

# Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações

## Relatório Analítico

### Ratings

#### Moeda Estrangeira (ME)

IDR de Longo Prazo B+

#### Moeda Local (ML)

IDR de Longo Prazo B+

#### Nacional

Rating de Longo Prazo A-(bra)

Debêntures A-(bra)

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

### Perspectiva

IDR de Longo Prazo ME Negativa

IDR de Longo Prazo ML Negativa

Rating National de Longo Prazo Negativa

### Dados Financeiros

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

BRL Mi.	31/12/15	31/12/14
Receita Líquida	368	317
EBITDA	292	222
Margem de EBITDA (%)	79	70
FFO	26	272
FCF	(475)	(681)

Caixa	566	573
Dívida Total Ajustada	2.492	2.487
Dívida Total Ajustada/ EBITDA	8,5	11,2
Alavancagem Ajustada Pelo FFO EBITDA/ Despesa Bruta com Juros	10,0	6,0
	1,0	1,3

### Pesquisa Relacionada

[Fitch Rebaixa Ratings da CCP Para 'B+'/'A-\(bra\)'; Perspectiva Negativa, \(Abril de 2016\)](#)

### Analistas

Fernanda Rezende  
+55 21 4503 2619  
[fernanda.rezende@fitchratings.com](mailto:fernanda.rezende@fitchratings.com)

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

### Principais Fundamentos dos Ratings

**Fluxo de Caixa Deve Permanecer Pressionado:** Os ratings da Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações (CCP) refletem a fraca geração de fluxo de caixa da companhia, pressionada por condições macroeconômicas desfavoráveis e pelo aumento do consumo de caixa operacional, devido a despesas financeiras mais elevadas.

**Elevada Alavancagem Não é Sustentável:** A alavancagem da CCP continua elevada, pressionada pelos relevantes investimentos realizados desde 2012. Pelas projeções da Fitch, sem significativa venda de ativos e/ou aumento de capital, a alavancagem líquida da CCP permanecerá acima de 7,0 vezes em 2016 e 2017.

**Satisfatória Liquidez:** A liquidez da CCP é satisfatória frente aos vencimentos de dívida de curto prazo, mas a Fitch espera maior consumo de caixa em 2016 e 2017. Os índices de cobertura de juros são fracos e diminuíram significativamente desde 2013, sem perspectivas de melhora enquanto as condições econômicas adversas persistirem.

**Vacância Permanece Como Preocupação:** A Fitch espera aumento das taxas de vacância e menores ajustes nos contratos de locação da CCP nos próximos dois anos, o que deve pressionar ainda mais a geração de fluxo de caixa da companhia e neutralizar os benefícios obtidos com as receitas dos projetos entregues. O elevado volume de contratos de locação a vencer ou com expectativa de revisão para o curto prazo também impõe desafios à empresa.

**Portfólio Diversificado:** A CCP é uma das maiores companhias de investimentos, locação e comercialização de propriedades comerciais do Brasil, com um portfólio diversificado e de alta qualidade. A diversificação da receita com shopping centers, escritórios comerciais, galpões industriais e serviços aumenta a flexibilidade da companhia.

**Perspectiva Negativa:** A Perspectiva Negativa reflete os importantes desafios enfrentados pela CCP para atingir índices de crédito mais conservadores, diante de um ambiente macroeconômico menos favorável. Na opinião da agência, medidas adicionais voltadas à redução do endividamento e da alavancagem mostram-se necessárias e serão cruciais para evitar novas ações de rating negativas.

### Sensibilidades dos Ratings

**Ações de Rating Negativas:** Os principais fatores que, individual ou coletivamente, podem levar a uma ação de rating negativa incluem: alavancagem líquida consistentemente acima de 7,0 vezes, sem expectativa de redução nos anos seguintes; índice de cobertura EBITDA/despesa com juros inferior a 0,7 vez, em base recorrente; redução na liquidez que enfraqueça consideravelmente a cobertura da dívida de curto prazo; e/ou venda de ativos que resulte no enfraquecimento do portfólio de propriedades, com redução significativa da capacidade de geração de fluxo de caixa da companhia.

**Ações de Rating Positivas:** Os principais fatores que, individual ou coletivamente, podem levar à revisão da Perspectiva ou a uma ação de rating positiva incluem: significativa melhora da geração de fluxo de caixa da companhia, após a conclusão do ciclo de investimento; e/ou adoção de medidas proativas adicionais que melhorem significativamente a estrutura de capital da CCP, na ausência de geração de fluxo de caixa operacional mais forte.

## Perfil Financeiro

### Liquidez e Estrutura da Dívida

A liquidez da CCP é satisfatória frente aos vencimentos de dívida de curto prazo. Em 31 de dezembro de 2015, o caixa e as aplicações financeiras somavam BRL566 milhões, e a dívida total, BRL2,5 bilhões, ante BRL573 milhões e BRL2,5 bilhões, respectivamente, no final de 2014. O caixa da empresa se beneficiou de um aumento de capital de BRL400 milhões em 2015.

A companhia possui BRL413 milhões de dívida vencendo no curto prazo e BRL408 milhões em 2017, dos quais BRL205 milhões e BRL258 milhões, respectivamente, consistiam de dívida corporativa. Em fevereiro de 2016, a CCP amortizou BRL100 milhões de debêntures. A companhia detém, ainda, uma linha de crédito bancário *stand by* de BRL150 milhões, que deverá ser utilizada para refinarar vencimentos de dívida.

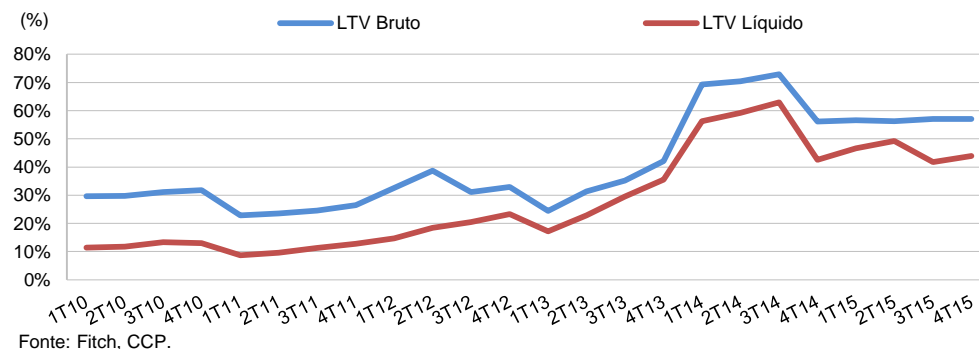
O aumento de capital e a venda de duas propriedades em 2015, ainda que positivos, não foram suficientes para reduzir a dívida da CCP. A dívida líquida permaneceu estável em BRL1,9 bilhão em 2015 e não deve se reduzir no curto prazo, em virtude da expectativa de manutenção de fluxo de caixa livre (FCF) negativo.

Em 31 de dezembro de 2015, a dívida total era composta por linhas de longo prazo de financiamento à construção (61% da dívida total), debêntures (35%) e linhas de crédito do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES – 4%).

A alavancagem líquida da CCP é alta e deve permanecer acima de 7,0 vezes, ao menos nos próximos dois anos. A empresa reportou índice dívida líquida/EBITDA ajustado (incluindo dividendos recebidos) de 6,6 vezes em 2015, que se compara ao pico de 8,6 vezes de 2014. A alavancagem líquida ajustada, medida pelos recursos das operações (FFO), aumentou para 7,7 vezes em 2015, de 4,6 vezes em 2014.

Em relação ao valor das propriedades comerciais da companhia, o índice *loan-to-value* (LTV), medido por dívida líquida/valor de mercado estimado das propriedades, era de 57% e 44% (este em bases líquidas) em dezembro de 2015.

### Endividamento (LTV)



A CCP possui adequada flexibilidade financeira, com base em seus ativos desonerados. Em 31 de dezembro de 2015, os ativos desonerados disponíveis tinham valor de mercado estimado em BRL1,3 bilhão e podem ser vendidos ou servir como colateral em financiamentos com garantias, se necessário. O valor estimado dos ativos desonerados cobria em cerca de 1,5 vez a dívida corporativa, de BRL885 milhões (0,6 vez em dezembro de 2014). Esta melhora foi proveniente da entrega do Shopping Cidade São Paulo, em 2015.

#### Metodologia Aplicada

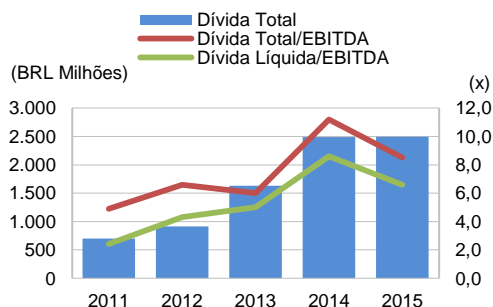
Metodologia de Ratings Corporativos – Incluindo Ratings de Curto Prazo e Vínculo Entre Matriz e Subsidiárias (17 de agosto de 2015)

### Vencimento da Dívida e Liquidez

Em 31 de dezembro de 2015	(BRL Milhões)
2016	413
2017	408
2018	379
2019	288
2020	183
Após	821
CFFO	23
Caixa	566
Linhas de Crédito Não Sacadas	150

Fonte: Fitch, CCP.

### Dívida Total e Alavancagem



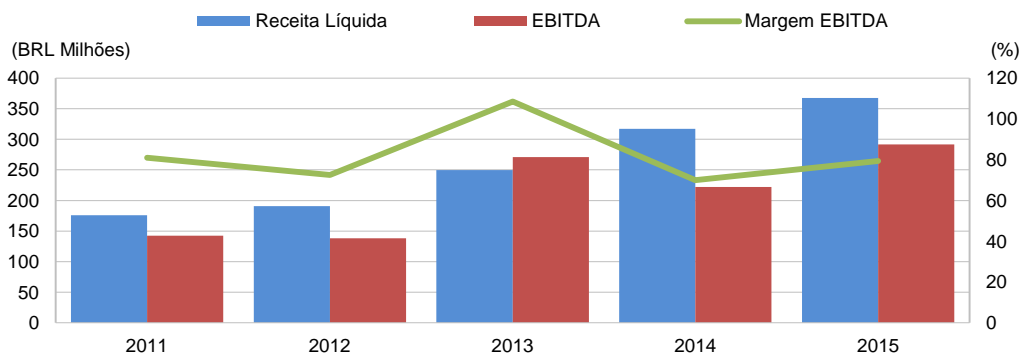
Fonte: Fitch, CCP.

### Análise do Fluxo de Caixa

A geração de fluxo de caixa da CCP deve continuar impactada pelas negativas condições de negócios. A Fitch espera um cenário de elevadas taxas de vacância e reduzidos ajustes nos valores dos contratos de locação, uma vez que a demanda por propriedades comerciais está diretamente relacionada às condições macroeconômicas do Brasil. Pelas projeções da agência, o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro diminuirá 3,5% em 2016, e as taxas de inflação e de juros permanecerão altas.

Em 2015, a CCP gerou BRL292 milhões de EBITDA ajustado, incluindo BRL54 milhões de dividendos recebidos. Pelas projeções da Fitch, o EBITDA ajustado atingirá cerca de BRL215 milhões em 2016. O cenário-base da agência considera taxas de vacância de 15% a 20% para os segmentos de escritórios comerciais e galpões industriais, além de ajustes nos valores dos contratos de locação abaixo da inflação. A Fitch exclui do cálculo do EBITDA ganhos e perdas relacionados a venda de ativos.

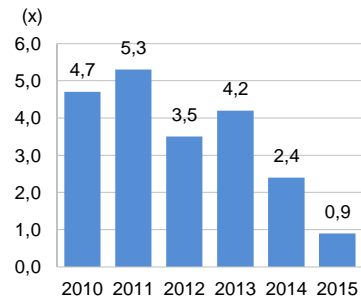
### Desempenho Financeiro — Anual



Fonte: Fitch, CCP.

As elevadas despesas financeiras devem continuar pressionando a capacidade de geração de fluxo de caixa da CCP. Em 2015, o fluxo de caixa das operações (CFFO) da companhia foi de apenas BRL23 milhões, e o FCF foi negativo em BRL475 milhões, resultado dos BRL475 milhões de investimentos e dos dividendos de BRL23 milhões durante o ano. A Fitch acredita que o FCF continuará negativo em 2016 e 2017, já que a previsão de investimentos no período é de cerca de BRL250 milhões.

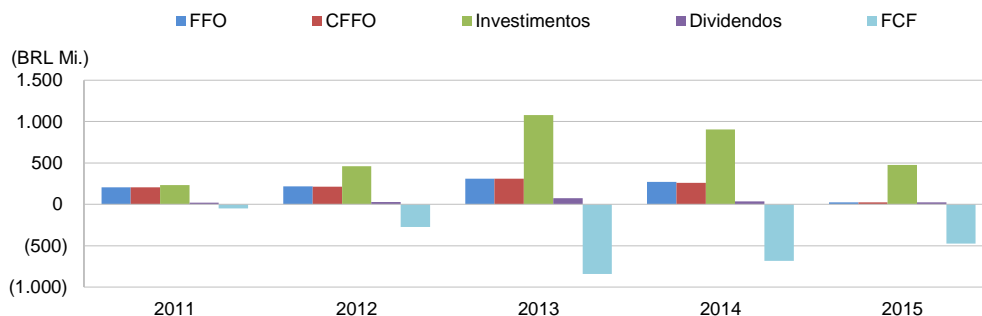
## Cobertura dos Juros pelos Recursos das Operações



Fonte: Fitch, CCP.

Os índices de cobertura de juros da CCP se enfraqueceram e não devem se recuperar no curto prazo. Em 2015, os índices EBITDA ajustado/despesas financeiras e de cobertura de juros pelo FFO diminuíram para 1,0 vez e 0,9 vez, respectivamente, frente a 1,3 vez e 2,4 vezes, respectivamente, em 2014 e 3,3 vezes e 4,2 vezes em 2013. A Fitch espera cobertura de juros próxima a 0,7 vez em 2016.

## Desempenho do Fluxo de Caixa



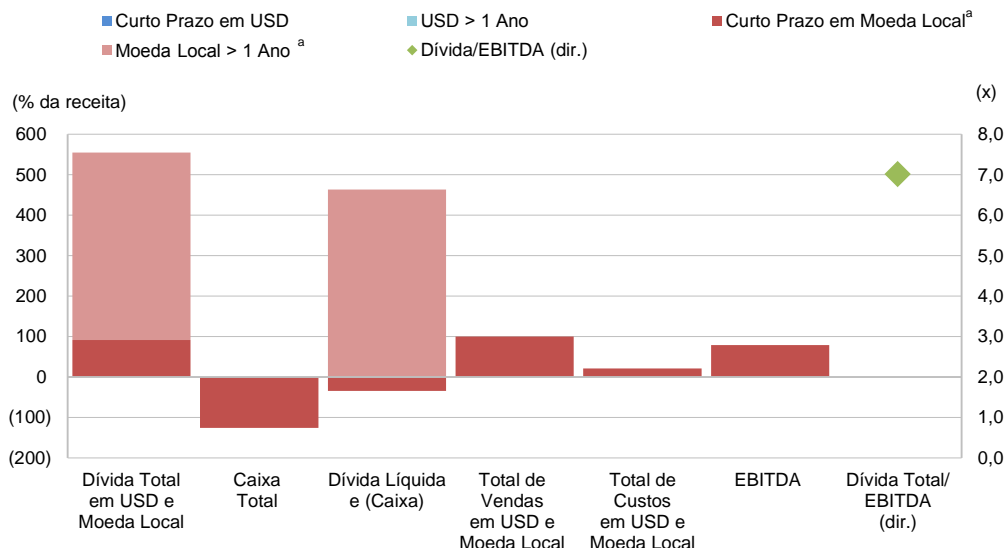
Fonte: Fitch, CCP.

## FX Screener

O gráfico Fitch FX Screener mostra as estimativas da Fitch em relação à dívida, às vendas e aos custos operacionais da CCP em moedas estrangeira e local, ilustrando as proporções relativas, em vez de fornecer números exatos. Assim, reconhece as limitações do cálculo de divisões de moedas para um exercício financeiro específico.

### Fitch FX Screener

(Cyrela Commercial Properties S.A. Emp. e Participações — B+/Negativa, em 31 de dezembro de 2015)



<sup>a</sup>Moeda Local representada com o equivalente em USD.

Fonte: Fitch.

Os analistas da agência fazem estimativas, às vezes com base em informações dos gestores das companhias, quanto aos recebimentos em moeda estrangeira ou à receita atrelada à moeda estrangeira em relação aos custos. Na coluna da dívida do gráfico, a dívida de curto prazo em moeda estrangeira (geralmente dívida denominada em dólares) é destacada, desde que, em um

mercado de moedas volátil, esta dívida tenha que ser paga com recursos em moeda estrangeira, utilizando caixa ou mediante refinanciamento nos mercados de títulos ou bancário.

A CCP não possui exposição a variação cambial. A companhia não possui dívida denominada em moeda estrangeira e 100% de suas receitas e custos são denominados em moeda local.

## Pares

Emissores	País
<b>AA+(bra)</b>	
Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.	Brasil
<b>AA(bra)</b>	
BR Malls Participações S.A.	Brasil
<b>A+(bra)</b>	
BR Properties S.A.	Brasil
<b>A-(bra)</b>	
Cyrela Commercial Properties S.A.	Brasil

Fonte: Fitch

## Histórico de Rating

Data	IDR LP	Perspectiva
29/04/2011	BB	Estável
18/04/2012	BB	Estável
17/04/2013	BB+	Estável
17/04/2014	BB+	Estável
13/04/2015	BB	Negativa
06/04/2016	B+	Negativa

IDR LP – Issuer Default Rating – Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor – de Longo Prazo

Fonte: Fitch

## Análise Entre Pares

BRL Milhões	Cyrela Commercial Properties	BR Malls Participações	BR Properties	Iguatemi
Período de 12 Meses	31/12/15	31/12/15	31/12/15	31/12/15
Ratings	B+/ A-(bra)	BB+/ AA(bra)	BB-/ A+(bra)	AA+(bra)
Perspectiva	Negativa	Positiva	Estável	Estável

### Estatísticas Financeiras

Receita Líquida	368	1.447	715	636
Varição da Receita (%)	16%	4%	-15%	10%
EBITDA	292	1.163	591	473
Margem EBITDA (%)	79%	80%	83%	74%
Fluxo de Caixa Livre (FCF)	(475)	(188)	(773)	(122)
Dívida Total Ajustada	2.492	5.535	3.625	2.083
Caixa e Equivalentes	566	616	1.230	393
Recursos das Operações (FFO)	26	480	86	347
Investimentos	(475)	(390)	(56)	(388)

### Métricas de Crédito (x)

EBITDA/ Despesa Bruta com Juros	1,0	1,8	1,1	2,2
Dívida Total Ajustada/EBITDAR	8,5	4,8	6,1	4,4
Cobertura dos Juros pelo FFO	0,9	1,6	1,0	2,3

Fonte: Fitch.

## Perfil da Empresa

A CCP é uma das maiores companhias de investimento, locação e comercialização de propriedades comerciais no Brasil, com um portfólio diversificado e de alta qualidade. A diversificação da receita com shopping centers, escritórios comerciais, galpões industriais e serviços aumenta a flexibilidade da companhia. Nos últimos anos, os shopping centers ganharam relevância na carteira da CCP, passando a representar cerca de 39% da receita recorrente, seguidos pelos escritórios comerciais (29%), serviços, incluindo estacionamento (20%), e galpões industriais (8%).

Ao final de 2015, a companhia possuía 28 propriedades comerciais em operação, com valor de mercado estimado em BRL4,4 bilhões e área bruta locável (ABL) de 397 mil metros quadrados. A empresa desenvolve atualmente cinco projetos, que deverão adicionar 189 mil metros quadrados de ABL.

## Portfólio Operacional

	2013	2014	2015
<b>Número de Propriedades</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>33</b>
Escritórios	13	14	13
Galpões	6	7	7
Shopping	6	6	7
Outros	2	2	1
Em Desenvolvimento	18	16	5
<b>Total ABL (m²)</b>	<b>328.978</b>	<b>384.098</b>	<b>397.042</b>
Escritórios	89.289	107.829	105.126
Galpões	96.715	139.522	139.529
Shopping	117.315	118.006	134.888
Outros	25.659	18.741	17.499
<b>Total ABL (m²) - Em Desenvolvimento</b>	<b>409.643</b>	<b>427.324</b>	<b>188.914</b>
Escritórios	22.956	8.478	8.145
Galpões	362.316	384.433	164.032
Shopping	24.371	34.413	16.737
<b>Valor de Mercado (BRL Milhões)</b>	<b>3.823</b>	<b>4.377</b>	<b>4.809</b>
Escritórios	1.643	1.895	2.080
Galpões	258	330	496
Shopping	676	1.186	1.765
Outros	83	114	108
Em Desenvolvimento	1.163	853	360

Fonte: CCP, Fitch

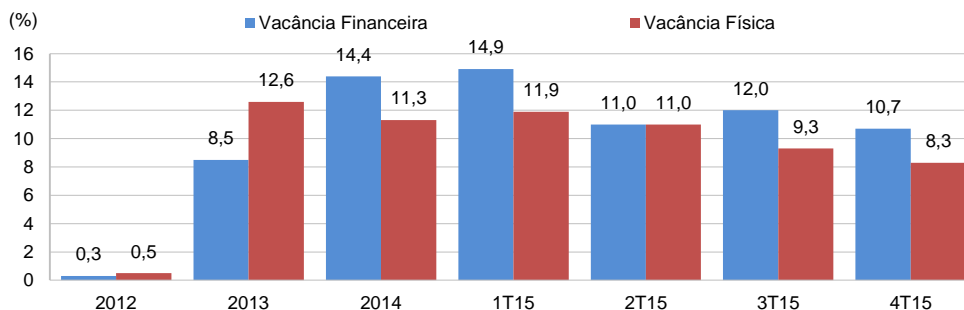
## Distribuição Geográfica e por Locatário

A CCP está presente em cinco estados brasileiros, mas concentra suas atividades em São Paulo (82% da ABL total) e no Rio de Janeiro (12%). A empresa apresenta concentração de locatários — os dez maiores representavam 51% de sua receita em 2015. Este risco é parcialmente mitigado pela alta qualidade dos locatários e da carteira de propriedades.

## Vacância

As taxas de vacância devem continuar elevadas, pressionadas pelo ambiente de negócios adverso. Em 31 de dezembro de 2015, a vacância financeira era de 10,7%, e a física, de 8,3%, frente a 14,4% e 11,3%, respectivamente, em 2014.

## Taxas de Vacância



Fonte: Fitch, CCP.



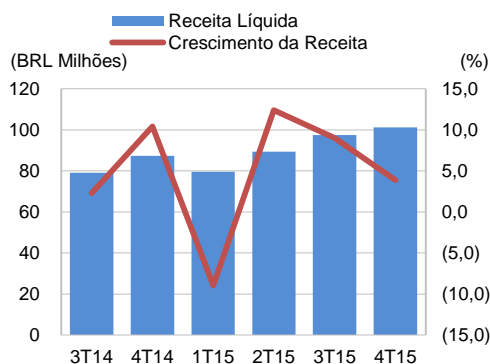
### Contratos de Locação

O aumento do estoque no mercado também contribuiu para ajustes menores nos valores dos contratos. Em 2015, o aluguel médio no segmento de escritórios comerciais diminuiu cerca de 13%, enquanto o do segmento de galpões industriais permaneceu relativamente estável. A empresa tem mantido baixas taxas de inadimplência, mesmo em condições macroeconômicas adversas.

Os contratos de locação da CCP devem ser pressionados, ainda, pelo elevado volume de contratos (por receita), de 46%, cuja revisão de valores está programada para 2016 e 2017. Além disso, 19% dos contratos de locação de escritórios comerciais e de galpões industriais, bem como 48% dos contratos de shopping centers, vencem no período.

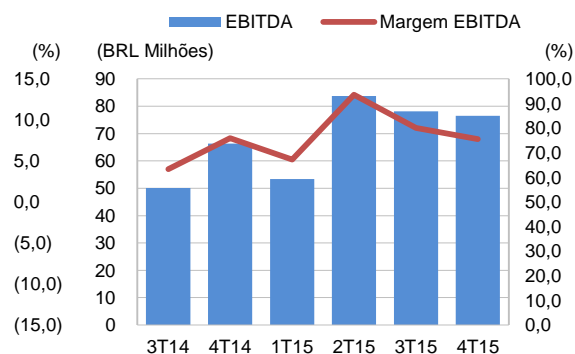
### Tendências do Setor

#### Tendências da Receita



Fonte: Fitch, CCP.

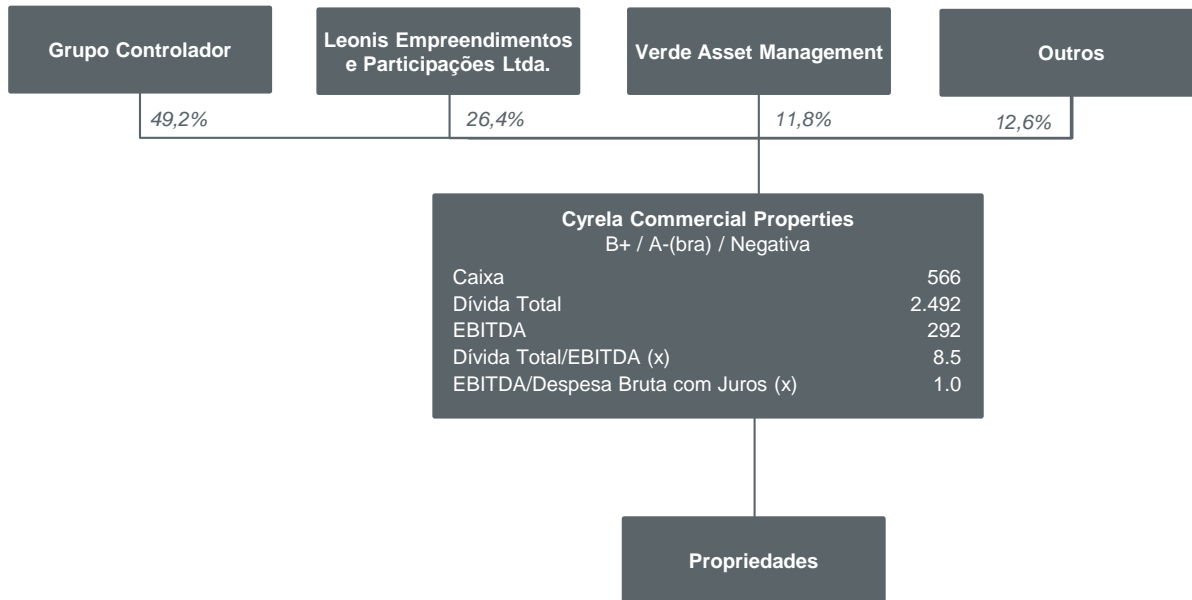
#### Tendências do EBITDA



Fonte: Fitch, CCP.

Estrutura Corporativa

Estrutura Organizacional — Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações  
(BRL Milhões, Em 31 de Dezembro de 2015)



Fonte: CCP, Fitch.



### Principais Premissas das Projeções

- Taxas de vacância de 15% a 20% para escritórios e galpões industriais e de 10% para shopping centers em 2016.
- Venda de ativos de BRL236 milhões em 2016.
- Alavancagem líquida acima de 7,0 vezes em 2016 e 2017.
- Investimentos de BRL250 milhões em 2016 e 2017.

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

	Histórico		Projeções da Fitch		
	2014	2015	2016	2017	2018
(BRL 000, em 31 de dezembro)					
<b>Resumo da Demonstração dos Resultados</b>					
Receita Líquida (líquida de receita de construção)	317	368	330	365	385
Crescimento da Receita (%)	27,0	16,0	(10,2)	10,4	5,5
EBITDA Operacional	222	292	214	243	258
Margem de EBITDA Operacional (%)	70,0	79,3	64,7	66,7	67,1
EBITDAR Operacional	222	292	214	243	258
Margem de EBITDAR Operacional (%)	70,0	79,3	64,7	66,7	67,1
Lucro Operacional	177	212	203	230	246
Margem do Lucro Operacional (%)	55,9	57,6	61,4	63,1	63,9
Despesa Bruta com Juros	(170)	(278)	(308)	(292)	(295)
Lucro Antes dos Impostos	176	84	10	44	55
<b>Resumo do Balanço Patrimonial</b>					
Caixa e Equivalentes	573	566	293	151	139
Dívida Total com Capital Híbrido	2.487	2.492	2.249	2.211	2.252
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido	2.487	2.492	2.249	2.211	2.252
Dívida Líquida	1.914	1.926	1.955	2.060	2.113
<b>Resumo do Fluxo de Caixa</b>					
EBITDA Operacional	222	292	214	243	258
Despesa Bruta com Juros	(171)	(255)	(308)	(292)	(295)
Custo Financeiro Implícito (%)	0,0	0,0	13,0	13,1	13,2
Despesa com Impostos	(18)	(31)	(3)	(15)	(19)
Dividendos Recebidos Menos Dividendos Distribuídos Não Contr.	36	54	50	50	50
Outros Itens Antes dos Recursos das Operações	202	(33)	30	20	20
Recursos das Operações	272	26	(68)	(43)	(36)
Margem dos Recursos das Operações (%)	85,7	7,1	(20,5)	(11,9)	(9,4)
Variação no Capital de Giro	(11)	(3)	3	(9)	(5)
Fluxo de Caixa das Operações (Definido pela Fitch)	261	23	(64)	(52)	(41)
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	-	-	-	-	-
Investimentos no Imobilizado	(906)	(475)	-	-	-
Intensidade de Capital (Investimentos no Imobilizado/ Receita) (%)	285,9	129,1	-	-	-
Dividendos	(35)	(23)	-	-	-
Aquisições e Desinvestimentos, Líquido	-	-	-	-	-
Investimentos, Dividendos, Aquisições & Outros Itens Antes do FCF	(942)	(498)	34	(52)	(12)
Fluxo de Caixa Livre Após Aquisições & Desinvestimentos	(681)	(475)	(30)	(104)	(53)
Margem do Fluxo de Caixa Livre (Após Aquisições Líquidas) (%)	(214,7)	(129,2)	(9,0)	(28,7)	(13,8)
Outros Itens do Fluxo de Caixa de Investimento e Financiamento	162	94	0	0	0
Recursos de Dívida, Líquido	828	(26)	(243)	(38)	41
Recursos de Capital, Líquido		400	0	0	0
Variação do Saldo de Caixa	309	(7)	(273)	(142)	(12)
<b>Índices de Cobertura (x)</b>					
Cobertura dos Juros pelos Recursos das Operações	2,4	0,9	0,7	0,8	0,8
Cobertura das Cobranças Fixas pelos Recursos das Operações	2,4	0,9	0,7	0,8	0,8
EBITDAR Operacional/(Despesa Bruta com Juros + Despesa com Aluguel)	1,3	1,0	0,7	0,8	0,9
EBITDA Operacional/Despesa Bruta com Juros	1,3	1,0	0,7	0,8	0,9
<b>Índices de Alavancagem (x)</b>					
Dívida Total Ajustada/EBITDAR Operacional	11,2	8,5	10,5	9,1	8,7
Dívida Líquida Ajustada/EBITDAR Operacional	8,6	6,6	9,2	8,5	8,2
Dívida Total com Capital Híbrido/EBITDA Operacional	11,2	8,5	10,5	9,1	8,7
Alavancagem Ajustada pelos Recursos das Operações	6,0	10,0	10,7	9,7	9,4
Alavancagem Líq. Ajust. pelos Recursos das Operações	4,6	7,7	9,3	9,0	8,8
<b>COMO INTERPRETAR AS PROJEÇÕES APRESENTADAS:</b> As projeções apresentadas se baseiam nas projeções do cenário de rating conservador produzidas internamente na agência. As projeções não representam as estimativas dos emissores classificados. As projeções publicadas acima são apenas um componente utilizado pela Fitch para atribuir um rating ou determinar uma perspectiva de rating. As informações presentes na projeção refletem elementos significativos, porém não totais, das premissas de rating da Fitch para o desempenho financeiro do emissor. Assim, não podem ser usadas para estabelecer um rating e não devem se apoiar neste propósito. As projeções da Fitch são elaboradas com uma ferramenta de propriedade interna, que utiliza as premissas da agência sobre desempenho financeiro e operacional, que podem não refletir as premissas que o leitor faria. As definições próprias da Fitch de termos financeiros, como EBITDA, dívida ou fluxo de caixa livre, podem diferir das do leitor. A Fitch pode obter acesso, periodicamente, a informações confidenciais de elementos de planejamento futuro do emissor. Alguns elementos podem ter sido omitidos destas projeções, mesmo quando incluídos nas deliberações internas da agência, sempre que a Fitch, a seu critério, considerar que os dados possam ser sensíveis em contextos comerciais, legais ou regulatórios. As projeções (assim como a íntegra deste relatório) são produzidas estritamente de acordo com os <i>disclosures</i> presentes no final deste documento. A Fitch pode atualizar as projeções em relatórios futuros, mas não assume responsabilidade em fazê-lo.					
Fonte: CCP, 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 © 2016 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall St, NY, NY 10004. Telefone: 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 seus ratings, a Fitch conta com informações factuais que recebe de emissores e *underwriters* e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch executa uma pesquisa razoável das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém razoável verificação destas informações de fontes independentes, na medida em que estas fontes estejam disponíveis com determinado patamar de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emitente esteja localizado, da disponibilidade e natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações pré-existentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir seus ratings, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e predições sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado.

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 taxaço sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e *underwriters* para avaliar os títulos. Estes preços 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 um único pagamento anual. Tais valores 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.