



Moody's Investors Service

Rating Action: **Moody's atribui ratings Ba2/Aa3.br para as Debêntures da Alupar**

Global Credit Research - 19 Nov 2009

Aproximadamente BRL 250 milhões de instrumentos de dívida afetados

Sao Paulo, November 19, 2009 -- Moody's América Latina atribuiu um rating corporativo na escala global Ba1 e um rating corporativo na escala nacional brasileira Aa2.br a Alupar Investimento S.A. ("Alupar"). Ao mesmo tempo, Moody's atribuiu um rating na escala global Ba2 e um rating na escala nacional brasileira Aa3.br para os BRL 250 milhões em debêntures seniores sem garantia de ativos reais, com vencimento em 4 a 5 anos, a serem emitidas no mercado local pela Alupar. A perspectiva para todos os ratings é estável. Essa é a primeira vez que a Moody's atribui ratings a essa empresa.

O rating corporativo Ba1 reflete em grande parte a sólida posição da Alupar no setor brasileiro de transmissão de energia elétrica (que geralmente oferece um fluxo de caixa mais previsível e estável do que os segmentos de geração e distribuição de energia elétrica), os fortes indicadores de crédito da empresa para a categoria de rating e uma liquidez adequada.

Os ratings são limitados pelo breve histórico de operações da holding Alupar como um braço independente do grupo Alusa, e pelo breve histórico da atual administração em implementar com eficiência sua estratégia de negócios. Um ambicioso programa de investimentos para expandir o escopo das atividades da Alupar no segmento de geração de energia elétrica limita também os ratings dado que a Moody's vê de um modo geral o segmento de geração como mais arriscado que o setor de transmissão. Moody's também espera que a alavancagem conforme medida pela Dívida/Capital aumente durante os próximos três anos, embora o índice de fluxo de caixa sobre dívida e cobertura de juros deva melhorar marginalmente.

Os ratings Ba2 e Aa3.br das debêntures estão um nível abaixo do rating corporativo. A diferença reflete a subordinação estrutural da dívida da empresa controladora em relação à dívida no nível das subsidiárias operacionais.

Moody's vê o ambiente regulatório do Brasil para empresas de transmissão como razoavelmente bem desenvolvido e de grande suporte embora alguns procedimentos regulatórios ainda não tenham sido testados, como a indenização de ativos não depreciados diante da não-renovação ou término de um contrato de concessão existente.

O caráter inerentemente estável do setor de transmissão provê um fluxo de caixa razoavelmente previsível para a Alupar, apoiado por contratos de concessão de 30 anos concedidos pelo governo federal. Esses contratos de concessão tipicamente permitem que a Alupar feche contratos de longo prazo com empresas brasileiras de geração e distribuição de energia elétrica para uso de sua rede de transmissão. As receitas da transmissão são baseadas em pagamentos sobre uma capacidade fixa durante o período de concessão, os quais têm provisões para ajustes automáticos de inflação uma vez por ano conforme o Índice Geral de Preços - Mercado (IGP-M) ou o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPC-A).

Alupar atualmente opera 12 redes de transmissão sob concessões de longo prazo com vencimento entre 2031 e 2039. A empresa se beneficia do fato de ter uma carteira que consiste principalmente em concessões concedidas antes de 2006; portanto, a maioria de suas tarifas não é sujeita à revisão periódica. Por outro lado, as receitas anuais permitidas para essas grandes concessões estão programadas para cair 50% a partir de 2019.

Os indicadores de crédito da Alupar, adequados para a categoria de rating, são sustentados por contratos de longo prazo de transmissão de energia elétrica. Os retornos também são influenciados positivamente pelos incentivos fiscais que reduzem a taxa efetiva de impostos sobre o lucro, para o qual a Moody's estima ser em média 18% até 2013. A alavancagem conforme medida pela Dívida Líquida sobre os Ativos Fixos e ajustada de acordo com os ajustes padrão da Moody's, foi de 57,1% em 30 de setembro de 2009. Nos últimos doze meses findos em 30 de setembro de 2009, o índice de cobertura de juros (ICR) foi de 2,3x e os Caixas Gerados nas Operações (FFO) sobre a Dívida Líquida foi 17%. Esses fortes indicadores são contra-balanceados por um baixo Fluxo de Caixa Retido (RCF) sobre o índice de investimentos de apenas 0,17x durante o mesmo período. O baixo índice de Fluxo de Caixa Retido sobre investimentos resulta

principalmente do contínuo programa de investimento para expansão do segmento de geração.

No futuro, a Moody's espera que a alavancagem da Alupar conforme medida pelo índice de FFO/Dívida Líquida aumente para 19 a 20%, principalmente durante os próximos dois anos, apesar dos novos ativos de geração que estão sendo construídos atualmente. O segmento de transmissão, representando 100% das receitas da empresa no momento, deve diminuir sua contribuição gradualmente para 75% nos próximos cinco anos. Durante esta fase de construção, a Moody's espera que o índice de Dívida Líquida sobre Ativos Fixos da Alupar permaneça entre 60% e 63% e o Índice de Cobertura de Juros fique ao redor de 2,5x. O ICR saudável é sustentado pelo custo de captação relativamente baixo da empresa, que é ajudado pelos empréstimos subsidiados do BNDES (equivalentes a 63% da dívida total sem ajustes em 30 de setembro de 2009).

A Alupar tem vários compromissos não reconhecidos no balanço ("off-balance"), estimados pela Moody's em aproximadamente BRL 213 milhões. Esses compromissos consistem em opções de venda nas quais os acionistas minoritários de algumas subsidiárias têm o direito de vender suas ações de volta para a Alupar, dentro de cronogramas e condições pré-estabelecidas, com os acordos de recompra de ações -- os quais prevêem que a Alupar deva elevar seu controle em certas subsidiárias. Moody's considera esses compromissos como obrigações de longo prazo da Alupar e as inclui nas obrigações de dívidas existentes da empresa.

A Alupar tem liquidez adequada, com uma posição de caixa no nível da empresa controladora de aproximadamente BRL400 milhões em 30 de setembro de 2009, que visa cobrir os investimentos de capital planejados para os próximos quatro anos. Como uma empresa controladora, os fluxos de caixa da Alupar consistem principalmente em dividendos recebidos de suas subsidiárias operacionais, estimados pela Moody's em aproximadamente BRL150 milhões nos próximos doze meses. Esse montante, juntamente com os recursos da emissão de BRL250 milhões em debêntures, é considerado suficiente para cumprir o pagamento da dívida e as despesas gerais e administrativas em 2010. O potencial para elevação de dividendos de suas subsidiárias é limitado pelo serviço da dívida de aproximadamente BRL1,9 bilhão em empréstimos de longo prazo, em sua maior parte do BNDES. Além disso, as subsidiárias estão sujeitas às provisões de blindagem regulatória que limitam outras possibilidades de remessa de caixa para a controladora, como redução de capital ou mútuos, que precisariam de uma aprovação regulatória da ANEEL.

Constituída em 2006, a Alupar iniciou de fato suas operações em setembro de 2007 como uma empresa controladora para consolidar os investimentos do grupo Alusa no segmento de transmissão de energia elétrica, que passou a focar primariamente em atividades de engenharia no Brasil. Em setembro de 2009, o Fundo de Investimento do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FI-FGTS) do banco estatal brasileiro, Caixa Econômica Federal, tornou-se acionista minoritário da Alupar adquirindo 17% de seu capital total e votante por BRL 400 milhões.

Até recentemente, a Alupar fornecia garantias para aproximadamente BRL300 milhões de cédulas emitidas por sua empresa controladora, Guarupart. Essas cédulas foram reduzidas para BRL 23 milhões em 30 de setembro de 2009. De acordo com a administração, as garantias emitidas em favor da Guarupart foram completamente eliminadas. O risco de Alupar fornecer garantias adicionais para a empresa controladora no futuro foi amplamente mitigado pelo novo acordo de acionistas executado em 18 de setembro de 2009, que inclui uma limitação nas operações entre as partes relacionadas. A empresa pode, por fim, entrar em acordos de EPC com a Alusa Engenharia para desenvolvimento de atividades de geração e transmissão, mas a aprovação regulatória prévia da ANEEL e dos acionistas minoritários, ambas são exigida.

A entrada do FI-FGTS na estrutura de capital da Alupar foi um passo importante dado que garantiu que a empresa tivesse recursos financeiros necessários para financiar as contribuições de capital exigidas em outros investimentos focados no segmento de geração. Moody's também considera isso como um passo positivo da empresa visto que o novo acionista independente deve melhorar as práticas de governança corporativa garantindo maior transparência. Isso também pode elevar o compromisso de aumentar o valor para o acionista.

A administração afirmou recentemente que estava em busca de investimentos no segmento de geração. A gestão utilizará primariamente a recente capitalização de BRL 400 milhões para contribuições de capital em cooperações conjuntas ("joint ventures") a serem formadas para a construção de pequenas hidrelétricas, o que poderia alavancar potencialmente o investimento total em geração para cerca de BRL 1,3 bilhão.

Moody's vê o segmento de geração como tendo maior risco do que o segmento de transmissão, que é

altamente regulado. O mercado determina as margens operacionais para o segmento de geração, potencialmente resultando em lucros e fluxos de caixa mais voláteis. A capacidade de recuperar custos e ter retornos adequados nesse segmento é uma função do nível de contratação da oferta através de contratos de longo prazo ("power purchase agreements" ou "PPA") juntamente com o grau de exigências de capital e desempenho operacional dos ativos. Receitas geradas pelo mercado regulado são mais previsíveis e permitem margens operacionais e fluxos de caixa mais estáveis. PPAs com consumidores livres têm caráter de curto prazo e expõem a Alupar a receitas e preços de energia potencialmente mais baixos em um cenário no qual as tarifas futuras tenham queda. A Moody's observa que a Alupar tem 179MW de capacidade nova instalada que entrará em operação em 2010, dos quais 65% estão vendidos para o mercado regulado através de acordos de PPA de 30 anos e 35% estão vendidos para o mercado livre sob contrato de 15 anos.

A perspectiva estável reflete a expectativa da Moody's de que a Alupar manterá indicadores de crédito sólidos para a categoria de rating Ba1 e liquidez adequada apesar do fluxo de caixa livre negativo previsto para os próximos anos. A Moody's também espera que a Alupar mantenha práticas adequadas de governança corporativa, administrando seus negócios em linha com sua estratégia de negócios anunciada para o setor de energia elétrica, equilibrando os interesses dos acionistas e dos credores.

Os ratings poderiam ser elevados caso o sólido perfil de crédito da Alupar se provar resiliente durante um período sustentável de tempo, principalmente durante a fase de expansão e investimentos em geração. Um índice de cobertura (ICR) maior que 2,5x juntamente com a Dívida Líquida sobre os Ativos Fixos abaixo de 55% em uma base sustentável também poderia criar uma pressão positiva sobre os ratings.

O rating ou a perspectiva pode ser rebaixado se houver um aumento significativo na alavancagem, seja em conexão com o grande programa de investimentos de geração ou por dívidas adicionais no nível das subsidiárias de transmissão. Quantitativamente, o rating ou a perspectiva poderia sofrer pressão negativa se o ICR cair abaixo de 2,0x e a Dívida Líquida sobre os Ativos Fixos ficar acima de 70% por um longo período de tempo. Uma alteração substancial no ambiente regulatório do Brasil também poderia desencadear um rebaixamento do rating ou da perspectiva.

O rating Aa2.br em escala nacional reflete a qualidade de crédito da empresa em relação às demais emissões no mercado doméstico. O rating na escala nacional da Moody's (NSR) é uma medida relativa da qualidade de crédito de emissores e dívidas emitidas dentro do país, permitindo que os participantes do mercado obtenham uma melhor distinção dos riscos relativos. Os NSRs no Brasil são designados pelo sufixo ".br". NSRs diferenciam-se do rating em escala global por não serem globalmente comparáveis com todo o universo de ratings da Moody's, mas somente com os ratings em escala nacional de outros emissores no mesmo país.

A principal metodologia utilizada na atribuição de rating à Alupar foi a "Regulated Electric and Gas Networks" publicada em agosto de 2009 e disponível no site da Moody's (www.moody.com), no subdiretório Rating Methodologies sob a aba Research & Ratings. Outras metodologias e fatores que podem ter sido considerados no processo de atribuição de rating a esse emissor também podem ser encontrados no subdiretório Rating Methodologies no website da Moody's.

Alupar controla 15 empresas de transmissão no Brasil (12 operacionais e 3 em fase pré operacional) com uma extensão total de 4.515 km, três das quais estão atualmente em construção e entrarão em operação em 2010-2011. Alupar também tem quatro empresas de geração com uma capacidade instalada total de 179MW que entrará em operação em 2010. A Alupar é controlada pela Guarupart Participações Ltda., uma empresa controladora familiar com participação em segmentos de construção, serviços de engenharia além do setor de energia elétrica em diversos países latino-americanos. Nos últimos doze meses findos em 30 de setembro de 2009, a Alupar tinha vendas líquidas consolidadas de BRL 642 milhões (USD 300 milhões) e lucro líquido de BRL 99 milhões (USD 46 milhões).

Sao Paulo
Jose Soares
Asst Vice President - Analyst
Infrastructure Finance Group
Moody's America Latina Ltda.
55-11-3043-7300

New York

William L. Hess
Managing Director
Infrastructure Finance Group
Moody's Investors Service
JOURNALISTS: 212-553-0376
SUBSCRIBERS: 212-553-1653



CREDIT RATINGS ARE MIS'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. MIS DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL, FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. CREDIT RATINGS DO NOT CONSTITUTE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND CREDIT RATINGS ARE NOT RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. CREDIT RATINGS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MIS ISSUES ITS CREDIT RATINGS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

© Copyright 2009, Moody's Investors Service, Inc. and/or its licensors including Moody's Assurance Company, Inc. (together, "MOODY'S"). All rights reserved.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY COPYRIGHT LAW AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT. All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, such information is provided "as is" without warranty of any kind and MOODY'S, in particular, makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy, timeliness, completeness, merchantability or fitness for any particular purpose of any such information. Under no circumstances shall MOODY'S have any liability to any person or entity for (a) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to, any error (negligent or otherwise) or other circumstance or contingency within or outside the control of MOODY'S or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, analysis, interpretation, communication, publication or delivery of any such information, or (b) any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if MOODY'S is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of or inability to use, any such information. The credit ratings and financial reporting analysis observations, if any, constituting part of the information contained herein are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities. NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER. Each rating or other opinion must be weighed solely as one factor in any investment decision made by or on behalf of any user of the information contained herein, and each such user must accordingly make its own study and evaluation of each security and of each issuer and guarantor of, and each provider of credit support for, each security that it may consider purchasing, holding or selling.

MOODY'S hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MOODY'S have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to MOODY'S for appraisal and rating services rendered by it fees ranging from \$1,500 to approximately \$2,400,000. Moody's Corporation (MCO) and its wholly-owned credit rating agency subsidiary, Moody's Investors Service (MIS), also maintain policies and procedures to address the independence of MIS's ratings and rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold ratings from MIS and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually on Moody's website at www.moody.com under the heading "Shareholder Relations - Corporate Governance - Director and Shareholder Affiliation Policy."

