

Análise Detalhada

Irani Papel e Embalagem S.A.

10 de maio de 2023

Resumo de Classificação de Ratings



Escala Nacional Brasil

brAA/Estável/--

ANALISTA PRINCIPAL

Victor Soriani
São Paulo
55 (11) 3039-9744
victor.soriani
@spglobal.com

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

Luísa Vilhena
São Paulo
55 (11) 3039-9727
luisa.vilhena
@spglobal.com

Destaques da Análise de Crédito

Resumo

Principais pontos fortes	Principais riscos
Vendas principalmente para o setor alimentício, que é resiliente.	Pequena escala de operações e concentração geográfica no Brasil.
Autossuficiência em madeira garante vantagens competitivas na produção de papel.	Margem abaixo das dos <i>players</i> maiores nos mercados doméstico e internacional.
Liquidez adequada, com sólida posição de caixa.	Interferência de seu grupo controlador poderia impactar negativamente a Irani.

Certa redução de margens em 2023 em função do cenário competitivo mais acirrado. A maior competição no setor de embalagens em 2023, com desaquecimento do *e-commerce* e aumentos de capacidade na indústria, combinada à inflação em algumas linhas de custos e despesas, deve resultar em queda da margem EBITDA da empresa para cerca de 30,5%, comparada a 31,6% nos últimos dois anos. Por outro lado, parte dessa pressão de margens deve ser compensada por crescimento nos volumes de venda de papelão ondulado da Irani, decorrente de sua expansão de capacidade e de sua forte exposição ao setor alimentício (cerca de 70% do total das vendas, por volume em metro quadrado, do segmento de embalagem de papelão ondulado). Além disso, a Irani tem se beneficiado de uma queda relevante do preço de aparas – parte importante da estrutura de custos da empresa – nos últimos meses, atualmente em cerca de R\$ 600-R\$ 650 por tonelada. Com isso, a empresa deve manter sólida geração de EBITDA em 2023, que projetamos em cerca de R\$ 560 milhões, versus R\$ 533,8 milhões em 2022.

Esperamos redução da alavancagem bruta. Desde sua 5ª emissão de debêntures no valor de R\$ 720 milhões no quarto trimestre de 2022, a Irani vem mantendo uma forte posição de caixa de cerca R\$ 1 bilhão. Em nosso cenário-base, presumimos que a empresa utilizará sua posição de caixa para pré-pagar este ano sua 3ª emissão de debêntures (cerca de R\$ 520 milhões), que venceria em 2025. Com isso, a empresa reduzirá seu custo financeiro, pois a 3ª emissão tem um custo alto de CDI+4,5%, comparado a CDI+1,51% da 5ª emissão. Com o pré-pagamento da dívida, esperamos redução na métrica de dívida bruta sobre EBITDA para cerca de 2,5x ao final de 2023, versus 3,4x em 2022.

A maturação dos investimentos deve permitir melhores margens nos próximos anos. As operações da Irani estão se beneficiando do *ramp-up* dos projetos Gaia II e Gaia III desde o terceiro trimestre de 2022, que resultaram em aumento de capacidade de cerca de 23% na produção de papel flexível e de embalagens. A partir de 2023, outras importantes etapas da plataforma Gaia devem ser concluídas, resultando principalmente em melhorias operacionais, aumento de cerca de 100% na geração média de energia e melhora de mix para produtos de maior valor agregado. Como resultado, esperamos aumento de margens para cerca de 31% em 2024 e acima de 32% em 2025. Além disso, acreditamos que a tendência de médio e longo prazo de substituição de embalagens plásticas por embalagens sustentáveis de papel, bem como de crescimento do *e-commerce* (que utiliza maior quantidade de embalagens de papel que o varejo convencional), devem suportar o crescimento de volume da Irani nos próximos anos.

Consideramos que o Grupo Habitasul, controlador da Irani, será capaz de rolar suas dívidas bancárias nos próximos meses. O grupo possui cerca de R\$ 300 milhões em dívidas bancárias vencendo em outubro de 2023, comparadas a uma posição de caixa de R\$ 45 milhões em dezembro de 2022. Apesar de o grupo contar com um fluxo importante de dividendos da Irani, os recursos não são suficientes para amortizar as dívidas, que possuem um custo elevado. Nosso cenário-base pressupõe que o grupo será capaz de rolar esses vencimentos, como tem feito nos últimos anos, uma vez que as dívidas são com um único banco com o qual possui um histórico longo de relacionamento. Avaliamos a Irani como uma entidade isolada do grupo, mas um estresse financeiro ou uma crise de liquidez no nível da sua holding poderia levar a uma intervenção negativa na Irani, apesar de vermos esse cenário como de baixa probabilidade.

Perspectiva

A perspectiva estável do rating de emissor indica nossa expectativa de que a Irani manterá uma performance resiliente, com crescimento gradual de receita e EBITDA, beneficiando-se das melhorias operacionais da plataforma Gaia. Esperamos que a empresa apresente índice de dívida bruta sobre EBITDA entre 2,0x–2,5x nos próximos dois anos.

Cenário de rebaixamento

Uma ação de rating negativa nos próximos 12 a 18 meses poderá resultar de um enfraquecimento das condições de mercado ou elevadas pressões de custos, reduzindo a geração de caixa da empresa em meio a seu plano de investimentos. Nesse cenário, veríamos métricas de crédito mais fracas, com o índice de dívida bruta sobre EBITDA acima de 3,0x e geração interna de caixa (FFO – *fun*ds from operations) sobre dívida abaixo de 25%, além de certa pressão em sua liquidez. Além disso, um rebaixamento seria possível diante de maiores riscos de uma intervenção negativa do grupo controlador, prejudicando a qualidade de crédito da Irani.

Cenário de elevação

Uma ação de rating positiva é improvável no médio prazo, pela escala pequena da empresa e consequente potencial volatilidade de geração de caixa. No longo prazo, uma elevação do rating dependeria de uma maior escala e performance resiliente, com métricas de crédito de dívida bruta sobre EBITDA abaixo de 1,5x e FFO sobre dívida acima de 45% de forma consistente. Uma ação de rating positiva também estaria atrelada a uma melhora na qualidade de crédito do grupo, com redução no seu nível de endividamento.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- PIB brasileiro crescendo 0,8% em 2023 e 1,7% em 2024;
- Inflação média de cerca de 4,8% em 2023 e 4,5% em 2024;
- Taxa básica de juros média de 12,5% em 2023 e 9% em 2024
- Volumes vendidos de embalagens e de papel crescendo principalmente em função do aumento de capacidade. Projetamos crescimento de cerca de 11,5% em 2023 e de 2,0% em 2024 no segmento de embalagens e próximo a 3,0% em 2023 e 1,0% em 2024 no segmento de papéis;
- Preço médio de embalagens de papel crescendo de acordo com a inflação nos próximos anos;
- Preço médio de papel crescendo 1,7% em 2023, refletindo o aumento de acordo com a inflação para papéis para embalagens flexíveis e a queda de 10,5% no preço de papéis para embalagens rígidas (mais expostos à variação nos preços das aparas). A partir de 2024, esperamos aumento de preços em linha com a inflação;
- Esperamos queda moderada na margem EBITDA em 2023, em razão de pressões inflacionárias sobre salários e custos logísticos. A partir de 2024, o crescimento na margem deve refletir ganhos de eficiência, redução de custos e melhora de mix à medida que os investimentos são concluídos;
- Investimentos (capex) de R\$ 345 milhões em 2023 e R\$ 172 milhões em 2024 ;
- Distribuição de dividendos de cerca de R\$ 190 milhões em 2023 e R\$ 90 milhões em 2024;
- Pré-pagamento da 3ª emissão de debêntures em 2023, de cerca de R\$ 520 milhões.

Principais Métricas

Irani Papel e Embalagem S.A. – Principais indicadores

R\$ milhões	2021R	2022R	2023E	2024P	2025P
Receita	1.605,8	1.686,7	~1.850	1.900-1.950	2.000-2.050
EBITDA	507,1	533,8	~560	600-650	650-700
Margem EBITDA (%)	31,6	31,6	~30,5	31-34	32-35
Geração interna de caixa (FFO)	378,6	348,7	~250	330-380	400-450
Investimentos (capex)	395,6	544,7	~345	170	150
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(11,9)	(169)	~(75)	150-200	250-300
Dividendos	89,9	158,8	~190	90	110
Dívida	932,1	1.821,3	~1.350	1.310	1.310
Dívida/EBITDA (x)	1,8	3,4	~2,5	~2,0	~2,0
FFO/dívida (%)	31,6	19,1	~18,5	25-30	30-35
FOCF/dívida (%)	(1,3)	(9,3)	~(3,5)	~10-15	~20-25

*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings. R: Real. E: Estimado. P: Projetado

Capex e dívida bruta ainda elevados em 2023, porém contrabalançados por maior geração de EBITDA. O projeto Gaia é o principal investimento da empresa desde 2020 e consiste em melhorias operacionais, expansão de capacidade, melhora de mix e reforma de algumas máquinas de papel na fábrica de Santa Catarina. Por isso, a empresa manterá um capex elevado pelo terceiro ano consecutivo, de cerca de R\$ 345 milhões em 2023. No entanto, também esperamos que as melhorias de rentabilidade e de expansão de volumes decorrente dos investimentos impliquem em redução da alavancagem, com dívida bruta sobre EBITDA ao redor de 2,5x em 2023 e de 2,0x em 2024, versus 3,4x em 2022.

Descrição da Empresa

A Irani Papel e Embalagens S.A. é uma empresa brasileira de embalagens que atua nos segmentos de papel para embalagens e embalagens de papelão ondulado. A empresa também atua na produção de resinas extraídas de sua base florestal no Rio Grande do Sul, destinadas à exportação, bem como na comercialização, no mercado regional, de madeira proveniente dessa mesma floresta.

A empresa conta com cinco unidades de produção localizadas nos estados de Minas Gerais, Santa Catarina, São Paulo e Rio Grande do Sul, além de 27,9 mil hectares de floresta em Santa Catarina, onde a madeira é usada como matéria-prima para a fabricação de papel, e cerca de 5,9 mil hectares de floresta no Rio Grande do sul, onde a madeira é utilizada para extrair resina.

A Irani é controlada pelo grupo Habitasul, pertencente à família Druck, que detém 58% de participação na empresa. Além da Irani, o grupo também atua no segmento de desenvolvimento imobiliário e hotelaria.

Vencimentos de Dívida

A Irani tem mantido uma estrutura de capital confortável nos últimos anos, com cerca de 90% de seus vencimentos de dívida no longo prazo. Em 31 de março de 2023, sua estrutura de pagamento de dívida consistia em:

- Posição de caixa: R\$ 1,03 bilhão
- Dívida de curto prazo: R\$ 242,7 milhões
- 2024: R\$ 164,6 milhões
- 2025: R\$ 182,0 milhões
- 2026: R\$ 47,5 milhões
- 2027: R\$ 537,5 milhões
- A partir de 2028: R\$ 661,1 milhões

Irani Papel e Embalagem S.A. – Resumo Financeiro

	- Ano fiscal findo em 31 de dezembro de -				
(R\$ milhões)	2022	2021	2020	2019	2018
Receitas	1.686,7	1.605,8	1.029,6	898,8	799,2
EBITDA	533,8	507,1	234,5	228,8	255,0
Geração interna de caixa (FFO)	348,7	378,6	144,8	205,2	181,5
Despesas com juros	129,4	63,5	66,6	132,9	95,6
Juros-caixa pagos	82,7	42,8	68,6	23,7	73,5
Fluxo de caixa operacional (OCF)	375,7	383,7	196,3	91,2	128,2
Investimentos (capex)	544,7	395,6	72,7	48,7	66,3
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(169,0)	(11,9)	123,6	42,6	62,0
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	(374,3)	(120,3)	107,0	38,9	61,9
Caixa e investimentos de curto prazo	1.049,2	506,3	346,2	110,0	132,2
Caixa bruto disponível	1.049,2	506,3	346,2	110,0	132,2
Dívida	1.821,3	932,1	634,2	884,7	895,4
Patrimônio líquido	1.125,1	957,4	786,2	336,5	307,4
Índices ajustados					
Margem EBITDA (%)	31,6	31,6	22,8	25,5	31,9
Retorno sobre capital (%)	20,1	24,9	11,5	9,4	11,9
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	4,1	8,0	3,5	1,7	2,7
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	5,2	9,8	3,1	9,7	3,5
Dívida/EBITDA (x)	3,4	1,8	2,7	3,9	3,5
FFO/dívida (%)	19,1	40,6	22,8	23,2	20,3
OCF/dívida (%)	20,6	41,2	31,0	10,3	14,3
FOCF/dívida (%)	(9,3)	(1,3)	19,5	4,8	6,9
DCF/dívida (%)	(20,5)	(12,9)	16,9	4,4	6,9

Reconciliação dos valores reportados pela Irani Papel e Embalagem S.A. com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ milhões)

	Dívida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	Lucro operacional	Despesas de juros	EBITDA ajustado pela S&PGR	Fluxo de caixa operacional	Dividendos	Capex
Montantes reportados pela empresa	1.835,4	1.184,2	1.685,6	680,6	575,9	160,7	531,5	334,4	164,1	502,9
Ajustes da S&P Global Ratings										
Impostos-caixa pagos	--	--	--	--	--	--	(86,6)	--	--	--
Juros-caixa pagos	--	--	--	--	--	--	(135,7)	--	--	--
Passivos de arrendamentos reportados	25,7	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Dividendos de investimentos em ações	--	--	--	10,5	--	--	--	--	--	--
Receitas (despesas) não operacionais	--	--	--	--	88,3	--	--	--	--	--
Dívida: Passivos tributários	8,6	--	--	--	--	--	--	--	--	--
COGS* - Itens não operacionais não recorrentes	--	--	--	(146,8)	(146,8)	--	--	--	--	--
EBITDA: Ganhos/(Perdas) com venda de imobilizado (PP&E)	--	--	--	(9,6)	(9,6)	--	--	--	--	--
EBITDA: Outros	--	--	--	(3,2)	(3,2)	--	--	--	--	--
Ajustes totais	34,3	0,0	0,0	(149,2)	(71,4)	0,0	(222,3)	0,0	0,0	0,0
Ajustes da S&P Global Ratings										
	Dívida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	EBIT	Despesas de juros	FFO	OCF	Dividendos	Capex
	1.869,7	1.184,2	1.685,6	531,5	504,5	160,7	309,2	334,4	164,1	502,9

*COGS (Cost of Goods Sold): Custo dos produtos vendidos.

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Irani como adequada. Projetamos um índice de fontes sobre usos de caixa acima de 1,2x nos 12 meses a partir de março de 2023, resultado de sua posição de caixa robusta, suficiente para pré-pagar a 3ª emissão de debêntures e cobrir os investimentos este ano, e da baixa concentração de dívida no curto prazo.

Acreditamos que a empresa continuará refinanciando suas dívidas com antecedência, dado seu relacionamento adequado com os bancos e acesso ao mercado de capitais local.

Principais fontes de liquidez	Principais usos de liquidez
- Caixa e equivalentes de caixa de R\$ 1 bilhão em 31 de março de 2023	- Dívida de curto prazo de R\$ 242,7 milhões em 31 de março de 2023, incluindo a parcela de curto prazo da 3ª emissão de debêntures
- FFO de cerca de R\$ 315 milhões nos próximos 12 meses a partir de março de 2023	- Desembolso de capex de cerca de R\$ 302 milhões nos próximos 12 meses a partir de março de 2023
	- Distribuição de dividendos de cerca de R\$ 145 milhões nos próximos 12 meses a partir de março 2023
	- Pré-pagamento de cerca de R\$ 335 milhões referente à parcela de longo prazo da 3ª emissão de debêntures

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Exigências

A empresa está sujeita a *covenants* financeiros de aceleração da dívida em seus empréstimos e em suas debêntures. Os *covenants* mais restritivos e com verificação anual são os seguintes:

- Dívida líquida sobre EBITDA menor que 3,5x;
- EBITDA sobre despesa financeira líquida maior que 2,0x.

Expectativa de cumprimento

Esperamos que a Irani cumpra com os *covenants* acima com uma folga superior a 20% em 2023 e superior a 50% em 2024. Acreditamos que a administração da Irani tem flexibilidade para ajustar os níveis de endividamento e de capex para cumprir com os *covenants*, se necessário.

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

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
– Não aplicável					– Não aplicável					– Estrutura de governança				

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 de governança são uma consideração moderadamente negativa em nossa análise de rating de crédito da Irani. Seu controlador, o Grupo Habitasul, compartilha membros do conselho de administração e da diretoria executiva com a empresa e já enfrentou problemas de liquidez no passado. Tais fatores, em nossa opinião, poderiam enfraquecer a qualidade de crédito da Irani em um cenário de estresse.

Influência do Grupo

Continuamos a ver a Irani como uma entidade isolada com relação ao Grupo Habitasul no que diz respeito às suas operações, desempenho financeiro e capacidade de financiamento. Além disso, possui *covenants* em suas dívidas e uma política financeira em vigor que restringem a distribuição de dividendos. Considerando o histórico dos últimos anos, vemos baixos riscos de intervenção negativa do grupo na Irani, motivo pelo qual avaliamos a qualidade de crédito da empresa como mais forte que a de seu controlador.

Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

Ratings de Crédito de Emissão

	Valor	Vencimento	Rating de emissão	Rating de recuperação
Irani Papel e Embalagem S.A.				
3ª emissão de debêntures <i>senior secured</i>	R\$ 517 milhões	Julho de 2025	'brAA+'	'2'
4ª emissão de debêntures <i>senior secured</i>	R\$ 70 milhões	Dezembro de 2029	'brAA+'	'2'

Principais Fatores Analíticos

- Os ratings 'brAA+' das 3ª e 4ª emissões de debêntures da Irani estão um nível acima do rating de crédito corporativo 'brAA' da empresa, refletindo o rating de recuperação '2' e nossa expectativa de uma recuperação substancial de 85% para os credores em um cenário hipotético de default. Ambas as emissões contam com garantia de alienação fiduciária de ativos da empresa.
- Em nosso cenário simulado, o default ocorreria em 2027, resultado da combinação de um menor volume de vendas em meio a um aumento substancial no preço dos insumos e impossibilidade de repasse de custos, além de aumento da inadimplência dos clientes da Irani.
- Avaliamos a Irani com base no princípio de continuidade de suas operações, pois consideramos que a empresa seria reestruturada em um cenário de default, gerando maior valor para os credores.
- Aplicamos um múltiplo de 5,0x ao seu EBITDA de emergência projetado, de R\$ 267 milhões, resultando em um valor da empresa (EV – *enterprise value*) de R\$ 1,3 bilhão.

Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado de default: 2027
- Múltiplo de EBITDA: 5,0x
- EBITDA de emergência: R\$ 267 milhões
- Jurisdição: Brasil

Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- EV líquido, após despesas administrativas: R\$ 1,27 bilhão
- Dívida prioritária: R\$ 35 milhões (ACC - Adiantamento de Contrato de Câmbio)
- Dívida *senior secured*: R\$ 598 milhões
- Dívida *senior unsecured*: R\$ 750 milhões
- Expectativa de recuperação da dívida *secured* da Irani: 85% (incluindo as 3^a e 4^a emissões de debêntures).

*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	brAA/Estável/--
Risco de negócio	Fraco
Risco-país	Moderadamente Alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Fraca
Risco financeiro	Agressivo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Agressivo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	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.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: Avaliações de classificação de jurisdições](#), 20 de janeiro de 2016
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Critério Geral: Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- ARQUIVADO - [Critério Geral: Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009
- [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
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Princípios ambientais, sociais e de governança nos ratings de crédito](#), 10 de outubro de 2021

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, completude, 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/ (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.