



SR RATING

relatório inicial

Multiner S.A.

Debênture

R\$ 250.000.000,00

BB^{SR}

Global

brA-

equivalência "br"

A obrigação permanecerá sob contínuo monitoramento. A SR Rating poderá alterar Nota e relatório nesse período, sem aviso prévio. Consulte o site da SR (www.srating.com.br) para atualizar informações. Lá também, o investidor poderá consultar definição e metodologia da nota global e da sua equivalência "br". O horizonte das obrigações de "longo prazo" é de até cinco anos; nas de "curto prazo", até um ano.

junho | 2010

Vigência da classificação: até abril de 2011

Uma classificação SR Rating constitui opinião independente sobre a segurança da obrigação em análise, não representando, em qualquer hipótese, sugestão ou recomendação de compra ou venda. Todos os tipos de obrigação, mesmo quando classificados na categoria de investimento de baixo risco, envolvem um certo nível de exposição ao *default*. Decisões de compra e venda dependerão sempre do cotejo entre risco e retorno esperados pelo próprio investidor. A presente classificação buscou avaliar exclusivamente o risco de *default* da obrigação, segundo confiáveis fontes de informação disponíveis. A SR Rating não assume qualquer responsabilidade civil ou penal por eventuais erros de avaliação atuais ou mudanças supervenientes, ou ainda, por frustração do retorno financeiro esperado.



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

O Comitê Executivo de Classificação da SR Rating atribui a nota "**brA-**" (A menos), na escala brasileira desta Agência Classificadora, decorrente da nota global "**BB^{SR}**" (duplo B) também atribuída, denotando padrão **adequado** de garantias apresentadas pela Emissão de debêntures da **Multiner S.A.**, no cotejo com outros riscos de crédito locais.

As notas ora atribuídas à 2ª emissão de debêntures Multiner S.A. fundamentam-se em suma, na adequada fundamentação de seu modelo de negócio, pautado em investimentos relevantes no segmento de geração de energia elétrica, bem como a capacitação técnica e estrutura administrativa delineadas para consecução de seus objetivos. A companhia espera que sua carteira de empreendimentos, incluindo seus parceiros, atinja uma capacidade nominal total superior a 4,6 GW até 2015, o que a colocaria como um dos principais players privado deste segmento.

Entretanto, a decisão de investimento é tomada individualmente para cada projeto, de acordo com uma taxa de retorno mínima exigida pela companhia, o que pode gerar frustração entre o projetado e o realizado. De forma efetiva, somente a partir dos eventos de comercialização da energia potencial, através de leilão ou de venda no mercado livre, referente a cada unidade é constituída uma Sociedade de Propósito Específico – SPE, através da qual são captados os recursos necessários para sua implantação. Assim sendo, limita-se a exposição à dívida consolidada da Multiner até que sejam firmados os contratos de PPA – Power Purchase Agreement, que por sua vez conferem maior previsibilidade a seu fluxo financeiro. Por outro lado, na condição de companhia com foco evidente em investimentos, há necessidade de capitalização da empresa com a finalidade de viabilizar o início dos projetos, o que pode ocorrer através de aportes de capital dos acionistas, ainda que em menor escala, ou via contração de dívidas, o que elevaria seu nível de alavancagem. No atual momento, o sucesso da capitalização da companhia por meio de Fundo de Investimentos em Participação, tornou a companhia pouco alavancada, todavia já se mostra visível a necessidade de recorrer a outras fontes para seus investimentos.



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Ademais, a atividade de implantação de centrais geradoras de energia enseja a existência de riscos a ela diretamente relacionados. Neste contexto, são preponderantes os riscos de construção, resumidos pela possibilidade de não conclusão de cada empreendimento em prazo, preço e especificações pré-definidos, impactando diretamente em sua capacidade de geração de caixa. A questão ambiental também desempenha importante papel neste cenário, sendo fator restritivo à entrada em operação de qualquer empreendimento. Pondera-se, todavia, elementos mitigadores de tais riscos, destacando-se a contratação de apólices de seguros individuais para cada empreitada e a capacitação técnica da Multiner na elaboração dos projetos, assim como a presença de empresas com grande expertise e vasta atuação em projetos similares de construção civil e fornecimento de máquinas e equipamentos.

Ainda, quando da conclusão das obras, a atividade de operação e manutenção ficará a cargo de companhias terceirizadas especializadas, por vezes do mesmo grupo econômico da fornecedora dos geradores. Especificamente no caso das fontes não renováveis de energia, a disponibilidade de insumos é fator condicional ao andamento dos projetos em prospecção, sendo crítico o estabelecimento de relação contratual de longo prazo que estabeleça bases para fornecimento de gás ou óleo. De acordo com sua matriz energética, concentrada nestas fontes energéticas, considera-se também que alterações no ambiente-político regulatório vigente podem exercer maior pressão sobre o mercado de tais insumos no longo prazo.

O resultado auferido pelas SPE's é a única fonte de receita relevante da Multiner, de modo que seu desempenho financeiro dependerá majoritariamente do retorno dos investimentos realizados. Deste modo, são presentes riscos de gestão determinados pela não distribuição de resultados em prazo e valor esperados, sobretudo nos projetos em que a companhia não é a única acionista. No que se refere a sua governança corporativa, a companhia buscou atender às recomendações existentes no mercado de capitais nacional, tal como a existência de conselho de administração que conta com 5 membros independentes de um total de 8 membros.



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

A Multiner foi constituída em 2007 sob a forma de holding, congregando profissionais qualificados e com larga experiência nos setores de energia elétrica e financeiros brasileiros. Em função de seu histórico apenas recente, a análise de seu desempenho financeiro, bem como de seus aspectos de gestão, baseou-se principalmente em elementos prospectivos.

Os executivos da empresa esperam atingir uma receita próxima a R\$ 4,0 bilhões em 2015, quando todos seus projetos em estudo entrariam em operação. Como já citado, este valor pode variar em função de aceleração ou retardo no ritmo de expansão dos investimentos. Atualmente, a companhia possui participação em apenas uma usina ativa, a UTE Cristiano Rocha, em Manaus, além da participação majoritária em outros nove projetos em fase de implantação, com seus respectivos PPA's já assinados. Ainda assim, estes empreendimentos representam apenas cerca de 24% de seu faturamento consolidado projetado em 2015.

Os riscos financeiros relacionados à atuação da Multiner decorrem de duas linhas principais, (i) a avolumação de passivos e (ii) os descasamentos entre taxas ativas e passivas. O primeiro é mitigado pela contratação dos financiamentos somente após a contratação da energia futura, bem como pelo financiamento dos projetos nas SPE's. Porém, impactados pelos demais riscos citados, pode ocorrer acúmulo de dívidas e a transferência de responsabilidade para a maior acionista dos projetos, no caso a Multiner. Já o risco de descasamento de taxas decorre da heterogeneidade entre os indexadores de correção monetária da energia vendida e das dívidas contraídas, sobretudo junto ao BNDES ou outros órgãos de fomento no âmbito das SPE's.

Finalmente, cabe ressaltar que, embora a maior parte dos empréstimos junto a terceiros seja captada nas SPE's, sobretudo junto ao BNDES, há possibilidade de contratação de financiamentos diretamente na holding, cuja finalidade principal é de composição de seu capital de giro em face às necessidades de investimentos nas fases iniciais de cada projeto.



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Atualmente, a maior exposição da Multiner deriva do atraso na implantação das UEE's Alegria I e II, cujo vencimento de parcelas da dívida necessitou de suporte da controladora. Outro fator de relevância são os atrasos no início das obras de Itapebi e Monte Paschoal, cujos atrasos já implicaram em aquisição de energia junto à CHESF pelas usinas para fazer frente às entregas compromissadas, por outro lado as licenças de instalação para tais empreendimentos já foram concedidas. Nesse sentido, a atual capitalização da companhia ainda indica certo conforto no provimento de tal liquidez.

A Multiner está ainda, em fase avançada de negociação para os empreendimentos Santa Rita de Cássia, Pernambuco III e IV e Termopower V e VI, além do financiamento junto ao China Development Bank, o que ensejará risco cambial.

A Operação (2ª Emissão de Debêntures)

A 2ª emissão de debêntures da Multiner S.A., no valor total previsto em R\$ 250 milhões e não serão conversíveis em ações. O prazo de vencimento será de 48 meses, com amortização no vencimento, em parcela única, e pagamento de juros em parcelas anuais.

As debêntures contam com instrumentos de garantia flutuante, através do existência de penhor de ações da Multiner S/A, representando aproximadamente 18,75% do capital da companhia, também ponderados nesta análise.

Além da garantia acima citada, a operação contará com a presença de experientes players do mercado, tendo como Agente Fiduciário a GDC Partners DTVM, ainda contará com a participação do Banco do Nordeste como estruturador e com o Banco Itaú como escriturador.

O risco desta operação, alvo da classificação, é, fortemente, atrelado ao risco corporativo da Multiner S.A. Ressalta-se, entretanto, que as notas apresentadas refletem tão somente o risco



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

apresentado por esta emissão de debêntures, não podendo ser direcionadas para outras emissões ou obrigações da emissora.

Fundamentos da Nota

Para fins de avaliação do risco de crédito da operação ressaltamos, em resumo, os aspectos de segurança e de garantias que fundamentam as notas classificatórias que lhe são atribuídas:

- ⦿ Presença de garantias flutuantes através de penhor de ações da emissora.
- ⦿ Planejamento estratégico bem fundamentado, com desenvolvimento de estudos de viabilidade detalhados de cada um dos projetos no pipeline de investimentos.
- ⦿ Elevada taxa de retorno dos projetos no setor elétrico, gerando expectativa de volumes elevados de receita futura.
- ⦿ Carteira composta por diversos empreendimentos distintos, pulverizando os riscos relacionados ao financiamento de projetos.
- ⦿ Existência de PPA's para cinco projetos nos quais a Multiner possui participação majoritária, sendo três deles concentrados no Grupo Eletrobrás e dois com carteira de consumidores pulverizada.
- ⦿ Segmento de geração de energia elétrica em forte expansão, decorrente da demanda esperada em face ao crescimento econômico brasileiro.
- ⦿ Práticas de governança corporativa da Multiner seguindo as recomendações de mercado, fomentando transparência e qualidade das informações.
- ⦿ Diretoria composta por profissionais com vasta experiência no setor de energia elétrica e financeiro brasileiros.



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Fatores em Observação

Além daqueles fatores, fundamentam a nota e permanecerão em observação atenta os seguintes aspectos:

- ⦿ Fase inicial em que se encontram os projetos, denotando a existência de riscos de construção, podendo impactar diretamente na geração de caixa esperada da Multiner e, conseqüentemente, em sua saúde financeira.
- ⦿ Elevado grau de alavancagem das SPE's, em nível próximo a 70%.
- ⦿ Necessidade de investimentos da *holding*, sobretudo nas fases iniciais dos projetos, cuja frustração de retorno podem gerar acúmulo de passivos para a companhia.
- ⦿ Presença de riscos ambientais decorrentes da atividade de implantação e operação de usinas geradoras de energia.
- ⦿ Geração de caixa da Multiner dependente exclusivamente da distribuição de resultado das SPE's, impactada diretamente por elementos de governança corporativa.
- ⦿ Matriz energética da Multiner concentrada em projetos de geração de energia termoelétrica a óleo combustível, cujos preços são passíveis oscilações, a despeito da previsão contratual de repasse destes custos, e cujo mercado está sujeito a riscos de caráter político-regulatório;
- ⦿ Risco de descasamento de taxas ativas e passivas, decorrente da heterogeneidade entre os indicadores de correção monetária da energia negociada e das dívidas contratadas.
- ⦿ Riscos operacionais, ainda que residuais, em função da magnitude dos empreendimentos e dos investimentos realizados em cada um, podendo gerar perdas financeiras relevantes, a despeito da contratação de seguros e da presença de empresas especializadas nas atividades de O&M.



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Perfil Corporativo

A Multiner S.A. foi criada em maio de 2007 com a finalidade de participar em outras sociedades e empreendimentos do setor elétrico, sobretudo no que tange ao desenvolvimento, montagem e operação de usinas hidrelétricas, termelétricas e eólicas, estejam todas localizadas no Brasil.

A constituição da companhia se deu em maio de 2007, sob a denominação 2010 Geração de Energia e Participações S.A., tendo esta razão social sido alterada para a atual em outubro do mesmo ano. Desde sua criação, a Multiner adquiriu opções de compra de outros projetos e sociedades, exercendo neste período seu direito de compra nos casos das UTE's Itapebi e Monte Pascoal. Atualmente, seu portfólio de projetos, em sua maioria futuros, engloba 28 usinas geradoras de energia. O modelo de gestão dos empreendimentos se dará de forma segregada, com a criação de uma Sociedade de Propósito Específico – SPE para cada projeto, sendo que a Multiner concentra sua atuação na gestão dos investimentos realizados e a realizar.

A estrutura acionária da empresa está definida conforme exposto abaixo. Cabe ressaltar que, em vistas a um possível processo de abertura de capital, o Estatuto Social da Multiner prevê todas as condições de adesão ao Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA. Assim sendo, a empresa apresenta Conselho de Administração cuja composição remonta a um mínimo de 5 e máximo de 9 membros com mandato unificado de 2 anos. Atualmente são 8 conselheiros, sendo 5 deles independentes.

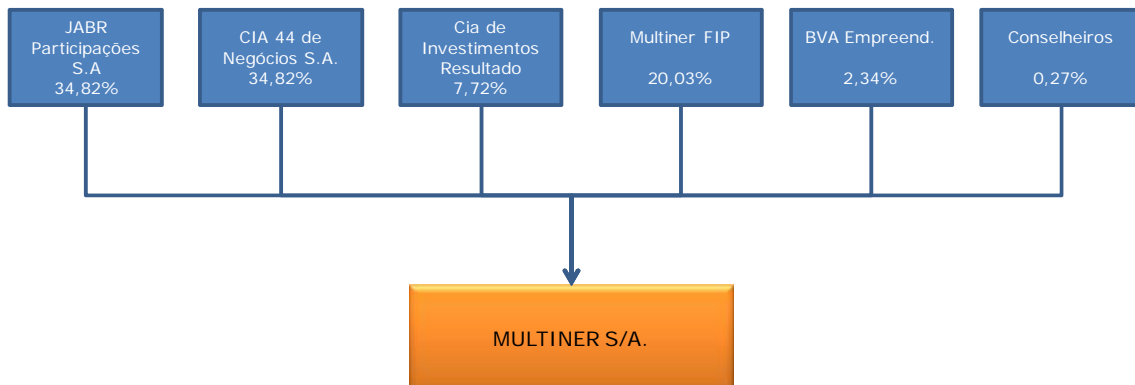
O Sr. Jorge A. Boueri da Rocha, que figura como integrante do Conselho de Administração da Multiner, é também Diretor Presidente e de Novos Negócios da companhia, comandando uma diretoria atualmente composta por outros 6 diretores, sendo eles: José Augusto Ferreira dos Santos (Diretor Vice-Presidente, de Gestão Corporativa e de Relações com Investidores), Júlio Pedro Vaz Esmeraldo (Diretor de Planejamento Técnico), José Mauro Mendonça (Diretor de



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Operação & Manutenção), Maurício Silveira Fernandes (Diretor de Gestão Corporativa), Marcelo Penello Meirelles (Diretor Adjunto) e José Marques Treiger (Diretor de Relações com o Mercado). Todos estes cargos são ocupados por pessoas com atuação ampla no mercado de energia elétrica ou no mercado financeiro em geral, considerando as necessidades oriundas da atividade principal da empresa. Finalmente, há previsão estatutária de constituição de um Conselho Fiscal, a ser estabelecido quando da adesão da Multiner ao Novo Mercado da BOVESPA, no contexto de sua futura abertura de capital.

Multiner – Estrutura Organizacional



Conselho de Administração	
Presidente	José Augusto F. dos Santos
Cons. Independente (Vice-Presidente do Conselho)	Luis Octavio Motta Veiga
Conselheiro	Jorge A. Boueri da Rocha
Conselheiro	Carlos Henrique Figueiredo
Cons. Independente	Mauro Molchansky
Cons. Independente	Carlos Alberto P. de Albuquerque
Cons. Independente	Alexej Predtechensky
Cons. Independente	Fernando Pinto Matos

Fonte: Multiner/ Elaboração: SR Rating



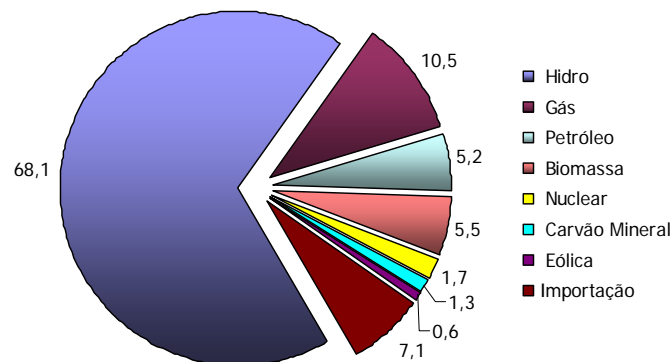
Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Setor de Atuação

O mercado de geração de energia elétrica nacional passou, ao longo dos últimos anos, por importantes mudanças estruturais, impulsionadas pela nova regulamentação adotada. O Novo Modelo implementado pela ANEEL, com sua estrutura de leilões de energia, visa encontrar um equilíbrio nos preços e, ainda, viabilizar novos investimentos que venham a suprir a demanda nos próximos anos através da negociação da energia “nova”, ou seja, de unidades geradoras em fase de implantação.

A capacidade atual de geração de energia no Brasil é próxima a 107,8 GW, estando majoritariamente representada por empreendimentos de aproveitamento hídrico, a despeito da recente expansão na participação da fonte termoeletrica na matriz energética nacional. Esta alteração deve-se, em parte, à situação crítica vivida pelo setor no início da presente década, de modo que muitos projetos foram desenvolvidos com o propósito de suprir o mercado em eventuais crises de abastecimento. Quando considerada energia elétrica importada de países vizinhos, a capacidade instalada nacional sobe a 115,9 GW, distribuídos conforme demonstrado abaixo.

Matriz Energética Brasileira – participação por tipo (%)



Fonte: ANEEL / Elaboração: SR Rating



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Os investidores privados representam a menor parcela do parque gerador nacional, sendo a principal empresa no contexto da geração elétrica no país a Eletrobrás. A companhia é controlada pelo Governo Federal, através de suas participações na CHESF, FURNAS e ELETRONORTE, as três maiores companhias atuantes neste mercado. Apesar da ainda relativa pequena participação do investidor privado, esta deve elevar-se nos próximos anos.

O atual estágio de expansão da capacidade instalada brasileira volta-se, em grande parte, a projetos que fazem uso de fontes renováveis de energia. Dentre os empreendimentos de pequeno e médio porte, destaca-se a crescente participação das Pequenas Centrais Hidrelétricas no setor, cuja capacidade já representa 2,8% do total nacional, favorecidas por benefícios de financiamento como o Programa de Incentivo às Fontes Alternativas de Energia Elétrica – PROINFA e a Conta de Consumo de Combustíveis – CCC.

O setor elétrico brasileiro, como um todo, apresenta outras peculiaridades, tais como a forte concentração do mercado consumidor no eixo sul-sudeste, regiões mais industrializadas do país, o que, associado à dimensão territorial do país, demanda extensas linhas de transmissão. A Região Norte, muito distante dos principais centros consumidores e das principais fontes geradoras, possui uma matriz concentrada em pequenas centrais, a maioria delas termelétricas a óleo diesel, sendo um sistema isolado do restante do Brasil. O sistema isolado representa 45% do território nacional, porém somente 2% da demanda total.

A despeito de seu recente crescimento, o sistema de geração de energia elétrica brasileiro ainda é tido por muitos como um gargalo ao crescimento econômico, por esta razão demandante de elevados investimentos. Os empreendimentos já em construção, segundo dados de maio de 2009, têm, como somatória de suas potências outorgadas, o valor de 16,9 GW, o que representa 15,4% da potência outorgada atual do país. Em relação aos empreendimentos já outorgados e que ainda não tiveram sua construção iniciada, a potência outorgada registrada em abril de 2010 foi da ordem de 20 GW contra 27 GW do mesmo



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

período no ano anterior.

Em 2010 diversos empreendimentos ainda contam com restrições quanto a seus licenciamentos ambientais. A intensa necessidade de investimentos no curto prazo tem gerado algumas dissonâncias entre as posições do governo federal e dos órgãos ligados ao meio ambiente, cujas responsabilidades envolvem a liberação destas licenças ambientais que viabilizam os projetos de geração de energia. A divisão do IBAMA ocorrida em 2007 acarretou na paralisação dos funcionários do órgão, dificultando a situação dos projetos de maior urgência.

Desempenho Operacional

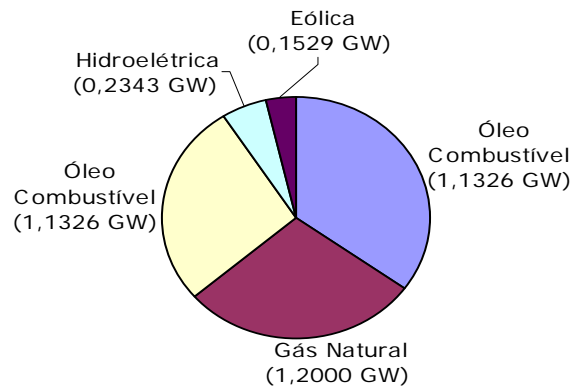
Tendo em vista que a atuação da Multiner se dá, majoritariamente, através de participação em outras sociedades cuja atividade está diretamente ligada à geração de energia elétrica, seu desempenho operacional está vinculado de sobremaneira à performance dos empreendimentos por elas administrados. Ressalta-se, neste sentido, o estágio inicial em que se encontra a maioria dos investimentos realizados, ficando seu desempenho operacional exposto, em sua maior parte, a riscos inerentes às obras para construção dos empreendimentos.

A empresa espera com a entrada em operação de todos seus projetos, prevista para ocorrer em 2015, atingir uma capacidade nominal 4,18 GW, sendo 4,54 GW se considerarmos os parceiros. Destaca-se que a maior concentração se dá em fontes térmicas de energia, o que pode suscitar pressões político-regulatórias no longo prazo.



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Capacidade Nominal dos Projetos



Fonte: Multiner / Elaboração: SR Rating

As atividades de O&M das empresas em que a Multiner possui participação serão executadas por terceiros, contratados para tal fim. Além do O&M e TUST (Tarifa Uso do Sistema de Transmissão), o principal custo das unidades geradoras de energia elétrica, quando estas já se encontram ativas referem-se ao custo de combustível quando se tratam de fontes energéticas não renováveis, não sendo necessários grandes investimentos ao longo da vida útil das usinas. Ainda assim, a Multiner contará com apólices de seguros operacionais para todas as unidades em que possui participação, contratados junto a seguradoras atuantes no mercado nacional.

Sua carteira de projetos contempla 28 empreendimentos, dos quais a maior parte são projetos em prospecção, conforme quadro abaixo:



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Carteira de Projetos

EMPREENDIMENTOS EM OPERAÇÃO	UTE Cristiano Rocha		
PROJETOS EM FASE DE IMPLANTAÇÃO	UEE Alegria I	UTE Santa Rita	
	UEE Alegria II	UTE Termopower V	
	UTE Itapebi	UTE Termopower VI	
	UTE Monte Pascoal	UTE Pernambuco III	
	UTE Pernambuco IV		
PROJETOS EM FASE DE PROSPECÇÃO	UTE RIO LARGO	BM I (Usina Gás)	UHE Iraí
	UTE MESSIAS III	Patis I (Usina Gás)	UEE Guamaré
	UTE MESSIAS II	MC I (Usina Gás)	
	UTE TERMOPOWER VII	MC II (Usina Gás)	
	UTE TERMOPOWER VIII	MC III (Usina Gás)	
	UTE RIBEIRÃO I	Corinto I (Usina Gás)	
	UTE ANGELIM	Corinto II (Usina Gás)	
	UTE LAJEADO	Corinto III (Usina Gás)	

Fonte: Multiner / Elaboração: SR Rating

Empreendimentos em Operação

A UTE Cristiano Rocha, de propriedade da Rio Amazonas Energia S.A. – RAESA, iniciou suas operações em novembro de 2006, sendo o único empreendimento sob controle da Multiner que já se encontra em fase operacional. Trata-se de uma usina termoelétrica com capacidade nominal de 85 MW e potência contratada de 65 MW, conforme Contrato de Suprimento de Energia Elétrica oriundo de licitação para geração promovida em maio de 2005 pela Manaus Energia (MESA), atualmente Amazonas Energia S.A, subsidiária da Eletronorte responsável pela distribuição na cidade de Manaus, no Estado do Amazonas.



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Empreendimentos em Operação

Usina	Estado	Particip. da Multiner*	Capacidade Instalada (MW)	Energia Contratada (MW)
UTE Cristiano Rocha	AM	97%	85	65,0

* a ser aprovado pela ANEEL

Fonte: Multiner / Elaboração: SR Rating

No momento, a geração termoelétrica tem como fonte o óleo combustível, cujo fornecimento é regido por contrato firmado junto à BR Distribuidora. Não obstante, a usina foi projetada para uma eventual conversão da fonte energética para gás natural, o que deverá ocorrer no ano de 2010, em meados de novembro, aproveitando projeto da Petrobrás de construção do Gasoduto Coari-Manaus, já concluído em 2009

A usina está localizada à beira da estrada federal que liga Manaus à Venezuela, no percurso por onde passa a linha de transmissão que vem da Usina Hidrelétrica de Balbina, o que garantiu um menor custo para o projeto. A inclusão de uma subestação elevadora em 13,8/230 kV no projeto garante suporte para o escoamento de um eventual aumento na produção de energia. Os investimentos totais para construção da usina foram da ordem de R\$ 280,0 milhões, financiados em sua maior parte por captação via Emissão de CCB's em montante total de R\$ 230,0 milhões.

Adicionalmente, destaca-se que a Multiner adquiriu, em março de 2010, 97% das ações de 2007 Participações S.A., empresa detentora de 99% da RAESA, cuja transferência para a Multiner aguarda autorização da ANEEL.



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Projetos em Implantação

A Multiner detém ainda participação em outros nove projetos, todos eles com sua energia já negociada através dos leilões. Encontra-se com o devido licenciamento ambiental a UEE Alegria I e Alegria II, cujas obras civis estão em andamento com início das operações previsto para o segundo semestre de 2010, ao final de agosto e setembro, respectivamente. Ressalta-se que tais prazos para a conclusão das obras é fruto de um acordo com a Eletrobrás, aprovado pela ANEEL, que prorrogou o prazo de conclusão acordado anteriormente.

Quanto às UTEs Itapebi e Monte Paschoal, destaca-se que, em novembro de 2009 os empreendimentos passaram a contar com a Licença de Localização. Destaca-se que as respectivas licenças de instalação já foram concedidas. Estas usinas estão com os prazos de início das operações em atraso, fato que obrigou as companhias a adquirir, em leilão promovido pela CHESF, energia por 6 meses para suprir os 207 MW médios comercializados por estas usinas no leilão A-3 de 2007. O prejuízo semestral líquido da receita de energia será da ordem de R\$ 17 milhões nas usinas.

Abaixo são apontadas as principais informações acerca de tais projetos.



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Projetos em Implantação

PROJETOS EM FASE DE IMPLANTAÇÃO	POTÊNCIA INSTALADA (MW)	INÍCIO OPERAÇÃO	ESTADO	PART. MULTINER	LICENÇA AMBIENTAL	CAPEX TOTAL (R\$ MM)	PRAZO PPAs
UEE Alegria I	51	31/08/2010	RN	80%	LI concedida	290	20 anos
UEE Alegria II	101	31/12/2010	RN	80%	LI concedida	488	20 anos
UTE Itapebi	146	01/01/2011	BA	100%	LI concedida	254	14,5 anos
UTE Monte Pascoal	145	01/01/2011	BA	100%	LI concedida	252	14,5 anos
UTE Pernambuco IV	201	01/01/2011	PE	75%	LP concedida	334	15 anos
UTE Santa Rita de Cássia	175	01/01/2011	PB	90%	LP concedida	255	15 anos
UTE Termopower V	201	01/01/2013	PE	75%	LP concedida	366	15 anos
UTE Termopower VI	201	01/01/2013	PE	75%	LP concedida	366	15 anos
UTE Pernambuco III	201	01/01/2013	PE	75%	LP concedida	366	15 anos

Fonte: Multiner / Elaboração: SR Rating

Desempenho Financeiro

A Multiner possui um histórico incipiente, dada sua recente constituição, o que resume seu desempenho financeiro passado ao período de 3 anos, porém sem a adequada visualização de resultado frente aos investimentos realizados. Ademais, em função do elevado montante de investimentos esperado para a empresa, a avaliação baseia-se majoritariamente em suas projeções de fluxo de caixa, as quais, por sua vez, são função direta do resultado auferido pelos diversos projetos. Portanto, a concretização da receita esperada da Multiner dependerá, entre outros fatores, da política de dividendos definida nas SPE's, as quais tendem a seguir linhas básicas definidas pela companhia, embora possa haver dissonância em função da inclusão de parceiros estratégicos em alguns empreendimentos, podendo, assim, ensejar riscos de governança corporativa. Destaca-se, entretanto, a necessidade de distribuição anual de pelo menos 25% dos lucros apurados em todos os empreendimentos, ainda que este valor

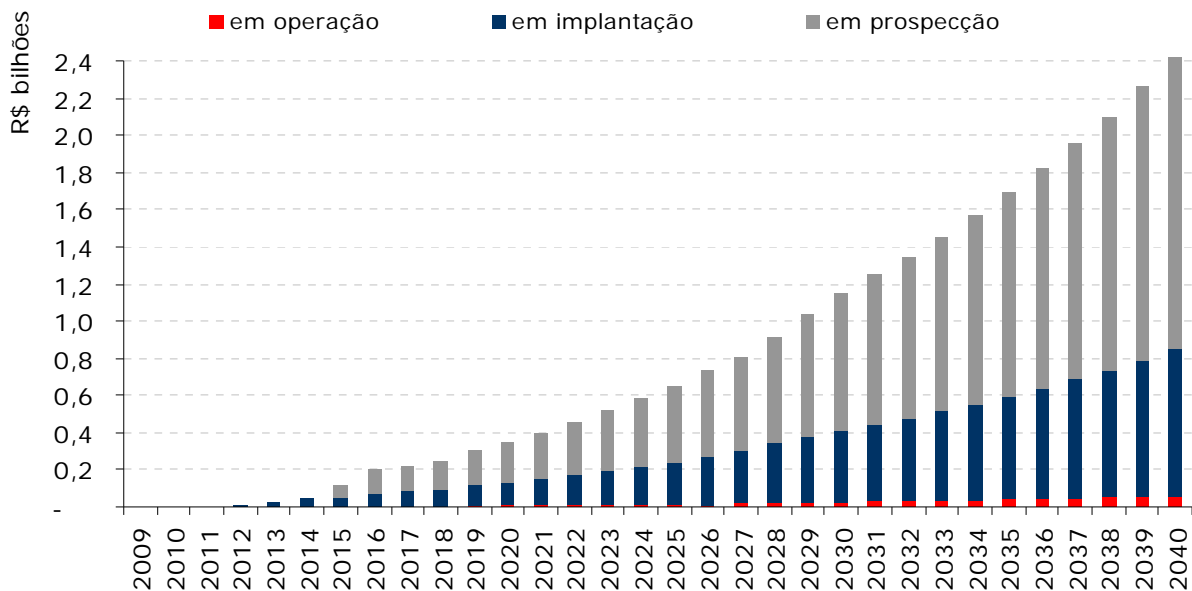


Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

possa ser majorado ou reduzido por decisão em Assembléia Geral, bem como a existência de Conselho de Administração no caso das UTE's Cristiano Rocha, Monte Pascoal e Itapebi, e de clara definição de competências da diretoria nos demais projetos.

A projeção de distribuição de dividendos à Multiner abaixo exposta aponta a contribuição referente à única usina de seu portfólio em operação no presente momento, bem como aquelas em implantação e em fase de estudos.

Projeção de Receitas por Dividendos



Fonte: Multiner/ Elaboração: SR Rating

Considerando que a totalidade da receita da empresa advém do resultado dos empreendimentos, pondera-se que parte das receitas futuras apresenta maior previsibilidade em função da existência de Contratos de Compra e Venda de Energia já firmados, também

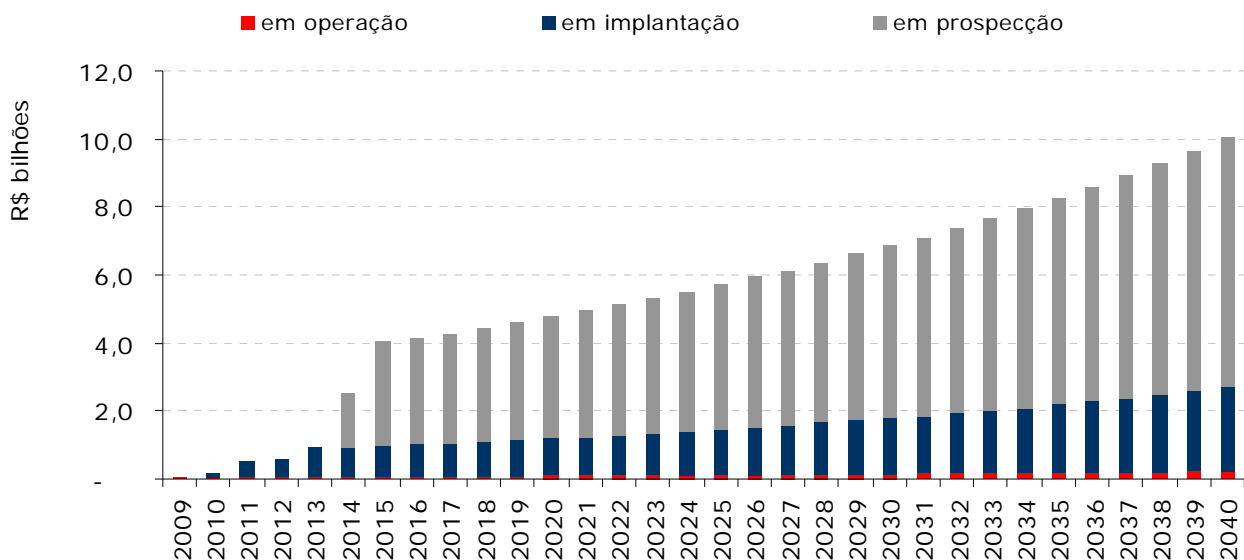


Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

denominados PPA's – *Power Purchase Agreement*, que estabelecem prazo de fornecimento e valor da energia contratada, entre outros termos.

A Multiner possui participação em apenas uma usina de geração de energia ativa, a UTE Cristiano Rocha, além de nove projetos que se encontram em fase de implantação, cuja energia já foi negociada, seja através do PROINFA no caso das usinas eólicas, cuja contraparte é a Eletrobrás, seja através de Leilões para consumidores A-3, situação das UTE's Monte Pascoal, Itapebi, Pernambuco IV e Santa Rita, bem como para consumidores A-5, caso da Termopower V e VI e Pernambuco III

Faturamento Projetado



Fonte: Multiner / Elaboração: SR Rating

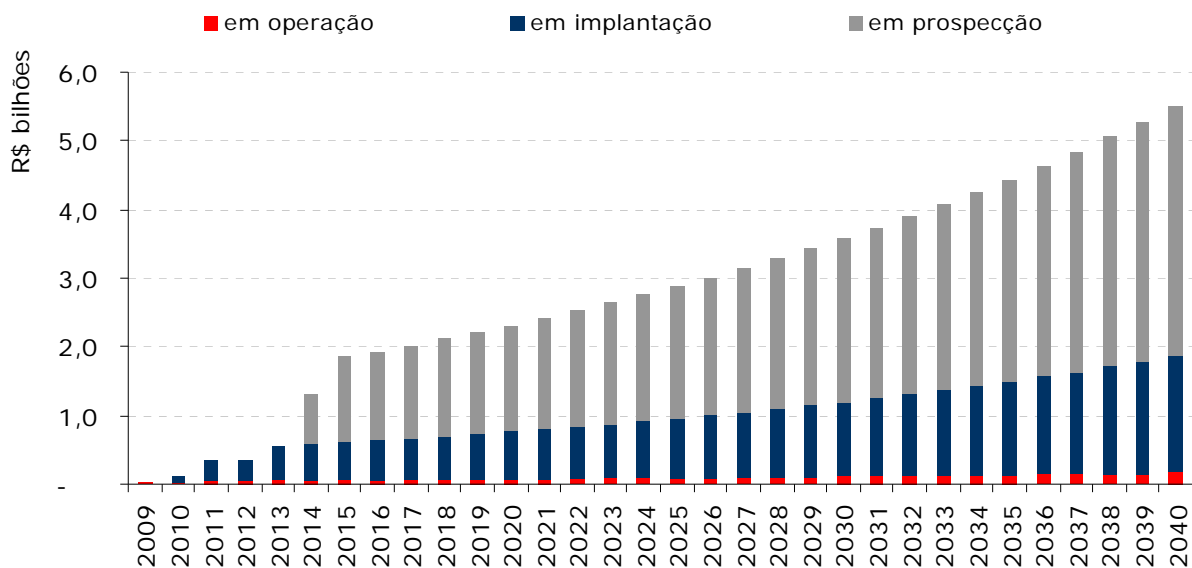
Há dois momentos de aumento expressivo no faturamento sendo o primeiro em 2014, visto que todas as usinas em implantação estarão com suas atividades iniciadas neste ano, segundo a projeção. Outro aumento expressivo das receitas ocorre a partir de 2015, quando estima-se



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

que todos os empreendimentos em prospecção entrarão em operação, dos quais grande parte já em 2014. Outrossim, a geração de caixa consolidada da Multiner, aproximada pelo EBITDA, deverá apresentar comportamento similar ao do faturamento, tendo em conta as elevadas margens correntes no segmento de geração de energia elétrica, próximas a 70% para os empreendimentos em operação, 60% em média para os empreendimentos em implantação e 40% em média para aqueles em prospecção.

EBITDA Projetado



Fonte: Multiner / Elaboração: SR Rating

Os principais fatores que afetam o desempenho financeiro dos empreendimentos são variações expressivas no custo de seus combustíveis, TUST, custos de financiamentos e despesas com operação e manutenção. O primeiro é o mais relevante, na medida em que está exposto a maior volatilidade, considerando que a maioria dos projetos faz uso da fonte térmica de



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

energia, porém está minimizado por cláusulas contratuais de repasse de variações ao preço final da energia. Este repasse, todavia, pode não se dar na mesma proporção que impacta na redução das margens, de modo que este segue sendo fator de risco na atividade das SPE's. Já as despesas de manutenção e operação se resumem à atividade cotidiana das unidades geradoras, englobando remuneração de pessoal, sistemas operacionais e equipamentos.

Os custos de financiamento, por sua vez, decorrem da contratação de uma série deles para consecução da estratégia da Multiner de longo prazo, de ser uma das principais empresas atuantes no mercado nacional de geração de energia elétrica. As captações mais expressivas para implantação dos empreendimentos serão realizadas nas SPE's, limitando a afetação direta que um evento desfavorável pode ter sobre os demais projetos, ainda que a Multiner, na condição de acionista majoritária das SPE's em que detém participação, deva assumir responsabilidade por possíveis custos extraordinários na ocorrência de tais eventos, em última instância impactando em sua capacidade de investimento em outros empreendimentos. Em sua grande maioria, a premissa para os juros considera taxas de 12% ao ano. As SPES trabalharão com níveis de alavancagem próximos a 70%, oriundos dos empréstimos tomados, majoritariamente junto ao BNDES, embora parte dos recursos possa advir de outras instituições, sobretudo o Banco do Nordeste do Brasil – BNB.

O *equity*, por sua vez tratado como os recursos próprios aportados, é originado por captações na holding, através de instrumentos disponíveis no mercado de capitais. Entretanto, ressalta-se que, tanto a contratação de financiamentos nas SPE's quanto na *holding* se dá de forma concomitante ao andamento dos projetos, e posteriormente à assinatura dos PPA's. Deste modo, é restrito o risco de exposição a montantes elevados de endividamento sem que sua contrapartida de receitas, ainda que futura, demonstre relativa previsibilidade.

Outro risco financeiro característico em projetos de tais magnitudes é o possível descompasso existente entre as taxas passivas e ativas. No que tange aos financiamentos já contratados

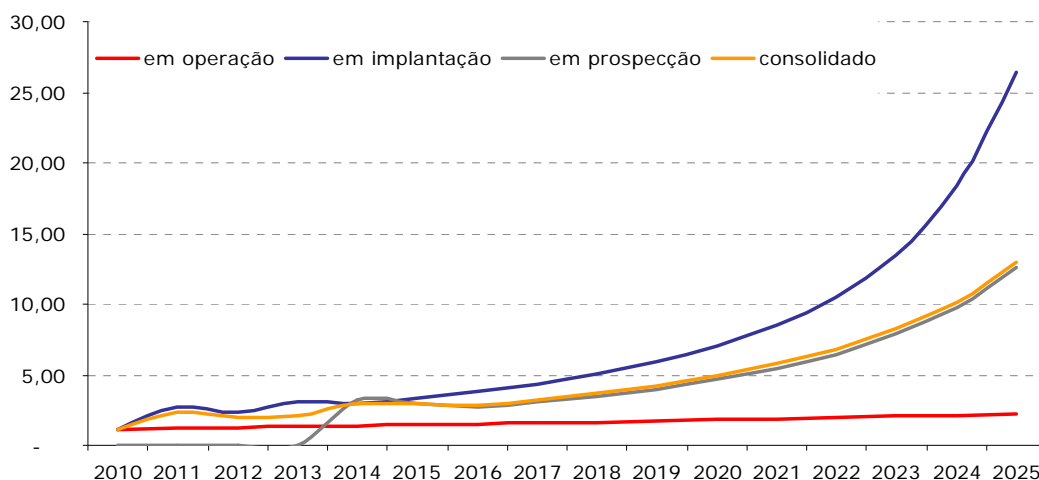


Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

nas SPE's, a dívida junto ao BNDES é corrigida 50% à TJLP e 50% a uma cesta de moedas, acrescida de spread de 2,8% ao ano, a exceção da UTE Cristiano Rocha, cujos recursos foram captados via Emissão de CCB's corrigidos pelo IGP-M. Outra captação ocorreu em debêntures em 2010, corrigida pelo CDI. O preço da energia já negociada, por sua vez, tem correção pelo IGP-M, no caso das UEE's e da UTE Cristiano Rocha, e pelo IPCA no caso das UTE's Itapebi e Monte Pascoal. Adicionalmente, o risco cambial é provável, ainda que seja acompanhado de *hedge*, em virtude da conclusão de negociação para financiamento junto ao Banco de Desenvolvimento da China.

Considerando os fatores citados em relação ao endividamento consolidado da Multiner, este deverá apresentar crescimento proporcional ao aumento das receitas esperadas. Deste modo, nas estimativas de cobertura de juros e exposição à dívida, foram definidos os mesmos parâmetros anteriormente aplicados ao faturamento e EBITDA no que tange à separação dos projetos segundo seu estágio de implantação.

Índice de Cobertura de Juros Projetado



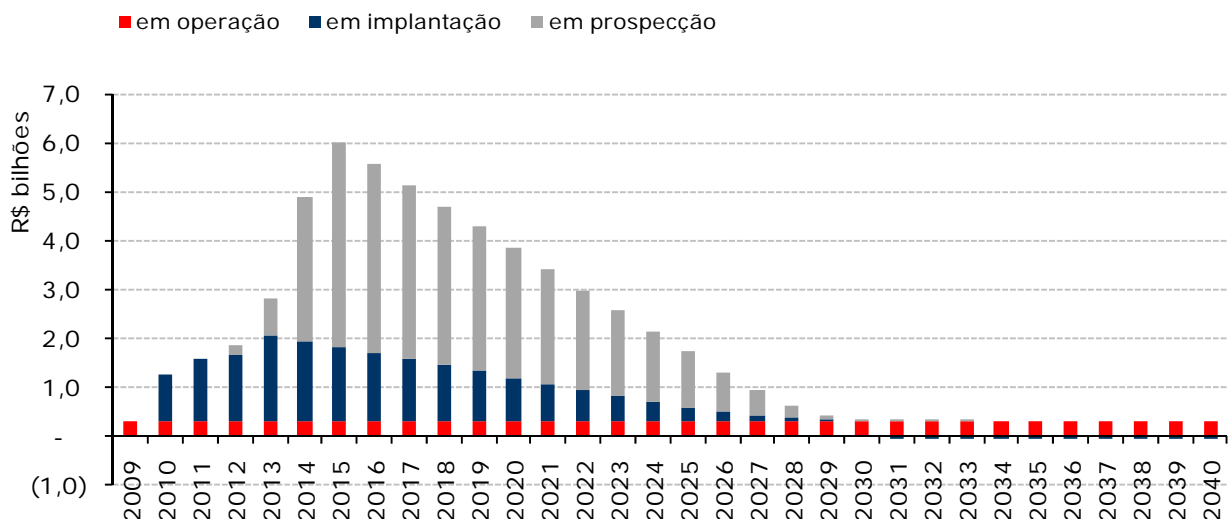
Fonte: Multiner / Elaboração: SR Rating



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

O Índice de Cobertura de Juros, tido pela relação entre o EBITDA e as despesas financeiras brutas, apresenta valores reduzidos, sobretudo até 2013, quando o início de operação de diversos empreendimentos contribui para elevação substancial da geração de caixa e, conseqüentemente, do indicador avaliado. O baixo custo do endividamento é fator fundamental na estrutura de investimentos da Multiner, favorecida pelo fomento do BNDES para projetos voltados ao segmento de energia elétrica, frente ao crescimento da demanda esperado no contexto de expansão do Produto Interno Bruto – PIB brasileiro. Outrossim, seu Índice de Exposição à Dívida, dado pela relação entre o total do endividamento e o EBITDA, apresenta comportamento similar, com fluxo mais estressado entre 2010 e 2013, passando para valores abaixo de 4,0 a partir de então, quando ocorre a maior parte das captações, e melhora subsequente, dado o crescimento da geração de caixa e amortização de parcela relevante das dívidas.

Evolução da Dívida Total dos Empreendimentos



Fonte: Multiner / Elaboração: SR Rating



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Em geral os endividamentos são realizados diretamente nas SPE's, porém, em dezembro de 2009 a Multiner possuía endividamento de aproximadamente R\$ 100 milhões, fruto de transferência de parte das CCBs captadas pela controlada New Energy para a Multiner, e emissão de debêntures, à taxa de 105% do CDI, com possibilidade de resgate antecipado pelos debenturistas, estando o endividamento fortemente concentrado no longo prazo.

A companhia se capitalizou ainda, fortemente através de FIP, que aportou cerca de R\$ 400 milhões na empresa resultando em um patrimônio líquido de R\$ 411 milhões ao final de 2009.

O FIP da Multiner, capitalizado por investidores institucionais, completou seu valor de captação previsto de R\$ 418 milhões, direcionados para a composição de equity dos empreendimentos em implantação e realização dos estudos de viabilidade para novos empreendimentos. Trata-se de utilização de ações preferenciais, resgatáveis com opção de conversão por ações ordinárias, correspondendo a um percentual de 20% do capital da Multiner. O resgate ocorrerá a partir do 4º ano a partir da emissão inicial, cujas parcelas intermediárias respeitam a rentabilidade de IGP-M + 9,5% ao ano.

Ainda, com relação ao endividamento da Multiner, vale destacar a aprovação de uma operação de financiamento junto ao Banco do Nordeste, de R\$ 250 milhões, dos quais R\$ 106 milhões foram liberados em fevereiro de 2010. Esta captação se destina ao financiamento da construção e montagem da Usina Alegria I.



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Característica da Operação

Destinação dos recursos

A emissão ora analisada terá seus recursos destinados a investimentos necessários para a implantação dos empreendimentos da Multiner S.A., e parte será destinada para aporte de garantias de endividamento de longo prazo.

Participantes e Intervenientes

- Emissora: Multiner S.A.;
- Agente Fiduciário: GDC Partners DTVM.;
- Banco Escriturador: Banco Itaú S.A.;
- Estruturador: BNB – Banco do Nordeste;

Características da emissão

Espécie: debêntures com garantia flutuante, com privilégio geral sobre os ativos da companhia e não convertidas em ações, sob a forma normativa escritural;

Data de Emissão: a definir;

Valor Total da Emissão: R\$ 250.000.000,00 (duzentos e cinquenta milhões de reais);

Séries: Única;

Quantidade de Debêntures: até 500.

Data de Vencimento: o prazo de vencimento das debêntures é de 48 (quarenta e oito) meses contados da data de emissão;

Valor Nominal Unitário: R\$500.000,00 (quinhentos mil);



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Juros Remuneratórios: as debêntures rendem juros correspondentes à variação acumulada do IGPM/FGV, capitalizada de spread de 9,5% ao ano, tendo por base 252 dias úteis, incidentes sobre saldo do valor nominal da debênture para cada período de capitalização. A remuneração das debêntures será paga anualmente;

Garantias Adicionais

Penhor de Ações

A operação conta com garantia flutuante através de penhor de ações da Multiner S.A., representativa de aproximadamente 18,75% do capital social da companhia. Por se tratar de penhor de ações cuja cotação é atrelada ao mercado, com a efetivação do penhor sobre o número de ações, estas estarão sujeitas a flutuações de valor.

Prêmio de Emissão de Ações

Os detentores das debêntures contam ainda com o pagamento de prêmio equivalente a 2,5% sobre valor arrecadado em operação de IPO, caso a Multiner S.A. promova a abertura de seu capital através deste mecanismo.



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

Informações Financeiras

MULTINER S/A - DADOS PROJETADOS

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
FATURAMENTO											
em operação	57,96	60,61	63,39	66,24	69,22	72,34	75,59	78,99	82,55	86,26	90,14
em implantação	115,20	470,58	489,74	831,97	865,51	900,48	936,94	974,96	1.014,60	1.055,94	1.099,04
em prospecção	-	-	-	-	1.610,45	3.043,87	3.116,92	3.223,99	3.335,29	3.451,00	3.571,32
consolidado	173,16	531,19	553,13	898,20	2.545,17	4.016,68	4.129,45	4.277,93	4.432,43	4.593,20	4.760,51
EBITDA											
em operação	42,86	44,82	46,89	49,01	51,23	53,55	55,97	58,50	61,15	63,92	66,81
em implantação	61,16	294,63	308,93	511,53	536,63	562,92	590,24	618,30	647,34	677,14	707,66
em prospecção	-	-	-	-	714,47	1.250,21	1.281,13	1.341,67	1.405,05	1.471,38	1.539,83
consolidado	104,03	339,45	355,82	560,54	1.302,32	1.866,68	1.927,34	2.018,47	2.113,54	2.212,44	2.314,30
DÍVIDA TOTAL											
em operação	298,50	298,50	298,50	298,50	298,50	298,50	298,50	298,50	298,50	298,50	298,50
em implantação	955,62	1.272,62	1.341,41	1.776,19	1.650,86	1.525,52	1.400,19	1.274,85	1.149,52	1.024,18	898,85
em prospecção	-	-	207,90	735,47	2.922,33	4.162,64	3.859,58	3.556,52	3.253,46	2.950,40	2.647,33
consolidado	1.254,12	1.571,12	1.847,81	2.810,17	4.871,69	5.986,66	5.558,26	5.129,87	4.701,47	4.273,08	3.844,68
ÍNDICE DE COBERTURA DE JUROS											
em operação	1,15	1,20	1,26	1,31	1,37	1,44	1,50	1,57	1,64	1,71	1,79
em implantação	1,08	2,67	2,31	3,11	2,92	3,31	3,77	4,34	5,03	5,89	7,00
em prospecção	N/D	N/D	-	-	3,20	2,97	2,69	3,05	3,48	4,00	4,64
consolidado	1,11	2,30	1,93	2,11	2,93	2,97	2,88	3,25	3,71	4,25	4,92
ÍNDICE DE EXPOSIÇÃO DE DÍVIDA											
em operação	6,96	6,66	6,37	6,09	5,83	5,57	5,33	5,10	4,88	4,67	4,47
em implantação	15,62	4,32	4,34	3,47	3,08	2,71	2,37	2,06	1,78	1,51	1,27
em prospecção	N/D	N/D	N/D	N/D	4,09	3,33	3,01	2,65	2,32	2,01	1,72
consolidado	12,06	4,63	5,19	5,01	3,74	3,21	2,88	2,54	2,22	1,93	1,66
DIVIDENDOS											
em operação	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,85	7,17
em implantação	-	-	15,16	21,89	40,18	53,50	70,19	82,37	94,84	109,39	124,89
em prospecção	-	-	-	-	-	65,57	131,91	130,89	154,78	184,04	215,30
consolidado	-	-	15,16	21,89	40,18	119,07	202,10	213,26	249,62	299,28	347,36



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

perfil da SR Rating

Em 1993, a SR Rating iniciou suas operações no Brasil, tornando-se, portanto, a primeira agência de classificação de risco do País. A decisão de introduzir tais serviços no mercado brasileiro coincidiu com o fim de um longo período inflacionário, viabilizando-se assim, o principal ingrediente para a análise de riscos, que é previsibilidade. O principal objetivo da SR Rating é propiciar aos investidores brasileiros informações precisas e imparciais sobre a capacidade de pagamento ou sobre a confiabilidade da gestão de empresas. A SR Rating avalia a qualidade de crédito de títulos de dívida emitidos por sociedades em geral, companhias de serviços públicos, bancos, seguradoras, sociedades de administração de recursos (*asset managers*), bem como os emitidos pelo País (Risco Soberano), por Estados e por Municípios. Essas avaliações são expressas através de notas (*credit ratings*) que constituem probabilidades de *default* observadas ao longo de várias décadas de existência de análise de risco nos Estados Unidos.

A escala de notas utilizada pela SR Rating segue os padrões internacionais, ou seja, reflete a probabilidade de inadimplemento quanto à pontualidade de pagamentos de principal ou juros de uma obrigação ou de um conjunto de obrigações. A idéia de se adotar na SR Rating uma escala internacional acompanha a tendência gradual à globalização do nosso mercado financeiro, exigindo uma avaliação de risco de emissores, em moeda do nosso País, que tenha como parâmetro de aferição de risco toda a possível comparação com um padrão internacional, cujos *benchmarks* sejam emissores localizados em países financeiramente maduros. Esta é a nossa Nota de Longo prazo, em moeda local, que é conhecida como *Global Local Currency* (GLC), por sua comparabilidade internacional.

As escalas "BR", assim como as escalas "AR" utilizadas na Argentina e "MX" no México, têm em comum o fato de terem seu uso restrito apenas aos países a que se referem e não poderem ser comparadas entre si. Estas características decorrem do fato que as escalas locais se aplicarem exclusivamente a comparações entre empresas e papéis do mesmo país, guardando relação apenas com situações de risco relativo e local.



Emissão de Debênture – Multiner - junho|2010

contatos

Sheila Sirota von O. Gaul (Diretora Executiva) - sgaul@attglobal.net

José Valter Martins de Almeida (Diretor Superintendente) - valter@srrating.com.br

comitê executivo de classificação

Paulo Rabello de Castro (*Chairman*) ▪ Sheila Sirota von O. Gaul ▪ José Valter Martins de Almeida ▪ Robson Makoto Sato

conselho técnico consultivo

Rubens Branco da Silva (*Chairman*) ▪ Amaury de Souza ▪ Carlos Alberto Protasio ▪ Claudio Roberto Contador ▪ Diogo de Figueiredo M. Neto ▪ Fernando A. Albino de Oliveira ▪ Fernando Henrique da Fonseca ▪ Hamilton Dias de Souza ▪ Ives Gandra da Silva Martins ▪ Maria Isabel Fernandes ▪ Nelson Eizirik ▪ Ney Roberto Ottoni de Brito ▪ Paulo Oscar França ▪ Walder Tavares de Góes ▪ Walter L. Ness Jr.

diretoria

Paulo Rabello de Castro (Diretor Presidente) ▪ Sheila Sirota von O. Gaul (Diretora Executiva) ▪ José Valter Martins de Almeida (Diretor Superintendente) ▪ Robson Makoto Sato (Diretor Técnico) ▪ Diogo de Figueiredo M. Neto (Diretor Jurídico)