

Análise Detalhada

Positivo Tecnologia S.A.

4 de dezembro de 2023

Resumo de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor

Positivo Tecnologia S.A.

Escala Nacional Brasil

brA/Estável/--

Analista principal

Matheus Cortes

São Paulo
55 (11) 3039-9775
matheus.cortes
@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
Sólido reconhecimento de marca e expertise no mercado brasileiro	Elevada exposição à indústria de PCs, na qual compete com os grandes <i>players</i> globais
Crescente diversificação de produtos e segmentos	Menores escala e diversificação geográfica comparado aos seus principais competidores
Colchão suficiente no rating atual para absorver potenciais picos de alavancagem ou períodos de menor geração de caixa	Exposição da receita a projetos especiais, podendo acarretar maior volatilidade de geração de caixa
	Liquidez pressionada, dada a elevada concentração de dívida de curto prazo

Maior fluxo de receitas provenientes de projetos especiais deve mitigar desempenho mais fraco de demais segmentos da Positivo Tecnologia S.A. em 2023. O cenário macroeconômico ainda desafiador no país, com taxas de juros ainda elevadas, tem impactado o nível de investimentos das empresas e o poder de compra dos consumidores - este refletindo na decisão de grande parte das varejistas de reduzir seus estoques ao longo do ano. Além disso, atrasos em nomeações de cargos no setor público têm postergado novas contratações e licitações para novos projetos. Nesse contexto, a Positivo tem reportado desempenho mais fraco no segmento *commercial* em 2023, além de crescimento aquém do esperado no segmento *consumer*. Com isso, projetamos que a receita bruta combinada de ambos segmentos cairá cerca de 25%-30% este ano.

Por outro lado, esperamos receitas da ordem de R\$ 1,2 bilhão em 2023 e cerca de R\$ 250 milhões em 2024, provenientes do seu contrato com o Tribunal Superior Eleitoral (TSE) para fornecimento das urnas eletrônicas para as eleições de 2024. Isso deve mitigar parcialmente o desempenho mais fraco dos outros segmentos da empresa em 2023, resultando em queda de receita bruta consolidada na ordem de 15%-20% no ano.

Para 2024, projetamos queda de cerca de 10% da receita consolidada, considerando o menor pipeline de receitas contratadas de projetos especiais. Por outro lado, esperamos uma recuperação mais robusta nos demais segmentos da empresa, com crescimento de receitas ex-projetos especiais em torno de 10%-15%. Isso baseia-se na expectativa de melhora do contexto macroeconômico, com recuperação dos investimentos por parte das empresas e normalização dos estoques das varejistas, além de um pipeline elevado de compras por parte das instituições públicas.

Ademais, apesar de não consideramos nenhum projeto especial em nosso cenário-base além dos já contratados, acreditamos que a Positivo continuará competitiva nos processos de licitações para novos projetos, o que pode eventualmente potencializar suas receitas e rentabilidade nos próximos anos.

Crescente diversificação tem sustentado melhora de rentabilidade. A Positivo tem investido fortemente na diversificação de seus produtos e serviços nos últimos anos, sobretudo no segmento corporativo, o que tem resultado em melhora gradual de rentabilidade. Nos nove meses findos em 2023, a empresa reportou margem EBITDA ajustada de 13,2%, comparada com 11,9% e 11,0% nos mesmos períodos em 2022 e 2021, respectivamente. Seguindo essa tendência e considerando o maior fluxo de receitas projetadas provenientes de projetos especiais, cujas

margens são maiores, no quarto trimestre, projetamos margem EBITDA em torno de 14%-15% em 2023.

Para 2024 e 2025, esperamos ligeira queda nas margens, considerando o menor fluxo de receitas contratadas de projetos especiais, mas ainda assim se mantendo em torno de 12%-13%, acima do nível histórico.

Alavancagem deve se manter em linha com o rating atual. Um gerenciamento de estoque mais eficiente tem proporcionado geração de caixa operacional consistentemente positiva nos últimos trimestres. Isso tem viabilizado uma redução gradual da dívida bruta, que atingiu R\$ 1,3 bilhão em 30 de setembro de 2023, versus R\$ 1,5 bilhão em dezembro de 2022. Além disso, esperamos que essa tendência permaneça nos próximos anos.

Dessa forma, apesar da expectativa de menor EBITDA para 2023 e próximos anos do que inicialmente esperado, projetamos que a empresa manterá a alavancagem controlada, com dívida bruta sobre EBITDA em torno de 2,0x-2,5x em 2023 e 2,5x-3,0x em 2024, nível em linha com seu rating atual. Além disso, a maior geração de caixa deve permitir à empresa reverter seu fluxo de caixa discricionário para positivo já em 2024.

Liquidez pressionada. Apesar das suas iniciativas de *liability management*, com foco na extensão do prazo de vencimentos e redução do custo médio da dívida, a Positivo tem reportado uma posição de liquidez mais pressionada, tendo em vista seus vencimentos de curto prazo ainda elevados, em cerca de R\$ 541,9 milhões em 30 de setembro de 2023, versus uma posição de caixa de R\$ 389 milhões na mesma data.

Nosso cenário-base presume que a empresa conseguirá refinar tais vencimentos como observado historicamente, dado seu bom relacionamento com os bancos e posicionamento adequado no mercado de capitais, o que deve proporcionar maior conforto de liquidez. Ainda assim, caso as pressões de liquidez piores ou persistam além do esperado, poderíamos ver uma maior pressão no rating da empresa.

Perspectiva

A perspectiva estável incorpora nossa expectativa de que a Positivo continuará apresentando nível sólido de receita nos próximos dois anos, dados os esforços para diversificar o mix de ofertas de produtos e serviços e ajustes de preços. Esperamos que tais fatores, aliados à menor volatilidade do câmbio e menores custos de produção, lhe permitam manter margem EBITDA acima de 12% em 2023 e 2024. Além disso, esperamos que um gerenciamento mais eficiente de capital de giro beneficie a geração de caixa da empresa, possibilitando redução gradual de dívida. Nesse contexto, projetamos um índice de dívida bruta sobre EBITDA em torno de 2,0x-2,5x em 2023 e 2,5-3,0x em 2024, com geração de fluxo de caixa discricionário positiva já em 2024.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings caso a Positivo enfrente dificuldades para seguir com seu plano de *liability management*. Isso manteria sua liquidez pressionada, com um índice de fontes sobre usos de liquidez consistentemente abaixo de 1x. Também poderíamos realizar uma ação de rating negativa diante de resultados abaixo das nossas expectativas que acarretassem uma pior geração de caixa e maior alavancagem, com índice de dívida bruta sobre EBITDA consistentemente acima de 3,0x.

Cenário de elevação

Poderemos elevar o rating da Positivo nos próximos 12-18 meses se a empresa continuar trabalhando no seu *liability management*, reduzindo os riscos de refinanciamento nos próximos anos e reportando um índice de fontes sobre usos de liquidez em torno de 1,2x. Além disso, esperaríamos resultados em linha com as nossas expectativas de aumento de escala, expansão das linhas de negócios e manutenção da margem EBITDA conforme esperado. Nesse cenário, também esperaríamos dívida bruta sobre EBITDA tendendo a 2,0x e fluxo de caixa discricionário sobre dívida consistentemente acima de 10%.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- Crescimento do PIB brasileiro em torno de 2,9% em 2023, 1,2% em 2024 e 1,8% em 2025.
- Inflação média do Brasil próxima de 4,9% em 2023, 3,9% em 2024 e 3,7% em 2025.
- Taxa básica de juros média de 13,1% em 2023, 10,4% em 2024 e 9,0% em 2025.
- Taxa de câmbio média em relação do dólar de R\$ 5,02 em 2023, R\$ 5,10 em 2024 e R\$ 5,20 em 2025.
- Queda no volume total de PCs (notebooks e desktops) e tablets vendidos em 2023, refletindo a menor demanda das grandes varejistas, em um cenário de menor poder de compra dos consumidores, e do segmento *commercial*, que inclui tanto o setor privado quanto o público, em meio a menores investimentos por parte das empresas e atrasos em novas licitações dos órgãos públicos. Com melhores condições macroeconômicas, esperamos que o volume de PCs vendidos retome seu crescimento a partir de 2024.
- Sólido crescimento no volume de celulares vendidos nos próximos anos, já atingindo cerca de 1 milhão de unidades este ano, refletindo principalmente o bom desempenho da marca Infinix.
- Reajuste de preços em 2023 em linha com o já realizado nos primeiros nove meses do ano. Para os próximos anos, consideramos a variação cambial somada à inflação.
- Para soluções de pagamento, projetamos crescimento impulsionado pelos recentes contratos já firmados e os esforços da empresa em expandir as receitas do segmento nos próximos anos. Para servidores, esperamos queda significativa, dada a forte base de comparação em 2022, impulsionada por projetos pontuais.
- Além disso, para projetos especiais, que atualmente consistem principalmente na fabricação das urnas eletrônicas, consideramos as receitas da licitação mais recente, cujo fluxo de recebimento deve se prolongar até início de 2024.
- Melhora da margem EBITDA em 2023 como resultado da menor volatilidade cambial e melhor mix de receitas. Em 2024, esperamos redução da margem EBITDA, considerando que o fluxo das receitas provenientes do projeto das urnas eletrônicas, cujas margens são mais altas, deve se encerrar no início do ano.
- Necessidades de capital de giro em torno de R\$ 200 milhões, devido a elevados níveis de estoque para fazer frente aos projetos maiores e aumento de dias a receber, após acordo com governo, mas ainda assim bem abaixo do nível reportado nos últimos anos. Esperamos que isso se reverta para geração positiva de cerca de R\$ 50 milhões-R\$ 100 milhões em 2024, à medida que a empresa comece a receber fluxos de caixa mais relevantes desses projetos e o estoque normaliza.
- Investimentos (capex) da ordem de R\$ 100 milhões em 2023 e entre R\$ 30 milhões-R\$ 50 milhões por ano em 2024 e 2025, alocados principalmente para manutenção das operações e melhorias em linhas de produção.

- Manutenção de distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido do ano fiscal anterior.
- Redução gradual de dívida bruta nos próximos anos.

Principais Métricas

Nome da empresa – Resumo das projeções

	--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de--				
(R\$ milhões)	2021R	2022R	2023E	2024P	2025P
Receita	3.365	4.993	4.013	3.634	3.890
EBITDA	343	685	582	454	485
Geração interna de caixa (FFO - Funds from operations)	275	584	336	278	346
Fluxo de caixa discricionário (DCF - Discretionary cash flow)	-256	-463	-1	291	143
Dívida	959	1.569	1.316	1.281	1.105
Caixa e investimentos de curto prazo (reportado)	359	427	156	403	361
Índices ajustados					
Margem EBITDA (%)	10,2	13,7	14,5	12,5	12,5
Dívida/EBITDA (x)	2,8	2,3	2,3	2,8	2,3
FFO/dívida (%)	28,6	37,2	25,5	21,7	31,3
DCF/dívida (%)	(26,8)	(29,5)	(0,1)	22,7	12,9

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

Descrição da Empresa

Fundada em 1989, a Positivo Tecnologia é atualmente a maior fabricante de computadores no Brasil. Além disso, também desenvolve, fabrica e distribui hardwares, softwares e soluções, incluindo periféricos, servidores, tablets, celulares, tecnologias educacionais, máquinas de pagamento, dispositivos para casas inteligentes baseados em Internet das Coisas (IoT). Ademais, a empresa participa de projetos especiais para o desenvolvimento de hardware sob demanda, como urnas eletrônicas, conversores de TV digital, celulares customizados, entre outros.

A Positivo conta com três fábricas nos estados do Amazonas, Bahia e Paraná. A empresa é controlada pela família fundadora, que detém 45% de suas ações, e o restante é livremente negociado na B3 - Brasil, Bolsa, Balcão.

Positivo Tecnologia S.A. – Resumo Financeiro

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

	2022	2021	2020	2019	2018
(R\$ milhões)					
Receita	4.993,2	3.365,5	2.192,2	1.915,3	1.890,7
EBITDA	684,6	342,8	125,3	145,7	111,3
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i>)	584,3	274,5	84,9	78,6	28,5
Despesas com juros	271,3	89,2	58,5	68,4	57,1
Juros-caixa pagos	100,3	68,3	40,4	63,8	82,8
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	(330,0)	(145,7)	(223,7)	(6,1)	(64,6)
Investimentos (capex)	83,0	43,5	31,3	19,4	18,5
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i>)	(413,0)	(189,3)	(255,0)	(25,5)	(83,1)
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	(463,3)	(256,5)	(262,4)	(25,5)	(84,7)
Caixa e investimentos de curto prazo	426,6	359,0	544,2	460,7	393,3
Caixa disponível bruto	426,6	359,0	544,2	460,7	393,3
Dívida	1.569,2	958,6	885,3	865,0	666,5
Patrimônio líquido	1.406,3	1.181,7	1.033,1	534,9	509,9
Índices ajustados					
Margem EBITDA (%)	13,7	10,2	5,7	7,6	5,9
Retorno sobre capital (%)	24,3	14,2	5,7	7,1	6,1
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	2,5	3,8	2,1	2,1	1,9
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	6,8	5,0	3,1	2,2	1,3
Dívida/EBITDA (x)	2,3	2,8	7,1	5,9	6,0
FFO/dívida (%)	37,2	28,6	9,6	9,1	4,3
OCF/dívida (%)	(21,0)	(15,2)	(25,3)	(0,7)	(9,7)
FOCF/dívida (%)	(26,3)	(19,7)	(28,8)	(2,9)	(12,5)
DCF/dívida (%)	(29,5)	(26,8)	(29,6)	(2,9)	(12,7)

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

--Últimos 12 meses findos em 30 de setembro de 2023--

Montantes reportados pela Positivo Tecnologia S.A. (R\$ milhões)

	Dívida	Patrimônio líquido	EBITDA	Lucro operacional	Despesas com juros	EBITDA ajustado pela S&P Global Ratings
	1.264,8	1.447,1	545,4	492,0	258,2	546,2
Ajustes da S&P Global Ratings						
Juros-caixa pagos	--	--	--	--	--	(167,6)
Arrendamentos operacionais reportados	21,1	--	--	--	--	--
Despesas de remuneração baseada em ações	--	--	0,9	--	--	--
Receitas (despesas) não operacionais	--	--	--	14,0	--	--
Participação de não controladores/Participação minoritária	--	8,8	--	--	--	--
Dívida: Derivativos	16,7	--	--	--	--	--
Dívida: Outros (situacional)	21,9	--	--	--	--	--
Ajustes totais	59,7	8,8	0,9	14,0	0,0	(167,6)
Montantes ajustados pela S&P Global Ratings						
	Dívida	Patrimônio líquido	EBITDA	EBIT	Despesas com juros	FFO
	1.324,5	1.455,9	546,2	506,0	258,2	378,6

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Positivo como menos que adequada, refletindo seu índice de fontes sobre usos de liquidez em torno de 1,1x. Nos últimos trimestres, observamos uma maior pressão de liquidez, dados os vencimentos de curto prazo ainda elevados.

Ainda assim, acreditamos que a empresa continuará trabalhando em seu plano de *liability management*, focando em estender o perfil de vencimento de suas obrigações, ao mesmo tempo que reduz o custo médio da dívida. Em 30 de setembro de 2023, cerca de 57% da dívida financeira da empresa era de longo prazo, comparado com 49% no mesmo período do ano passado, com um prazo médio de vencimento em torno de 2,3 anos.

Em nossa visão, a Positivo não conseguiria absorver eventos de baixa probabilidade e alto impacto sem necessidade de refinanciamento, dados os elevados vencimentos de dívida de curto prazo. Em contrapartida, acreditamos que seu bom relacionamento com os principais bancos brasileiros continuará possibilitando o refinanciando seus vencimentos de curto prazo nos próximos trimestres.

Principais fontes de liquidez

- Posição de caixa de R\$ 388,6 milhões em 30 de setembro de 2023
- Geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) projetado em cerca de R\$ 307 milhões nos próximos doze meses
- Recentes novas linhas bilaterais contratadas no valor de R\$ 87 milhões

Principais usos de liquidez

- Dívida de curto prazo de R\$ 541,9 milhões em 30 de setembro de 2023
- Necessidades de capital de giro projetadas em cerca de R\$ 70 milhões, já considerando picos entre trimestres nos próximos doze meses
- Capex em torno de R\$ 53 milhões nos próximos doze meses

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Expectativa de cumprimento

Esperamos que a Positivo mantenha folga significativa em seu *covenant* financeiro, que requer a manutenção de dívida líquida sobre EBITDA abaixo de 3x.

Ratings de Emissão – Análise de Recuperação

Rating de emissão

	Valor da emissão	Vencimento	Rating de emissão	Rating de recuperação
Positivo Tecnologia S.A.				
3ª emissão de debêntures <i>senior unsecured</i>	R\$ 350 milhões	Janeiro de 2026	brA	3(65%)

Principais Fatores Analíticos

Avaliamos as perspectivas de recuperação da Positivo usando um cenário de default simulado, com uma abordagem de avaliação múltiplo de EBITDA. Em nosso cenário simulado, o default ocorreria em 2026, resultado de uma forte desaceleração econômica, mudanças no comportamento do consumidor e queda na renda discricionária, em meio a um acirramento da competição na indústria.

Nesse cenário, os fluxos de caixa da empresa cairiam a um nível insuficiente para cobrir suas despesas com juros e investimentos mínimos destinados à manutenção de suas operações, enquanto seu EBITDA declinaria cerca de 70% ante nossa projeção para 2023.

Analisamos as perspectivas de recuperação da Positivo com base no princípio de continuidade de suas operações (*going concern*), pois acreditamos que a empresa seria reestruturada em vez de liquidada no caso de um default, dada a sua sólida posição em seus segmentos de atuação na indústria brasileira de tecnologia.

Aplicamos um múltiplo de 6,0x ao EBITDA de emergência projetado da empresa, alinhado a outros pares da indústria, resultando em um valor da empresa (EV - *enterprise value*) bruto estimado de aproximadamente R\$ 1 bilhão.

Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado do default: 2026
- EBITDA de emergência: R\$ 173 milhões
- Múltiplo: 6,0x
- EV bruto estimado: R\$ 1 bilhão
- Jurisdição: Brasil

Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- EV líquido após custos administrativos de 5%: R\$ 987 milhões
- Dívida *secured*: R\$ 161 milhões (FINEP e BNDES)
- Dívida *unsecured*: R\$ 1,2 bilhão (debêntures e empréstimos bancários)
- Expectativa de recuperação das debêntures *unsecured*: 65%

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

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil	brA/Estável/--
Risco de negócio	Vulnerável
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Moderadamente alto
Posição competitiva	Vulnerável
Risco financeiro	Agressivo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Agressivo
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Menos que adequada
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Neutra

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

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011
- [Critério Geral: Princípios ambientais, sociais e de governança nos ratings de crédito](#), 10 de outubro de 2021
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [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](#), 1º de julho de 2019
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [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 © 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 COMERCIALIZIDADE, 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.