

# Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações

## Relatório Analítico

### Ratings

<b>Moeda Estrangeira</b>	
IDR de Longo Prazo	BB+
<b>Moeda Local</b>	
IDR de Longo Prazo	BB+
<b>Nacional</b>	
Rating de Longo Prazo	AA(bra)
Debêntures	AA(bra)

### Perspectiva

IDR de Longo Prazo em Moeda Estrangeira	Estável
IDR de Longo Prazo em Moeda Local	Estável
Rating Nacional de Longo Prazo	Estável

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

### Dados Financeiros

#### Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações

	31/12/13	31/12/12
BRL Mi		
Receita	322	373
EBITDA Ajustado	292	189
Margem EBITDA Aj. (%)	69	51
FFO	310	216
FCF	(839)	(274)
Caixa	264	320
Dívida Total Aj.	1.630	912
Dívida Total /EBITDA Ajustado	5,6	4,8
Alavancagem Ajustada pelo FFO	4,1	3,1
EBITDA Aj. /Despesa Bruta com Juros	3,3	2,6

### Pesquisa Relacionada

[Fitch Afirma Ratings da CCP em 'BB+'/'AA\(bra\)'; Perspectiva Estável \(Abril de 2014\).](#)

[Brazilian Corporates Dashboard \(Março de 2014\).](#)

### Analistas

Fernanda Rezende  
+55 21 4504-2619  
[fernanda.rezende@fitchratings.com](mailto:fernanda.rezende@fitchratings.com)

José Roberto Romero  
+55 11 4504-2603  
[jose.romero@fitchratings.com](mailto:jose.romero@fitchratings.com)

### Principais Fundamentos dos Ratings

**Geração de Caixa Previsível e Crescente:** Os ratings da Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações (CCP) refletem os consistentes e crescentes resultados operacionais da companhia, seu diversificado portfólio de ativos e a posição como uma das líderes na locação de edifícios corporativos de alto padrão no Brasil, o que agrega maior consistência a seus resultados. O perfil de crédito da CCP também se beneficia de sua estável base de negócios e da vantagem competitiva de um modelo integrado de negócios em um setor altamente fragmentado.

**Alavancagem Permanece Administrável:** Os ratings incorporam a expectativa de que a empresa administrará com cautela o aumento da alavancagem, verificado em 2013, mantendo o indicador próximo ao atual patamar, uma vez que já se encontra elevado e com limitado espaço para crescer. Uma estratégia mais agressiva de investimentos, que não seja acompanhada de eventuais vendas de propriedades, poderá pressionar os indicadores de alavancagem da CCP, com consequentes pressões sobre os ratings.

**Liquidez e Perfil da Dívida Adequados:** A liquidez da CCP é confortável frente aos vencimentos de dívida até o final de 2015, o que é uma consideração importante para os ratings. A Fitch espera que a companhia continue a administrar sua liquidez de forma conservadora, beneficiando-se do aumento da base de locações e da crescente geração de EBITDA.

**Flexibilidade Financeira:** A CCP conta com boa flexibilidade financeira, uma vez que aproximadamente 63% do valor de mercado estimado de seus ativos estavam desonerados e poderão ser destinados à venda ou colateral em financiamentos com garantia real, caso necessário.

**Ambiente Operacional Mais Desafiador:** A CCP tem como desafio reduzir as taxas de vacância e preservar o valor médio dos contratos de aluguel em um ambiente de mercado mais volátil. Seus ratings são limitados pela ciclicidade do negócio de propriedades comerciais e por sua vulnerabilidade a flutuações na economia doméstica e à disponibilidade de linhas de crédito de longo prazo.

**Sólida Experiência e Sinergias com a Cyrela:** A classificação incorpora, ainda, a força da marca CCP, suas sinergias operacionais e a integração com a Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações (Cyrela, IDRs em Moeda Estrangeira e Local 'BB' e Rating Nacional de Longo Prazo 'AA-(bra)', Perspectiva Estável).

### Sensibilidades dos Ratings

**Ações de Rating Negativas:** Os ratings da CCP poderão ser afetados negativamente se a companhia não preservar, em bases sustentáveis, o índice dívida líquida/EBITDA ajustado pelos dividendos abaixo de 5,5 vezes (x), e a alavancagem líquida ajustada pelo FFO abaixo de 4,0x. Os ratings também podem ser pressionados por uma cobertura de juros pelo FFO abaixo de 2,0x, redução na liquidez que enfraqueça consideravelmente a cobertura da dívida de curto prazo e taxas de vacância financeira consistentemente acima de 10%, que possam resultar na redução da geração de caixa operacional.

**Ações de Rating Positivas:** Ações de rating positivas não são esperadas a médio prazo.

## Panorama Financeiro

### Liquidez e Estrutura da Dívida

A liquidez da CCP é confortável frente aos vencimentos de dívida até o final de 2015 e consiste em uma consideração importante para os ratings. Em 31 de dezembro de 2013, o caixa e aplicações financeiras eram de BRL264 milhões e a dívida total, de BRL1,6 bilhão. A companhia possui BRL240 milhões de dívida com vencimento no curto prazo, BRL135 milhões em 2015 e BRL240 milhões em 2016, dos quais BRL172 milhões, BRL63 milhões e BRL165 milhões, respectivamente, consistiam de dívida corporativa. Em 31 de dezembro de 2013, a dívida total era composta por debêntures (57% da dívida total), linhas de financiamento à construção de longo prazo (35%) e linhas de crédito do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (8%).

### Amortização da Dívida e Liquidez

31 de dezembro de 2013	BRL Milhões
Curto Prazo	240
Dois anos	134
Três anos	240
Quatro anos	315
Cinco anos	165
Após cinco anos	536
CFFO	311
Caixa	264
Linhas Compromissadas	0

Fonte: CCP, Fitch

O perfil de amortização da dívida foi alongado em janeiro de 2014, após a 6ª emissão de debêntures, no montante de BRL150 milhões. Em bases *pro forma*, o caixa aumentaria para BRL324 milhões, e a dívida de curto prazo seria reduzida para BRL150 milhões, sendo BRL82 milhões de dívida corporativa. A Fitch espera que a companhia continue a administrar sua liquidez de forma conservadora, beneficiando-se do aumento da base de locações e da crescente geração de EBITDA.

A CCP conta com boa flexibilidade financeira, uma vez que aproximadamente 63% do valor de mercado estimado de seus ativos estavam desonerados e poderão ser destinados à venda ou colateral em financiamentos com garantia real, caso necessário. Em dezembro de 2013, os ativos desonerados tinham valor de mercado estimado de BRL1,7 bilhão e cobriam em torno de 1,8x a dívida corporativa, de BRL924 milhões.

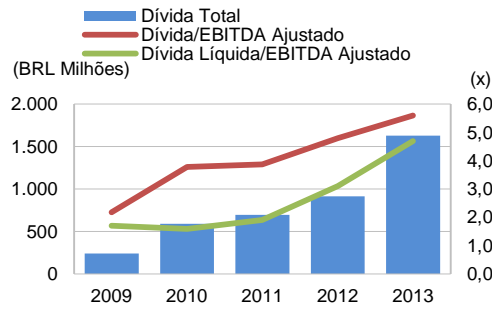
Os elevados investimentos inicialmente programados poderão pressionar a alavancagem da CCP. A companhia planeja investir cerca de BRL810 milhões em 2014 e 2015, que, na ausência da venda de ativos, poderão aumentar a alavancagem para patamares elevados para a categoria do rating. A Fitch espera que a CCP continue a administrar a alavancagem líquida de forma conservadora, abaixo de 5,5x em períodos de altos investimentos, de modo a evitar pressões sobre seus ratings. Em 31 de dezembro de 2013, o índice dívida total/EBITDA ajustado (incluindo dividendos das propriedades que não estão consolidadas) foi de 5,6x, e o índice dívida líquida/EBITDA ajustado, de 4,7x, em linha com a expectativa da Fitch. A alavancagem líquida ajustada pelos recursos das operações (FFO) aumentou para 3,4x em 2013, de 2,0x em 2012, e reflete o crescimento da dívida para financiar os investimentos da companhia, de BRL1,1 bilhão em 2013.

Em comparação com o valor econômico das propriedades comerciais da CCP, a alavancagem é administrável. O índice *loan-to-value* (LTV), medido por dívida líquida/valor de mercado estimado das propriedades, foi de 35% ao final de 2013 (23% em 2012), e não deverá ultrapassar 50%, considerando os projetos em desenvolvimento.

### Metodologia Aplicada

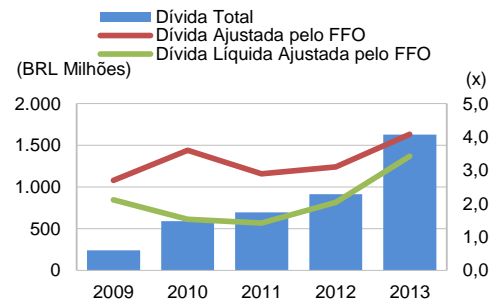
\*Metodologia de Ratings Corporativos – Incluindo Ratings de Curto Prazo e Vínculo Entre Matrizes e Subsidiárias (05 de agosto de 2013).

**Dívida Total e Alavancagem**



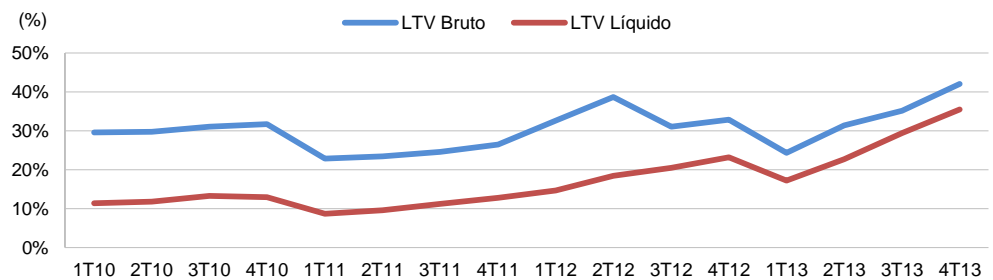
Fonte: CCP, Fitch

**Alavancagem Ajustada pelo FFO**



Fonte: CCP, Fitch

**Endividamento (LTV)**



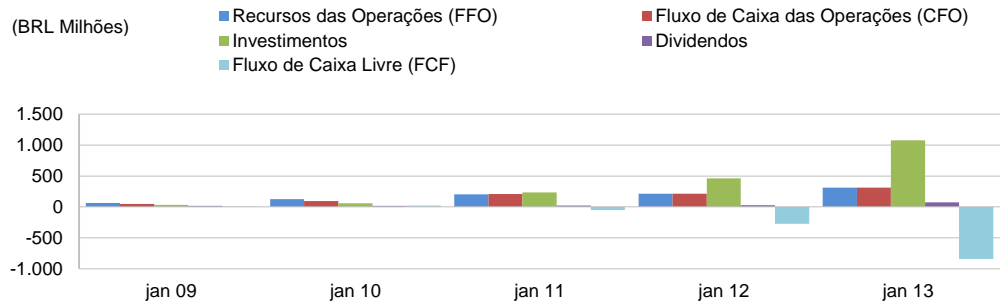
Fonte: CCP, Fitch

**Análise de Fluxo de Caixa**

A geração de caixa dos contratos de locação da CCP é previsível e crescente e se beneficia de eventuais vendas de ativos. A receita e o EBITDA da companhia foram afetados por exigências relativas à consolidação de propriedades do novo padrão contábil. Considerando os resultados *pro forma*, a receita líquida foi de BRL434 milhões em 2013, frente aos BRL485 milhões em 2012, e incluía BRL158 milhões da venda de ativos (BRL285 milhões em 2012). A receita operacional líquida (NOI) da CCP, que considera apenas as receitas de locação, foi de BRL238 milhões em 2013, contra BRL195 milhões em 2012. O EBITDA ajustado, incluindo dividendos de BRL98 milhões das propriedades que não estão consolidados, foi de BRL292 milhões. Os projetos em desenvolvimento poderão somar cerca de BRL100 milhões à receita de locação até 2016.

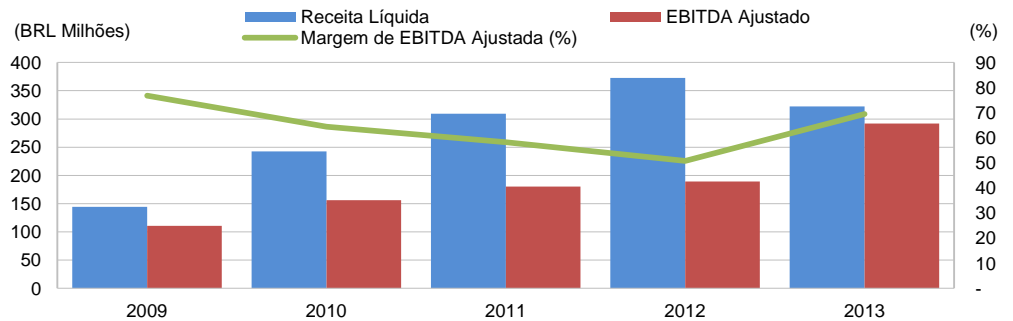
Os elevados investimentos tendem a continuar pressionando o fluxo de caixa livre (FCF) da CCP, que deverá permanecer negativo em 2014 e em 2015, excluindo as eventuais vendas de propriedades. Em 2013, os recursos das operações (FFO) da companhia totalizaram BRL310 milhões, enquanto o fluxo de caixa das operações (CFFO) foi de BRL311 milhões. Com investimentos de BRL1,1 bilhão e dividendos de BRL73 milhões, o FCF ficou negativo em BRL839 milhões. Em 2013, a cobertura de juros pelo FFO permaneceu forte, de 4,5x, enquanto o índice EBITDA ajustado/despesas financeiras foi de 3,3x.

**Desempenho do Fluxo de Caixa**



Fonte: CCP, Fitch

**Desempenho Financeiro**



Fonte: CCP, Fitch

**Pares**

Emissores	País
<b>BB+</b>	
CCP	Brasil
BR Malls Participações	Brasil
<b>BB</b>	
BR Properties S.A.	Brasil

**Histórico do Rating**

Data	LT IDR (FC)	Perspectiva/Observação
29/04/2011	BB	Estável
18/04/2012	BB	Estável
17/04/2013	BB+	Estável
17/04/2014	BB+	Estável

**Análise Entre Pares do Setor**  
**Análise Entre Pares**

BRL Milhões	Cyrela Commercial Properties S.A.	BR Malls Participações S.A.	Br Properties S.A.	Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.
LTM	31/12/13	30/9/13	31/12/13	30/9/13
IDR de Longo Prazo	BB+	BB+	BB	
Rating Nacional de Longo Prazo	AA(bra)	AA(bra)	AA-(bra)	AA+(bra)
Perspectiva	Estável	Estável	Estável	Estável
Estatísticas Financeiras				
Receita Líquida	322	1.223	924	442
Crescimento da Receita (%)	(14,0)	8,9	46,4	7,7
EBITDA Ajustado	292	998	811	328
Margem de EBITDA Ajustada (%)	69,4	81,6	87,8	74,3
Fluxo de Caixa Livre (FCF)	(839)	(117)	(196)	(488)
Dívida Total	1.630	5.020	5.563	1.897
Caixa e Aplicações Financeiras	264	358	951	1.281
Recursos das Operações	310	752	168	193
Investimentos	(1.078)	(724)	(230)	(655)
Indicadores de Crédito (x)				
EBITDA/Despesa Bruta com Juros	3,3	2,1	1,5	2,3
(FCF+Caixa)/Cobertura do Serviço da Dívida	(1,5)	0,6	0,9	2,9
Dívida Total/EBITDA Ajustado	5,6	5,0	6,9	5,8
Cobertura de Juros pelo FFO	4,5	2,5	1,3	2,3
IDR – Issuer Default Rating - Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor				
Fonte: Fitch.				

## Portfólio Operacional

	2011	2012	2013
<b>Número de Propriedades</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>45</b>
> Escritórios	12	12	13
> Galpões	2	2	6
> Shopping	2	4	6
> Outros	2	2	2
> Em Desenvolvimento	17	16	18
<b>Total ABL (m²)</b>	<b>195.522</b>	<b>223.453</b>	<b>328.978</b>
> Escritórios	86.567	86.567	89.289
> Galpões	44.712	43.227	96.715
> Shopping	45.781	75.197	117.315
> Outros	18.462	18.462	25.659
<b>Total ABL (m²) - Em Desenvolvimento</b>	<b>333.884</b>	<b>363.906</b>	<b>409.643</b>
> Escritórios	38.187	25.422	22.956
> Galpões	213.582	279.316	362.316
> Shopping	82.115	59.168	24.371
<b>Valor de Mercado (BRL Milhões)</b>	<b>2.574</b>	<b>2.836</b>	<b>3.824</b>
> Escritórios	1.527	1.544	1.643
> Galpões	102	114	258
> Shopping	371	565	676
> Outros	90	59	83
> Em Desenvolvimento	484	555	1.163

ABL - Área Bruta Locável. Fonte: CCP, Fitch

## Perfil da Empresa

A CCP é uma das maiores companhias de investimento, locação e comercialização de propriedades comerciais no Brasil. A companhia foca o desenvolvimento e a aquisição de escritórios corporativos de alto padrão, shopping centers e galpões logísticos para locação e venda.

Ao final de 2013, a CCP possuía 27 imóveis comerciais, com valor de mercado estimado em BRL2,7 bilhões e área bruta locável (ABL) de 329 mil metros quadrados. A companhia desenvolve atualmente 18 projetos, que deverão adicionar 410 mil metros quadrados de ABL.

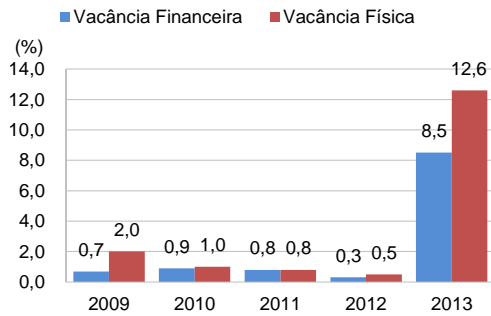
## Distribuição Geográfica e por Locatário

A CCP possui presença em cinco estados brasileiros. No entanto, concentra suas atividades em São Paulo (75% do ABL total) e no Rio de Janeiro (16%). Suas propriedades possuem favorável perfil de locação, com distribuição setorial diversificada. Entretanto, a companhia apresenta concentração de locatários e os vinte maiores representavam 82% da receita mensal em 2013. Este risco é parcialmente mitigado pela alta qualidade dos locatários e da carteira de propriedades.

## Vacância

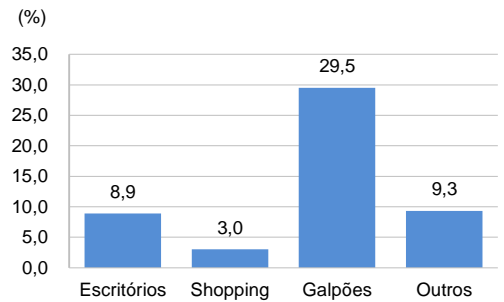
O portfólio de alta qualidade da CCP apoia seu positivo histórico operacional, com baixas rotatividade de locatários e taxas de inadimplência. No entanto, o aumento da taxa de vacância da companhia preocupa. Em 31 de dezembro de 2013, as taxas de vacância física e financeira eram de 12,6% e 8,5%, respectivamente. A Fitch não espera que as taxas de vacância retornem aos patamares historicamente reduzidos, pois devem permanecer pressionadas pelo ambiente operacional mais desafiador.

**Vacância**



Fonte: CCP, Fitch

**Vacância Financeira - 2013**



Fonte: CCP, Fitch

**Contratos de Locação**

O perfil de vencimento dos contratos de locação continua bem distribuído, com 8,2% dos contratos (por receita) vencendo em 2014 e 7,5%, em 2015. O crescimento dos estoques no mercado também contribuiu para o menor ajuste dos valores dos contratos em 2013, de 7%, frente a patamares mais elevados reportados em 2011 e 2012.

**Aluguel Médio / m<sup>2</sup> / Segmento**

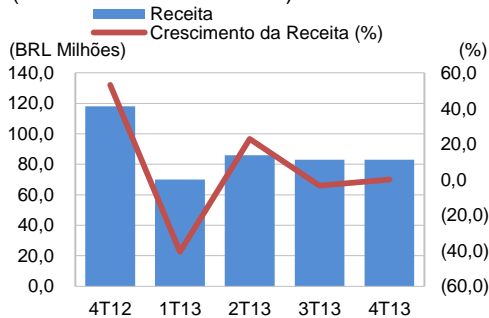
Propriedades	Estado	Aluguel/ m <sup>2</sup> 3T12	Aluguel/ m <sup>2</sup> 4T12	Aluguel/ m <sup>2</sup> 1T13	Aluguel/ m <sup>2</sup> 2T13	Aluguel/ m <sup>2</sup> 3T13	Aluguel/ m <sup>2</sup> 4T13
Escritórios	SP	109	124	122	120	114	118
Escritórios	RJ	229	239	248	246	247	263
Galpões	SP	20	21	21	21	22	20
Galpões	RJ	0	0	0	0	0	19
Shopping	Outros	69	72	81	90	87	89

Fonte: CCP, Fitch

**Tendências do Setor**

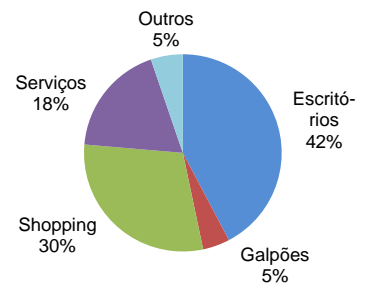
**Dinâmica da Receita**

(31 de dezembro de 2013)



Fonte: CCP, Fitch

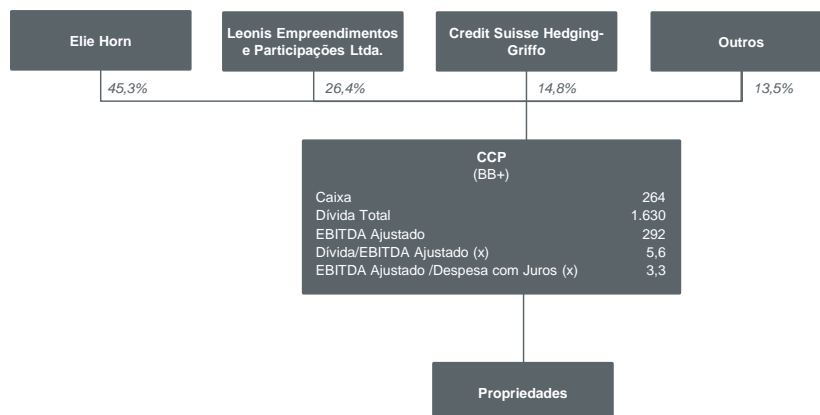
**Abertura da Receita**



Fonte: CCP, Fitch

Estrutura Corporativa

Estrutura Organizacional — Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações  
(BRL Milhões, 31 de dezembro de 2013)



Fonte: CCP, Fitch



## Resumo Financeiro — Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações

BRL 000

<b>Rentabilidade</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
EBITDA Ajustado*	291.978	189.318	180.197	156.072	110.940
EBITDAR Ajustado	291.978	189.318	180.197	156.072	110.940
Margem EBITDA Ajustada (%)	69,4	50,8	58,3	64,4	76,8
Margem EBITDAR Ajustada (%)	69,4	50,8	58,3	64,4	76,8
Retorno das Operações sobre Capitalização Total Ajustada (%)	13,9	14,9	19,4	14,8	13,0
Margem do Fluxo de Caixa Livre (%)	(260,4)	(73,4)	(16,2)	9,6	1,0
Retorno sobre Capitalização Total Ajustada Média (%)	16,7	24,1	24,3	20,0	15,4
<b>Coberturas (x)</b>					
Cobertura dos Juros pelos Recursos das Operações	4,5	3,9	6,4	4,7	3,9
EBITDA Ajustado/Despesa Bruta com Juros	3,3	2,6	4,8	4,5	4,9
EBITDA Aj. / (Despesa Bruta com Juros + Despesa com Aluguel) (X)	3,3	2,6	4,8	4,5	4,9
EBITDA/Serviço da Dívida	0,6	1,2	0,6	3,6	3,5
EBITDAR/Serviço da Dívida	0,6	1,2	0,6	3,6	3,5
Cobertura das Cobranças Fixas pelos Recursos das Operações	4,5	3,9	6,4	4,7	3,9
Cobertura do Serviço da Dívida pelo Fluxo de Caixa Livre	(2,3)	(1,2)	(0,0)	1,3	0,8
(FCF + Disponibilidades)/Serviço da Dívida	(1,5)	0,7	1,1	9,2	2,4
Fluxo de Caixa das Operações/ Investimentos	0,3	0,5	0,9	1,7	1,5
<b>Estrutura de Capital e Alavancagem (x)</b>					
Alavancagem Ajustada pelos Recursos das Operações	4,1	3,1	2,9	3,6	2,7
Dívida Total com Capital Híbrido/EBITDA Ajustado (X)	5,6	4,8	3,9	3,8	2,2
Dívida Líquida com Capital Híbrido/ EBITDA Ajustado (X)	4,7	3,1	1,9	1,6	1,7
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido/EBITDAR Ajustado (X)	5,6	4,8	3,9	3,8	2,2
Dívida Líquida Ajustada com Capital Híbrido/ EBITDAR Aj. (X)	4,7	3,1	1,9	1,6	1,7
Custo Financeiro Implícito (%)	7,0	9,2	5,9	8,4	8,7
Dívida Securitizada/Dívida Total	—	—	—	—	—
Dívida de Curto Prazo/Dívida Total	0,1	0,1	0,4	0,0	0,0
<b>Balanco Patrimonial</b>					
Ativo Total	3.123.325	2.143.275	1.421.639	1.231.894	758.987
Caixa e Equivalentes	264.403	319.599	353.247	341.025	52.781
Dívida de Curto Prazo	239.968	85.915	279.320	8.516	9.285
Dívida de Longo Prazo	1.390.027	826.029	417.381	580.917	232.088
<b>Dívida Total</b>	<b>1.629.995</b>	<b>911.944</b>	<b>696.701</b>	<b>589.433</b>	<b>241.373</b>
Patrimônio Líquido Total	1.244.909	1.038.494	552.508	504.688	436.508
<b>Capitalização Total Ajustada</b>	<b>2.874.904</b>	<b>1.950.438</b>	<b>1.249.209</b>	<b>1.094.121</b>	<b>677.881</b>
<b>Fluxo de Caixa</b>					
Recursos das Operações	309.758	215.968	205.039	127.327	65.689
Variação no Capital de Giro	1215	(3.197)	1629	(31.238)	(16.633)
<b>Fluxo de Caixa das Operações</b>	<b>310.973</b>	<b>212.771</b>	<b>206.668</b>	<b>96.089</b>	<b>49.056</b>
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	—	—	—	—	—
Investimentos no Imobilizado	(1.077.560)	(459.503)	(234.458)	(58.036)	(32.773)
Dividendos	(72.686)	(27.011)	(22.299)	(14.846)	(14.846)
<b>Fluxo de Caixa Livre</b>	<b>(839.273)</b>	<b>(273.743)</b>	<b>(50.089)</b>	<b>23.207</b>	<b>1.437</b>
Aquisições e Desinvestimentos, Líquido	—	—	—	—	—
Outros Investimentos, Líquido	—	—	—	(22.308)	446
Recursos de Dívida, Líquido	694.454	203.401	48.664	295.000	—
Recursos de Capital, Líquido	—	—	(50.163)	(1.199)	(11.550)
Outros	89.623	111.636	—	(6.456)	(2.918)
<b>Variação do Saldo de Caixa</b>	<b>(55.196)</b>	<b>41.294</b>	<b>(51.588)</b>	<b>288.244</b>	<b>(12.585)</b>
<b>Demonstração de Resultados</b>					
Receita Líquida	322.293	372.839	309.297	242.265	144.518
Variação na Receita Líquida (%)	(13,6)	20,5	27,7	67,6	34,1
Lucro Operacional	185.213	181.049	171.776	147.827	104.379
Despesa Bruta com Juros	89.479	74.067	37.889	34.816	22.632
Despesa com Aluguel	—	—	—	—	—
Lucro Líquido	190.999	192.027	128.185	93.892	62.510

\* EBITDA Ajustado: Inclui dividendos de BRL98 milhões das propriedades que não estão consolidados. Fonte: Companhia, Fitch.



A presente publicação não é um relatório de classificação de risco de crédito para os efeitos do artigo 16 da Instrução CVM nº 521/12.

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

TODOS OS RATINGS DE CRÉDITO DA FITCH ESTÃO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR ESSAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). AS DEFINIÇÕES E TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). OS RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS PUBLICADOS ESTÃO PERMANENTEMENTE DISPONÍVEIS NESTE SITE. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH E POLÍTICAS DE CONFIDENCIALIDADE, CONFLITOS DE INTERESSE; SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL) DE AFILIADAS, COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO "CÓDIGO DE CONDUTA".

Copyright © 2014 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone:

1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Ao atribuir e manter 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.

As informações neste relatório são fornecidas "tal como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião se apoia em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhuma classificação é de responsabilidade exclusiva de um indivíduo, ou de um grupo de indivíduos. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser modificados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxação sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe honorários de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e *underwriters* para avaliar os títulos. Estes honorários geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante o pagamento de uma única taxa anual. Tais honorários podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e distribuição por meios eletrônicos, a pesquisa da Fitch poderá ser disponibilizada para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.