

---

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

Fitch Ratings – São Paulo, 25 de agosto de 2015: A Fitch Ratings afirmou, em 'BB+' (BB mais), os IDRs (*Issuer Default Ratings* – Ratings de Probabilidade de Inadimplência do Emissor) em Moedas Estrangeira e Local da ISA Capital do Brasil S.A. e o Rating Nacional de Longo Prazo da empresa em 'AA-(bra)' (AA menos(bra)). Ao mesmo tempo, a agência afirmou o rating das notas seniores com garantias da companhia, em circulação no mercado, no montante de USD31,6 milhões, em 'BBB-' (BBB menos). A Perspectiva dos ratings corporativos é Estável.

Em paralelo, a Fitch afirmou o Rating Nacional de Longo Prazo da Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A. (CTEEP) em 'AA+(bra)' (AA mais(bra)). A ação de rating também se aplica à primeira emissão de debêntures da empresa, em circulação no mercado, no montante de BRL65 milhões, com vencimento em 2017. A Perspectiva do rating corporativo é Estável.

### PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DOS RATINGS

Os ratings da CTEEP refletem sua forte qualidade de crédito, que se apoia no baixo risco de negócio do setor de transmissão de energia no Brasil, com fluxo de caixa operacional previsível. A análise também considerou a eficiência da companhia na administração de seu sólido perfil financeiro, após a acentuada redução das receitas, já que a CTEEP aceitou a renovação antecipada de sua principal concessão, no início de 2013. A Fitch considera positivo o uso da compensação recebida pelos ativos não depreciados como pagamento inicial de parte da dívida da CTEEP. Os ratings também levam em conta o moderado risco regulatório.

Os ratings da ISA Capital contemplam o perfil de crédito da CTEEP, seu único ativo operacional e fonte de dividendos. As obrigações da ISA Capital estão estruturalmente subordinadas às da CTEEP. A *holding* detém apenas 37,2% do capital total de sua controlada e não recebe o montante total de dividendos pagos pela companhia de transmissão. A Fitch acredita que a flexibilidade financeira da ISA Capital poderá se beneficiar do valor de mercado de suas ações da CTEEP, caso os dividendos recebidos desta última não sejam suficientes para honrar suas obrigações.

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 dívida com o capital preferencial (considerada subordinada). As notas com vencimento em 2017 estão sobrecolateralizadas. Os USD31,6 milhões (BRL76,9 milhões) de saldo devedor das notas são garantidos por 66% das ações da ISA Capital na CTEEP, participação atualmente avaliada em aproximadamente BRL1,4 bilhão, com base no valor corrente de mercado da CTEEP, de BRL6,55 bilhões.

### Indicadores de Crédito da CTEEP São Fortes

A Fitch espera que a alavancagem financeira e a liquidez da CTEEP melhorem continuamente, em virtude da crescente geração de caixa. Este crescimento, por sua vez, provém de uma compensação complementar relativa à renovação antecipada de sua principal concessão, bem como da receita referentes aos investimentos em reforços. A compensação adicional pelos investimentos efetuados antes de 2000 deverá ser paga ao longo do restante da vida útil da nova concessão. A Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel), órgão regulador do setor no Brasil, já reconheceu um mínimo de BRL3,7 bilhões (em 2012), a título de compensação. Este montante poderá chegar a até BRL5,2 bilhões (em 2012), uma vez que a companhia solicitou a revisão de seus cálculos pela Aneel.

No período de 12 meses encerrado em 30 de junho de 2015, a dívida total ajustada da CTEEP (incluindo BRL1,5 bilhão de garantias a subsidiárias não-controladas) era de BRL2,7 bilhões, o que resultou no índice de dívida total ajustada/EBITDA de 7,1 vezes, ou de 6,0 vezes considerando a dívida líquida ajustada. A

---

Fitch acredita que as garantias corporativas a subsidiárias não-controladas serão substancialmente liberadas após 2016, quando a alavancagem líquida deverá permanecer abaixo de 2,5 vezes nos próximos três anos.

## Fluxo de Caixa Operacional Crescente

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 disponíveis 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 junho de 2015, a receita líquida atingiu BRL1,2 bilhão e o EBITDA, BRL366 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.

A Fitch acredita que o fluxo de caixa livre (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 os ativos adicionais de transmissão que estão sendo adicionados à sua carteira. No período de 12 meses encerrado em 30 de junho de 2015, o fluxo de caixa das operações (CFFO), de BRL324 milhões, não foi suficiente para cobrir os investimentos de BRL26 milhões e os dividendos de BRL366 milhões, o que resultou em um FCF negativo de BR67 milhões. Em junho 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.

## Baixo Risco de Negócio

A Fitch considera o segmento de transmissão o de mais baixo risco no setor elétrico brasileiro. O perfil de crédito da CTEEP se beneficia de seu direito de prestação de serviços de transmissão de eletricidade com exclusividade, por meio de diversas concessões. A CTEEP participa de sete concessões em operação, com participação equivalente a 1.826 km. Este cenário reduz a exposição da companhia aos riscos associados à fase de construção.

## Subordinação Estrutural

A qualidade de crédito da ISA Capital reflete a subordinação estrutural da empresa às obrigações da CTEEP. A primeira detém apenas 37,2% do capital total da CTEEP e recebe a participação proporcional nos dividendos pagos pela companhia de transmissão. A ISA Capital deverá utilizar os recursos recebidos da CTEEP, juntamente com seu caixa disponível (BRL21 milhões em dezembro de 2014), para liquidar parcialmente sua dívida. No final de 2014, a dívida da ISA Capital totalizava BRL929 milhões e era composta, principalmente, pela parcela restante das notas com vencimento em 2017 (BRL87 milhões), não quitadas em 2010, e pelas obrigações de resgate de suas ações preferenciais, de BRL842 milhões.

A Fitch acredita que a ISA Capital terá de levantar caixa adicional para honrar suas obrigações, pois o fluxo de dividendos da CTEEP não deverá ser suficiente. O processo de renovação da concessão afetou, de certa forma, a capacidade de a CTEEP levar caixa ao seu acionista controlador mediante o pagamento de dividendos. Os dividendos anuais da companhia de transmissão deverão atingir BRL200 milhões a BRL230 milhões. Em 2014, a fim de ajustar o programa de aquisição das ações preferenciais à nova realidade, a ISA Capital renegociou com os acionistas preferenciais o cronograma do programa de recompra. O plano de aquisição dos BRL891 milhões em ações preferenciais foi estendido até 2020, e o saldo restante é de BRL50 milhões em 2015 e de BRL160 milhões por ano de 2016 a 2020.

---

## PRINCIPAIS PREMISSAS

As principais premissas da Fitch no cenário de rating do emissor incluem:

- Índice de pagamento de dividendos em torno de 60% em 2015 e uma média de 65% entre 2016 e 2018;
- Investimento médio anual de BRL473 milhões entre 2015 e 2018;
- Garantias corporativas a subsidiárias não-controladas totalmente liberadas até o final de 2016.

## SENSIBILIDADES DOS RATINGS

Futuros desenvolvimentos que podem, individual ou coletivamente, levar a uma ação de rating negativa na CTEEP incluem:

- Alavancagem líquida consistentemente superior a 3,5 vezes;
- Índice CFFO + caixa e aplicações financeiras/dívida de curto prazo abaixo de 1,5 vez.

No caso da ISA Capital, uma forte desvalorização do valor da CTEEP e um cenário adverso para a negociação de um novo programa de resgate das ações preferenciais poderão pressionar os ratings.

Uma ação de rating positiva é improvável, até que as garantias corporativas às subsidiárias não-controladas sejam substancialmente liberadas.

## LIQUIDEZ

O perfil financeiro da CTEEP se beneficia de sua robusta posição de liquidez. Em 30 de junho de 2015, de acordo com a metodologia da Fitch, a posição de caixa e aplicações financeiras, de BRL397 milhões, representava 15% da dívida total ajustada, de BRL2,7 bilhões, e foi suficiente para cobrir a dívida de curto prazo, de BRL105 milhões, em 3,8 vezes. A liquidez deverá melhorar, com base no saldo de BRL593 milhões a ser recebido em 2015, proveniente da compensação inicial de BRL2,9 bilhões, e nos potenciais BRL3,7 bilhões da compensação complementar a ser aprovada pelo regulador. A CTEEP também apresentou confortável cobertura da dívida de curto prazo, considerando o índice (CFFO mais caixa e aplicações financeiras)/dívida de curto prazo, de 6,9 vezes.

## RELAÇÃO COMPLETA DAS AÇÕES DE RATING

A Fitch realizou as seguintes ações de rating:

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

- Rating Nacional de Longo Prazo afirmado em 'AA+(bra)' (AA mais(bra)); e
- Rating Nacional de Longo Prazo da primeira emissão de debêntures em circulação no mercado, no montante de BRL65 milhões, com vencimento em 2017, afirmado em 'AA+(bra)' (AA mais(bra)).

ISA Capital do Brasil S.A. (ISA Capital)

- IDRs em Moedas Local e Estrangeira afirmados em 'BB+' (BB mais);
- Rating Nacional de Longo Prazo afirmado em 'AA-(bra)' (AA menos(bra)); e
- Rating das notas seniores com garantias, em circulação no mercado, no montante de USD31,6 milhões, afirmado em 'BBB-' (BBB menos).

Contato:

Analista principal  
Adriane Silva

Analista sênior  
+55-11-4504-2205  
Fitch Ratings Brasil Ltda.  
Alameda Santos, 700 – 7º andar – Cerqueira César  
São Paulo – SP – CEP: 01418-100

Analista secundário  
Wellington Senter  
Analista  
+55-21-4503-2606

Presidente do comitê de rating  
Ricardo Carvalho  
Diretor sênior  
+55-21 4503-2627

Data do Comitê de Rating Relevante: 24 de agosto de 2015.

Relações com a Mídia: Jaqueline Ramos de Carvalho, Rio de Janeiro, Tel.: +55 21-4503-2623, E-mail: jaqueline.carvalho@fitchratings.com.

A presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Instrução CVM nº 521/12.

As informações utilizadas nesta análise são provenientes da ISA Capital do Brasil S.A. e da CTEEP.

A Fitch utilizou, para sua análise, informações financeiras até a data-base de dezembro de 2014 e junho de 2015.

## Histórico dos Ratings

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

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 08/04/2009

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 27/08/2014

### **ISA Capital do Brasil S.A. (ISA Capital)**

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 05/07/2011

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 27/08/2014

A classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou a partes a ela relacionadas.

Os ratings atribuídos pela Fitch são revisados, pelo menos, anualmente.

Informações adicionais disponíveis em ‘[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)’ ou ‘[www.fitchratings.com.br](http://www.fitchratings.com.br)’.

Os ratings acima foram solicitados pelo, ou em nome do, emissor, e, portanto, a Fitch foi compensada pela avaliação dos ratings.

Metodologia Aplicada e Pesquisa Relacionada:

---

--'Metodologia de Ratings Corporativos – Incluindo Ratings de Curto Prazo e Vínculo Entre Matrizes e Subsidiárias', 28 de maio de 2014.

--'Metodologia de Ratings em Escala Nacional', 30 de outubro de 2013.

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](http://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".

A Fitch Ratings Brasil Ltda. e a Fitch Ratings Ltd. tiveram todo o cuidado na preparação deste documento. Nossas informações foram obtidas de fontes que consideramos fidedignas, mas sua exatidão e seu grau de integralidade não estão garantidos. A Fitch Ratings Brasil Ltda. e a Fitch Ratings Ltd. não se responsabilizam por quaisquer perdas ou prejuízos que possam advir de informações equivocadas. Nenhuma das informações deste relatório pode ser copiada ou reproduzida, arquivada ou divulgada, no todo ou em partes, em qualquer formato, por qualquer razão, ou por qualquer pessoa, sem a autorização por escrito da Fitch Ratings Brasil Ltda. Nossos relatórios e ratings constituem opiniões e não recomendações de compra ou venda. Reprodução Proibida.

Ao atribuir e manter ratings, a Fitch se baseia em informações fatuais recebidas de emissores e underwriters e de outras fontes que a agência considere confiáveis. A Fitch realiza uma investigação adequada apoiada em informações fatuais disponíveis, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém uma verificação também adequada destas informações de outras fontes independentes, à medida que estas estejam disponíveis com certa segurança e em determinadas jurisdições. A forma como a Fitch conduz a análise dos fatos e o escopo da verificação obtido de terceiros variará, dependendo da natureza dos títulos e valores mobiliários analisados e do seu emissor; das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou o emissor esteja localizado; da disponibilidade e natureza das informações públicas relevantes; do acesso à administração do emissor e seus consultores; da disponibilidade de verificações de terceiros já existentes, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros; da disponibilidade de verificação por parte de terceiros independentes e competentes com respeito àqueles títulos e valores mobiliários em particular, ou na jurisdição do emissor, particularmente, e de outros fatores.

Os usuários dos ratings da Fitch devem entender que nem uma investigação fatural aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros pode assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe relativas a um rating serão precisas ou completas. Em última análise, o emissor e seus consultores são responsáveis pela exatidão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao apresentar documentos e outros relatórios. Ao atribuir ratings, a Fitch deve se apoiar no trabalho de especialistas, inclusive dos auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e de consultores jurídicos, com relação aos aspectos legais e tributários. Além disso, os ratings são, por natureza, prospectivos e incorporam assertivas e prognósticos sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser comprovados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação dos fatos atuais, os ratings podem ser afetados por eventos futuros ou por condições não previstas por ocasião da atribuição ou da afirmação de um rating.