S&P Global
Ratings

Análise Detalhada

Emccamp Residencial S.A.

18 de julho de 2023

Resumo de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor

Emccamp Residencial S.A.	
Escala Nacional Brasil	brA+/Estável/--

Rating de Crédito de Emissão

1ª emissão de debêntures *senior unsecured*	
Escala Nacional Brasil	brA+
Rating de recuperação	3 (65%)

Analista principal

Valéria Marquez
São Paulo
55 (11) 3818-4155
valeria.marquez
@spglobal.com

Contato analítico adicional

Wendell Sacramoni, CFA
São Paulo
55 (11) 3039-4855
wendell.sacramoni
@spglobal.com

Destaques da Análise de Crédito

Resumo

Principais pontos fortes	Principais riscos
Expectativa de geração de caixa para os próximos anos	Margens pressionadas devido ao aumento abrupto de custos de safras passadas
Diminuição da alavancagem a partir de 2023	Menor escala quando comparada a pares
Aumento no VGV de lançamentos, combinado à eficiência operacional	Acesso limitado ao mercado de capitais

Recuperação gradual das margens afetadas por safras antigas. Devido à dificuldade de aumento de preços dos imóveis, à concentração de portfólio no Minha Casa Minha Vida (MCMV) e ao aumento abrupto dos custos de obra, a Emccamp Residencial S.A. apresentou queda da margem bruta em 2022 e no primeiro trimestre de 2023, devido principalmente ao avanço das obras de safras lançadas entre 2020 e 2021. Como consequência, a margem EBITDA também diminuiu, alcançando 9,5% em 31 de dezembro de 2022 e 9,3% em 31 de março de 2023. Dessa forma, a empresa ainda reportou métricas de crédito fracas em 31 de março de 2023, com geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida bruta ajustada de 14% e dívida bruta ajustada sobre capital de 38%. A partir do terceiro trimestre de 2023, quando a Emccamp entregar parte dos projetos das safras mais afetadas pela inflação, mantendo os níveis de lançamentos, esperamos melhora gradual das margens, com margem EBITDA de 10% em 2023 e entre 12%-17% em 2024 e 2025.

Geração de caixa operacional a partir de 2023. Esperamos continuidade da geração de caixa operacional a partir de 2023, proporcionada pelo foco da empresa em vendas do programa MCMV e crédito associativo, modalidades em que o comprador contrata o financiamento no momento da compra. Com isso, a empresa tende a apresentar um fluxo de caixa mais saudável, mitigando possíveis queimas de caixa. Projetamos geração de fluxo de caixa operacional de cerca de R$ 180 milhões-R$ 200 milhões por ano nos próximos três anos.

Estratégias da empresa visando diminuir a alavancagem devem se consolidar entre 2023 e 2024. A Emccamp planeja realizar as duas amortizações de sua 1ª emissão de debêntures, vincendas em setembro de 2024, via geração de caixa. Acreditamos que a empresa não realizará novas emissões no mercado de capitais, dada nossa expectativa de manutenção da geração de caixa operacional nos próximos anos, o que deve diminuir drasticamente sua alavancagem. Como resultado, esperamos um índice ajustado de FFO sobre dívida bruta entre 20%-25% e dívida bruta sobre capital entre 30%-35% em 2023, com queda drástica após a amortização final das debêntures para acima de 60% e abaixo de 30%, respectivamente, nos anos seguintes.

Menor escala em relação aos pares limita o alcance da empresa. A Emccamp atua nos segmentos de baixa e média renda nos estados de São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro. Apesar da baixa diversificação geográfica, a região é uma das que mais demanda incorporações no Brasil. Além disso, a baixa diversificação oferece vantagens em termos de eficiência operacional. Porém, a Emccamp opera em um mercado altamente competitivo, e sua escala ainda é inferior à dos pares avaliados, como a Cury Construtora e Incorporadora S.A. (brAA+/Estável/--), que lançou um valor geral de vendas (VGV) acima de R$ 2,5 bilhões ao ano nos últimos dois anos, e a MRV Engenharia e Participações S.A. (brAA-/Negativa/--), que, além de estar presente em grande parte dos estado brasileiros, realiza um VGV de lançamentos acima de R$ 6 bilhões ao ano de forma constante.

Mudanças no MCMV beneficiarão incorporadoras com foco em baixa renda. Em junho de 2022, o governo federal realizou algumas modificações no MCMV, incluindo o aumento do valor máximo dos imóveis atendidos. Isso conferiu maior flexibilidade para as incorporadoras aumentarem o preço dos imóveis, possibilitando melhora gradual das margens brutas nos próximos anos e aumento do número de famílias que podem ser beneficiadas. Esperamos que essa mudança beneficie a Emccamp, que possui alta concentração de seu portfólio nesse segmento.

Perspectiva

A perspectiva estável indica nossa expectativa de que a Emccamp apresentará níveis de vendas em linha com nosso cenário-base e geração de caixa positiva. Esperamos que a empresa pague sua dívida de curto prazo com sua geração de caixa, diminuindo a alavancagem nos próximos dois anos. Portanto, projetamos FFO sobre dívida bruta entre 20%-25% e dívida bruta sobre capital entre 30%-35% em 2023, melhorando significativamente a partir de 2024, após o pagamento integral de sua debênture, para acima de 60% e abaixo de 30%, respectivamente.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar o rating nos próximos 12 meses se a empresa apresentar deterioração em suas métricas operacionais e de geração de caixa, o que afetaria sua posição de liquidez. Além disso, poderemos realizar uma ação de rating negativa caso a Emccamp não encontre terrenos atrativos que sustentem os lançamentos futuros e consequentemente resultem em mais consumo de caixa. Nesse cenário, veríamos FFO sobre dívida bruta consistentemente abaixo de 20%, dívida bruta sobre capital acima de 45% e consumo de caixa operacional.

Cenário de elevação

Podemos elevar o rating da Emccamp caso a empresa continue aumentando gradativamente seu VGV de lançamentos, mantendo sua velocidade de vendas e apresentando consistente geração de caixa e diversificação de financiamentos. Como resultado, veríamos maiores níveis de receita e EBITDA, em linha com os dos principais pares, com FFO sobre dívida bruta acima de 30%, dívida bruta sobre patrimônio inferior a 30% e fluxo de caixa operacional sobre dívida bruta acima de 15%, de forma consistente.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- Crescimento do PIB brasileiro de 1,7% em 2023, 1,5% em 2024 e 1,8% em 2025;
- Inflação média no Brasil de 5,2% em 2023, 4,2% em 2024 e 3,8% em 2025;
- Taxa básica de juros média de 13,2% em 2023, 10,1% em 2024 e 9,0% em 2025;
- Nível de lançamentos (VGV) entre R$ 1,3 bilhão e 1,5 bilhão nos próximos dois anos;
- Receita líquida em torno de R$ 1,1 bilhão em 2023 e entre R$ 1,4 bilhão-R$ 1,5 bilhão nos dois anos seguintes, seguindo o ritmo de crescimento dos lançamentos e velocidade de vendas;
- Crescimento gradual da margem bruta, à medida que a empresa entrega os empreendimentos lançados em 2020 e 2021, que foram responsáveis pela queda das margens. Esperamos margens brutas entre 24%-30% nos próximos três anos;
- EBITDA ajustado em torno de R$ 110 milhões em 2023 e entre R$ 180 milhões-R$ 250 milhões nos dois anos seguintes, sustentado por aumento nas vendas e diluição das despesas administrativas, de vendas e gerais.

- Geração de caixa operacional a partir de 2023, resultado do foco da empresa em projetos enquadrados no MCMV;
- Investimentos (capex) de 3% da receita líquida nos próximos três anos; e
- Distribuição de dividendos de cerca de 50% do lucro líquido do ano fiscal anterior.

Principais Métricas

Emccamp Residencial S.A. – Principais indicadores*

R$ bilhões	2021R	2022R	2023E	2024P	2025P
Receita	0,55	0,83	1,09	1,0-1,5	1,0-1,5
Margem EBITDA (%)	7,6	9,5	10,2	10-15	15-20
FFO/dívida** (%)	11,5	14,2	24,3	>60	>60
Dívida**/capital (%)	34,8	39,7	31,1	20-25	15-20
OCF/dívida** (%)	(67,0)	(16,4)	77,2	>50	>50

*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings. R: Real. E: Estimado. P: Projetado . **Dívida ajustada por obrigações a pagar por terrenos.

Descrição da Empresa

A Emccamp é uma incorporadora e construtora com mais de 46 anos de experiência no mercado imobiliário. A empresa tem focado o segmento de baixa renda, com parte do portfólio concentrada em empreendimentos que se enquadram na faixa 2 e 3 do MCMV e no Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) em São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro. Atualmente a empresa é controlado pela família fundadora.

Emccamp Residencial S.A. – Resumo Financeiro

Setor: Construtoras e incorporadoras imobiliárias

	--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de--				
	2022	**2021**	**2020**	**2019**	**2018**
(R$ Milhões)					
Receita	832,4	547,5	355,2	176,5	72,1
EBITDA	79,3	41,3	51,3	17,8	(20,4)
Geração interna de caixa (FFO)	46,2	27,2	45,0	15,2	(21,2)
Despesas com juros	36,1	14,0	2,7	2,2	3,2
Juros-caixa pagos	19,6	5,6	1,9	0,0	0,0
Geração interna de caixa (FFO)	(53,7)	(158,8)	(61,7)	(48,9)	(47,5)
Investimentos (capex)	21,5	17,1	9,5	9,2	4,5
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(75,2)	(175,9)	(71,2)	(58,1)	(52,0)
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	(91,0)	(185,6)	(83,4)	(68,3)	(62,1)
Caixa e investimentos de curto prazo	109,0	131,9	143,7	181,1	307,6
Caixa disponível bruto	109,0	131,9	143,7	181,1	307,6
Dívida	326,4	237,0	37,2	53,7	16,9
Patrimônio líquido	495,7	443,2	303,2	284,9	368,7
Índices Ajustados					
Margem EBITDA (%)	9,5	7,6	14,5	10,1	(28,2)
Retorno sobre capital (%)	11,1	7,0	14,6	7,8	(0,6)
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	2,2	3,0	19,4	8,2	(6,3)
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	3,4	5,8	24,6	NS	NS
Dívida/EBITDA (x)	4,1	5,7	0,7	3,0	(0,8)
FFO/dívida (%)	14,2	11,5	121,0	28,4	(125,6)
OCF/dívida (%)	(16,4)	(67,0)	(165,9)	(91,1)	(280,9)
FOCF/dívida (%)	(23,0)	(74,2)	(191,4)	(108,2)	(307,7)
DCF/dívida (%)	(27,9)	(78,3)	(224,3)	(127,3)	(367,6)

Reconciliação dos valores reportados pela Emccamp Residencial S.A. com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R$ milhões)

	--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2022--						
Montantes reportados pela Emccamp Residencial S.A. (R$ mi)							
	Dívida	**Patrimônio líquido**	**EBITDA**	**Lucro operacional**	**Despesas com juros**	**EBITDA ajustado pela S&P Global Ratings**	**Fluxo de caixa operacional**
	194,8	454,5	80,4	71,2	25,3	79,3	(53,7)
Ajustes da S&P Global Ratings							
Imposto-caixa pagos	--	--	--	--	--	(13,6)	--
Juros-caixa pagos	--	--	--	--	--	(19,6)	--
Passivos de arrendamentos reportados	1,2	--	--	--	--	--	--
Juros capitalizados	--	--	--	--	10,8	--	--
Receitas (despesas) não operacionais	--	--	--	13,5	--	--	--
Participação de não controladores / Participação minoritária	--	41,2	--	--	--	--	--
Dívidas: Outros (situacional)	130,4	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Ganhos / (Perdas) com venda de imobilizado (PP&E)	--	--	(1,0)	(1,0)	--	--	--
Capital de giro: Outros	--	--	--	--	--	--	6,3
Fluxo de caixa operacional: Outros (situacional)	--	--	--	--	--	--	(6,3)
Ajustes totais	131,5	41,2	(1,0)	12,4	10,8	(33,2)	--
Montantes ajustados pela S&P Global Ratings							
	Dívida	**Patrimônio líquido**	**EBITDA**	**EBIT**	**Despesas com juros**	**FFO**	**Fluxo de caixa operacional**
	326,4	495,7	79,3	83,7	36,1	46,2	(53,7)

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Emccamp como menos que adequada. Apesar das fontes de liquidez excederem os usos em mais de 2,0x no curto prazo, as fontes de financiamento da empresa são limitadas. Acreditamos que a empresa possui pouca flexibilidade para enfrentar eventos de alto impacto e baixa probabilidade sem necessidade de refinanciamento devido à sua escala e acesso ao mercado de capitais limitados.

Principais fontes de liquidez

- Posição de caixa de R$ 145 milhões em março de 2023;
- FFO de cerca de R$ 98 milhões nos próximos 12 meses; e
- Capital de giro positivo de R$ 92 milhões nos próximos 12 meses.

Principais usos de liquidez

- Dívida de curto prazo de R$ 98 milhões em março de 2023;
- Capex de R$ 33 milhões nos próximos 12 meses; e
- Pagamento de dividendos de cerca de R$ 23 milhões nos próximos 12 meses.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas *(Covenants)*

Exigências

A empresa está sujeita a um *covenant* financeiro em sua 1ª emissão de debêntures, que exige:

- Índice de dívida líquida sobre obrigações por compra de imóveis pelo patrimônio líquido inferior a 0,6x.

Expectativa de cumprimento

Esperamos que o *covenant* relativo à alavancagem seja cumprido com um colchão confortável nos próximos 12 meses. Além disso, acreditamos que a empresa manterá certa folga para cumprir com seu *covenant* até o pagamento integral das debêntures, em setembro de 2024.

Fatores Ambientais, Sociais e de Governança (ESG - *Environmental, Social, and Governance)*

Indicadores de Crédito ESG

E-1	E-2	**E-3**	E-4	E-5	S-1	**S-2**	S-3	S-4	S-5	G-1	**G-2**	G-3	G-4	G-5
– Resíduos e poluição					– Não aplicável					– Não aplicável				

Os indicadores de crédito ESG oferecem divulgação e transparência adicionais no nível da entidade e refletem a opinião da S&P Global Ratings sobre a influência que os fatores ambientais, sociais e de governança têm em nossa análise de ratings. Eles não são um rating de sustentabilidade ou uma avaliação de ESG da S&P Global Ratings. A extensão da influência desses fatores se reflete em uma escala alfanumérica de 1-5 em que 1= positiva, 2 = neutra, 3 = moderadamente negativa, 4 = negativa e 5 = muito negativa. Para mais informações, veja nosso comentário "Definições e aplicação dos indicadores de crédito ESG", publicado em 13 de outubro de 2021.

Os fatores ambientais são uma consideração moderadamente negativa para o setor de construção civil, uma vez que o desperdício de material, contaminação do solo e poluição podem afetar futuras avaliações de crédito de todo o setor. Em nossa visão, a implementação de novas tecnologias na construção civil, a padronização dos códigos de construção e a profissionalização dos canteiros de obras aumentam a eficiência operacional da Emccamp, de modo que nossa análise da empresa não é afetada. Além disso, os incentivos econômicos para cortar custos de modo a melhorar a lucratividade podem mitigar esse risco. Os fatores sociais e de governança são neutros para nossa análise da Emccamp.

Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

Ratings de emissão

	Valor da emissão	Vencimento	Rating de emissão	Rating de recuperação
Emccamp Residencial S.A.				
1ª emissão de debêntures	R$ 150 milhões	Setembro de 2024	brA+	3 (65%)

Principais Fatores Analíticos

O rating 'brA +' das debêntures da Emccamp está no mesmo nível de seu rating de emissor, refletindo o rating de recuperação '3' desta emissão, que indica nossa expectativa de recuperação de 65% para os credores. Em um cenário hipotético de default, consideramos que a Emccamp seria liquidada, dado que a empresa opera em uma indústria intensiva em ativos. Em nosso cenário simulado, o default ocorreria em 2026, em decorrência de uma deterioração na economia brasileira, que resultaria em atrasos nos repasses, queda nas vendas de lançamentos e dificuldade para vender o estoque. Tais fatores reduziriam a geração de caixa da empresa, que não seria mais suficiente para cobrir as despesas com juros e amortizações.

Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado do default: 2026; e
- Valor da empresa (EV - *enterprise value*) líquido após desconto de 5% referente a despesas administrativas: R$ 327 milhões.

Estrutura de prioridade de pagamentos *(waterfall)*

- Dívida prioritária (obrigações trabalhistas, tributárias e financiamento à construção): R$ 38 milhões;
- Dívida *senior unsecured* (debêntures e outras dívidas e obrigações relacionadas a aquisições de terrenos): R$ 121 milhões; e
- Expectativa de recuperação para as debêntures *senior unsecured*: 65%**.

*Todos os montantes de dívida incluem seis meses de juros pré-petição.

**Os ratings de recuperação de dívidas *unsecured* são limitados em algumas jurisdições, como o Brasil.

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil	brA+/Estável/--
Risco de negócio	**Fraco**
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Moderadamente alto
Posição competitiva	Fraca
Risco financeiro	**Significativo**
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfólio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Menos que adequada
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Negativa

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos Critérios e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site www.capitaliq.com. Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em www.standardandpoors.com. Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- Metodologia de Ratings Corporativos, 19 de novembro de 2013.
- Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais, 16 de dezembro de 2014.
- Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes, 1 de abril de 2019.
- Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País, 19 de novembro de 2013.
- Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas, 13 de novembro de 2012.
- Metodologia: Risco da indústria, 19 de novembro de 2013.
- Critério Geral: Metodologia de rating de grupo, 1 de julho de 2019.
- Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais, 25 de junho de 2018.
- Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo, 7 de dezembro de 2016
- Princípios ambientais, sociais e de governança nos ratings de crédito, 10 de outubro de 2021
- Principais Fatores de Crédito para a Indústria de Construção Residencial e Desenvolvimento Imobiliário, 3 de fevereiro de 2014

Artigo

- Definições de Ratings da S&P Global Ratings

Copyright © 2023 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completitude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIABILIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus websites **www.spglobal.com/ratings /pt/** (gratuito) e **www.ratingsdirect.com** (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em **www.spglobal.com/usratingsfees**

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.