

Análise Detalhada

Natura & Co Holding S.A.

25 de junho de 2021

Rating de Crédito de Emissor	
Natura & Co Holding S.A.	
Escala Global	BB/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--

ANALISTA PRINCIPAL

Victor Nomiyama
São Paulo
55 (11) 3039-9764
victor.nomiyama
@spglobal.com

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

Flávia Bedran
São Paulo
55 (11) 3039-9758
flavia.bedran
@spglobal.com

Destques da Análise de Crédito

Principais pontos fortes	Principais riscos
Diversidade de produtos e canais, permitindo o crescimento da receita e margens estáveis em 2020, apesar da pandemia.	Riscos de execução associados à reestruturação operacional da Avon Products Inc.
Diversificação geográfica, com liderança na participação de mercado na América Latina e um sólido portfólio de marcas.	Forte impacto da pandemia no mix de produtos e nas operações de varejo.
Balanço robusto e sólida posição de liquidez, impulsionada por injeções de capital em 2020.	Condições econômicas voláteis no Brasil, onde a empresa gera de 35% a 40% de sua receita. Perspectivas de crescimento incertas do modelo de vendas diretas, que representam 77% do faturamento do grupo.

O modelo de negócios resiliente e a rápida expansão digital têm sustentado o crescimento e margens. A Natura & Co Holding S.A. (Natura & Co) dispõe de ampla diversificação geográfica, com distribuição de receita de 30%-35% no Brasil, 35%-40% na Ásia-Pacífico (APAC) e Europa e Oriente Médio (EMEA), 25% na América Latina excluindo o Brasil e 0%-5% nas outras regiões. A empresa também possui um canal de vendas diversificado, com atuação em vendas diretas, principalmente na América Latina, e-commerce e varejo. Essa diversificação manteve as vendas do grupo resilientes durante a pandemia, junto com a execução ágil para impulsionar o uso de ferramentas digitais por seus representantes, expandir o canal At-Home na The Body Shop (TBS) e promover o e-commerce em todas as divisões. As vendas digitais (incluindo e-commerce e venda direta por meio de aplicativos digitais) subiram para 48% da receita do grupo no primeiro trimestre de 2021, ante 33% no mesmo período de 2020. Esses fatores compensaram a maior parte da contração do volume de vendas nas lojas de varejo da Natura & Co durante as medidas restritivas, enquanto a desvalorização do real impulsionou a receita geral.

A reestruturação operacional da Avon ainda é um risco significativo, mas já mostra sinais de recuperação. As margens EBITDA ajustadas da Avon caíram de 6,0% em 2019 para 2,5% em 2020, devido às significativas despesas de reestruturação e despesas não recorrentes relacionadas à integração com a Natura & Co e o impacto da pandemia em suas vendas diretas. Este ano ainda deve ser desafiador para as operações internacionais da Avon, principalmente na Europa, por causa das restrições relacionadas à pandemia. Suas margens no primeiro trimestre de 2021 foram de apenas 0,9%. No entanto, as restrições estão diminuindo, e projetamos que as margens consolidadas da Avon voltem a 5%-7% no final de 2021 e alcancem 10%-12% em 2022, conforme o plano de reformulação das operações evolui, os encargos de reestruturação diminuem e as sinergias ganham força. As melhores margens da Avon impulsionarão as margens EBITDA consolidadas do grupo para mais de 13% em 2022, versus o intervalo estimado de 10%-11% para 2021. As operações da Avon no Brasil e na América Latina se fortaleceram, com crescimento de receita de cerca de 20% no primeiro trimestre de 2021. Esse crescimento veio principalmente do alinhamento de práticas comerciais, estratégias de comunicação e expansão das ferramentas digitais para clientes e representantes.

Balanço e liquidez robustos, juntamente com o compromisso de manter a alavancagem baixa, sustentam os ratings. A Natura & Co possui um balanço sólido para suportar as atuais condições voláteis e financiar sua estratégia de crescimento. A empresa encerrou março de 2021 com caixa de R\$ 6,6 bilhões e índice de dívida líquida ajustada sobre EBITDA de 2,0x. Além disso, o grupo demonstrou seu compromisso com uma estrutura de capital conservadora por meio da capitalização de R\$ 2 bilhões dos acionistas controladores no segundo trimestre de 2020 e da oferta de follow-on de R\$ 5,6 bilhões no quarto trimestre de 2020, juntamente com o pré-pagamento de US\$ 900 milhões (cerca de R\$ 5,0 bilhões) da dívida secured da Avon. A recente emissão de notas vinculadas à sustentabilidade de US\$ 1 bilhão (cerca de R\$ 5,4 bilhões)

fortaleceu ainda mais sua estrutura de capital, sendo parte dos recursos usada pelo grupo para pagar antecipadamente as notas 2023 em circulação da Natura Cosméticos S.A.

A decisão da Natura Cosméticos de vincular o custo da dívida a uma meta ambiental demonstra o compromisso da empresa com a agenda de fatores sociais, ambientais e de governança (ESG). De acordo com os termos das notas 2028, se a Natura Cosméticos não cumprir sua Meta de Desempenho de Sustentabilidade de 2026, reduzindo sua intensidade de emissões de gases de efeito estufa em mais 13% e atingindo 25% de plástico reciclado pós-consumo de suas embalagens plásticas, a taxa de juros sobre as notas aumentará 65 pontos base de novembro de 2027 até o vencimento das notas. Metas estão alinhadas às metas de sustentabilidade da Natura & Co definidas em sua “Visão de Sustentabilidade 2030”. Em nossa visão, a Natura & Co tem um compromisso histórico com um negócio mais limpo, um portfólio de produtos ecoeficientes e com o trabalho com as comunidades locais para promover o desenvolvimento social.

Natura & Co é o principal direcionador da qualidade de crédito da Natura Cosméticos e da Avon. A Natura Cosméticos e a Avon são entidades legalmente independentes, sem dívidas com garantidas cruzadas entre elas, mas a Natura & Co detém integralmente ambas as empresas. Vemos a Natura Cosméticos como uma subsidiária core do grupo, gerando de 80% a 90% do EBITDA e fluxos de caixa totais, o que reforça seu papel fundamental na estratégia de negócios e o vínculo de reputação. Além disso, a Natura & Co garante as notas 2028 da Natura Cosméticos, o que destaca o compromisso do grupo em fornecer suporte à Natura Cosméticos. Portanto, o perfil de crédito do grupo direciona o rating da Natura Cosméticos.

Vemos a Avon como uma subsidiária estrategicamente importante da Natura & Co. Acreditamos que a Avon é importante para as estratégias de longo prazo do grupo, improvável de ser vendida e que receberia suporte extraordinário do grupo nas circunstâncias mais previsíveis. No entanto, a extensão do suporte do grupo não está totalmente clara, impedindo uma categoria de suporte superior e de ser avaliada no mesmo nível de rating que ao grupo.

Perspectiva

A perspectiva estável dos ratings da Natura & Co reflete nossa expectativa de que a empresa manterá suas atuais métricas de crédito e de liquidez robustas, que fornecem proteção contra a volatilidade relacionada à pandemia, enquanto melhora as margens da Avon. O capex ainda alto em 2021 evitará uma desalavancagem mais acentuada neste ano, mas esperamos dívida sobre EBITDA perto de 1,5x e geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida consistentemente acima de 35% em 2022. Além disso, a perspectiva estável dos ratings de ambas as subsidiárias, Natura Cosméticos e Avon, reflete a da controladora.

Cenário de rebaixamento

Poderíamos realizar uma ação de rating negativa para a Natura & Co nos próximos 12-24 meses se um aumento nos casos de COVID-19 em todo o mundo levasse a interrupções operacionais para o grupo, demanda mais fraca do que o esperado e/ou necessidades de capital de giro maiores, que poderiam pressionar suas métricas de crédito. Além disso, um rebaixamento seria possível se a Natura & Co mantivesse uma abordagem mais agressiva em relação às aquisições ou remuneração dos acionistas, ou se a qualidade de crédito do grupo piorasse diante de um consumo de caixa contínuo da Avon. Nesses cenários, provavelmente veríamos:

- Dívida consolidada sobre EBITDA perto de 4,0x e FFO sobre dívida abaixo de 20% de forma consistente.

- Posição de liquidez mais fraca e, conseqüentemente, folga de covenant mais apertada na Natura Cosméticos, o que também limitaria a capacidade do grupo de ser avaliado acima do rating soberano.

Um rebaixamento dos ratings da Natura & Co levaria à mesma ação de rating para suas subsidiárias. Também poderíamos revisar para baixo os perfis de crédito individuais (SACPs - *stand-alone credit profiles*) das subsidiárias:

- Se o índice da Natura Cosméticos de dívida sobre EBITDA ficar próximo a 4,0x e o FFO sobre dívida ficar abaixo de 20% de forma consistente.

- Se o índice da Avon de dívida sobre EBITDA permanecer acima de 5,0x em 2022 e o FFO sobre dívida, abaixo de 12%.

Cenário de elevação

Uma ação de rating positiva para a Natura & Co poderia resultar de uma melhora mais forte do que o esperado das operações da Avon, aumentando as margens consolidadas e o EBITDA, apesar da concorrência e oscilações cambiais. Nesse cenário, esperaríamos que a Natura & Co mantivesse sua dívida sobre EBITDA abaixo de 2,0x, FFO sobre dívida acima de 45% e fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) sobre dívida consistentemente acima de 15%. Além disso, esperamos que o grupo mantenha seu colchão de liquidez saudável e baixa volatilidade de margem, e sua capacidade de suportar um cenário hipotético de default no Brasil. Uma elevação do rating da Natura & Co levaria à mesma ação de rating para suas subsidiárias. Também poderíamos revisar para cima os SACP das subsidiárias:

- Se a Natura Cosméticos mantiver um histórico mais longo de dívida sobre EBITDA abaixo de 2,0x, FFO sobre dívida acima de 45% e FOCF sobre dívida acima de 15% em meio a uma rentabilidade estável, mesmo enquanto continua buscando crescimento.

- Se o índice da Avon de dívida sobre EBITDA estiver mais perto de 4,0x, o FFO sobre juros-caixa consistentemente acima de 2,0x, a volatilidade da margem cair, enquanto a empresa mantém o perfil de amortização da dívida gerenciável.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- Crescimento da receita consolidada em reais da ordem de 10% em 2021 e 6% em 2022, principalmente graças à TBS e Aesop, que devem apresentar crescimentos superiores a 20% em 2021 e 10% em 2022, mas também refletindo a flutuação cambial;
- Crescimento da receita das operações da Natura & Co na América Latina (incluindo Brasil) de mais de 5% em 2021 e 2022;
- A receita internacional da Avon deve crescer cerca de 6% em 2021 e 4% em 2022;
- Margem EBITDA consolidada da Natura & Co deve aumentar ligeiramente em 2021, mas acima de 13% em 2022 e 2023, à medida que o grupo captura sinergias e reduz despesas de reestruturação;
- Margens EBITDA da Avon de 5%-7% em 2021, afetadas por despesas em seu processo de reestruturação e integração com a Natura, e gradualmente recuperando para dois dígitos em 2022;
- Investimentos consolidados de R\$ 1,4 bilhão em 2021 e R\$ 1,2 bilhão-R\$ 1,4 bilhão nos anos seguintes. O capex mais alto em 2021 será alocado principalmente para expandir a plataforma digital, crescimento na Ásia e nos EUA, integração da Avon, execução do capex de 2020 adiado devido à pandemia e adesão ao plano de ação de sustentabilidade para 2030;
- Pagamento de dividendos de 30% do lucro líquido da empresa.

Nossas premissas macroeconômicas são:

Tabela1

Projeções Macroeconômicas				
(%)	2020r	2021e	2022e	2023e
Crescimento do PIB brasileiro	(4,4)	3,5-4,0	2,0-2,5	2,0-2,5
Taxa de juros do Brasil	2,0	4,5	5,0	5,5
Taxa de câmbio (média R\$/US\$)	5,2	5,5	5,5	5,5
Inflação do Brasil	4,3	4,3	4,1	3,2
Crescimento do PIB da Argentina	(9,9)	6,1	2,5	2,0
Taxa de câmbio (média ARS/US\$)	70,6	105,0	147,5	185,0
Crescimento do PIB do México	(8,5)	4,9	2,7	2,2
Taxa de câmbio (média MXN/US\$)	21,5	20,8	21,0	21,3
Crescimento do PIB da zona do euro	(6,8)	4,2	4,4	2,1
Taxa de câmbio (média EUR/US\$)	0,9	0,8	0,8	0,8
Crescimento do PIB da APAC	(1,4)	6,7	4,7	4,9
Crescimento do PIB da América Latina	(6,7)	4,7	2,9	2,7

r-realizado. e-estimativa. MXN - Peso mexicano.

Projeções de caso-base

Natura & Co Holding S.A. - Principais Métricas

Natura & Co					
(R\$ bi)	2019r	2020r	2021p	2022p	2023p
Receitas	33,0	37,0	40-43	42-45	44-47
EBITDA	3,6	4,0	4,3-4,8	5,5-6,0	5,7-6,2
Margem EBITDA (%)	11,0	10,8	10-12	12-14	12-14
FFO	1,8	2,4	2,7-3,2	3,8-4,2	4,0-4,5
Capex	0,8	0,7	1,4	1,2-1,4	1,2-1,4
Fluxo de caixa operacional livre	1,0	0,6	0,6-0,8	1,5-2,0	2,5-3,0
Dívida/EBITDA (x)	3,2	1,9	1,5-2,0	1,5	1,0-1,5
FFO/dívida (%)	15,5	32,2	30-35	40-45	45-50
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	2,4	2,9	3,2-3,7	3,5-4,5	3,5-4,5
Fluxo de caixa operacional livre/Dívida (%)	8,3	8,2	5,0-10,0	15-20	30-35
Natura Cosméticos					
(R\$ bi)	2019r	2020r	2021p	2022p	2023p
Receitas	14,0	18,0	19-21	21-23	21-23
EBITDA	2,5	3,5	3,5-4,0	4,0-4,5	4,0-4,5
Margem EBITDA (%)	17,4	19,4	18-20	18-20	18-20
FFO	1,5	2,8	2,7-3,0	3,0-3,5	3,2-3,7
Capex	0,58	0,49	0,7-1,0	0,7-1,0	0,7-1,0
Fluxo de caixa operacional livre	0,7	2,5	1,7-2,2	1,7-2,2	2,0-2,5
Dívida/EBITDA (x)	2,9	1,5	1,5	1,0-1,5	1,0-1,5
FFO/dívida (%)	21,4	52,5	50-55	55-60	57-62
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	3,4	6,0	6-10	6-10	6-10
Fluxo de caixa operacional livre/Dívida (%)	10,3	47,3	30-40	30-40	30-40
Avon Products					
(US\$ Milhões)	2019r	2020r	2021p	2022p	2023p
Receitas	4,763	3625,0	3.600-3.800	3.800-4.100	4.000-4.200
EBITDA	288,0	91,0	200-250	350-400	400-450
Margem EBITDA (%)	6,0	2,5	5-7	9-11	10-12
FFO	67,0	(101,0)	120-160	250-300	300-350
Capex	59,0	45,0	110-125	100-110	100-110
Fluxo de caixa operacional livre	60,0	(288,0)	(80-100)	60-80	125-175
Dívida/EBITDA (x)	6,3	9,8	4,0-5,0	2,5-3,5	2,0-3,0
FFO/dívida (%)	3,7	(11,4)	12-15	23-27	30-35
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	1,4	0,4	2,0-3,0	3,0-4,0	4,0-5,0

Fluxo de caixa operacional livre/Dívida (%)	3,3	-32,4	(5,0-10,0)	10-15	12-17
---	-----	-------	------------	-------	-------

r-realizado. p-projeção. A dívida ajustada da Natura & Co em 2020 totaliza R\$ 7,5 bilhões e inclui dívida bruta reportada de R\$ 13,8 bilhões mais obrigações de arrendamento reportadas de R\$ 3,85 bilhões, menos R\$ 8,3 bilhões de caixa acessível e R\$ 1,85 bilhão de hedge de moeda estrangeira.

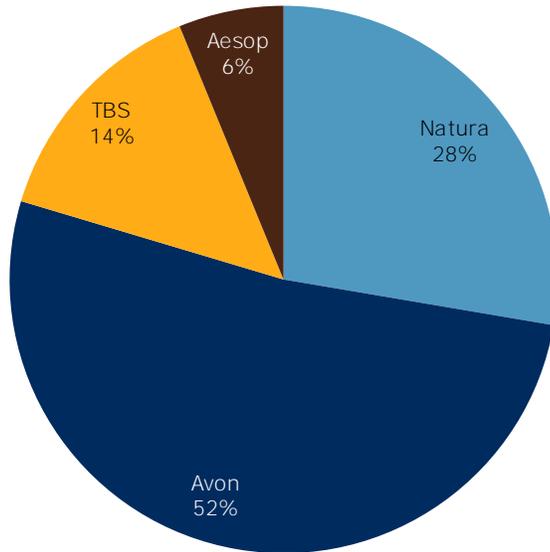
O *guidance* de sinergias não está totalmente incorporado em nosso caso-base e pode impulsionar as métricas de crédito. O grupo alcançou US\$73 milhões em sinergias em 2020 com a fusão da Avon com a Natura, principalmente na forma de ganhos administrativos e de compras. De acordo com a administração, as sinergias totais podem chegar a US\$350 milhões-US\$450 milhões por ano. Além das sinergias administrativas e de compras, as sinergias recorrentes também devem resultar de ganhos de receita, integração de logística e fabricação de produtos. Por exemplo, a fábrica da Avon sediada na Polônia produzirá alguns produtos TBS, substituindo fornecedores terceirizados. A obtenção total das sinergias provavelmente aumentará as margens EBITDA consolidadas em 150-250 pontos-base (bps) acima do nosso caso-base, e levará a um fluxo de caixa operacional livre adicional de R\$ 500 milhões-R\$ 1 bilhão por ano.

A expansão geográfica e o aumento da digitalização impulsionarão o crescimento futuro das receitas. Apesar das condições incertas das restrições causadas pela COVID-19 globalmente, acreditamos que as estratégias da Natura & Co sustentarão a expansão da receita nos próximos anos. O grupo está trabalhando em sua entrada no mercado chinês por meio de lojas locais Aesop e TBS, e está expandindo os canais At-Home e digitais da TBS, bem como suas operações nos mercados americano e japonês. Esperamos que o ímpeto de crescimento da Aesop continue nos próximos dois anos com base na expansão geográfica, vendas digitais mais altas e ampliação do portfólio de produtos de fragrâncias. O grupo também explorará oportunidades de sinergia para aumentar as receitas de vendas cruzadas entre a Natura Cosméticos e a Avon, que podem adicionar US\$90 milhões-US\$120 milhões de receita por ano.

Descrição da Empresa

A Natura & Co é o quarto maior grupo global de cosméticos, com receita anual de R\$ 39 bilhões e EBITDA de R\$ 4,5 bilhões nos últimos 12 meses encerrados em março de 2021. O grupo controla a Natura Cosméticos S.A. (BB/Estável/-) e a Avon Products Inc. (BB-/Estável/-), e é dono das marcas Natura, Avon, Aesop e TBS. O grupo atua em mais de 100 países em todos os continentes, com posição de liderança no Brasil, e possui uma ampla diversificação de portfólio, com ofertas para diversos níveis de clientes e canais. O grupo possui marcas fortes com propostas de valor claras e uma posição de liderança no modelo de venda direta de cosméticos, com mais de 6 milhões de representantes e mais de 3.000 lojas globalmente.

Gráfico 1
Composição da receita líquida
Primeiro trimestre de 2021



Fonte: Informações divulgadas pela Natura & Co.
Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Perfil de Risco de Negócios

O perfil de risco de negócios da Natura & Co reflete sua escala significativa como o quarto maior grupo global de cosméticos, poder de precificação com um portfólio forte e diversificado em vários segmentos e pontos de precificação e ampla diversificação geográfica. Também possui um canal de vendas diversificado com fortes posições em venda direta, e-commerce e varejo. A empresa possui posição de liderança na América Latina e grande participação de mercado em vários outros países. As operações digitais suportam o perfil de crédito da Natura & Co, o que lhe permitiu apresentar resultados resilientes, apesar da pandemia e restrições relacionadas.

No entanto, as margens EBITDA atuais na faixa de 10%-13% foram atingidas pela consolidação da Avon e estão abaixo da média da indústria, destacando os desafios de eficiência operacional. A Avon ainda apresenta rentabilidade fraca, que esperamos melhorar nos próximos anos por meio de seu plano de reformulação operacional e aceleração da digitalização de sua plataforma, beneficiando-se da expertise da Natura & Co.

Comparação com os pares

A Natura & Co apresentou crescimento de receita acima da média do mercado global de cosméticos, fragrâncias e produtos de higiene pessoal nos últimos trimestres. No entanto, vemos sua estrutura de custos como superior à de pares globais como L'óreal e Estee Lauder, cujas margens brutas estão na faixa de 70%-75%, em comparação com cerca de 65% da Natura & Co. Esses pares também apresentam métricas financeiras muito mais fortes.

A L'Óreal S.A. (-/-/-/A-1+) é a empresa líder mundial em cosméticos, com cerca de 10% do mercado global. Possui o mais variado portfólio de marcas conhecidas e complementares do setor, canal de distribuição diversificado, diversificação geográfica e seu porte permite aproveitar escalas, reforçando suas margens. A base de receitas da L'Óreal é cerca de 5 vezes maior do que a da Natura & Co. A empresa também apresentou um desempenho resiliente durante a pandemia devido aos seus planos de mitigação, que limitaram um impacto negativo nas margens e receitas.

Sua alavancagem tem permanecido significativamente abaixo do nível de 1,0x de forma consistente.

A Estee Lauder Cos. Inc. (A+/Estável/A-1) mantém uma posição sólida na indústria de beleza global graças a um fluxo de receita geograficamente diversificado e a um portfólio de marcas conhecidas e de prestígio. A empresa desfruta de um forte reconhecimento de marca e pode cobrar preços premium para uma ampla gama de seus produtos de prestígio. A Estee Lauder aumentou sua participação na empresa multimarcas DECIEM Beauty Group Inc. de 29% para aproximadamente 76%. Isso diversificará o negócio existente e apenas aumentará a métrica de alavancagem em cerca de 0,2x. Esperamos que a Estee Lauder mantenha sua métrica de alavancagem abaixo de 1x.

A Natura & Co tem um perfil de crédito mais forte do que Coty Inc. (B-/Negativa/--), cuja qualidade de crédito sofreu com a problemática integração de ativos de beleza da Procter & Gamble Co. adquirida em 2016, o que resultou em perdas de participação de mercado e menores vendas orgânicas. A empresa iniciou um programa de desinvestimento para reduzir sua alavancagem, mas seus resultados sofreram um impacto significativo por causa da pandemia. A posição de liquidez da Coty recentemente se fortaleceu após a captação de US\$1 bilhão com a emissão de ações preferenciais conversíveis para KKR e US\$ 900 milhões em notas senior secured. Acreditamos que o plano de reformulação atual permitirá à empresa estabilizar as vendas e alcançar margens EBITDA de cerca de 14% no ano fiscal de 2021.

Tabela 2 - Comparação com os pares

Setor da indústria: Produtos de higiene pessoal e domésticos				
Ratings em 16 de abril de 2021	Natura & Co Holding S.A. (BB/Estável/--)	Coty Inc. B-/Negativa/--	Estée Lauder Cos. Inc. (The) A+/Estável/A-1	L'Oreal S.A. --/--/--
	Ano fiscal encerrado em			
(R\$ Milhões)	31 de dezembro de 2020	30 de junho de 2020	30 de junho de 2020	31 de dezembro de 2020
Receita	7109,7	4717,8	14294,0	34242,1
EBITDA	770,5	(182,8)	3498,0	8170,0
FFO	464,5	(613,9)	2723,7	6520,2
Despesas com juros	260,3	256,7	227,3	113,2
Juros-caixa pagos	242,2	307,9	237,3	39,6
Fluxo de caixa operacional	247,6	(236,1)	2820,7	7894,2
Capex	129,8	267,4	623,0	1189,5
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	117,7	(503,5)	2197,7	6704,7
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	101,8	(729,4)	791,7	4025,0
Caixa e investimentos de curto prazo	1606,4	308,3	5037,0	7836,2
Dívida	1440,6	9524,6	4780,2	0,0
Patrimônio líquido	5273,6	3267,2	3962,0	35473,6
Índices ajustados				
Margem EBITDA (%)	10,8	(3,9)	24,5	23,9
Retorno sobre capital (%)	5,4	(6,6)	32,6	16,6
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,0	(0,7)	15,4	72,2
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	2,9	(1,0)	12,5	165,5
Dívida/EBITDA (x)	1,9	(52,1)	1,4	0,0
FFO/Dívida (%)	32,2	(6,4)	57,0	N.S.
Fluxo de caixa operacional/dívida (%)	17,2	(2,5)	59,0	N.S.
FOCF/dívida (%)	8,2	(5,3)	46,0	N.S.
DCF/dívida (%)	7,1	(7,7)	16,6	N.S.

N.S.--Não significativo.

Perfil de Risco Financeiro

Nossa avaliação incorpora métricas mais fortes após injeções de capital e fluxos de caixa operacionais livres consistentemente positivos, apesar do choque da pandemia. No entanto, penalizamos o perfil de risco financeiro pela potencial volatilidade, devido aos riscos de execução relativos à reformulação das operações da Avon e aos riscos associados à pandemia. Nossos cálculos da posição de dívida da Natura & Co incluem o leasing operacional reportado de acordo com o IFRS 16.

Resumo financeiro

Tabela 3 - Resumo financeiro

Setor da indústria: Produtos de higiene pessoal e domésticos				
- Ano fiscal findo em 31 de dezembro de -				
	2020	2019*	2018*	2017*
(R\$ mi)				
Receita	36922,0	32942,2	34965,7	28789,5
EBITDA	4001,2	3627,9	3876,0	3629,2
FFO	2412,1	1814,7	1948,2	2220,6
Despesas com juros	1351,8	1203,5	1401,0	1095,3
Juros-caixa pagos	1257,7	1274,8	1319,4	882,4
Fluxo de caixa operacional	1285,6	1794,1	1729,6	2548,2
Capex	674,2	813,6	852,4	684,9
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	611,4	980,5	877,2	1863,3
Dividendos pagos	133,9	152,9	201,7	109,4
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	528,6	787,7	664,2	1734,7
Caixa e investimentos de curto prazo	8342,3	8161,4	4492,7	6591,0
Caixa bruto disponível	8342,3	8161,4	4492,7	6591,0
Dívida	7481,2	11744,7	13705,8	13015,0
Patrimônio líquido	27387,1	1728,9	(897,7)	(733,2)
Índices ajustados				
Crescimento anual da receita (%)	12,1	(5,8)	21,5	N.S.
Margem EBITDA (%)	10,8	11,0	11,1	12,6
Margem EBIT (%)	3,6	6,2	6,7	7,5
Retorno sobre capital (%)	5,4	15,6	18,6	17,6
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,0	3,0	2,8	3,3
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	2,9	2,4	2,5	3,5
Dívida/EBITDA (x)	1,9	3,2	3,5	3,6
FFO/Dívida (%)	32,2	15,5	14,2	17,1
Fluxo de caixa operacional/dívida (%)	17,2	15,3	12,6	19,6
FOCF/dívida (%)	8,2	8,3	6,4	14,3
DCF/dívida (%)	7,1	6,7	4,8	13,3

N.S. - Não significativo. *Números pro forma.

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Natura & Co como adequada. Esperamos que as fontes sobre os usos de caixa sejam cerca de 1,6x nos próximos 12 meses e que as fontes líquidas permaneçam positivas, mesmo que o EBITDA caia 15%. O grupo fortaleceu sua posição de caixa após a oferta de follow-on, embora a Natura & Co o tenha usado principalmente para pagar antecipadamente as notas senior secured 2022 da Avon. A emissão de notas senior unsecured do grupo em maio de 2021 ampliou o perfil de vencimento de sua dívida, principalmente pelo resgate antecipado das notas senior de US\$750 milhões da Natura Cosméticos com vencimento em 2023 e por prover o funding para a amortização de debêntures com vencimento em setembro de 2021. Consideramos também que a Natura & Co possui um relacionamento consolidado com bancos e elevada posição no mercado de crédito, evidenciado por sua contínua capacidade de acesso aos mercados de capitais e dívidas.

Avaliamos a liquidez da Natura Cosméticos e da Avon também como adequada, e ambas as entidades apresentam fontes de caixa sobre os usos confortavelmente acima de 1,2x nos próximos 12 meses. Em março de 2021, a Natura Cosméticos apresentava sólida posição de caixa de R\$ 3,8 bilhões mais o bond de US\$1 bilhão, contra uma dívida de curto prazo de R\$ 2,5 bilhões. Em maio de 2021, a empresa pagou antecipadamente suas notas 2023 de US\$750 milhões com os recursos de caixa das emissões de notas 2028. Em março de 2021, a Avon detinha uma posição de caixa de US\$239,7 milhões e um valor de dívida de curto prazo muito baixo, de US\$38 milhões. O vencimento mais significativo da empresa é a nota de US\$462 milhões com vencimento em 15 de março de 2023.

Principais fontes de liquidez

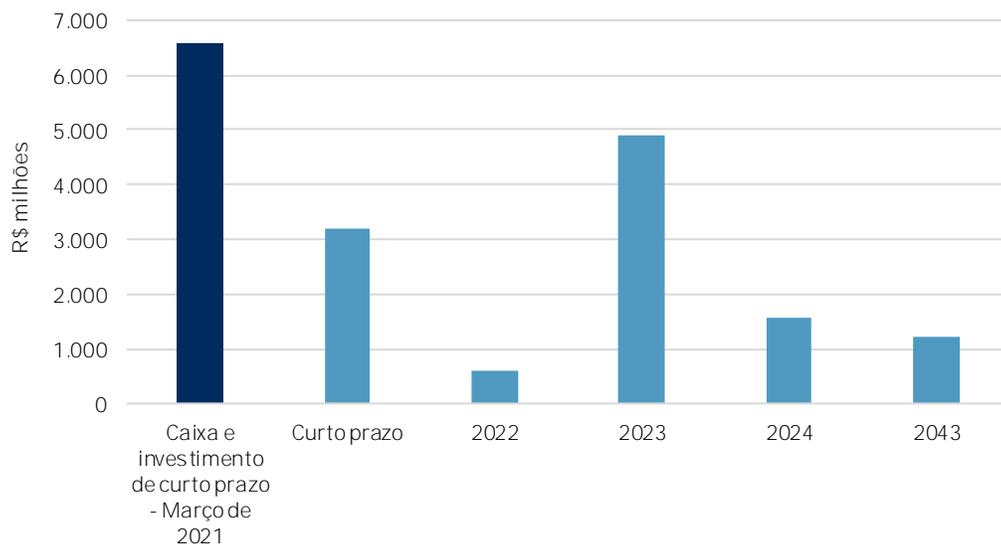
- Posição de caixa de R\$ 6,5 bilhões em 31 de março de 2021;
- FFO de R\$ 2,1 bilhões nos próximos 12 meses;
- Emissão de notas unsecured de US\$ 1 bilhão (cerca de R\$ 5,4 bilhões) em maio de 2021 e linha de crédito de £100 milhões (cerca de R\$ 750 milhões) da TBS recebida em maio de 2021

Principais usos de liquidez

- Dívida de curto prazo de R\$ 3,2 bilhões em 31 de março de 2020;
- Saída de capital de giro de R\$ 800 milhões nos próximos 12 meses;
- Capital de giro sazonal de R\$ 700 milhões ao longo do ano;
- Capex de R\$ 1,4 bilhão;
- Pagamento de dividendos de R\$ 263 milhões; e
- Pré-pagamento das notas 2023 da Natura Cosméticos no valor de R\$ 2,5 bilhões (líquido do ajuste de hedge).

Vencimentos de dívida

Gráfico 2
Cronograma de amortização



Dívida bruta líquida do efeito hedge, e exclui efeitos de Alocação de Preço de Compra (PPA) e inclui juros acruados. Fonte: S&P Global Ratings e empresa.
Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

A Natura & Co e a Avon não possuem covenants financeiros em suas dívidas. A debênture da Natura Cosméticos possui um covenant de dívida líquida sobre EBITDA de 3,0x que poderia levar a uma aceleração do pagamento da dívida, mas esperamos que a empresa tenha mais de 50% de folga para esse covenant. O cálculo do covenant excluiu o impacto do IFRS 16, com obrigações de arrendamento reportadas de R\$ 3,8 bilhões em dezembro de 2020.

Influência do Grupo

A Natura & Co é a controladora em última instância e única acionista da Natura Cosméticos e da Avon. As subsidiárias são entidades legalmente independentes, sem garantia cruzada entre si. Vemos a Natura Cosméticos como uma subsidiária core do grupo, gerando de 80% a 90% do EBITDA e fluxos de caixa totais, o que reforça seu papel integral na estratégia de negócios e vínculo de reputação. Além disso, a Natura & Co garante as notas 2028 da Natura Cosméticos, o que destaca o compromisso do grupo em fornecer suporte à subsidiária. Portanto, o perfil de crédito do grupo respalda o rating da Natura Cosméticos.

Vemos a Avon como uma subsidiária estrategicamente importante para a Natura & Co. Acreditamos que a Avon é importante para a estratégia de longo prazo do grupo, improvável de ser vendida e que receberia suporte extraordinário do grupo nas circunstâncias mais previsíveis. No entanto, a extensão do suporte do grupo não está totalmente clara no momento, o que impede uma categoria de suporte superior e nos impede de equiparar os ratings da Avon aos da Natura & Co. Devido ao status estrategicamente importante da Avon, o rating final 'BB-' recebe um aumento de dois degraus a partir de seu SACP 'b'.

Ratings Acima do Soberano

Testamos a capacidade da Natura & Co de resistir a um cenário de default soberano para podermos avaliá-la acima de nosso rating 'BB-' em moeda estrangeira no Brasil. Testamos a empresa em um hipotético default do Brasil por ser o único país ao qual o grupo possui mais de 25% de exposição, mesmo considerando as operações da TBS. No teste de estresse, presumimos:

- Contração do PIB brasileiro de 10% nos próximos 12 meses, prejudicando os volumes domésticos da empresa;
- Inflação da ordem de 12% naquele ano, elevando custos e despesas com vendas, gerais e administrativas;
- Capacidade limitada de ajustar preços;
- Um haircut (corte) de 10% em dinheiro e depósitos bancários e um haircut de 70% nos investimentos de curto prazo mantidos no Brasil;
- Desvalorização cambial de 50%, afetando os custos indexados ao dólar e a dívida e caixa mantidos em moeda estrangeira;
- Capex no nível de manutenção; e
- Taxas de juros sobre a dívida flutuante aumentando em dobro.
- Os consideráveis montantes de fluxos de caixa e de caixa fora do Brasil e um cronograma de vencimento de dívida baixo para os próximos 12 meses permitem que a Natura & Co passe no teste de estresse.

Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

Principais fatores analíticos

A estrutura de capital do grupo em março de 2021 consistia principalmente no seguinte:

- Notas unsecured no valor de US\$500 milhões a 5% com vencimento em 2023 (US\$462 milhões em circulação) da Avon;

- Notas unsecured no valor de US\$250 milhões a 6,95% com vencimento em 2043 (US\$216 milhões em circulação) da Avon;
- Notas unsecured no valor de US\$750 milhões a 5,375% com vencimento em 2023 da Natura Cosméticos, pré-pagas em maio de 2021;
- Valor agregado de cerca de R\$ 4 bilhões em debêntures locais unsecured da Natura Cosméticos com vencimento em 2021, 2023 e 2024;
- R\$ 524 milhões em notas promissórias da Natura & Co, que foram pré-pagas em abril de 2021;
- R\$ 262 milhões em notas promissórias da Natura Cosméticos, que foram pré-pagas em abril de 2021;
- Consideramos em nosso modelo de recuperação as notas senior vinculadas à sustentabilidade de US\$1 bilhão (cerca de R\$ 5,4 bilhões) emitidas em maio de 2021 pela Natura Cosméticos. As notas são garantidas pela controladora. Portanto, a perspectiva de recuperação dessas notas se beneficiará do valor residual da Avon que seria transferido para a Natura & Co.
- Além disso, em maio de 2021, a TBS obteve uma operação de crédito *unsecured* de £100 milhões (cerca de R\$ 760 milhões) garantida pela Natura & Co, que também incluímos em nosso modelo de recuperação como dívida prioritária.

Consideramos que após um processo hipotético de default, o grupo seria reestruturado e continuaria a operar, gerando maior valor aos credores, face a um cenário de liquidação. Avaliamos a Natura Cosméticos usando um múltiplo de 6,0x aplicado ao nosso EBITDA de nível de emergência projetado de R\$ 1,1 bilhão, chegando a um valor de empresa (EV - enterprise value) estressado de R\$ 6,5 bilhões. Avaliamos a Avon usando um múltiplo de 5,5x aplicado ao nosso EBITDA de nível de emergência projetado de US\$173 milhões, chegando a um EV estressado de US\$950 milhões. O múltiplo da Avon é menor do que o da Natura Cosméticos porque a empresa ainda está em um momento difícil de reformulação operacional.

Default simulado e premissas de avaliação

- Ano do default: 2026 para Natura Cosméticos e 2025 para Avon
- Múltiplo de EBITDA: 6,0x para Natura Cosméticos e 5,5x para Avon
- EBITDA em emergência: US\$173 milhões (cerca de R\$ 935 milhões) para a Avon e R\$ 1,1 bilhão para a Natura Cosméticos
- EV: R\$ 11,3 bilhões (R\$ 4,9 bilhões da Avon e R\$ 6,4 bilhões da Natura Cosméticos)

Estrutura de prioridade de pagamentos (waterfall)

- EV líquido após custos administrativos: R\$ 10,7 bilhões
- Dívida unsecured da Avon: US\$734 milhões (cerca de R\$ 3,9 bilhões)
- Valor residual da Avon transferido à controladora: US\$170 milhões (cerca de R\$ 915 milhões)
- Expectativa de recuperação da dívida unsecured da Avon: 50%-70% (estimativa arredondada: 65%)
- Dívida secured da Natura Cosméticos e posição de dívida de suas subsidiárias (principalmente a TBS): R\$ 859 milhões
- Dívidas unsecured da Natura Cosméticos (debêntures, linhas de capital de giro e notas unsecured): R\$ 7,5 bilhões
- Expectativa de recuperação para as dívidas unsecured da Natura Cosméticos: 50%-70% (estimativa arredondada: 65%)

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

Reconciliação

Tabela 4 - Reconciliação dos montantes reportados pela Natura & Co Holding S.A. com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ milhões)

- Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2020 -					
	Dívida	Patrimônio Líquido	EBITDA	Lucro operacional	EBITDA ajustado pela S&P Global Ratings
Reportado	13822,9	27364,3	3508,5	789,6	4001,2
Ajustes da S&P Global Ratings					
Impostos-caixa pagos	-	-	-	-	(331,5)
Juros-caixa pagos	-	-	-	-	(1257,7)
Passivos de arrendamento reportados	3858,5	-	-	-	-
Obrigações de benefícios pós-emprego/remuneração diferida	-	-	25,2	25,2	-
Caixa acessível e investimentos líquidos	(8342,3)	-	-	-	-
Despesa de remuneração em ações	-	-	232,0	-	-
Receita (despesa) não operacional	-	-	-	264,3	-
Participação dos não controladores/Participação minoritária	-	22,8	-	-	-
Dívida: Hedges de moeda estrangeira	(1857,9)	-	-	-	-
EBITDA: Ganhos/(perdas) com venda de imobilizado (PP&E)	-	-	(11,9)	(11,9)	-
EBITDA: Outros	-	-	247,4	247,4	-
Ajustes totais	(6341,7)	22,8	492,7	525,0	(1589,1)
Montantes ajustados pela S&P Global Ratings					
	Dívida	Patrimônio Líquido	EBITDA	EBIT	FFO
*Ajustados pela S&P Global Ratings	7481,2	27387,1	4001,2	1314,6	2412,1

A posição de dívida bruta consolidada de R\$ 13,8 bilhões é composta por R\$ 9,13 bilhões da Natura Cosméticos, US\$703 milhões (R\$ 3,65 bilhões) da Avon e R\$ 1,0 bilhão da Natura & Co. As obrigações reportadas de arrendamento de R\$ 3,86 bilhões consistem em R\$ 2,97 bilhões da Natura Cosméticos e R\$ 884 milhões da Avon.

Tabela de Classificação de Ratings

Natura & Co Holdings S.A.	
Ratings de crédito de emissor	
Escala global	BB/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de Negócios	Regular
Risco País	Moderadamente alto
Risco da indústria	Baixo
Posição competitiva	Regular
Risco Financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/alavancagem	Significativo
Âncora	bb
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutro (sem impacto)
Estrutura de capital	Neutra (sem impacto)
Política financeira	Neutra (sem impacto)
Liquidez	Adequada (sem impacto)
Administração e governança	Regular (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis	Neutra
Perfil de crédito individual (SACP)	bb
Natura Cosméticos S.A.	
Ratings de crédito de emissor	
Escala global	BB/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de Negócios	Regular
Risco País	Moderadamente alto
Risco da indústria	Baixo
Posição competitiva	Regular
Risco Financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Âncora	bb
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutro (sem impacto)
Estrutura de capital	Neutra (sem impacto)
Política financeira	Neutra (sem impacto)
Liquidez	Adequada (sem impacto)
Administração e governança	Regular (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis	Neutra
Perfil de crédito individual (SACP)	bb
Status da entidade dentro do grupo	Core
Avon Products Inc.	
Ratings de crédito de emissor	
Escala global	BB-/Estável/--
Risco de Negócios	Fraco
Risco País	Intermediário
Risco da indústria	Baixo
Posição competitiva	Fraca
Risco Financeiro	Altamente Alavancado
Fluxo de caixa/Alavancagem:	Altamente Alavancado
Âncora	b
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio:	Neutro (sem impacto)
Estrutura de capital	Neutra (sem impacto)
Política financeira:	Neutra (sem impacto)
Liquidez	Adequada (sem impacto)
Administração e governança:	Regular (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis:	Neutra (sem impacto)
Perfil de crédito individual (SACP)	b
Status da entidade dentro do grupo:	Estrategicamente importante (+ 2 degraus a partir do SACP)

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

- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [Critério Geral: Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [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 de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 13 de novembro de 2012
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011

Tabela Detalhada de Ratings (Ratings em 25 de junho de 2021)*		
Natura & Co Holding S.A.		
Ratings de Crédito de Emissor		BB/Estável/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA/Estável/--
Histórico dos Ratings de Crédito de Emissor		
21 de abril de 2021		BB/Estável/--
21 de abril de 2021	<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAAA/Estável/--
Entidades Relacionadas		
Avon International Operations Inc.		
Ratings de Crédito de Emissor		BB-/Estável/--
Avon Products Inc.		
Ratings de Crédito de Emissor		BB-/Estável/NR
Senior Unsecured		BB-
Natura Cosméticos SA		
Ratings de Crédito de Emissor		BB/Estável/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA/Estável/--
Senior Unsecured		
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA

*A menos que observado em contrário, os ratings neste relatório referem-se a ratings na escala global. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings na escala global são comparáveis entre países. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings em escala nacional referem-se a devedores ou obrigações de um país específico. Ratings de emissão ou de dívidas podem incluir dívidas garantidas por outra entidade e dívidas avaliadas garantidas por uma entidade.

Copyright © 2021 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 QUALQUER 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.