

Cyrela Commercial Properties S.A. Empreend. e Participações

Relatório Analítico

Ratings

Moeda Estrangeira (ME)	
IDR de Longo Prazo	B+
Moeda Local (ML)	
IDR de Longo Prazo	B+
Nacional	
Rating Nacional de Longo Prazo	BBB+(bra)
Debêntures	BBB+(bra)
IDR – <i>Issuer Default Rating</i> – Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor.	

Perspectiva

IDR de Longo Prazo ME	Negativa
IDR de Longo Prazo ML	Negativa
Rating Nacional de Longo Prazo	Negativa

Dados Financeiros

Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações

(BRL Milhões)	31/12/16	31/12/15
Receita Líquida	363	368
EBITDA Ajustado	207	238
Margem de EBITDA Ajustado (%)	56,9	64,7
Recursos das Operações (FFO)	47	26
Fluxo de Caixa Livre (FCF)	(157)	(241)
Caixa e Aplicações Financeiras	413	566
Dívida Total	2.462	2.488
Dívida Total/EBITDA Ajustado (x)	10,1	8,5
Alavancagem Ajustada pelo FFO (x)	9,8	11,0
EBITDA Ajustado/Juros Pagos (x)	1,0	1,1

Pesquisa Relacionada

Fitch Afirma IDRs 'B+' da CCP e Rebaixa Rating Nacional Para 'BBB+(bra)'; Perspectiva Negativa (Março de 2017).

Perspectiva 2017: Propriedades Comerciais na América Latina – Resiliência Operacional Permanece em Teste (Dezembro de 2016).

Analistas

Fernanda Rezende
+55 21 4503-2619
fernanda.rezende@fitchratings.com

Jose Romero
+55 11 4504-2603
jose.romero@fitchratings.com

Principais Fundamentos dos Ratings

Fluxo de Caixa Deve Permanecer Pressionado: Os ratings refletem a ainda fraca geração de caixa da Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações (CCP), pressionada por condições macroeconômicas desfavoráveis e pelo elevado consumo de caixa operacional, devido a altas despesas financeiras. A venda de 33% da participação nas empresas que possuem a carteira de escritórios comerciais da CCP também afetará negativamente o fluxo de caixa. O elevado volume de contratos de locação a vencer, ou com expectativa de revisão programada a curto prazo, também impõe desafios à empresa.

Alta Alavancagem Não é Sustentável: A alavancagem líquida da CCP é bastante alta e não deve se reduzir muito nos próximos dois anos, na ausência de significativa venda de ativos e/ou aumento de capital. Pelas projeções da Fitch, a alavancagem líquida deverá decrescer para cerca de 7,0 vezes até o final de 2018. Mesmo com o aumento de capital e a venda de ativos, a dívida líquida permaneceu estável em 2016, em BRL2,0 bilhões, e deve diminuir para BRL1,6 bilhão, após a transação com o Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) e a Prologis Inc.

Liquidez Satisfatória: A liquidez da CCP é satisfatória frente aos vencimentos de dívida a curto prazo, mas a Fitch espera que o consumo de caixa permaneça alto em 2017. A CCP possui adequada flexibilidade financeira, com base em seus ativos desonerados. Os índices de cobertura de juros se enfraqueceram desde 2013 e não devem se recuperar a curto prazo.

Taxas de Vacância Preocupam: A Fitch acredita que as taxas de vacância da CCP continuarão elevadas e que os contratos de aluguel serão reajustados abaixo da inflação em 2017, o que deve pressionar o fluxo de caixa da companhia.

Portfólio Diversificado: A CCP é uma das maiores empresas de investimentos, 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 sua flexibilidade.

Perspectiva Negativa: A Perspectiva Negativa reflete os desafios enfrentados pela CCP para que seus índices de crédito atinjam patamares mais conservadores, diante de um ambiente econômico menos favorável. Os indicadores de crédito da CCP são fracos para os ratings atuais. Na visão da Fitch, medidas adicionais para a significativa redução da dívida e da alavancagem são necessárias, a fim de evitar novas ações de rating negativas.

Sensibilidades dos Ratings

Ações de Rating Negativas: Uma ação de rating negativa poderá ocorrer em caso de alavancagem líquida consistentemente acima de 7,0 vezes, sem expectativa de redução nos anos seguintes; índice EBITDA/despesa com juros inferior a 0,7 vez, em base recorrente; e redução na liquidez que enfraqueça consideravelmente a cobertura da dívida de curto prazo. Vendas de ativos que resultem no enfraquecimento do portfólio de propriedades, com redução significativa da capacidade de geração de fluxo de caixa, que não sejam acompanhadas de forte queda da alavancagem, também poderiam resultar em ação de rating negativa.

Revisão da Perspectiva Para Estável: A Perspectiva poderá ser revisada em caso de significativa melhora do fluxo de caixa da companhia, após o fim do ciclo de investimentos; e adoção, pela CCP, de medidas proativas adicionais que melhorem a estrutura de capital, na ausência de geração de caixa operacional mais forte.

Perfil Financeiro

Liquidez e Estrutura da Dívida

A liquidez da CCP é satisfatória, frente aos vencimentos de dívida a curto prazo e à expectativa de consumo de caixa. Em 31 de dezembro de 2016, o caixa e as aplicações financeiras somavam BRL413 milhões, e a dívida total, BRL2,5 bilhões. A CCP possui BRL415 milhões de dívida com vencimento em 2017 e BRL387 milhões em 2018, dos quais BRL177 milhões e BRL236 milhões, respectivamente, consistem de dívidas corporativas. Em novembro de 2016, a companhia emitiu BRL200 milhões em debêntures para alongar o perfil de amortização da dívida.

A Fitch considerou a esperada entrada, nos próximos meses, de recursos de BRL450 milhões a BRL500 milhões — que estão associados ao anúncio, em janeiro de 2017, da proposta de venda e troca de ativos com o CPPIB e a Prologis. A potencial venda de ativos deve permitir que a CCP reduza sua dívida em 2017, ainda que esta se mantenha elevada, uma vez que o fluxo de caixa livre (FCF) deve permanecer bastante pressionado pela fraca geração de caixa operacional e pelas significativas despesas financeiras, apesar da redução dos investimentos.

Pelas projeções da Fitch, a alavancagem líquida da CCP deverá se reduzir para cerca de 7,0 vezes até o final de 2018. Mesmo com o aumento de capital e a venda de ativos, a dívida líquida permaneceu estável em 2016, em BRL2,0 bilhões, e deve diminuir para BRL1,6 bilhão, após a transação com o CPPIB e a Prologis. Na visão da agência, a alavancada estrutura de capital da companhia não deverá melhorar substancialmente a curto prazo, sem que haja significativa venda de ativos e/ou aumento de capital.

A CCP reportou índice dívida líquida/EBITDA ajustado (incluindo dividendos recebidos) de 8,4 vezes em 2016, frente a 6,6 vezes em 2015. A alavancagem líquida ajustada pelos recursos das operações (FFO) foi de 8,1 vezes, devido à fraca geração de FFO. Em relação ao valor das propriedades comerciais da companhia, o índice *loan-to-value*, medido por dívida líquida/valor de mercado estimado das propriedades, foi de 44% em dezembro de 2016.

A CCP possui adequada flexibilidade financeira, que tem sido testada e permanece preservada, com base no acesso contínuo da companhia a novas linhas de crédito, em um cenário de restrição de crédito — o que limitou o risco de refinanciamento. Nos últimos três anos, os acionistas da CCP realizaram aportes de BRL400 milhões em capitalizações, e foram vendidos BRL220 milhões em ativos.

Em 31 de dezembro de 2016, os ativos desonerados tinham valor de mercado estimado de BRL1,5 bilhão e cobriam em cerca de 1,5 vez a dívida corporativa, de BRL955 milhões. Os ativos desonerados podem ser vendidos ou servir como colateral em financiamentos com garantias, se necessário.

Vencimentos da Dívida e Liquidez

Em 31 de dezembro de 2016	(BRL Milhões)
2017	415
2018	387
2019	474
2020	256
2021	175
Após	756
CFFO	34
Caixa	413
Linhas de Crédito Não Sacadas	0

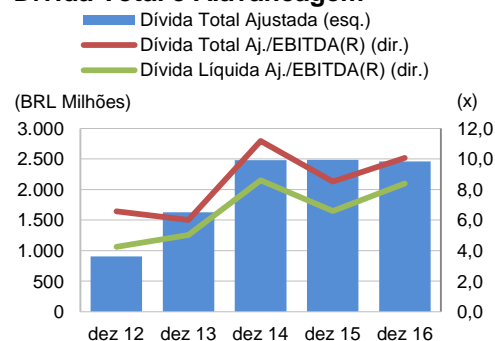
Fonte: Companhia, Fitch Ratings.

Metodologia Aplicada

Metodologia de Ratings de Empresas Não-Financeiras (março de 2017)

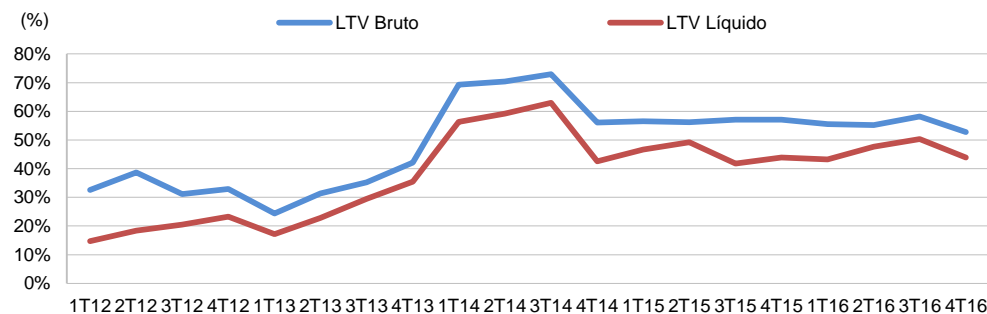
Metodologia de Ratings em Escala Nacional (março de 2017)

Dívida Total e Alavancagem



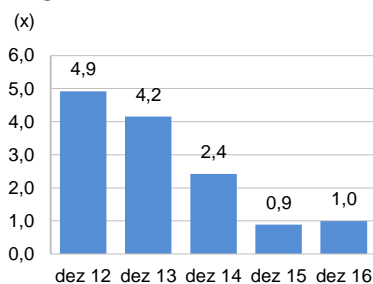
Fonte: Companhia, Fitch Ratings.

Endividamento (LTV)



Fonte: Companhia, Fitch Ratings.

Cobertura dos Juros Pelo FFO



Fonte: Companhia, Fitch Ratings.

Análise do Fluxo de Caixa

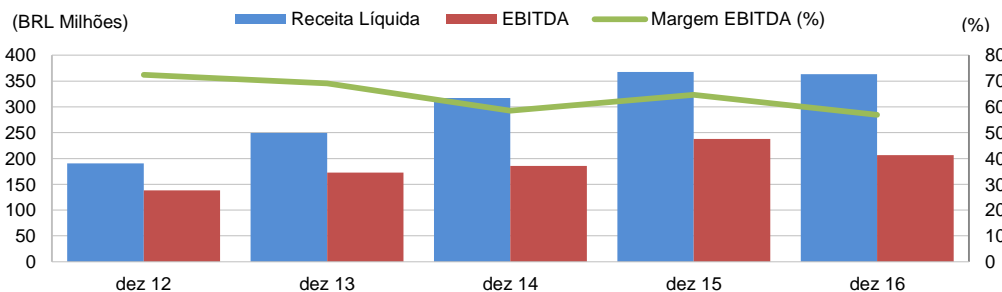
O fluxo de caixa da CCP continuará afetado pelas condições de negócios negativas. A Fitch acredita que as taxas de vacância da empresa permanecerão elevadas e que os valores dos contratos de locação serão reduzidos, uma vez que a demanda por propriedades comerciais está diretamente relacionada às condições econômicas do Brasil. Os contratos de locação da CCP devem ser pressionados, ainda, pelo elevado volume de contratos (por receita), de 61%, cuja revisão de valores está programada para 2017 e 2018. Além disso, 16% dos contratos de locação de escritórios comerciais e de galpões industriais, bem como 40% dos contratos de shopping centers, vencem no período.

Em 2016, a CCP gerou BRL207 milhões de EBITDA, e este deve ficar em torno de BRL175 milhões em 2017, segundo as projeções da Fitch. O cenário-base da agência considera taxas de vacância entre 10% e 20% para os segmentos de escritórios comerciais e galpões industriais, além de ajustes nos valores dos contratos de aluguel abaixo da inflação. A Fitch exclui do cálculo do EBITDA os ganhos e perdas relacionados à venda de ativos.

As elevadas despesas financeiras devem continuar pressionando o fluxo de caixa da CCP. Em 2016, o fluxo de caixa das operações (CFFO) da companhia foi de BRL34 milhões, e o FCF foi negativo em BRL157 milhões, como resultado dos investimentos de BRL186 milhões e dividendos de BRL6 milhões durante o ano. No período, a CCP recebeu cerca de BRL207 milhões, provenientes de vendas de ativos. A Fitch acredita que o FCF permanecerá negativo em 2017.

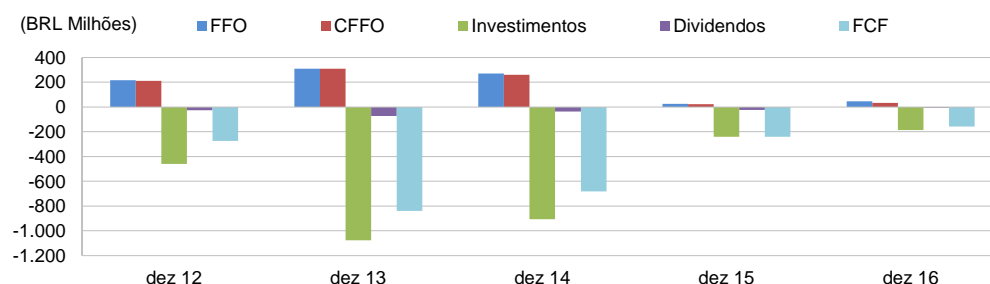
Os índices de cobertura de juros da CCP se enfraqueceram desde 2013 e não devem se recuperar a curto prazo. Em 2016, os índices EBITDA/juros e a cobertura de juros pelo FFO foram de 1,0 vez, frente a 1,1 vez e 0,9 vez, respectivamente, em 2015. A Fitch espera cobertura de juros próxima a 0,8 vez em 2017.

Desempenho Financeiro – Anual



Fonte: Companhia, Fitch Ratings.

Desempenho do Fluxo de Caixa



Fonte: Companhia, Fitch Ratings.

FX Screener

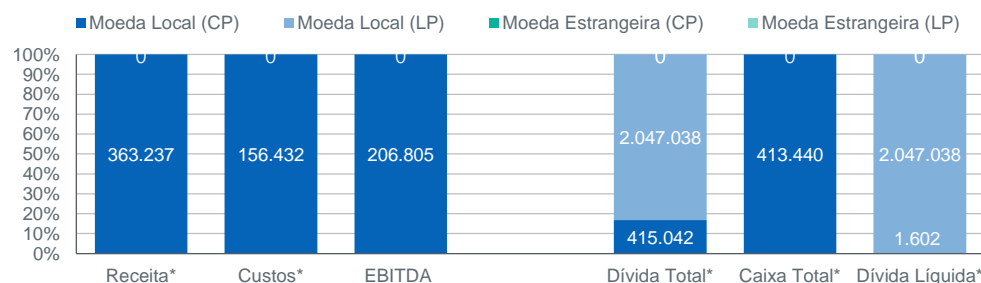
O gráfico Fitch FX Screener mostra as estimativas da Fitch em relação à dívida, às vendas e aos custos operacionais da CCP em moedas estrangeira e local, ilustrando as proporções relativas, em vez de fornecer números exatos. Assim, reconhece as limitações do cálculo de divisões de moedas para um exercício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

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. No gráfico, na coluna correspondente à dívida, a dívida de curto prazo em moeda estrangeira (geralmente denominada em dólares) é destacada, pois, em um mercado de moedas volátil, esta dívida tem que ser paga com recursos em moeda estrangeira, por meio da utilização do caixa ou do refinanciamento nos mercados de títulos ou bancário.

A CCP não está exposta à variação cambial. A companhia não possui dívida denominada em moeda estrangeira, e 100% de suas receitas e custos estão denominados em moeda local.

Fitch FX Screener

(CCP — 'B+/'Perspectiva Negativa - Dezembro de 2016 - BRL mil)



*Após hedge, os números representam as estimativas da Fitch, baseadas em informações públicas disponíveis.

Fonte: Fitch

Histórico do Rating

Data	IDR LP (ME)	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
23/03/2017	B+	Negativa

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

LP – Longo Prazo.

ME – Moeda Estrangeira.

Fonte: Fitch.

Análise dos Pares do Setor

(BRL Milhões)	Cyrela Commercial Properties S.A.	BR Properties S.A.	BR Malls Participações S.A.	Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.
Período de 12 Meses	31/12/2016	31/12/2016	30/09/2016	31/12/2016
IDR de Longo Prazo ME/ Rating Nacional de Longo Prazo	B+/ BBB+(bra)	BB-/A(bra)	BB+/AA+(bra)	AA+(bra)
Perspectiva	Negativa	Negativa	Negativa/ Estável	Estável

Estatísticas Financeiras

Receita Líquida	363	466	1,386	668
Variação da Receita (%)	(1,2)	(34,9)	(4,2)	5,0
EBITDA	207	336	1,066	520
Margem de EBITDA (%)	56,9	72,2	76,9	77,9
Fluxo de Caixa (FCF)	(157)	(507)	(17)	190
Dívida Total Ajustada	2.462	3.787	4.927	2.240
Caixa e Aplicações Financeiras	413	966	406	557
Recursos das Operações (FFO)	47	(160)	400	373
Investimentos	(186)	(337)	(292)	(109)

Indicadores de Crédito (x)

EBITDA/Juros Pagos	1,0	0,8	2,0	2,2
Cobertura das Despesas Fixas pelo FFO	1,0	0,3	1,6	2,2
Dívida Líquida Ajustada/EBITDAR	8,4	8,4	4,6	3,2
Cobertura dos Juros pelo FFO	1,0	0,3	1,6	2,2

IDR – Issuer Default Rating – Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor. ME – Moeda Estrangeira.
Fonte: Fitch.

Perfil da Empresa

A CCP é uma das maiores companhias de investimentos, 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 sua flexibilidade. Nos últimos anos, os shopping centers ganharam relevância na carteira da CCP, tendo representado cerca de 45% da receita recorrente em 2016, seguidos pelos escritórios comerciais (29%); serviços, incluindo estacionamento (20%); galpões industriais (1%); e outros (5%).

Ao final de 2016, a companhia possuía 31 propriedades comerciais em operação, com valor de mercado estimado de BRL4,4 bilhões e área bruta locável (ABL) de 451.552 metros quadrados, excluindo projetos em desenvolvimento. Atualmente, a CCP possui dois projetos em desenvolvimento, que deverão adicionar 55.808 metros quadrados de ABL ao portfólio.

Portfólio Operacional

	2014	2015	2016
Número de Propriedades			
Escritório	14	13	12
Galpões	7	7	10
Shopping	6	7	8
Outros	2	1	1
Em Desenvolvimento	16	5	2
Total	45	33	33
ABL Total (m²) – Em Operação			
Escritório	107.829	105.126	85.604
Galpões	139.522	139.529	149.073
Shopping	118.006	134.888	199.376
Outros	18.741	17.499	17.499
Total	384.098	397.042	451.552
ABL Total (m²) – Em Desenvolvimento			
Escritório	8.478	8.145	16.289
Galpões	384.433	164.032	39.519
Shopping	34.413	16.737	—
Total	427.324	188.914	55.808
Propriedades por Receita Bruta (BRL Milhões)			
Escritório	124	117	114
Galpões	10	8	4
Shopping	125	163	177
Serviços e Outros	74	104	96
Total	334	391	391

Fonte: Companhia, Fitch.

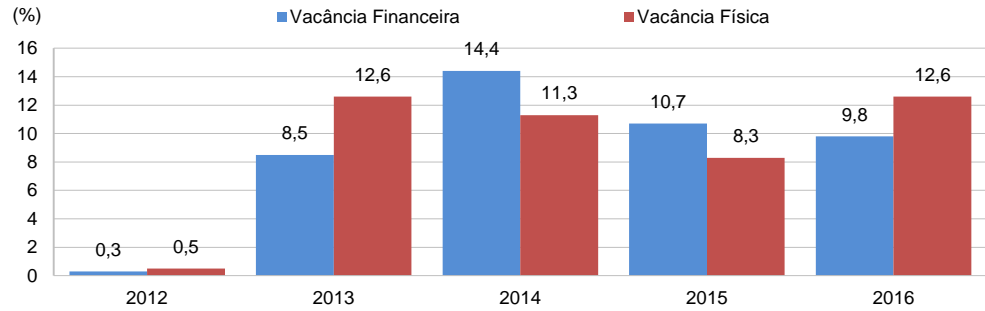
Distribuição dos Locatários

A CCP está presente em cinco estados brasileiros, mas concentra suas atividades em São Paulo (81% da ABL total) e no Rio de Janeiro (10%). A companhia apresenta concentração de locatários — os dez maiores representaram 57% da receita em 2016. Este risco é parcialmente mitigado pela alta qualidade dos locatários e da carteira de propriedades.

Vacância

As taxas de vacância da CCP devem continuar elevadas, pressionadas pelo ambiente de negócios adverso. Em 31 de dezembro de 2016, a vacância financeira era de 9,8%, e a física, de 12,6%, frente a 10,7% e 8,3%, respectivamente, em 2015. Em 2016, o aluguel médio no segmento de escritórios comerciais diminuiu cerca de 9%, enquanto o aluguel médio no segmento de galpões industriais se reduziu em cerca de 10%, em decorrência das difíceis condições macroeconômicas, bem como das revisões dos valores dos contratos de aluguel durante o ano.

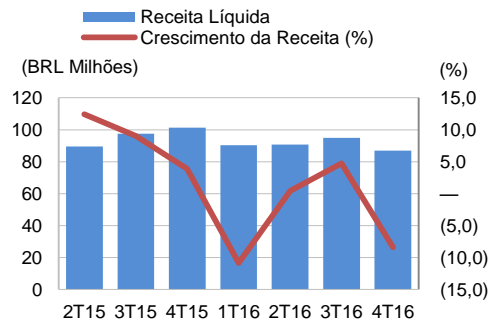
Taxas de Vacância



Fonte: Companhia, Fitch Ratings.

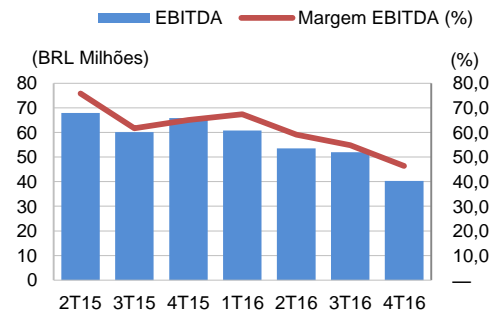
Tendências do Setor

Tendências da Receita



Fonte: Companhia, Fitch Ratings.

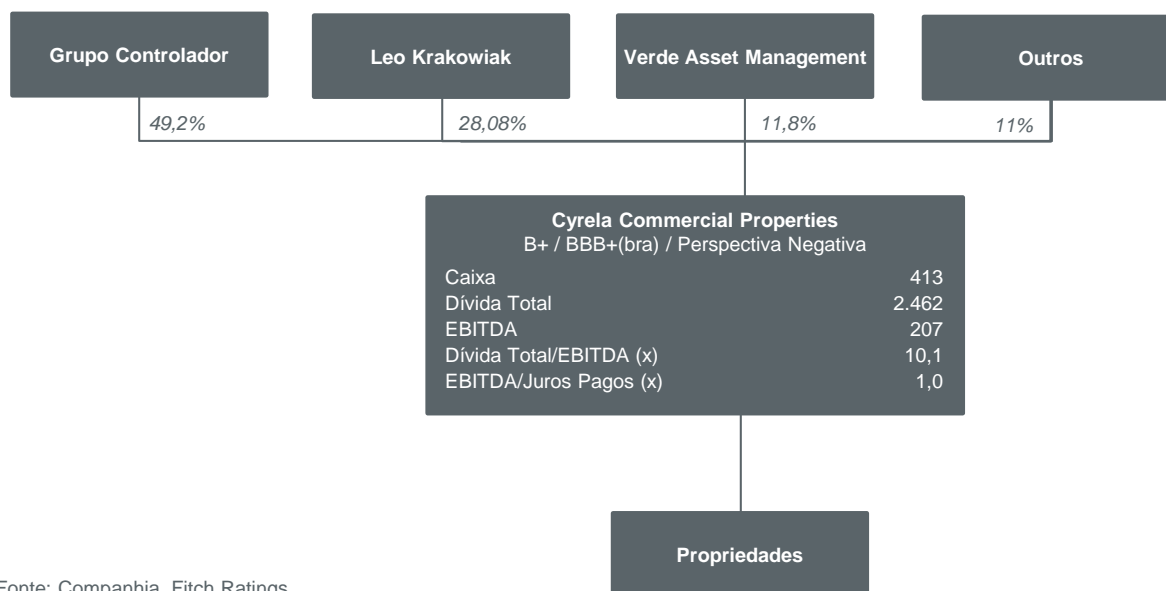
Tendências do EBITDA



Fonte: Companhia, Fitch Ratings.

Estrutura Corporativa

Estrutura Organizacional — Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações
(BRL Milhões, em dezembro de 2016)



Fonte: Companhia, Fitch Ratings.

Principais Premissas das Projeções

As principais premissas da Fitch, de acordo com o cenário de rating do emissor, incluem:

-- Taxas de vacância entre 10% e 20% para escritórios e galpões industriais e de 8% para shopping centers em 2017;

-- Redução no aluguel médio em até 10% em 2017;

-- Conclusão da transação com o CPPIB e a Prologis, com 33% de diminuição na ABL de escritórios em 2017;

-- Alavancagem líquida abaixo de 7,0 vezes até o final de 2018;

-- Investimentos reduzidos, de BRL65 milhões em 2017 e 2018. Os investimentos na *joint venture* (JV) com o CPPIB não foram considerados.

Resumo das Projeções — Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações

(BRL 000)	Histórico		Projeções da Fitch		
	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19
Resumo da Demonstração dos Resultados					
Receita Líquida	367.748	363.237	362.519	395.093	417.918
Varição na Receita (%)	16,0%	-1,2%	-0,2%	9,0%	5,8%
EBITDA Operacional	237.771	206.805	175.093	202.840	220.868
Margem de EBITDA Operacional (%)	64,7%	56,9%	48,3%	51,3%	52,9%
EBITDAR Operacional	237.771	206.805	175.093	202.840	220.868
Margem de EBITDAR Operacional (%)	64,7%	56,9%	48,3%	51,3%	52,9%
EBIT Operacional	211.822	175.010	165.724	192.496	210.108
Margem do EBIT Operacional (%)	57,6%	48,2%	45,7%	48,7%	50,3%
Despesa Bruta com Juros	-278.463	-298.131	-250.686	-216.523	-198.507
Lucro Antes de Impostos	84.055	44.872	-69.962	-9.027	26.602
Resumo do Balanço Patrimonial					
Caixa Disponível	566.073	413.440	404.592	236.325	156.383
Dívida Total com Capital Híbrido	2.488.444	2.462.080	2.047.038	1.860.517	1.736.796
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido	2.488.444	2.462.080	2.047.038	1.860.517	1.736.796
Dívida Líquida	1.922.371	2.048.640	1.642.446	1.624.192	1.580.413
Resumo do Fluxo de Caixa					
EBITDA Operacional	237.771	206.805	175.093	202.840	220.868
Divid, Receb, Menos Divid, Distribuídos a Não Contr,	53.983	37.448	35.000	35.000	35.000
Juros Pagos	-255.299	-253.679	-250.686	-216.523	-198.507
Custo Financeiro Implícito (%)	10,3%	10,2%	11,1%	11,1%	11,0%
Juros Recebidos	—	—	15.000	15.000	15.000
Impostos Pagos	-31.034	-31.093	18.890	2.437	-7.182
Outros Itens Antes dos Recursos das Operações	20.690	87.301	0	0	0
Recursos das Operações	26.111	46.782	-6.704	38.754	65.179
Margem dos Recursos das Operações (%)	7,1%	12,9%	-1,8%	9,8%	15,6%
Varição no Capital de Giro	-3.280	-12.398	117	-5.305	-3.717
Fluxo de Caixa das Operações (Definido pela Fitch)	22.831	34.384	-6.587	33.449	61.462
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	—	—	—	—	—
Investimentos no Imobilizado	-241.018	-186.016	—	—	—
Intensidade de Capital (Invest, no Imobilizado/Receita) (%)	65,5%	51,2%	—	—	—
Dividendos	-23.266	-5.535	—	—	—
Aquisições e Desinvestimentos, Líquido	11.060	207.448	—	—	—
Investimentos, Divid., Aquis, & Outros Itens Antes do FCF	-253.224	15.897	412.781	-15.196	-17.683
FCF Após Aquisições & Desinvestimentos	-230.393	50.281	406.194	18.253	43.779
Margem do Fluxo de Caixa Livre (Após Aquisições Líquidas) (%)	-62,6%	13,8%	112,0%	4,6%	10,5%
Outros Itens do Fluxo de Caixa de Investimento e Financiamento	-150.417	-135.070	0	0	0
Recursos de Dívida, Líquido	-26.117	-67.844	-415.042	-186.521	-123.721
Recursos de Capital, Líquido	400.000	—	0	0	0
Varição do Saldo de Caixa	-6.927	-152.633	-8.848	-168.268	-79.942
Índices de Cobertura (x)					
Cobertura dos Juros pelos Recursos das Operações	0,9	1,0	0,9	1,1	1,3
Cobert, das Cobranças Fixas pelos Recursos das Operações	0,9	1,0	0,9	1,1	1,3
EBITDAR Operacional/(Despesa Bruta com Juros + Despesa com Aluguel)*	1,1	1,0	0,8	1,1	1,3
EBITDA Operacional/Despesa Bruta com Juros*	1,1	1,0	0,8	1,1	1,3
Índices de Alavancagem (x)					
Dívida Total Ajustada/EBITDAR Operacional*	8,5	10,1	9,7	7,8	6,8
Dívida Líquida Ajustada/EBITDAR Operacional*	6,6	8,4	7,8	6,8	6,2
Dívida Total com Capital Híbrido/EBITDA Operacional*	8,5	10,1	9,7	7,8	6,8
Alavancagem Ajustada pelos Recursos das Operações	11,0	9,8	8,9	7,7	7,0
Alavancagem Líq, Ajust, pelos Recursos das Operações	8,5	8,1	7,2	6,8	6,4

Índices de Cobertura (x)

Cobertura dos Juros pelos Recursos das Operações	0,9	1,0	0,9	1,1	1,3
Cobert, das Cobranças Fixas pelos Recursos das Operações	0,9	1,0	0,9	1,1	1,3
EBITDAR Operacional/(Despesa Bruta com Juros + Despesa com Aluguel)*	1,1	1,0	0,8	1,1	1,3
EBITDA Operacional/Despesa Bruta com Juros*	1,1	1,0	0,8	1,1	1,3

Índices de Alavancagem (x)

Dívida Total Ajustada/EBITDAR Operacional*	8,5	10,1	9,7	7,8	6,8
Dívida Líquida Ajustada/EBITDAR Operacional*	6,6	8,4	7,8	6,8	6,2
Dívida Total com Capital Híbrido/EBITDA Operacional*	8,5	10,1	9,7	7,8	6,8
Alavancagem Ajustada pelos Recursos das Operações	11,0	9,8	8,9	7,7	7,0
Alavancagem Líq, Ajust, pelos Recursos das Operações	8,5	8,1	7,2	6,8	6,4

* EBITDA/R Depois de Dividendos aos Associados e Minoritários

COMO INTERPRETAR AS PROJEÇÕES APRESENTADAS: As projeções apresentadas se baseiam nas projeções do conservador produzidas internamente na agência. As projeções não representam as estimativas dos emissores classificados, publicadas acima são apenas um componente utilizado pela Fitch para atribuir um rating ou determinar uma perspectiva de rating. / presentes na projeção refletem elementos significativos, porém não totais, das premissas de rating da Fitch para o desempenho emissor. Assim, não podem ser usadas para estabelecer um rating e não devem se apoiar neste propósito. As projeções da Fitch são com uma ferramenta de propriedade interna, que utiliza as premissas da agência sobre desempenho financeiro e operacional, que refletem as premissas que o leitor faria. As definições próprias da Fitch de termos financeiros, como EBITDA, dívida ou fluxo de caixa diferem das do leitor. A Fitch pode obter acesso, periodicamente, a informações confidenciais de elementos de planejamento futuro. Alguns elementos podem ter sido omitidos destas projeções, mesmo quando incluídos nas deliberações internas da agência, sempre a seu critério, considerar que os dados possam ser sensíveis em contextos comerciais, legais ou regulatórios. As projeções (assim deste relatório) são produzidas estritamente de acordo com os *disclaimers* presentes no final deste documento. A Fitch produz projeções em relatórios futuros, mas não assume responsabilidade em fazê-lo.

Fonte: Relatórios da companhia; FitchRatings.

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). ALÉM DISSO, AS DEFINIÇÕES E OS TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM WWW.FITCHRATINGS.COM. OS RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS PUBLICADOS ESTÃO PERMANENTEMENTE DISPONÍVEIS NESTE SITE. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH E AS 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". A FITCH PODE TER FORNECIDO OUTRO SERVIÇO AUTORIZADO À ENTIDADE CLASSIFICADA OU A PARTES RELACIONADAS. DETALHES SOBRE ESSE SERVIÇO PARA RATINGS PARA O QUAL O ANALISTA PRINCIPAL ESTÁ BASEADO EM UMA ENTIDADE DA UNIÃO EUROPEIA PODEM SER ENCONTRADOS NA PÁGINA DO SUMÁRIO DA ENTIDADE NO SITE DA FITCH.

Copyright © 2017 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 ratings e ao fazer outros relatórios (incluindo informações sobre projeções), a Fitch conta com informações factuais que recebe de emissores e *underwriters* e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch realiza uma apuração adequada das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém razoável verificação destas informações de fontes independentes, à medida 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 emissor 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 e relatórios 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 ou relatório 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 ratings e relatórios, 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 e as projeções financeiras e outras informações são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e premissas sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings e as projeções 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 "tais 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 e os relatórios se apoiam em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings e relatórios são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhum indivíduo, ou grupo de indivíduos, é responsável isoladamente por um rating ou relatório. 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 alterados 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 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, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizada para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.

Para a Austrália, Nova Zelândia, Taiwan e Coreia do Sul apenas: A Fitch Austrália Pty Ltd detém uma licença australiana de serviços financeiros (licença AFS nº337123.), a qual autoriza o fornecimento de ratings de crédito apenas a clientes de atacado. As informações sobre ratings de crédito publicadas pela Fitch não se destinam a ser utilizadas por pessoas que sejam clientes de varejo, nos termos da Lei de Sociedades (Corporations Act 2001).