

Análise Detalhada

Algar Telecom S.A.

25 de maio de 2023

Resumo de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Rating de Emissão	
Debêntures <i>senior unsecured</i>	brAAA
Rating de recuperação	3(65%)

ANALISTA PRINCIPAL

Henrique Koch
São Paulo
55 (11) 3039-9751
h.koch
@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
Posição de liderança nos mercados em que atua, sólida rentabilidade e liquidez adequada	Ambiente macroeconômico desafiador, com baixo crescimento de PIB e taxa de juros ainda elevada
Foco no mercado B2B, com maiores oportunidades de crescimento	Diversificação geográfica ainda limitada
Alavancagem controlada, mesmo diante de aquisições e investimentos	Escala inferior à dos principais concorrentes

Desempenho resiliente, porém com margens impactadas pelo cenário macroeconômico e integração da Vogel. A **Algar Telecom S.A.** tem apresentado crescimento consistente de sua base de clientes e receitas ao longo dos últimos anos, reforçando sua posição de liderança nos mercados em que atua. A empresa fechou o ano de 2022 com receitas de R\$ 2,8 bilhões, crescimento de 8% em relação ao ano anterior, porém com margem EBITDA ajustada de 40%, abaixo de nossa estimativa de 42%. O ambiente macroeconômico com inflação e taxa de juros ainda elevados e o processo de integração da Vogel Solução em Telecomunicações e Informática S.A., cuja fase mais intensa ocorreu em 2022, foram os principais fatores que influenciaram negativamente as margens. Em nossa visão, apesar dos desafios continuarem em 2023, a empresa conseguirá recuperar sua rentabilidade, como observado desde o início do ano. Projetamos margem EBITDA entre 42% e 44% nos próximos 3 anos, com a maturação dos investimentos em expansão de rede e aquisição, além da diluição de custos e despesas com o aumento de escala.

Foco no segmento corporativo e no aumento da ocupação da rede existente. Após alguns anos de expansão de rede e ampliação da área de atuação, com ciclo mais intensivo de investimentos, esperamos que a Algar Telecom direcione sua estratégia nos próximos anos para a ocupação de sua rede de fibra, o que deve gerar melhor eficiência operacional. O segmento corporativo (B2B – *business to business*) representa quase 70% da receita líquida da empresa e deve continuar crescendo a uma velocidade maior do que o setor de varejo (B2C – *business to consumer*), com ampliação dos serviços e soluções integradas para as empresas ganhando representatividade, o que tende a aumentar a fidelidade dos clientes com baixo investimento adicional. Esperamos que a Algar Telecom mantenha o foco em oferecer melhores serviços a empresas, com suporte eficiente, atendimento individualizado e oferta de produtos específicos à necessidade de cada um. Tais fatores lhe têm proporcionado oportunidades de crescimento relevantes em um nicho ainda com baixa competição, o que em nossa visão segue sendo um diferencial para seu crescimento. Ainda não incluímos investimentos ou estimativas relevantes de receita para o 5G em nosso cenário-base para a Algar Telecom. Esperamos que a empresa mantenha estratégia de transição gradual para a nova tecnologia nas regiões em que já atua, em vez de investir em cobertura nacional.

Alavancagem controlada e liquidez adequada. A Algar Telecom apresentou aumento da dívida bruta ajustada nos últimos anos, em especial para financiar a aquisição da Vogel e os investimentos em expansão de clientes, além de maior saldo de passivos de arrendamento decorrentes da renovação de contratos de aluguéis de postes. Assim, seu índice de dívida líquida ajustada sobre EBITDA atingiu 3,2x em 2022, ante 2,7x no ano anterior. Em nossa visão, a alavancagem segue sob controle, com esperada redução gradual, mantendo-se entre 2,5x e 3,0x nos próximos 2 anos. A empresa tem sido bem-sucedida nos refinanciamentos de seus vencimentos de curto prazo e vem mantendo geração de caixa consistente, além de demonstrar flexibilidade em ajustar o nível anual de investimentos, o que tem contribuído para a manutenção de posição adequada de liquidez.

Atuação concentrada e estratégia de expansão conservadora. A Algar Telecom ainda apresenta menores escala e diversificação geográfica quando comparadas às dos grandes participantes do setor de telecomunicações internacional e doméstico, como, por exemplo, a **Telefônica Brasil S.A.** (brAAA/Estável/--). Suas vantagens competitivas são regionais, e a empresa não deve competir agressivamente por maior capilaridade ou maior rede, mas sim no desenvolvimento de novos produtos e soluções customizadas, concentrando seus esforços onde consegue extrair melhores resultados. Esperamos

que a empresa mantenha um plano de investimentos conservador, resultando em geração positiva de fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) durante os próximos anos.

Perspectiva

A perspectiva estável indica nossa expectativa de que a Algar Telecom continuará apresentando crescente geração de fluxo de caixa operacional como resultado da expansão de suas operações, manutenção de medidas de eficiência operacional e iniciativas digitais. Para os próximos três anos, projetamos margem EBITDA de 42%-44%, dívida ajustada sobre EBITDA em torno de 2,0x-3,0x e FOCF sobre dívida abaixo de 15%.

Cenário de rebaixamento

Apesar de improvável nos próximos 12 meses, poderíamos rebaixar os ratings da Algar Telecom se a empresa adotasse uma estratégia de investimentos mais agressiva do que esperamos, financiada por dívida e acompanhada de uma menor geração de caixa. Nesse cenário, veríamos a dívida ajustada sobre EBITDA consistentemente acima de 3,0x e geração de fluxo de caixa livre negativa. Além disso, um rebaixamento seria possível se realizássemos a mesma ação no rating do Brasil na Escala Nacional Brasil, dado que este limita os ratings da Algar Telecom atualmente.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- PIB brasileiro crescendo 0,8% em 2023, 1,7% em 2024 e 2% em 2025;
- Inflação média no Brasil de 4,8% em 2023, 4,5% em 2024 e 3,6% em 2025;
- Taxa básica de juros média de 13,3% em 2023, 10,1% em 2024 e 7,3% em 2025;
- Segmento B2B continuará sendo o mais relevante na geração de receitas da empresa, representando cerca de 70% da receita bruta consolidada. Projetamos um crescimento anual de cerca de 10% nos próximos 3 anos;
- No segmento B2C, esperamos que a base de clientes se mantenha relativamente estável. Isso, em conjunto com os reajustes periódicos dos preços, deve resultar em um crescimento anual de receita de cerca de 5% em 2024 e 2025. Para 2023 projetamos leve declínio das receitas, devido à mudança na forma de comercialização de modems, de venda para comodato;
- Manutenção de iniciativas de eficiência de custos e de digitalização resultando em margem EBITDA ajustada entre 42% e 44% nos próximos 3 anos;
- Capex anual entre R\$ 450 milhões e R\$ 500 milhões nos próximos 3 anos, incluindo manutenção das operações e considerando uma desaceleração no ritmo de expansão da rede de fibra;
- Distribuição de dividendos de 30% a 35% do lucro líquido do ano fiscal anterior, de acordo com a política da empresa;
- Endividamento relativamente estável nos próximos anos, com refinanciamento anual dos vencimentos.

Principais Métricas

Algar Telecom S.A. – Principais indicadores

R\$ bilhões	2021R	2022R	2023E	2024P	2025P
Receita	2.588,4	2.798,9	2.800-3.000	3.100-3.300	3.400-3.600
EBITDA	1.098,0	1.117,8	1.200-1.300	1.300-1.400	1.500-1.600
Margem EBITDA (%)	42,4	39,9	42-43	43-44	43-44
Geração interna de caixa (FFO)	877,7	805,8	600-700	800-900	1.000-1.100
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	324,5	132,7	100-200	300-400	400-500
Dívida/EBITDA (x)	2,7	3,2	2,5-3,0	2,5-3,0	2,0-2,5
FOCF/dívida (%)	10,8	3,7	0-10	5-15	5-15
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	6,0	2,7	2,0-3,0	2,5-3,5	3,5-4,5

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

Descrição da Empresa

A Algar Telecom é uma empresa brasileira de telecomunicações que oferece serviços de banda larga, dados, telefonia móvel, telefonia fixa e soluções de TI, diretamente a clientes e empresas.

A empresa tem capital aberto, mas não é listada, sendo controlada majoritariamente pela Algar S.A. Empreendimentos e Participações (Algar S.A.; não avaliada pela S&P Global Ratings), holding de um grupo que atua na área de telecomunicações e tecnologia, entretenimento e agronegócio, e que detém 67,7% de participação na empresa. Desde 2018, o Fundo Soberano de Singapura detém 25,3% das ações da Algar Telecom.

Algar Telecom S.A. – Resumo Financeiro

Fim do período

	--Ano fiscal findo em 31 de dezembro--			
(R\$ milhões)	2022	2021	2020	2019
Receitas	2.798,9	2.588,4	2.350,8	2.871,1
EBITDA	1.117,8	1.098,0	979,9	990,8
FFO	805,8	877,7	786,1	664,7
Despesas com juros	406,6	183,0	136,0	183,1
Fluxo de caixa operacional (OCF)	802,1	828,8	755,4	607,0
Investimentos	669,4	504,3	483,9	716,9
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	132,7	324,5	271,5	(109,9)
Caixa e investimentos de curto prazo	720,9	280,7	612,1	424,4
Dívida	3.561,2	3.015,2	2.364,9	2.198,9
Patrimônio líquido	1.640,4	1.606,5	1.455,8	1.323,2
Índices ajustados				
Margem EBITDA (%)	39,9	42,4	41,7	34,5
Retorno sobre capital (%)	7,2	10,4	10,4	13,2
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	2,7	6,0	7,2	5,4
Dívida/EBITDA (x)	3,2	2,7	2,4	2,2
FFO/dívida (%)	22,6	29,1	33,2	30,2
OCF/dívida (%)	22,5	27,5	31,9	27,6
FOCF/dívida (%)	3,7	10,8	11,5	(5,0)

Liquidez

Continuamos avaliando a liquidez da Algar Telecom como adequada. Esperamos que seu índice de fontes sobre os usos de liquidez ultrapasse 1,3x nos próximos 12 meses, já que a empresa tem certa flexibilidade para reduzir investimentos nos casos de pressões de liquidez. Isso garante também que suas fontes excedam os usos mesmo que o EBITDA reduza 15% em relação às nossas projeções. Em nossa visão, a Algar Telecom possui sólido relacionamento com bancos e apresenta uma gestão de risco financeiro prudente, antecipando futuras necessidades de refinanciamento e de captação para investimentos.

Principais fontes de liquidez	Principais usos de liquidez
- Posição de caixa de R\$ 337 milhões em 31 de março de 2023;	- Dívida de curto prazo de cerca de R\$ 410 milhões em 31 de março de 2023;
- Geração interna de caixa projetada de cerca de R\$ 585 milhões nos próximos 12 meses;	- Necessidade de capital de giro de aproximadamente R\$ 80 milhões nos próximos 12 meses;
	- Capex de manutenção de cerca de R\$ 200 milhões nos próximos 12 meses;
	- Distribuição de cerca de R\$ 15 milhões em dividendos nos próximos 12 meses.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Exigências

Os *covenants* mais restritivos atualmente da empresa são os de índice de dívida líquida sobre EBITDA abaixo de 3,0x e de cobertura de juros pelo EBITDA maior ou igual a 2x.

Expectativa de cumprimento

Em 31 de março de 2023, a Algar Telecom apresentava uma folga confortável nas medições de seus *covenants*, e esperamos que isso se mantenha ao longo dos próximos anos.

Influência do Grupo

De acordo com nossa metodologia de grupo, consideramos a Algar Telecom como uma subsidiária *core* para a Algar S.A., pois, em nossa opinião, a empresa é essencial para a estratégia de longo prazo do grupo. Além disso, a Algar Telecom representa a maior parte da geração de receitas e EBITDA do grupo e, portanto, em nossa visão é bastante improvável que seja vendida. Esperamos que a Algar Telecom continue representando mais de 70% da receita líquida e EBITDA do grupo.

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

Indicadores de Crédito ESG

E-1	E-2	E-3	E-4	E-5	S-1	S-2	S-3	S-4	S-5	G-1	G-2	G-3	G-4	G-5
-----	------------	-----	-----	-----	-----	------------	-----	-----	-----	-----	------------	-----	-----	-----

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 ESG têm uma influência neutra em nossa análise de rating de crédito da Algar Telecom S.A.

Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

Avaliamos as seguintes emissões da Algar Telecom:

	Valor	Vencimento	Rating de emissão	Rating de recuperação
6ª emissão de debêntures	R\$ 432 milhões	Março de 2024	brAAA	3(65%)
7ª emissão de debêntures	R\$ 600 milhões	Março de 2025	brAAA	3(65%)
8ª emissão de debêntures	R\$ 350 milhões	Fevereiro de 2026	brAAA	3(65%)
9ª emissão de debêntures	R\$ 350 milhões	Outubro de 2024	brAAA	3(65%)
11ª emissão de debêntures	R\$ 700 milhões	Julho de 2031	brAAA	3(65%)
12ª emissão de debêntures	R\$ 1.050 milhões	Janeiro de 2032	brAAA	3(65%)
13ª emissão de debêntures	R\$ 300 milhões	Fevereiro de 2027	brAAA	3(65%)

Principais Fatores Analíticos

- O rating de recuperação '3' das emissões de debêntures *senior unsecured* da Algar Telecom indica nossa expectativa de uma recuperação significativa (65%) para os credores *unsecured* em um cenário hipotético de default.
- Avaliamos as perspectivas de recuperação da Algar Telecom em um cenário simulado de default, com uma abordagem de avaliação de múltiplo de EBITDA (*valuation*).
- Nosso cenário considera um default no pagamento das dívidas da empresa em 2027, resultante de uma severa desaceleração econômica, redução na renda disponível dos consumidores e forte competição no setor, levando a um declínio significativo da geração de fluxo de caixa. Estimamos que seu EBITDA cairia para cerca de R\$ 450 milhões.
- Nesse nível, a geração de fluxo de caixa da empresa não seria suficiente para cobrir suas despesas com juros e investimentos destinados à manutenção de suas operações.
- Em um cenário de default, acreditamos que a Algar Telecom passaria por uma reestruturação em vez de ser liquidada, dada a sua forte marca regional no setor de telecomunicações brasileiro.
- Utilizamos um múltiplo de 5,5x, abaixo do padrão da indústria de 6,0x, devido às menores escala e diversificação geográfica da empresa se comparada a outros pares.
- Aplicamos esse múltiplo ao nosso EBITDA de emergência projetado de R\$ 450 milhões, o que resulta em um valor da empresa (EV - *enterprise value*) bruto estimado em cerca de R\$ 2,5 bilhões, do qual subtraímos 5% para despesas administrativas relacionadas à reestruturação.

Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado do default: 2027
- EBITDA em emergência: R\$ 450 milhões
- Múltiplo de EBITDA: 5,5x
- Valor da empresa (EV - *enterprise value*) bruto estimado: R\$ 2,5 bilhões
- EV líquido após custos administrativos de 5%: R\$ 2,4 bilhões
- Jurisdição: Brasil

Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- Dívidas *senior unsecured*: R\$ 3,4 bilhões (debêntures e estimativa de cancelamento de arrendamento operacional)
- Expectativa de recuperação das emissões de debêntures: entre 50% e 90% (estimativa arredondada: 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	brAAA/Estável/--
Risco de negócio	Regular
Risco-país	Moderadamente Alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Regular
Risco financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfólio	Neutro
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Adequada
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Neutra
Indicadores de Crédito ESG	E-2 S-2 G-2

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 | Corporações | Geral: 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
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Principais Fatores de Crédito Para a Indústria de Telecomunicações e Cabos](#), 22 de junho de 2014
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [ARQUIVADO - Critério Geral: Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

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 COMERCIALIZAÇÃO, 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.