

Companhia Catarinense de Águas e Saneamento (Casan)

Relatório Analítico

Ratings

Nacional	
Rating de Longo Prazo	BBB-(bra)
1ª Emissão de Debêntures	BBB(bra)

Perspectiva /Observação

Rating Nacional de Longo Prazo	Observação Negativa
1ª Emissão de Debêntures	Observação Negativa

Dados Financeiros

Companhia Catarinense de Águas e Saneamento — Casan

(BRL Milhões)	LTM	
	31/03/17	31/12/16
Receita	947	917
EBITDA	248	234
Margem de EBITDA (%)	26,2	25,5
FFO	95	62
Fluxo de Caixa Livre Caixa e Aplicações Financeiras	(120)	(233)
Dívida Total Ajustada	86	94
Dívida Total Ajustada/EBITDAR	1021	1021
EBITDA/Despesa Bruta com Juros	4,1	4,4
	1,2	1,1

Pesquisa Relacionada

[Fitch Coloca Ratings da Casan em Observação Negativa \(4 de julho de 2017\)](#)

Analistas

Gustavo Mueller
+55 21 4503-2632
gustavo.mueller@fitchratings.com

Leonardo Coutinho
+55 21 4503-2630
leonardo.coutinho@fitchratings.com

Principais Fundamentos dos Ratings

Estrutura de Capital Pressionada: A estrutura de capital da Companhia Catarinense de Águas e Saneamento (Casan) deverá permanecer pressionada nos próximos anos, caso a empresa não redimensione seus investimentos ou não obtenha êxito em fortalecer sua geração operacional de caixa no período. Pelas estimativas da Fitch, a alavancagem financeira da Casan, medida pelo indicador dívida líquida/EBITDA, deverá atingir 5,0 vezes em 2018, com potencial redução a partir de 2019.

Fluxo de Caixa Livre Negativo: Pelas estimativas da Fitch, o fluxo de caixa livre (FCF) da Casan permanecerá negativo nos próximos três anos, pressionado por fortes investimentos, em torno de BRL340 milhões por ano, a serem financiados por dívidas de longo prazo. A companhia tem o desafio de fortalecer sua geração operacional de caixa para atenuar as pressões em seu FCF, ao mesmo tempo em que gerencia seus investimentos programados até 2019 em patamares mais compatíveis com sua estrutura de capital.

Baixo Risco de Negócios: O rating da Casan se apoia na razoável previsibilidade e na resiliência de sua demanda, que se beneficia do perfil pouco volátil de negócios e da posição quase monopolista de suas operações de saneamento básico na área em que a companhia atua. A margem de EBITDA da Casan deverá apresentar gradual recuperação, para cerca de 30%, até 2019, mas a expectativa é de que permaneça inferior à média de outras empresas do setor analisadas pela Fitch.

Observação Negativa: A Observação Negativa reflete o risco de aceleração de dívidas da Casan, caso a proposta feita aos cotistas do Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Casan Saneamento (FIDC Casan), relativa à alteração do cronograma de capitalização na empresa, não seja aceita. A Casan tem o desafio de gerenciar a liquidez de forma satisfatória, tendo em vista a necessidade de financiar seu FCF negativo e o início da amortização das debêntures e do FIDC no segundo semestre de 2017.

Risco Político: As práticas de governança corporativa da Casan são inferiores às da média das empresas analisadas pela Fitch. A agência também considera a existência de risco político, devido ao controle público da companhia, e julga o risco regulatório moderado, embora a Casan tenha o desafio de continuar formalizando contratos com os municípios onde opera, a fim de oferecer maior respaldo às suas atividades. O risco hidrológico da Casan é inerente ao setor, apesar de baixo frente aos demais.

Sensibilidades dos Ratings

Ações de Rating Negativas: Desenvolvimentos que podem, individual ou coletivamente, levar a uma ação de rating negativa incluem ausência de capitalização, conforme o novo cronograma aceito pelos cotistas do FIDC; alavancagem financeira líquida em patamares superiores a 4,5 vezes, em bases sustentáveis; e aumento dos riscos de refinanciamento da Casan, de acordo com a percepção da Fitch.

Ações de Rating Positivas: Uma ação de rating positiva é improvável. Entretanto, os ratings podem se estabilizar se o volume de investimentos da empresa for compatível com sua geração operacional de caixa, ou se houver aporte de recursos por parte do controlador em montantes significativos, que resulte em índices de alavancagem líquida abaixo de 4,5 vezes.

Perfil Financeiro

Liquidez e Estrutura da Dívida

A Casan tem o desafio de gerenciar a liquidez de forma satisfatória nos próximos três anos, tendo em vista a necessidade de financiar seu FCF negativo e o início da amortização das debêntures e do FIDC no segundo semestre de 2017. Ao final de março de 2017, a posição de caixa e aplicações financeiras, de BRL86 milhões, era moderada, e cobria a dívida de curto prazo, de BRL105 milhões, em 0,8 vez. O comprometimento de parcela significativa de recebíveis da companhia com dívidas existentes prejudica sua flexibilidade financeira. Em termos de prioridade, os recebíveis são utilizados, primeiro, para o pagamento da dívida com a Caixa Econômica Federal, que correspondia a 14% da dívida em março de 2017. As debêntures são a segunda prioridade do pagamento da dívida. Esta ordem de prioridade explica a diferenciação do rating das debêntures em relação ao corporativo.

O perfil de liquidez da Casan é prejudicado pelo risco de aceleração de suas dívidas, se não houver injeção de capital do controlador. Em assembleia dos cotistas do FIDC, realizada em 10 de agosto de 2017, foi definido o novo cronograma de aportes a ser efetuado pelo Estado de Santa Catarina, no valor total de BRL200 milhões — sendo uma parcela de BRL100 milhões até 31 de dezembro de 2017 e duas parcelas, de BRL50 milhões cada, até 30 de junho de 2018 e até 31 de dezembro de 2018. A dívida poderá ser antecipada em caso de descumprimento do acordo.

Se a Casan não receber os aportes e se for declarada a aceleração desta dívida, os ratings serão rebaixados em diversos graus. Em agosto de 2017, a companhia obteve *waiver* dos cotistas do FIDC, devido à ausência de aportes de capital pelo controlador, que estavam contratualmente previstos para ocorrer até junho de 2017.

Em 31 de março de 2017, a dívida total da Casan era de BRL1,0 bilhão, composta, principalmente, por debêntures (BRL304 milhões), pelo FIDC (BRL253 milhões) e por uma dívida com a Agência Francesa de Desenvolvimento (AFD - BRL169 milhões). Cerca de 31% desta dívida eram garantidos pelo Estado de Santa Catarina.

A estrutura de capital da Casan deverá permanecer pressionada nos próximos anos. Pelas estimativas da Fitch, a alavancagem financeira da companhia, medida pelo indicador dívida líquida/EBITDA, deverá atingir 5,0 vezes em 2018.

Na visão da Fitch, a Casan continuará apresentando indicadores de crédito fracos, caso não redimensione seus investimentos ou não obtenha êxito em fortalecer sua geração operacional de caixa no período. A alavancagem financeira líquida deverá permanecer de moderada a elevada, estimada em 4,6 vezes em 2017 e 5,0 vezes em 2018, com potencial redução a partir de 2019. No período de 12 meses encerrado em 31 de março de 2017, este índice era de 3,8 vezes.

A Fitch acredita que a Casan necessitará obter novos *waivers*, referentes a 2017, para os *covenants* financeiros de sua primeira emissão de debêntures. O esperado aumento da alavancagem deve refletir o maior volume de investimentos a ser suportado por dívida. Em março de 2017, a companhia registrava dívida total ajustada de BRL1,0 bilhão, com administrável exposição cambial em 23% do saldo devedor. No entender da agência, a Casan terá de rolar alguns de seus vencimentos nos próximos 12 meses, com o início da amortização das debêntures, o que poderá aumentar os riscos de refinanciamento.

Metodologia Aplicada

-- Metodologia de Ratings Corporativos (7 de agosto de 2017);

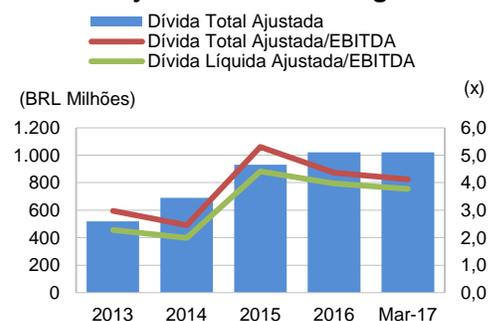
-- Metodologia de Ratings em Escala Nacional (7 de março de 2017)

Vencimento da Dívida e Liquidez

Em 31 de março de 2017	(BRL 000)
CFFO	79
Caixa	86
Curto Prazo	105
2018	172
2019	171
2020	172
Após 2020	384

Fonte: Dados da companhia.

Dívida Ajustada e Alavancagem



Fonte: Dados da companhia.

Análise do Fluxo de Caixa

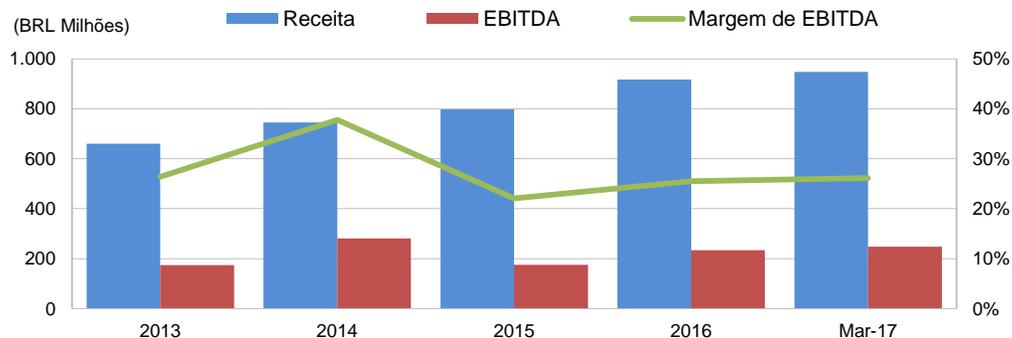
Pelas estimativas da Fitch, o FCF da Casan permanecerá negativo nos próximos três anos, pressionado por fortes investimentos de BRL340 milhões por ano, em média, a serem financiados por dívidas de longo prazo. Estes investimentos dizem respeito, principalmente, à ampliação da rede de esgoto no Estado de Santa Catarina, cujo indicador de atendimento era de apenas 20% ao final do primeiro trimestre de 2017 na região em que a Casan atua.

A empresa reportou elevado pagamento de juros, de BRL205 milhões, no período de 12 meses encerrado em 31 de março de 2017, o qual impactou negativamente o fluxo de caixa das operações (CFFO), de BRL79 milhões. Este montante foi insuficiente para cobrir os BRL190 milhões de investimentos e os BRL9 milhões de dividendos, o que gerou FCF negativo, de BRL120 milhões.

A Fitch acredita que a margem de EBITDA da Casan apresentará gradual recuperação, para cerca de 30%, até 2019, calculada após os ajustes para efeitos não-recorrentes. Este aumento é suportado, sobretudo, pela expectativa de crescimento do volume faturado da companhia, pelos adequados reajustes tarifários e pelos ganhos de escala advindos de novos investimentos, priorizados por melhor rentabilidade. Segundo as projeções da agência, a Casan deverá apresentar EBITDA de cerca de BRL260 milhões em 2017, com margem de 26%. Ainda que a companhia reporte crescimento gradual em suas margens operacionais, estas são inferiores à média de outras empresas do setor analisadas pela Fitch.

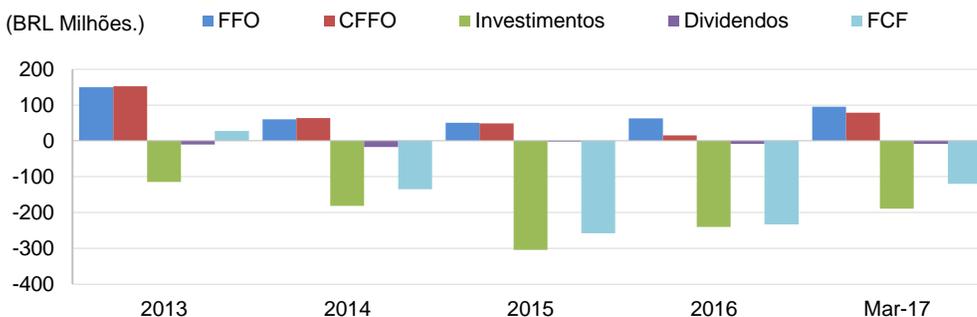
O EBITDA de BRL248 milhões, no período de 12 meses encerrado em março de 2017, apresentou crescimento frente aos BRL176 milhões registrados em 2015, beneficiado, principalmente, por reajustes tarifários implementados acima da inflação e por estornos de provisão.

Desempenho Financeiro Anual



Fonte: Relatórios da companhia, Fitch.

Desempenho do Fluxo de Caixa



Fonte: Relatórios da companhia.

Grupo de Pares

Empresa

Empresa	Rating
AA(bra)	
Sabesp	AA(bra)
Sanepar	AA(bra)
BBB(bra)	
Saneago	BBB(bra)
Casan	BBB-(bra)

Histórico de Rating do Emissor

Data	Rating	Perspectiva/
	Nac. LP	Observação
04-Jul-2017	BBB-(bra)	Obs. Negativa
05-Jul-2016	BBB-(bra)	Persp. Negativa
16-Out-2015	A-(bra)	Persp. Estável

Fonte: Fitch.

Análise dos Pares do Setor

Análise dos Pares

(BRL Milhões)	Casan	Saneago ¹	Sanepar ²	Sabesp ³
Período de 12 meses	31/03/2017	31/03/2017	31/03/2017	31/03/2017
Rating Nacional de Longo Prazo	BBB-(bra)	BBB(bra)	AA(bra)	AA(bra)
Perspectiva/Observação	Observação Negativa	Observação Negativa	Perspectiva Estável	Perspectiva Estável

Estadísticas Financeiras

	Casan	Saneago ¹	Sanepar ²	Sabesp ³
Receita Líquida	947	1884	3597	10799
EBITDA(R)	248	374	1206	4688
Margem de EBITDA(R) (%)	26,2	19,9	33,5	43,4
Fluxo de Caixa Livre (FCF)	(120)	135	58	642
Dívida Total Ajustada	1021	1045	2708	11786
Caixa e Aplicações Financeiras	86	54	725	1984
Recursos das Operações (FFO)	95	467	1055	3052
Investimentos	(190)	(206)	(704)	(2253)

Indicadores de Crédito (x)

	Casan	Saneago ¹	Sanepar ²	Sabesp ³
EBITDA Operacional/Despesa Bruta com Juros	1,2	2,4	4,9	6,5
Alavancagem Ajustada pelo FFO	3,5	1,8	2,2	3,3
Dívida Ajustada/EBITDA(R)	4,1	2,8	2,2	2,5
Cobertura dos Juros pelo FFO	1,4	3,6	5,1	4,9

¹Saneamento de Goiás S.A.; ²Companhia de Saneamento do Paraná.; ³Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo.

Fonte: Fitch.

Perfil da Empresa/Grupo

A Casan é a empresa de saneamento básico do Estado de Santa Catarina. Sua estrutura acionária tem o estado como principal acionista, com 82%, seguido da Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. — Celesc (15%), além da Companhia de Desenvolvimento do Estado de Santa Catarina — Codesc (2%).

A empresa opera em 197 dos 295 municípios do Estado e em um município do Paraná, atendendo a aproximadamente 2,5 milhões de habitantes. Suas atividades apresentam baixo

respaldo contratual, considerando que a operação em apenas 23 municípios é suportada por contratos de programa, em conformidade com a Lei Federal de Saneamento Básico (11.445/07). Juntos, estes contratos corresponderam a cerca de 60% da receita líquida da empresa em 2016. A Casan pretende assinar contratos com todos os municípios em que presta serviços, o que proporcionará maior segurança jurídica e regulatória às suas atividades. Desde 2002, 33 municípios interromperam os serviços prestados pela empresa e assumiram as operações de saneamento.

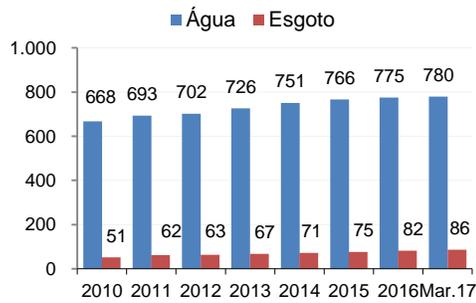
O contrato de programa mais relevante da Casan é com o município de Florianópolis, vigente até 2023 e que representou cerca de 30% de sua receita líquida em 2016. As operações de abastecimento de água foram responsáveis por aproximadamente 83% das receitas da empresa em 2016, enquanto a coleta e o tratamento de esgoto corresponderam a 17%. A carteira de clientes da Casan segue os padrões da indústria. Em 2016, em torno de 77% da receita da companhia foram provenientes de consumidores residenciais, seguidos de estabelecimentos comerciais (10%); clientes públicos (11%); e clientes industriais (2%). A maior representatividade dos consumidores residenciais não apresenta riscos de concentração, considerando a pulverizada base de clientes nesta categoria.

A Casan tem o desafio de elevar seu reduzido volume de coleta, tratamento e afastamento de esgoto, de apenas 20% ao final de 2016, dos quais a quase totalidade era tratada. O esforço para melhorar este índice deverá implicar relevantes investimentos e pressionar o FCF da companhia. Na mesma data, o índice de abastecimento de água na região operada pela Casan era de 99%. A meta da empresa é aumentar o indicador de coleta de esgoto, bem como ampliar a capacidade de tratamento. Positivamente, a ampliação dos serviços prestados deve contribuir para a continuidade do aumento dos volumes faturados, que foi de 3,5% em 2016 em relação a 2015 e de 3,1% no primeiro trimestre de 2017, em comparação com igual período do ano anterior.

A capacidade de geração operacional de caixa da Casan tem sido negativamente afetada por seu elevado índice de perdas de água e pelo reduzido indicador referente ao número de ligações por empregado, frente aos pares do setor. Em 2016, as perdas de água da companhia foram de 27%. Já o número de ligações por funcionário era de 327 em 31 de dezembro de 2016. A Casan tem sido bem-sucedida em implementar os ajustes de tarifas de acordo com seu modelo, baseado em uma fórmula paramétrica que considera os custos e despesas, além da remuneração dos investimentos. Em 2016, o custo com mão-de-obra correspondeu a 35% da receita no período, seguido do custo com serviços terceirizados, com 24%.

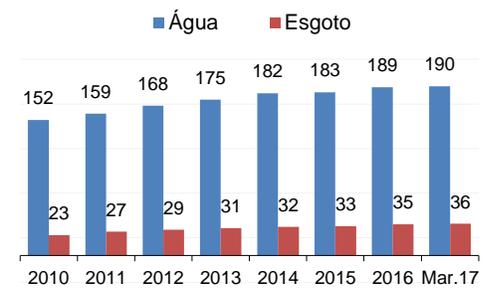
A Casan é regulada por três agências reguladoras distintas, o que implica desafios adicionais à companhia, principalmente na negociação dos aumentos de tarifas. Apesar de o risco de influências políticas ser diluído, em virtude dos diferentes reguladores, a gestão de diferentes demandas regulatórias pode ser mais difícil. Historicamente, os reajustes tarifários da Casan têm ocorrido na mesma data e contemplado o mesmo percentual para todos os municípios, mas não existe garantia de que esta situação será mantida.

Número de Conexões (Milhares)



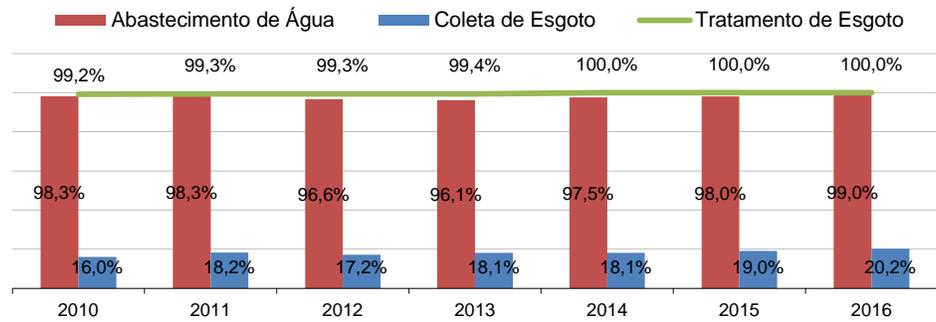
Fonte: Casan; Elaboração: Fitch

Volume Faturado de Água e Esgoto (Milhões de m³)



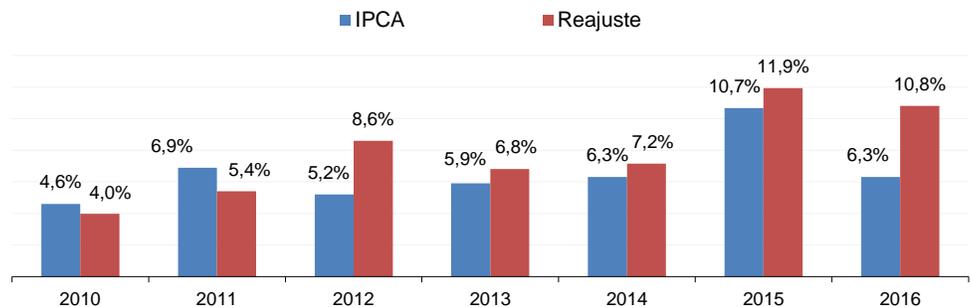
Fonte: Casan; Elaboração: Fitch

Evolução dos Índices de Cobertura



Fonte: Casan; Elaboração: Fitch.

Reajuste x Inflação



Fonte: Casan.

Estratégia

A estratégia financeira da Casan se apoia na negociação, com seu credores, para a obtenção de novos *waivers* e, assim, evitar a aceleração de sua dívida. A companhia também busca o fortalecimento de sua estrutura de capital, por meio de aportes de seu controlador. Na opinião da Fitch, esta estratégia amplia as incertezas sobre a capacidade da Casan em restabelecer adequado perfil financeiro, uma vez que a primeira parcela do aporte de capital, prevista para ocorrer ao final de junho de 2017, não se materializou.

A agressiva estratégia de investimentos da Casan nos próximos anos deverá ser suportada, principalmente, pelos recursos aprovados junto à Caixa Econômica Federal, ao Orçamento Geral da União (doações do governo) e ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), além de geração de caixa operacional. A companhia também tem acesso a recursos de instituições multilaterais, como Japan International Cooperation Agency (JICA) e AFD. A empresa tem o desafio de gerenciar de forma eficiente os investimentos programados, melhorar sua produtividade e elevar a geração operacional de caixa. A Casan também tem como estratégia concentrar esforços na assinatura de contratos de programa, a fim de oferecer maior respaldo jurídico a suas atividades nos municípios em que atua.

Estrutura Organizacional

Estrutura Organizacional — Companhia Catarinense de Águas e Saneamento (Casan)

(BRL Milhões, em 31 de março de 2016)



Celesc - Centrais Elétricas de Santa Catarina. Codesc – Companhia de Desenvolvimento do Estado de Santa Catarina.

Fonte: Casan; Cálculos: Fitch

Companhia Catarinense de Águas e Saneamento — Casan

Principais Premissas das Projeções da Fitch

- Crescimento anual de 2% no volume faturado de água e de 4% no de esgoto em 2017, e de 3% e de 5%, respectivamente, nos próximos anos;
- Reajustes tarifários com base na inflação;
- Ausência de aportes de capital;
- Investimentos anuais médios de BRL340 milhões até 2019.

(BRL 000)	Histórico			Projeções da Fitch		
	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19
Resumo da Demonstração dos Resultados						
Receita Líquida	744.696	796.925	917.429	1.020.833	1.104.899	1.194.430
Variação na Receita (%)	12,8%	7,0%	15,1%	11,3%	8,2%	8,1%
EBITDA Operacional	281.057	175.644	233.964	262.619	303.412	347.305
Margem de EBITDA Operacional (%)	37,7%	22,0%	25,5%	25,7%	27,5%	29,1%
EBITDAR Operacional	281.057	175.644	233.964	262.619	303.412	347.305
Margem de EBITDAR Operacional (%)	37,7%	22,0%	25,5%	25,7%	27,5%	29,1%
EBIT Operacional	198.873	106.471	161.463	163.926	178.523	212.592
Margem de EBIT Operacional (%)	26,7%	13,4%	17,6%	16,1%	16,2%	17,8%
Despesa Bruta com Juros	-78.270	-109.445	-137.005	-138.125	-172.439	-198.811
Lucro Antes dos Impostos	130.690	11.059	36.901	29.505	9.897	17.710
Resumo do Balanço Patrimonial						
Caixa Disponível	130.318	156.797	84.095	81.174	84.333	84.095
Dívida Total com Capital Híbrido	593.692	851.965	1.280.586	1.593.404	1.720.112	1.280.586
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido	690.882	930.702	1.280.586	1.593.404	1.720.112	1.280.586
Dívida Líquida	463.374	695.168	1.196.491	1.512.230	1.635.779	1.196.491
Resumo do Fluxo de Caixa						
EBITDA Operacional	281.057	175.644	233.964	262.619	303.412	347.305
Divid. Recebidos, Menos Divid. Distribuídos a Não Control.	—	—	—	0	0	0
Juros Pagos	-78.864	-116.609	-205.961	-138.125	-172.439	-198.811
Custo Financeiro Implícito (%)	13,3%	16,1%	22,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Juros Recebidos	—	—	—	3.703	3.814	3.929
Impostos Pagos	-20.783	-12.043	-22.607	-10.032	-3.365	-6.021
Outros Itens Antes dos Recursos das Operações	-120.879	3.525	57.039	-0	0	-0
Recursos das Operações	60.531	50.517	62.435	118.166	131.422	146.401
Margem dos Recursos das Operações (%)	8,1%	6,3%	6,8%	11,6%	11,9%	12,3%
Variação no Capital de Giro	3.243	-1.836	-47.188	-22.764	-23.293	-23.317
Fluxo de Caixa das Operações (Definido pela Fitch)	63.774	48.681	15.247	95.402	108.129	123.084
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	—	—	—	—	—	—
Investimentos no Imobilizado	-181.565	-304.329	-240.160	—	—	—
Intensidade de Capital (Invest. no Imobilizado/ Receita) (%)	24,4%	38,2%	26,2%	—	—	—
Dividendos	-16.818	-2.400	-8.565	—	—	—
Aquisições e Desinvestimentos, Líquido	—	—	—	—	—	—
Invest., Dividendos, Aquisições & Outros Itens Antes do FCF	-198.383	-306.729	-248.725	-364.094	-423.868	-246.633
Fluxo de Caixa Livre Após Aquisições & Desinvestimentos	-134.609	-258.048	-233.478	-268.692	-315.739	-123.549
Margem do FCF (Após Aquisições Líquidas) (%)	-18,1%	-32,4%	-25,4%	-26,3%	-28,6%	-10,3%
Outros Itens do Fluxo de Caixa de Invest. e Financiamento	-25.753	6.206	-10.327	0	0	0
Recursos de Dívida, Líquido	159.373	267.842	180.703	259.092	312.818	126.708
Recursos de Capital, Líquido	10.634	10.479	—	0	0	0
Variação do Saldo de Caixa	9.645	26.479	-63.102	-9.600	-2.921	3.159
Índices de Cobertura (x)						
Cobertura dos Juros pelos Recursos das Operações	1,6	1,3	1,3	1,8	1,7	1,7
Cobert. das Cobranças Fixas pelos Recursos das Operações	1,6	1,3	1,3	1,8	1,7	1,7
EBITDAR Operacional/(Despesa Bruta com Juros + Despesa com Aluguel)	3,6	1,5	1,1	1,9	1,8	1,7
EBITDA Operacional/Despesa Bruta com Juros	3,6	1,5	1,1	1,9	1,8	1,7
Índices de Alavancagem (x)						
Dívida Total Ajustada/EBITDAR Operacional*	2,5	5,3	4,4	4,9	5,3	5,0
Dívida Líquida Ajustada/EBITDAR Operacional*	2,0	4,4	4,0	4,6	5,0	4,7
Dívida Total/EBITDA Operacional*	2,1	4,9	4,4	4,9	5,3	5,0
Alavancagem Ajustada pelos Recursos das Operações	5,5	6,2	4,0	5,1	5,3	5,0
Alavancagem Líq. Ajust. pelos Recursos das Operações	4,4	5,2	3,6	4,7	5,0	4,8

*EBITDA/R Depois de Dividendos aos Associados e Minoritários

COMO INTERPRETAR AS PROJEÇÕES APRESENTADAS: As projeções apresentadas se baseiam nas projeções do cenário de rating conservador produzidas internamente na agência. As projeções não representam as estimativas dos emissores classificados. As projeções publicadas acima são apenas um componente utilizado pela Fitch para atribuir um rating ou determinar uma perspectiva de rating. As informações presentes na projeção refletem elementos significativos, porém não totais, das premissas de rating da Fitch para o desempenho financeiro do emissor. Assim, não podem ser usadas para estabelecer um rating e não devem se apoiar neste propósito. As projeções da Fitch são elaboradas com uma ferramenta de propriedade interna, que utiliza as premissas da agência sobre desempenho financeiro e operacional, que podem não refletir as premissas que o leitor faria. As definições próprias da Fitch de termos financeiros, como EBITDA, dívida ou fluxo de caixa livre, podem diferir das do leitor. A Fitch pode obter acesso, periodicamente, a informações confidenciais de elementos de planejamento futuro do emissor. Alguns elementos podem ter sido omitidos destas projeções, mesmo quando incluídos nas deliberações internas da agência, sempre que a Fitch, a seu critério, considerar que os dados possam ser sensíveis em contextos comerciais, legais ou regulatórios. As projeções (assim como a íntegra deste relatório) são produzidas estritamente de acordo com os *disclaimers* presentes no final deste documento. A Fitch pode atualizar as projeções em relatórios futuros, mas não assume responsabilidade em fazê-lo.

Fonte: Fitch Ratings.

A presente publicação não é um relatório de classificação de risco de crédito para os efeitos do artigo 16 da Instrução CVM nº 521/12.

Os ratings acima foram solicitados pelo, ou em nome do, emissor, e, portanto, a Fitch foi compensada pela avaliação dos ratings.

TODOS OS RATINGS DE CRÉDITO DA FITCH ESTÃO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR ESSAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). AS DEFINIÇÕES E TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM WWW.FITCHRATINGS.COM. OS RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS PUBLICADOS ESTÃO PERMANENTEMENTE DISPONÍVEIS NESTE SITE. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH E POLÍTICAS DE CONFIDENCIALIDADE, CONFLITOS DE INTERESSE; SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL) DE AFILIADAS, COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO "CÓDIGO DE CONDUTA".

Copyright © 2017 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall St, NY, NY 10004. Telefone:

1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Ao atribuir e manter seus ratings, a Fitch conta com informações factuais que recebe de emissores e *underwriters* e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch executa uma pesquisa razoável das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém razoável verificação destas informações de fontes independentes, na medida em que estas fontes estejam disponíveis com determinado patamar de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emitente esteja localizado, da disponibilidade e natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações pré-existentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir seus ratings, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e predições sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado.

As informações neste relatório são fornecidas "tal como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião se apoia em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhuma classificação é de responsabilidade exclusiva de um indivíduo, ou de um grupo de indivíduos. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser modificados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxação sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e *underwriters* para avaliar os títulos. Estes preços geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante um único pagamento anual. Tais valores podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e distribuição por meios eletrônicos, a pesquisa da Fitch poderá ser disponibilizada para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.