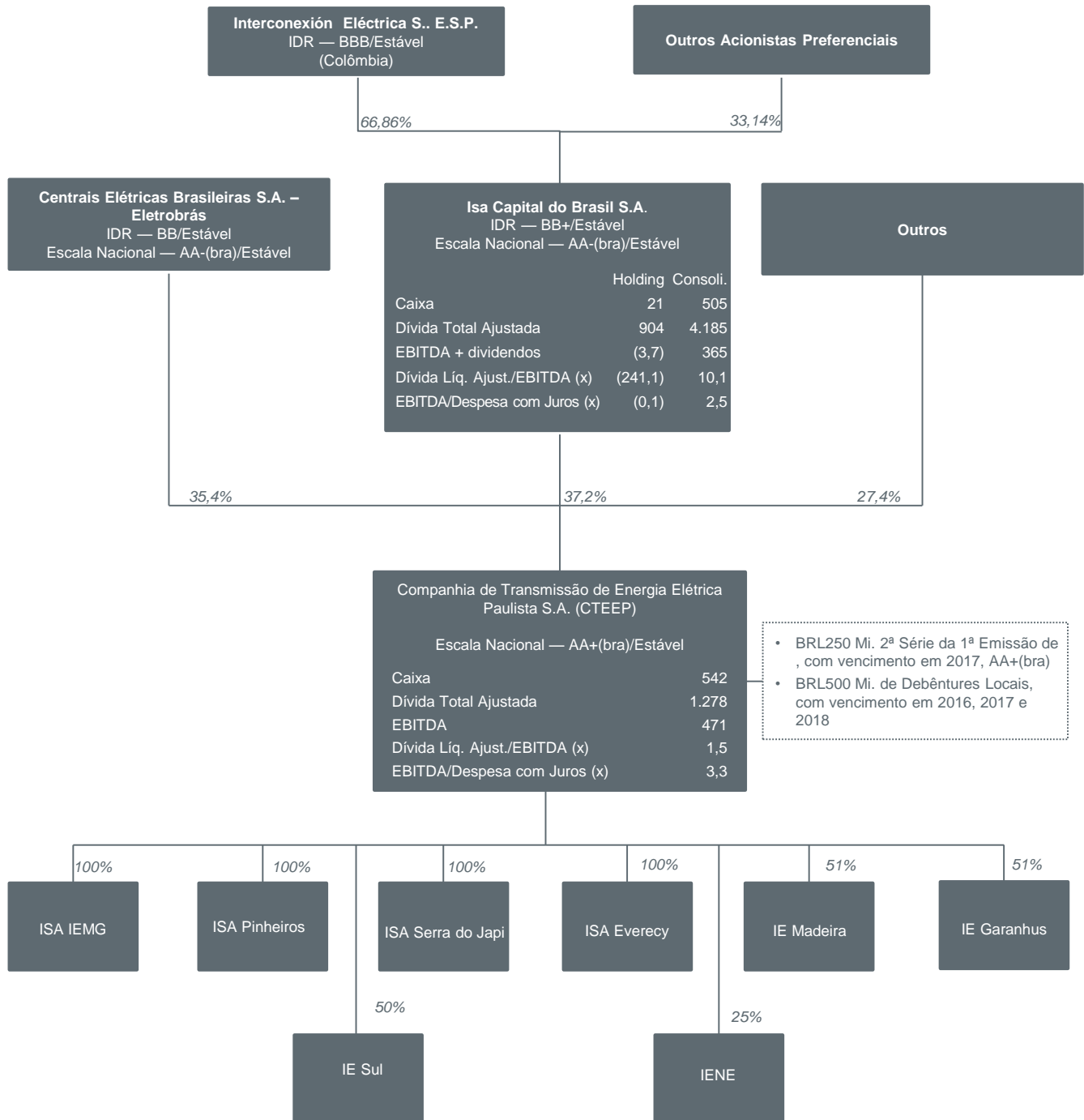


Fonte: CTEEP, Fitch.

Estrutura Organizacional

Estrutura Organizacional — ISA Capital do Brasil S.A. (ISA Capital) e Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista (CTEEP)

(BRL Mi., CTEEP em 30 de setembro de 2015 e ISA Capital em 31 dezembro de 2014)



IDR – Issuer Default Rating. - Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor
Fonte: Companhias, Fitch

Principais Premissas:

- Pagamento de indenização complementar após 2016 via tarifa durante o período remanescente da concessão.
- Pagamento de dividendos em torno de 60% em 2015 e uma média de 65% entre 2016 e 2018.
- Média de BRL473 milhões em capex entre 2015 e 2018.
- Garantias corporativas para subsidiárias não consolidadas inteiramente liberadas até o final de 2016.

Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A. (CTEEP)

	Histórico		Projeções da Fitch		
	31/12/13	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17
BRL Mi.					
Resumo da Demonstração dos Resultados					
Receita Líquida	981.168	1.102.788	1.204.723	1.609.820	2.097.800
Crescimento da Receita (%)	(65,2)	12,4	9,2	33,6	30,3
EBITDA Operacional	(266.004)	366.271	512.007	643.123	1.087.709
Margem de EBITDA Operacional (%)	(27,1)	33,2	42,5	40,0	51,9
EBITDAR Operacional	(266.004)	366.271	512.007	643.123	1.087.709
Margem de EBITDAR Operacional (%)	(27,1)	33,2	42,5	40,0	51,9
Lucro Operacional	(273.343)	357.411	467.962	534.125	945.635
Margem do Lucro Operacional (%)	(27,9)	32,4	38,8	33,2	45,1
Despesa Bruta com Juros	(153.344)	(140.519)	(134.581)	(144.725)	(181.139)
Lucro Antes dos Impostos	(137.268)	460.207	391.497	451.225	788.407

Resumo do Balanço Patrimonial

Caixa e Equivalentes	600.026	484.297	515.208	199.255	199.933
Dívida Total com Capital Híbrido	1.390.219	1.338.886	1.108.040	1.473.325	1.695.475
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido	2.813.373	2.839.540	2.591.726	1.473.325	1.695.475
Dívida Líquida	790.193	854.589	592.832	1.274.070	1.495.542

Resumo do Fluxo de Caixa

EBITDA Operacional	(266.004)	366.271	512.007	643.123	1.087.709
Despesa Bruta com Juros	(153.344)	(140.519)	(134.581)	(144.725)	(181.139)
Custo Financeiro Implícito (%)	5,8	10,3	11,0	11,2	11,4
Despesa com Impostos	—	—	(133.109)	(153.416)	(268.058)
Dividendos Recebidos Menos Dividendos Distribuídos Não Contr.	—	—	39.000	57.200	124.300
Outros Itens Antes dos Recursos das Operações	339.709	89.418	58.116	61.825	23.911
Recursos das Operações	(79.639)	315.170	341.433	464.007	786.723
Margem dos Recursos das Operações (%)	(8,1)	28,6	28,3	28,8	37,5
Varição no Capital de Giro	1.816.220	126.066	(70.666)	(245.894)	(326.845)
Fluxo de Caixa das Operações (Definido pela Fitch)	1.736.581	441.236	270.767	218.112	459.878
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	—	—	—	—	—
Investimentos no Imobilizado	(15.619)	(35.909)	—	—	—
Intensidade de Capital (Investimentos no Imobilizado/ Receita) (%)	1,6	3,3	—	—	—
Dividendos	(34)	(423.858)	—	—	—
Aquisições e Desinvestimentos, Líquido	—	—	—	—	—
Investimentos, Dividendos, Aquisições & Outros Itens Antes do FCF	(15.653)	(459.767)	(9.010)	(899.350)	(681.350)
Fluxo de Caixa Livre Após Aquisições & Desinvestimentos	1.720.928	(18.531)	261.757	(681.238)	(221.472)
Margem do Fluxo de Caixa Livre (Após Aquisições Líquidas) (%)	175,4	(1,7)	21,7	(42,3)	(10,6)
Outros Itens do Fluxo de Caixa de Investimento e Financiamento	(187.914)	(102.133)	0	0	0
Recursos de Dívida, Líquido	(1.242.621)	(122.805)	(230.846)	365.285	222.150
Recursos de Capital, Líquido	—	127.740	0	0	0
Varição do Saldo de Caixa	290.393	(115.729)	30.911	(315.953)	678

Índices de Cobertura (x)

Cobertura dos Juros pelos Recursos das Operações	(0,2)	2,8	3,1	3,8	5,2
Cobertura das Cobranças Fixas pelos Recursos das Operações	(0,2)	2,8	3,1	3,8	5,2
EBITDAR Operacional/(Despesa Bruta com Juros + Despesa com Aluguel)	(1,7)	2,6	3,8	4,4	6,0
EBITDA Operacional/Despesa Bruta com Juros	(1,7)	2,6	3,8	4,4	6,0

Índices de Alavancagem (x)

Dívida Total Ajustada/EBITDAR Operacional	(10,6)	7,8	5,1	2,3	1,6
Dívida Líquida Ajustada/EBITDAR Operacional	(8,3)	6,4	4,1	2,0	1,4
Dívida Líquida Ajustada/EBITDAR Operacional	(5,2)	3,7	2,2	2,3	1,6
Dívida Total com Capital Híbrido/EBITDA Operacional	(119,9)	7,3	6,2	2,7	1,8
Alavancagem Ajustada pelos Recursos das Operações	30,0	5,0	5,0	2,3	1,6
Alavancagem Líquida Ajustada pelos Recursos das Operações	(0,2)	2,8	3,1	3,8	5,2

COMO INTERPRETAR AS PROJEÇÕES APRESENTADAS: As projeções apresentadas se baseiam nas projeções do cenário de rating conservador produzidas internamente na agência. As projeções não representam as estimativas dos emissores classificados. As projeções publicadas acima são apenas um componente utilizado pela Fitch para atribuir um rating ou determinar uma perspectiva de rating. As informações presentes na projeção refletem elementos significativos, porém não totais, das premissas de rating da Fitch para o desempenho financeiro do emissor. Assim, não podem ser usadas para estabelecer um rating e não devem ser apoiadas neste propósito. As projeções da Fitch são elaboradas com uma ferramenta de propriedade interna, que utiliza as premissas da agência sobre desempenho financeiro e operacional, que podem não refletir as premissas que o leitor faria. As definições próprias da Fitch de termos financeiros, como EBITDA, dívida ou fluxo de caixa livre, podem diferir das do leitor. A Fitch pode obter acesso, periodicamente, a informações confidenciais de elementos de planejamento futuro do emissor. Alguns elementos podem ter sido omitidos destas projeções, mesmo quando incluídos nas deliberações internas da agência, sempre que a Fitch, a seu critério, considerar que os dados possam ser sensíveis em contextos comerciais, legais ou regulatórios. As projeções (assim como a íntegra deste relatório) são produzidas estritamente de acordo com os *disclaimers* presentes no final deste documento. A Fitch pode atualizar as projeções em relatórios futuros, mas não assume responsabilidade em fazê-lo.

Fonte: Dados da companhia, Fitch Ratings.

TODOS OS RATINGS DE CREDITO DA FITCH ESTAO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR ESSAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO 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. 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 © 2016 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall St, 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 pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e *underwriters* para avaliar os títulos. Estes preços 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 um único pagamento anual. Tais valores 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.