

Análise Detalhada

# Vitru Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A.

2 de dezembro de 2024

(Nota do editor: Em 4 de dezembro de 2024, republicamos esta análise detalhada para incluir referências à 1ª emissão de debêntures *senior unsecured*.)

## Resumo de Classificação de Ratings

Vitru Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A.	
Rating de Crédito de Emissor	
<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAA-/Estável/--
1ª, 2ª e 3ª emissões de debêntures <i>senior unsecured</i>	brAA-
Rating de Recuperação	3(65%)

### Analista principal

**Debora Bernardo**  
São Paulo  
55 (11) 3818-4124  
debora.bernardo  
@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
Uma das principais instituições de educação privada no Brasil, com ênfase no segmento de educação a distância (EAD).	Concentração em único segmento educacional.
Alta demanda de candidatos no curso medicina, que possui um ticket médio mais alto.	Público predominantemente de baixa e média renda, representando uma maior exposição aos ciclos econômicos.
Expectativa de melhorias operacionais e tributárias a partir do alinhamento dos critérios entre a Uniasselvi e a Unicesumar.	Suspensão da criação de novas vagas nos cursos de graduação a distância até nova determinação do MEC, prevista para março de 2025.

#### **Resultados consistentes sustentam a visibilidade da companhia no setor educacional**

**brasileiro.** A Vitru Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A. se destaca como um dos principais grupos educacionais do país, com foco no segmento EAD. No terceiro trimestre de 2024, a receita líquida consolidada da empresa foi de R\$ 530,8 milhões, um aumento de 8,8% em relação ao mesmo período de 2023. Esse crescimento foi amparado pelos cursos de graduação EAD que, contando com uma base de alunos mais engajada, apresentaram receita líquida de R\$ 367 milhões, crescendo 8,2% em comparação ao mesmo período do ano anterior.

O segmento de graduação presencial, que inclui o curso de medicina, alcançou R\$ 126 milhões no terceiro trimestre de 2024, um aumento de 6% em comparação ao terceiro trimestre de 2023, em função do crescimento de cerca de 18,1% na receita líquida do curso de medicina, impulsionado pela ampliação da base de alunos, maturação dos polos e pelo aumento do ticket médio.

A receita da modalidade de educação continuada alcançou R\$ 37,7 milhões no terceiro trimestre de 2024, um aumento de 26,1% em comparação com o terceiro trimestre de 2023. Além dos cursos de pós-graduação, o portfólio da Vitru contempla cursos técnicos e de qualificação profissional que, segundo a companhia, representam um relevante meio de expansão de ofertas de educação complementar.

No terceiro trimestre de 2024, o EBITDA ajustado da Vitru atingiu R\$ 202,5 milhões, refletindo um crescimento de 9,9% em relação ao mesmo período de 2023. A margem de EBITDA ajustada reportada foi de 38,1%, um aumento de 0,4 pontos percentuais, ante 37,8% no terceiro trimestre de 2023. Essa melhoria na margem reflete, sobretudo, a redução da provisão para créditos de liquidação duvidosa devido a alteração nos critérios de ativação de alunos implementada em 2024.

**Repasses a polos parceiros tem impacto temporário no fluxo de caixa.** O fluxo de caixa operacional ajustado da Vitru totalizou R\$ 151,4 milhões no terceiro trimestre de 2024, uma queda de 17,9% em relação ao mesmo período do ano anterior. A conversão do fluxo de caixa também diminuiu para 61,9% no terceiro trimestre de 2024, versus 81,7% no terceiro trimestre de 2023. Segundo a companhia, essa variação foi influenciada pelo impacto sofrido nas contas a pagar decorrente da antecipação de adiantamentos a polos parceiros destinada a investimentos em marketing para captações futuras. Ademais, podemos considerar um efeito-

base, uma vez que ocorreram deslocamentos de pagamentos a fornecedores entre setembro e outubro de 2023.

***Padronização do critério de ativação de alunos traz potencial benefício para a Uniasselvi.***

Desde o início de 2024, a Vitru vem implementando mudanças no processo de ativação de alunos da Uniasselvi, adotando os mesmos critérios utilizados pela Unicesumar. Parte dessa unificação consiste na exclusão dos alunos considerados não-engajados a partir do primeiro trimestre de 2024, o que inicialmente resultaria em um baixo crescimento nominal da base de alunos e da receita ao longo do ano. Contudo, segundo a Vitru, essa decisão proporcionaria benefícios factuais, que incluiriam a diminuição da provisão para créditos de liquidação duvidosa ao longo de 2024 e 2025, além de uma taxa de retenção mais acurada. Adicionalmente, a adoção dos critérios geraria economias tributárias, como a redução do Imposto sobre Serviços (ISS) sobre faturas que seriam emitidas para os alunos não-engajados e que não foram pagas.

***Decisão do Ministério da Educação (MEC) suspende a abertura de vagas na modalidade EAD.***

Em junho de 2024, o MEC decidiu suspender a criação de novos cursos de graduação, bem como a oferta de novas vagas e polos de ensino à distância, até 10 de março de 2025. Esta medida integra o processo de revisão do marco regulatório do EAD, com o intuito de assegurar a sustentabilidade e a qualidade dos cursos de graduação oferecidos nessa modalidade. O MEC planeja promover um diálogo público que envolverá gestores, especialistas, conselhos federais e representantes das instituições de ensino superior, visando divulgar a revisão do marco regulatório até 31 de dezembro de 2024.

Acreditamos que essa decisão terá um efeito restrito sobre a Vitru, dada sua relevância no segmento EAD no Brasil e a qualidade de seus cursos. No terceiro trimestre de 2024, a empresa contou com uma base de 836 mil alunos, sendo 97,4% deles matriculados nos cursos de graduação à distância. A captação total da graduação EAD foi de 283,3 mil alunos, com mensalidades líquidas de cancelamentos totalizando R\$ 611 milhões no terceiro trimestre de 2024.

## Perspectiva

A perspectiva estável reflete nossa expectativa de melhoria no EBITDA da Vitru nos próximos anos, com aumento das receitas e estabilidade das margens, em decorrência das estratégias de captação e retenção de alunos e da maturação dos polos. Nesse cenário, antecipamos uma redução da alavancagem, com um perfil de vencimento de dívidas bem distribuído ao longo dos próximos cinco anos. Projetamos uma margem EBITDA ajustada de cerca de 33% nos próximos três anos, com um índice de dívida sobre EBITDA ajustado de 3,6x até o final de 2024 e abaixo de 3,5x a partir de 2025.

## Cenário de rebaixamento

Poderíamos rebaixar o rating da Vitru se a empresa compromettesse suas métricas de crédito, com dívida sobre EBITDA ajustado consistentemente acima de 4x, como consequência de uma estratégia de crescimento mais desafiadora. Ademais, o rebaixamento do rating poderia ocorrer se a Vitru enfrentasse dificuldades na manutenção da sua base de alunos, o que impactaria negativamente a margem EBITDA e, conseqüentemente, o fluxo de caixa e a liquidez.

## Cenário de elevação

Poderemos elevar nosso rating da Vitru nos próximos 12-18 meses caso a empresa continue integrando as práticas entre a Uniasselvi e a Unicesumar, reduzindo a provisão para créditos de

liquidação duvidosa e mantendo a dívida sobre EBITDA ajustado abaixo de 4x em uma base consistente. Nesse contexto, também antecipamos, além de uma liquidez adequada, a manutenção da geração interna de caixa (FFO – *funds from operations*) sobre dívida de 15%-25% nos próximos três anos.

## Nosso Cenário-Base

### Premissas

- Crescimento do PIB brasileiro de 2,8% em 2024, 1,8% em 2025 e 2,1% em 2026;
- Inflação média no Brasil de 4,3% em 2024, 3,8% em 2025 e 3,5% em 2026;
- Taxa média de juros entre 11,25% em 2024, 10,25% em 2025 e 9% em 2026
- Aumento de 12,5% na receita líquida da Vitru ao final de 2024, 11,3% em 2025 e 9,9% em 2026, considerando os seguintes fatores:
  - EAD: Dado o foco da empresa nesse segmento esperamos que ela continue ampliando seus polos, apesar das mudanças após o marco regulatório. Assim, projetamos um aumento da receita advinda do segmento EAD de aproximadamente 10% ao final de 2024, com um ritmo de crescimento mais moderado a partir de 2025, o que representará 65%-70% da receita líquida nos próximos três anos.
  - Ensino presencial: Projetamos um aumento de 15%-20% na receita do segmento nos próximos três anos, sustentado pelo desempenho do curso de graduação em medicina. Acreditamos que os cursos presenciais representarão aproximadamente 30% da receita líquida total da Vitru no mesmo período, uma vez que, apesar do crescimento das receitas desse segmento, o foco da empresa deverá permanecer na modalidade EAD.
  - Cursos de educação continuada: Projetamos um aumento de 5,5% no número de alunos e nas receitas desse segmento nos próximos três anos. Acreditamos que essa modalidade representa uma oportunidade de crescimento de acordo com a estratégia de ampliação das ofertas complementares de educação da Vitru.
- Projetamos um aumento no percentual dos custos sobre a receita líquida nos próximos anos, refletindo as ações de suporte de crescimento da empresa, como a contratação de novos tutores e professores;
- Projetamos também que os investimentos (capex) permanecerão em torno de R\$ 135 milhões-R\$ 150 milhões nos próximos anos, e que a companhia refinance parte dos seus vencimentos de curto prazo.

## Principais Métricas

### Vitru Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A. – Resumo das projeções

Fim do período	2022R	2023R	2024E	2025P	2026P
<b>R\$ milhões</b>					
Receita	1.317,3	1.962,5	2.208	2.000-2.500	2.200-2.700
EBITDA	367,4	628,3	717,4	800-900	900-1.000
(-) Juros-caixa pagos	(236)	(338,5)	(391,2)	(300-400)	(300-400)
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i> )	113,7	207,4	448,9	500-600	600-800
Despesa com juros	236	338,5	391,2	300-400	300-400
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i> )	121,5	229,5	304,6	300-400	400-500
Investimentos (capex)	97	122,6	132,5	130-150	130-150
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i> )	24,4	106,9	172,1	200-250	300-350
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i> )	24,4	90,7	171	200-250	300-350
Caixa e investimentos de curto prazo	73,6	304,6	552,8	900-1.000	900-1.000
Dívida	2.450,9	2.509,7	2.664,2	2.500-3.000	2.500-3.000
Patrimônio líquido	2.174,4	2.284,7	2.454,9	2.500-3.000	2.500-3.000
<b>Índices ajustados</b>					
Margem EBITDA (%)	26,7	31,3	31,3	30-35	30-35
Cobertura de juros caixa pelo EBITDA (x)	1,6	1,9	1,8	2,0-2,5	2,0-2,5
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	1,5	1,6	2,3	2,5-3,0	2,5-3,5
Dívida/EBITDA (x)	6,7	4,0	3,7	3,0-3,5	3,0-3,5
FFO/dívida (%)	4,6	8,3	16,8	15-20	15-25
OCF/dívida (%)	5,0	9,1	11,4	13-15	15-17
FOCF/dívida (%)	1,0	4,3	6,5	8-10	10-12
DCF/dívida (%)	1,0	3,6	6,4	8-10	10-12

\*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings, exceto se apresentado como reportado. R: Realizado. E: Estimado. P: Projetado

## Descrição da Empresa

Localizada no estado de Santa Catarina, a Vitru investe em empresas prestadoras de serviços educacionais, e disponibiliza cursos de educação continuada através de seus oito campi de ensino presencial em três estados, ou no segmento EAD, através de 2.518 polos em todo o país. Com um total de 920 mil alunos, os cursos de graduação em educação digital representam aproximadamente 72% da receita total da empresa, seguidos por cursos de graduação presenciais (21%) e educação continuada (7%).

Em junho de 2024, a companhia concluiu o processo de incorporação reversa da Vitru Limited, tornando-se a controladora do grupo.

**Vitru Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A.– Resumo Financeiro**

Fim do período

--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de--

Período de reporte	2019	2020	2021	2022	2023
Moeda	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Receitas	461,1	519,2	631,1	1.317,3	1.962,5
EBITDA	112,2	136,9	165,0	367,4	628,3
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i> )	71,1	76,4	82,5	113,7	207,4
Despesas com juros	100,9	56,3	65,1	236,0	338,5
Juros-caixa pagos	28,5	41,8	64,1	236,4	371,9
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i> )	56,0	75,9	65,0	121,5	229,5
Investimentos (capex)	44,7	56,5	58,3	97,0	122,6
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i> )	11,3	19,5	6,7	24,4	106,9
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i> )	9,1	19,5	6,7	24,4	90,7
Caixa e investimentos de curto prazo	74,8	601,1	328,6	73,6	241,6
Caixa disponível bruto	74,8	601,1	328,6	73,6	241,6
Dívida	482,7	576,0	311,3	2.450,9	2.509,7
Patrimônio líquido	451,3	977,9	1.066,1	2.174,4	2.284,7
<b>Índices ajustados</b>					
Margem EBITDA (%)	32,0	27,9	26,2	26,4	24,3
Retorno sobre capital (%)	8,9	7,3	6,1	4,5	3,9
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	1,9	1,6	2,5	2,4	1,1
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	1,6	1,5	2,3	2,8	3,5
Dívida/EBITDA (x)	4,0	6,7	1,9	4,2	4,3
FFO/dívida (%)	8,3	4,6	26,5	13,3	14,7
OCF/dívida (%)	9,1	5,0	20,9	13,2	11,6
FOCF/dívida (%)	4,3	1,0	2,2	3,4	2,3
DCF/dívida (%)	3,6	1,0	2,2	3,4	1,9

**Reconciliação dos valores reportados pela Vitru Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A. com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ milhões)**

	Dívida	EBITDA	Lucro operacional	Despesas de juros	EBITDA ajustado pela S&PGR
Exercício fiscal	31 de dezembro de 2023				
Montantes reportados pela empresa	2.181,8	614,2	401,6	298,2	628,3
Impostos-caixa pagos	--	--	--	--	(49,0)
Juros-caixa pagos	--	--	--	--	(371,9)
Passivos de arrendamentos reportados	327,8	--	--	--	--
Despesas de remuneração baseada em ações	--	(9,4)	--	--	--
Resultado (despesa) não operacional	--	--	(6,4)	--	--
EBITDA: Outros (situacional)	--	23,5	23,5	--	--
Despesa com juros: Outros (situacional)	--	--	--	40,3	--
Ajustes totais	327,8	14,1	17,1	40,3	(420,9)
<b>Ajustes da S&amp;P Global Ratings</b>	<b>Dívida</b>	<b>EBITDA</b>	<b>EBIT</b>	<b>Despesas de juros</b>	<b>FFO</b>
	2.509,7	628,3	418,7	338,5	207,4

## Liquidez

Avaliamos a liquidez da Vitru como adequada, pois suas fontes de caixa excedem os usos em mais de 1,2x. Em nossas projeções, as fontes de caixa continuarão positivas, mesmo com uma queda do EBITDA acima de 15% no EBITDA. Contudo, acreditamos que a empresa não tem capacidade para absorver eventos de alto impacto e baixa probabilidade sem recorrer a refinanciamentos, devido à sua estrutura de dívida e geração de caixa atuais. Por outro lado, a empresa demonstra uma boa inserção no mercado de capitais, e uma gestão de risco da empresa prudente, características que facilitam o acesso ao crédito.

### Principais fontes de liquidez

- Posição de caixa de R\$ 525,3 milhões em setembro de 2024;
- FFO estimado de R\$ 672,7 milhões nos próximos 12 meses;
- Nova emissão de debêntures no valor de R\$ 1 bilhão, a ser concluída nos próximos 12 meses.

### Principais usos de liquidez

- Dívida de curto prazo de R\$ 274 milhões em setembro de 2024;
- Necessidade de capital de giro em torno de R\$ 325 milhões nos próximos 12 meses;
- Capex de R\$ 143 milhões nos próximos 12 meses;
- Pagamento de dividendos no valor de R\$ 1 milhão.

## Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

### Exigências

Os *covenants* da Vitru exigem um índice de dívida líquida sobre EBITDA ajustado abaixo de 3,5x até setembro de 2024. Além disso, as cláusulas requerem EBITDA ajustado sobre resultado financeiro líquido acima de 1,5x até setembro de 2024 e de 2,0x até dezembro de 2024, métrica que não pode ser superada por dois trimestres consecutivos

## Expectativa de cumprimento

Esperamos que os *covenants* relativos à alavancagem sejam cumpridos com um colchão confortável nos próximos 12 meses. Além disso, acreditamos que a empresa manterá certa folga para cumprir com seus *covenants* até o pagamento integral das debêntures.

## Ratings de Emissão – Análise do Risco de Recuperação

### Ratings de emissão

	Valor da emissão	Vencimento	Rating de emissão	Rating de recuperação
<b>Vitru Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A.</b>				
1ª emissão de debêntures <i>senior unsecured</i>	R\$ 825 milhões	Maior de 2027	brAA-	3(65%)
2ª emissão de debêntures <i>senior unsecured</i>	R\$ 190 milhões	Maior de 2028	brAA-	3(65%)
3ª emissão de debêntures <i>senior unsecured</i>	R\$ 500 milhões	Novembro de 2028	brAA-	3(65%)

### Principais fatores analíticos

- Avaliamos as perspectivas de recuperação da Vitru com base em um cenário simulado de default, com uma abordagem de avaliação (*valuation*) de múltiplo de EBITDA. No caso da Vitru, projetamos que o default ocorreria em 2028, em razão de uma severa desaceleração econômica que afetaria a renda disponível das famílias. Isso, por sua vez, diminuiria a base de alunos da empresa e resultaria em atrasos no pagamento das mensalidades. Tais fatores, combinados com um aumento da concorrência, levariam a uma queda significativa em sua geração de fluxo de caixa.
- Analisamos as perspectivas de recuperação da Vitru sob um a premissa de continuidade operacional (*going concern*), pois acreditamos que a empresa seria reestruturada em vez de liquidada em caso de inadimplência, dada sua forte posição no segmento de educação digital no Brasil, com operações sólidas que devem trazer geração de fluxo de caixa consistente. Também acreditamos que a empresa conseguiria refinarçar sua dívida.
- Consideramos um capex mínimo de R\$ 50 milhões, que resulta em um EBITDA de emergência de cerca de R\$ 375 milhões. Aplicamos um múltiplo de 5,5x (em linha com o do setor) para chegar ao valor de empresa (EV – *enterprise value*) de R\$ 2 bilhões, do qual subtraímos 5% para despesas relacionadas à reestruturação.

### Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado do default: 2028
- País de insolvência: Brasil (Jurisdição B), levando a um teto jurisdicional de ‘3’ para dívidas *unsecured*
- EV líquido estimado após despesas administrativas de 5%: R\$ 1,9 bilhão

### Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- Debêntures *senior unsecured*: R\$ 2,9 bilhões\*
- Expectativas de recuperação para a dívida *unsecured*: 50%-70% (estimativa arredondada: 65%\*\*)

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

\*\*Ratings de recuperação de dívidas *senior unsecured* são limitados a ‘3(65%)’ em países como o Brasil.

## Tabela de Classificação de Ratings

Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil	brAA-/Estável/--
<b>Risco de negócio</b>	<b>Fraco</b>
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Fraca
<b>Risco financeiro</b>	<b>Agressivo</b>
Fluxo de caixa/Alavancagem	Agressivo
<b>Modificadores</b>	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutro (sem impacto)
Estrutura de capital	Neutra (sem impacto)
Política financeira	FS-5 (sem impacto)
Liquidez	Adequada (sem impacto)
Administração e governança	Regular (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis	Neutra (sem impacto)

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.spglobal.com/ratings](http://www.spglobal.com/ratings) para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com). Todos os ratings mencionados neste relatório são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em [www.spglobal.com/ratings](http://www.spglobal.com/ratings).

## Critérios e Artigos Relacionados

### Critérios

- [Metodologia: Fatores de crédito relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 7 de janeiro de 2024.
- [Metodologia de ratings corporativos](#), 7 de janeiro de 2024.
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011.
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1 de abril de 2019.
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014.
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013.
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013.
- [Rating de recuperação para emissores corporativos em grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016.
- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1 de julho de 2019.
- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 8 de junho de 2023.

### Artigo

- [Definições de Ratings da S&P Global Ratings](#)

Copyright © 2024 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 COMERCIALIZABILIDADE, 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/](http://www.spglobal.com/ratings/pt/) (gratuito) e [www.ratingsdirect.com](http://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](http://www.spglobal.com/usratingsfees).

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