

Energia Elétrica
Brasil
Relatório Analítico

Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A.

Ratings

Emissão/Classe	Rating Atual
Escala Nacional	AA(bra)
Notas Promissórias - 2ª emissão	F1+(bra)

Perspectiva

Estável

Dados Financeiros

CTEEP (BRL Milhões)		
	31/12/08	31/12/07
Total de Ativos	5.670	5.180
Patrimônio Total	4.103	3.949
Lucro Líquido	827	855
EBITDA	1.317	1.129
Dívida Total	857	533
Total	2.013	1.728
Consolidado (Com a Dívida da Holding)		

Analistas

Lucas Aristizábal
+312 368-3260
lucas.aristizabal@fitchratings.com

Pagsi Jiménez
+55-11-4504-2600
pagsi.jimenez@fitchratings.com

Fundamentos do Rating

- Os ratings da Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A. (CTEEP) refletem o forte perfil financeiro da empresa, caracterizado por reduzida alavancagem, geração de fluxo de caixa das operações estável e previsível, assim como o baixo risco de seus negócios, característico das empresas de transmissão de eletricidade.
- A estabilidade da geração de fluxo de caixa da empresa apoia seus ratings. A empresa está isenta de risco volumétrico, e sua exposição aos riscos de preços e à intervenção regulatória é mínima. A geração de fluxo de caixa da CTEEP está diretamente relacionada à receita anual máxima permitida (RAP), que se baseia na disponibilidade e não nos volumes de eletricidade transmitida, é ajustada anualmente pela inflação e é, em grande parte, livre de revisões tarifárias.
- O risco de não-renovação da principal concessão da empresa, em 2015, também foi incorporado ao rating. A empresa tenta mitigar seu risco por meio de novos projetos que diversifiquem a base de suas receitas. A CTEEP gera a maior parte de suas receitas através de uma concessão que expira em 2015, automaticamente ajustada pela inflação e por investimentos aprovados pelo órgão regulador. Esta concessão poderá ser renovada por um período de vinte anos, a critério do Poder Concedente. Caso este não renove a concessão da CTEEP em 2015, a empresa poderá receber uma compensação pelo valor dos seus ativos, líquido de depreciação.
- Os ratings da CTEEP também incorporam a carga indireta da dívida da empresa holding na ISA Capital do Brasil (ISA Capital, avaliada pela Fitch com o IDR (Issuer Default Rating - Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor) 'BB'). A controladora da CTEEP depende unicamente dos dividendos para o serviço de aproximadamente USD554 milhões da dívida adquirida para financiar a compra da CTEEP em 2006. A alavancagem na CTEEP e na ISA Capital deverá aumentar, à medida que a empresa operacional utilizar principalmente dívida para financiar sua estratégia de expansão. Em dezembro de 2008, a CTEEP reportou alavancagem, medida pelo índice dívida total/EBITDA, de 0,7 vez; em bases consolidadas, a alavancagem era de 1,5 vez na holding. Os ratings incorporam a expectativa de que a alavancagem da CTEEP aumente, com o tempo, para aproximadamente 2,0 vezes a 2,5 vezes em bases individuais, o que elevará a alavancagem consolidada na holding para aproximadamente 2,5 vezes a 3,0 vezes.
- Embora a CTEEP seja controlada pela ISA Capital, esta detém 37,46% do capital total da primeira e recebe a mesma proporção de dividendos. Desta forma, a CTEEP precisa distribuir dividendos equivalentes a quase três vezes a necessidade de fluxo de caixa de sua holding, a fim de que a ISA Capital possa honrar sua dívida. Os covenants da holding impedem que a CTEEP aumente a alavancagem acima de 3,0 vezes e que a ISA Capital pague dividendos ou efetue qualquer outro tipo de distribuição à sua controladora em última instância, a ISA Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA), sediada na Colômbia, até que a ISA Capital pague os USD200 milhões da dívida vincenda em 2012, o

que limita a alavancagem consolidada e diminui os riscos financeiros. O excesso de caixa retido na holding deverá ser utilizado para pagar a parcela da sua dívida com vencimento em 2012.

Fatores de Evolução dos Ratings

- Qualquer combinação dos seguintes fatores poderá deteriorar a qualidade do crédito da empresa: aumento significativo da alavancagem, acima das expectativas; intervenção regulatória no processo de ajuste das tarifas; e aumento da incerteza sobre o processo de renegociação da concessão.
- A melhora das condições macroeconômicas no Brasil, aliada a uma elevação do rating soberano e à continuidade do forte perfil financeiro corporativo, poderia resultar numa medida de ratings positiva.

Eventos Recentes

A empresa participou de processos de licitação para novas linhas de transmissão no Brasil, a fim de aumentar e diversificar sua base de receitas. Devido ao porte considerável da concessão que expira em 2015, a empresa não deverá diversificar significativamente seu fluxo de caixa, e a renovação desta concessão permanecerá essencial para a qualidade de crédito da empresa, a longo prazo. A CTEEP tem reportado, historicamente, índices de alavancagem muito baixos (medidos por dívida total/EBITDA), mas a alavancagem deverá aumentar e permanecer entre 2,0 vezes e 2,5 vezes, à medida que a empresa emitir dívida para financiar seus investimentos de capital.

Portfólio de Ativos

(Em 31/12/08, milhões de BRL)

Ativo	Participação da CTEEP	RAP da CTEEP	Vencimento	Prazo de Construção (meses)	Início da Operação	Investimentos 2009-2011
Rede básica LT Chavantes - Botucatu	100,0%	1.856	07/07/15	0	ND	0
IEMG	60,0%	7	19/04/37	18	dez/08	0
IENNE	25,0%	7	16/03/38	21	dez/09	56
IEPIN	100,0%	19	16/10/38	18	abr/10	341
IESUL	100,0%	10	16/10/38	18	abr/10	38
IEMADEIRA - Lote D	51,0%	90	16/10/38	36	fev/12	433
IEMADEIRA - Lote F	51,0%	77	16/10/38	50	abr/13	
Total		2.080				867

ND - Não Disponível

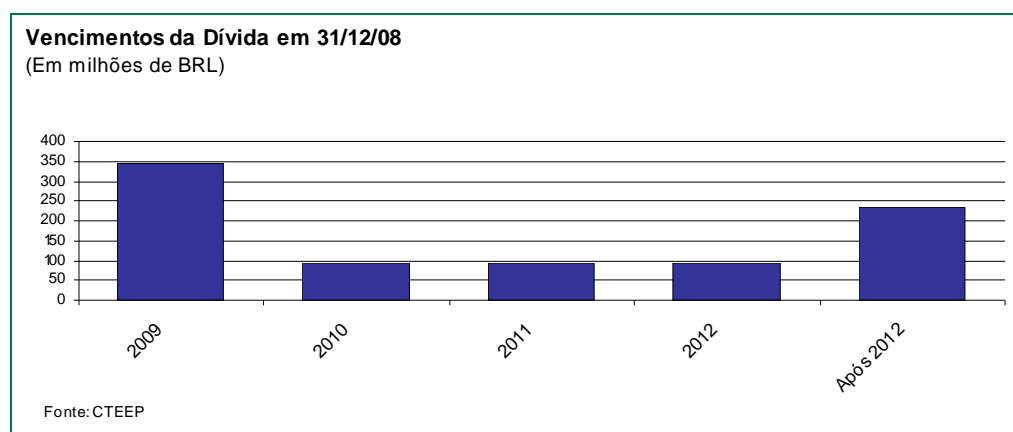
Fonte: CTEEP

Liquidez e Estrutura da Dívida

A liquidez da CTEEP está em linha com o rating atribuído e se apoia na estável e robusta geração de fluxo de caixa da empresa. Devido aos altos pagamentos de dividendos da companhia, o financiamento para a expansão de capital viria sob a forma de dívida. Na medida do possível, a CTEEP buscará financiamentos junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para seus projetos de expansão, que serão realizados em parte como *joint ventures* ou como sociedades de propósito especial (SPEs). A contribuição patrimonial para estas SPEs

deverá, provavelmente, ser financiada por meio de dívida no balanço patrimonial da CTEEP.

Em dezembro de 2008, a CTEEP reportou BR806 milhões de dívida. Deste total, BRL606 milhões eram junto ao BNDES e BRL200 milhões, notas promissórias emitidas em 2008 e pagáveis em julho de 2009. A segunda emissão proposta, de BRL200 milhões em notas promissórias, será utilizada para aporte de capital em novos projetos de transmissão leiloados pelo governo federal e ganhos pela companhia em 2007 e 2008. A holding da CTEEP reportou USD554 milhões de dívida, composta por USD200 milhões e USD354 milhões de dívida sênior sem garantia, com vencimento em 2012 e 2017, respectivamente.



Fluxo de Caixa/Cobertura do Serviço da Dívida

O desempenho financeiro da CTEEP foi forte nos últimos dois anos, principalmente em função do baixo índice de alavancagem da empresa e do plano de demissão voluntária (PDV) que a ISA Capital implantou após adquirir o controle da CTEEP durante seu processo de privatização, em 2006. A adoção do PDV aumentou a margem de EBITDA da CTEEP para 86% e 84% em 2007 e 2008, respectivamente, de aproximadamente 52% antes da privatização. A queda do EBITDA e da margem de EBITDA, em 2006, reflete o custo do plano de aposentadoria.

Perfil da Empresa

A CTEEP é a maior empresa de transmissão de eletricidade no Estado de São Paulo e a maior empresa privada deste tipo no país. A empresa detém duas concessões que expiram em 2015 e em 2031, respectivamente. A maior parte das receitas da CTEEP é gerada pelo contrato de concessão que expira em 2015, e que poderá ser renovado por mais vinte anos, a critério do órgão regulador. Ainda não está claro se este órgão renovará o contrato de concessão da CTEEP, e o processo de renovação ainda será definido. Caso o Poder Concedente não renove a concessão, a empresa poderá receber um pagamento equivalente ao valor do ativo, líquido da depreciação, referente a esta concessão.

Através de suas duas concessões (que expiram em 2015 e 2031, respectivamente), a CTEEP detém o direito exclusivo de prestar serviços de transmissão de eletricidade em duas áreas dentro do Estado de São Paulo, uma das regiões com maior consumo de eletricidade do país. Com forte posição de mercado, a CTEEP está bem posicionada para participar de futuros leilões de novas linhas de transmissão no Brasil, e que, caso sejam bem-sucedidos, aumentariam a rentabilidade da empresa.

A CTEEP é controlada pela ISA Capital (subsidiária integral da ISA), uma holding criada exclusivamente para participar da privatização da CTEEP. As ações ordinárias da CTEEP (das quais a ISA Capital detém 89%, o que dá à ISA o controle da CTEEP) representam 37,46% de seu patrimônio total, sendo que as ações preferenciais (basicamente nas mãos do governo) constituem o saldo. Cerca de 20% das ações da empresa são negociadas na bolsa de valores brasileira.

A CTEEP é beneficiada pela experiência dos seus controladores na operação de ativos de transmissão na região. A ISA, controladora indireta da CTEEP, está envolvida na operação, administração e transmissão de energia elétrica na Colômbia, no Brasil, Peru, Bolívia e América Central. A ISA tem um sólido histórico de aumento da eficiência operacional em outros países.

Estrutura Regulatória

Os sistemas de transmissão de eletricidade no Brasil estão sujeitos à regulamentação federal. A Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) é o órgão do governo revestido de autoridade para regular os serviços de transmissão de eletricidade no Brasil. As concessionárias de transmissão elétrica são remuneradas com base na receita anual permitida (RAP) estabelecida pela ANEEL. A RAP compensa as concessionárias por disponibilizar suas instalações de transmissão de eletricidade para usuários da principal rede nacional e sistemas de subtransmissão. A RAP leva em conta os investimentos efetuados por cada concessionária em seus ativos de transmissão de eletricidade, os custos de operar e manter esses ativos e uma taxa de retorno específica sobre o capital investido.

A RAP da CTEEP é ajustada anualmente, levando em conta a inflação, medida pelo IGP-M, sem necessidade de aprovação prévia da ANEEL. A RAP também pode ser ajustada em certas circunstâncias extraordinárias, como mudanças nos impostos ou outras leis, ou quando tiverem sido realizados investimentos nas linhas e instalações de transmissão, previamente aprovados pela ANEEL. A RAP se baseia na disponibilidade dos sistemas de transmissão.

A CTEEP recebe sua RAP em prestações mensais dos usuários de seus sistemas de transmissão. A CTEEP e o Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS) firmaram um acordo mediante o qual o ONS emite avisos de débito mensais aos clientes da CTEEP, especificando os serviços de transmissão de eletricidade prestados a eles. Além disso, o ONS emite avisos de crédito à CTEEP, especificando os montantes devidos pelos clientes da empresa, em determinado mês. Para estabelecer o valor mensal que cada usuário deve pagar à CTEEP, o ONS aloca uma parcela da RAP da CTEEP para o período da tarifa a cada usuário do sistema de transmissão de eletricidade da empresa, com base na demanda contratada para o sistema de transmissão da CTEEP.

A CTEEP se beneficia de sua diversificada base de clientes e de uma estrutura de pagamentos garantidos. Nenhum único usuário do sistema de transmissão de eletricidade da CTEEP representa mais de 16% de suas receitas. A estrutura regulada de pagamentos proporciona à empresa acesso às contas bancárias dos clientes, a fim de receber o pagamento por seus serviços. O saldo da conta de cada cliente nunca deve ser inferior a 110% do valor médio pago nos últimos três meses à CTEEP.

Além disso, se um usuário do sistema deixar de efetuar o pagamento mensal à CTEEP até dois dias após a data devida, o ONS instruirá o banco a congelar a conta do usuário e transferir o valor devido, mais qualquer juro ou multa aplicável, primeiro para uma conta diferente e depois para a CTEEP. E, ainda, se um usuário do sistema deixar de efetuar o pagamento mensal por três meses consecutivos, ou por mais de cinco meses não-consecutivos em qualquer período de 12 meses, o respectivo usuário do sistema será solicitado a apresentar ao ONS uma carta de crédito com validade por seis meses, e em valor equivalente a dois pagamentos mensais de serviços de transmissão de eletricidade. Outras multas serão aplicadas se a carta de crédito não for submetida ao ONS.

Estratégia da Administração

A estratégia de negócios da CTEEP é alcançar expansão firme e sustentada em seu negócio principal através do aumento de suas margens de rentabilidade, modernização de seus ativos e participação em licitações de novas concessões de transmissão. Nos últimos dois anos, a empresa conseguiu melhorar suas margens de rentabilidade, atingindo níveis mais em linha com os registrados em outros países. Assim, a CTEEP expandiu suas margens de EBITDA para aproximadamente 85%, de 55% antes da privatização. No futuro, a melhora das margens deverá ser moderada.

Resumo Financeiro - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A. (CTEP)

BRL milhões

	2008	2007	2006	2005	2004
Rentabilidade					
EBITDA Operacional	1.316.680	1.128.878	230.294	628.233	580.100
EBITDAR Operacional	1.316.680	1.128.878	230.294	628.233	580.100
Margem do EBITDA Operacional (%)	84,2%	85,8%	18,9%	52,1%	52,8%
Margem do EBITDAR Operacional (%)	84,2%	85,8%	18,9%	52,1%	52,8%
Retorno dos Recursos das Operações sobre Capitalização Total Ajustada (%)	19,90%	13,40%	14,00%	16,90%	14,00%
Margem do Fluxo de Caixa Livre (%)	-17,1%	-64,2%	-13,0%	6,4%	11,5%
Retorno sobre Capitalização Ajustada Média (%)	20,5%	22,2%	3,1%	12,4%	9,8%
Coberturas					
Cobertura dos Juros pelos Recursos das Operações (X)	14,2	28,6	63,9	61,7	37,6
EBITDA Operacional / Despesa Bruta com Juros (X)	19,9	53,8	28,1	59,8	41,3
EBITDAR Operacional / (Despesa Bruta com Juros + Despesa com Aluguel) (X)	19,9	53,8	28,1	59,8	41,3
EBITDA Operacional / Serviço da Dívida (X) **	3,2	7,4	27,9	30,2	9,9
EBITDAR Operacional / Serviço da Dívida (X)	3,2	7,4	27,9	30,2	9,9
Cobertura das Cobranças Fixas pelos Recursos das Operações (X) **	14,2	28,6	63,9	61,7	37,6
Cobertura do Serviço da Dívida pelo Fluxo de Caixa Livre (X)	-0,5	-5,4	-18,2	4,2	2,4
(Fluxo de Caixa Livre + Caixa e Equivalentes + Cobranças Fixas)/Serviço da Dívida (X)	-0,2	-4,1	44,2	37,2	11,6
Fluxo de Caixa das Operações/ Investimentos no Imobilizado(X)	2,5	0,9	1,1	2,2	2,4
Estrutura de Capital e Alavancagem					
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido/Recursos das Operações(X)	0,9	0,9	0,0	0,0	0,1
Dívida Total com Capital Híbrido/EBITDA Operacional (X)	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1
Dívida Líquida com Capital Híbrido/ EBITDA Operacional (X)	0,6	0,3	-2,2	-1,1	-0,8
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido/EBITDAR Operacional (X)	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1
Dívida Líquida Ajustada com Capital Híbrido/ EBITDAR Operacional (X)	0,6	0,3	-2,2	-1,1	-0,8
Custo Financeiro Implícito (%) ***	9,5	7,9	141,5	30,2	17,9
Dívida Securitizada/Dívida Total (X)					
Dívida de Curto Prazo/Dívida Total (X)	0,4	0,2	0,1	0,9	0,8
Balanco Patrimonial					
Ativo Total	5.669.603	5.180.107	5.217.046	4.975.229	4.632.108
Caixa e Equivalentes	123.024	190.576	514.471	684.917	543.990
Dívida de Curto Prazo	345.502	132.191	56	10.298	44.768
Dívida de Longo Prazo	511.286	400.713	586	636	13.997
Dívida Total	856.788	532.904	642	10.934	58.765
Capital Híbrido †					
Dívida Total com Capital Híbrido	856.788	532.904	642	10.934	58.765
Dívida Fora do Balanço	0	0	0	0	0
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido	856.788	532.904	642	10.934	58.765
Patrimônio Líquido Total	4.103.296	3.948.807	3.745.505	3.827.304	3.695.277
Capitalização Total Ajustada x	4.960.084	4.481.711	3.746.147	3.838.238	3.754.042
Fluxo de Caixa					
Recursos das Operações xx	872.210	578.450	515.275	637.680	513.347
Varição no Capital de Giro	-123.916	-205.883	6.975	-30.716	192.221
Fluxo de Caixa das Operações	748.294	372.567	522.250	606.964	705.568
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	0	0	0	0	0
Investimentos no Imobilizado	-301.520	-435.782	-471.710	-209.414	-162.729
Dividendos	-713.722	-781.712	-208.953	-180.489	-96.299
Fluxo de Caixa Livre	-266.948	-844.927	-158.413	77.691	126.218
Aquisições e Desinvestimentos, Líquido	0	0	0	0	0
Outros Investimentos, Líquido	-12.241	-3.525	-505	0	0
Recursos de Dívida, Líquido	210.566	524.557	-11.528	-53.924	-64.451
Recursos de Capital, Líquido	0	0	0	0	0
Outros	0	0	0	117.160	164.355
Variação do Saldo de Caixa	-68.623	-323.895	-170.446	140.927	226.122
Demonstração de Resultados					
Receita Líquida	1.564.068	1.315.414	1.220.882	1.205.213	1.097.994
Varição na Receita Líquida (%)	19%	8%	1%	30%	30%
Lucro Operacional	1.139.326	956.216	60.877	458.830	415.531
Despesa Bruta com Juros	66.261	20.975	8.192	10.510	14.030
Despesa com Aluguel	0	0	0	0	0
Lucro Líquido	827.065	855.483	117.752	468.277	348.778

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 + Variação em Ativos e Passivos Operacionais - Variação do Capital de Giro. ND = Não Disponível. NS = Não Significativo.

Copyright © 2009 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd., Fitch Ratings Brasil Ltda. e suas subsidiárias. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telefone: 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.