

Concessionária Rio-Teresópolis

CRT

Relatório Analítico

Ratings

Nacional
Rating de Longo Prazo AA(bra)

Perspectiva
Rating Nacional de Longo Prazo Estável

Dados Financeiros

Concessionaria Rio-Teresópolis (CRT)		
BRL Milhões	30/06/14	31/12/13
Receita	216	218
EBITDA	118	115
Marg. EBITDA (%)	55	53
FFO	70	65
FCF	8	(9)
Caixa	36	13
Dívida Total Aj.	88	82
Dívida Total Aj./EBITDAR	0,7	0,7
Alavancagem Ajust. Pelo FFO	0,9	1,0
EBITDA/Despesa Bruta com Juros	4,5	5,9

Principais Fundamentos do Rating

Ausência de Reajuste Tarifário: A decisão do regulador de não conceder reajuste tarifário anual, em 2013 e 2014, é negativa para a CRT, pois traz incertezas quanto a reajustes futuros. Por outro lado, as pressões sobre a geração de caixa operacional, resultado dos aumentos de custos sem contrapartida de aumento de tarifa, têm sido compensadas por um menor compromisso com investimentos nos últimos dois anos, visando o reequilíbrio econômico-financeiro do contrato.

Risco Político Moderado: O risco político do setor de concessões rodoviárias no Brasil se intensificou nos últimos 18 meses, uma vez que algumas destas concessões têm enfrentado desafios na aplicação dos reajustes tarifários. Na opinião da Fitch, o resiliente histórico do arcabouço regulatório do setor se enfraqueceu moderadamente no período, ainda que a ausência de reajustes tarifários tenha sido parcialmente compensada por meio de outras variáveis contratuais, que preservaram o equilíbrio econômico-financeiro das concessões.

FCF Pressionado por Investimentos: Em 2015, o fluxo de caixa livre (FCF) da CRT deve ser pressionado por maiores investimentos, estimados entre BRL60 milhões e BRL70 milhões, frente à média anual de BRL45 milhões de 2011 a 2013. A Fitch acredita que o FCF positivo esperado para 2014 se reverta para cerca de BRL30 milhões negativos em 2015, caso a companhia mantenha sua política de distribuição de dividendos de BRL25 milhões a BRL30 milhões.

Alavancagem Deve Permanecer Baixa: A CRT apresenta estrutura de capital conservadora, e sua alavancagem deve permanecer abaixo de 1,0 vez. No período de 12 meses encerrado em 30 de setembro de 2014, a alavancagem líquida, medida por dívida líquida /EBITDA, era de 0,4 vez. A Fitch espera que o indicador aumente moderadamente até 2015, como resultado da menor geração de EBITDA, aliada à elevação da dívida para financiar seus investimentos.

Adequado Perfil de Dívida: A liquidez da CRT é suportada por sua forte capacidade de geração de caixa operacional. Apesar de a posição de caixa da companhia ser historicamente baixa, a relação caixa disponível mais fluxo de caixa das operações (CFFO) por dívida de curto prazo é forte — atingiu 5,0 vezes no período de 12 meses encerrado em setembro de 2014.

Flexibilidade na Distribuição de Dividendos: A política da concessionária é distribuir, no mínimo, 75% de seu lucro líquido como remuneração a debenturistas e pagamento de dividendos. Porém, sempre que necessário, como quando está mais pressionada pelo programa de investimentos e diante de desafios impostos pelo aumento do risco político, a CRT se mostra proativa em gerenciar com cautela decisões referentes às remunerações a acionistas e debenturistas, a fim de proteger seus fluxos de caixa e indicadores de crédito.

Sensibilidades do Rating

Ações Positivas: Uma elevação do rating da CRT não é provável a curto e médio prazo, dadas a maior expectativa de consumo de caixa em função de investimentos, a menor geração de caixa e a contínua incerteza em relação aos reajustes tarifários.

Ações Negativas: O rating da CRT poderá ser negativamente impactado em caso de aumento significativo da alavancagem, como resultado de um forte e recorrente enfraquecimento de sua geração de caixa operacional. Maiores pressões sobre o fluxo de caixa da companhia para financiar investimentos ou distribuir volumes elevados de resultados a acionistas e debenturistas também impactariam o rating de forma negativa. Um aumento da instabilidade política do setor de concessões rodoviárias também pode pressionar o rating.

Pesquisa Relacionada

Fitch Afirma Rating Nacional 'AA(bra)' da CRT; Perspectiva Estável, 05 de novembro de 2014.

Analistas

Gisele Paolino
+55 21 4502-2624
gisele.paolino@fitchratings.com

Wellington Senter
+55 21 4503-2606
wellington.senter@fitchratings.com

Panorama Financeiro

Liquidez e Estrutura da Dívida

A liquidez da CRT é suportada por sua robusta capacidade de geração de CFFO positivo e estável, mitigando o risco de operar com reduzida posição de caixa. O CFFO da companhia está em linha com a necessidade de amortização de suas obrigações financeiras. Em 30 de junho de 2014, a companhia reportou dívida total de BRL88 milhões, dos quais BRL21 milhões, ou 24%, venciam no curto prazo.

O perfil da dívida da CRT se beneficia, ainda, da flexibilidade da estrutura das debêntures híbridas, cujo saldo era de BRL17,8 milhões ao final de junho de 2014. A remuneração das debêntures é baseada nos resultados da companhia, e seu pagamento ocorre por meio da distribuição de um percentual do lucro líquido da CRT, estimado em 75%. As debêntures são conversíveis em ações preferenciais, e seu vencimento está programado para o término da concessão, em 2021.

A companhia também provou desfrutar de importante flexibilidade financeira, já que vem gerenciando com cautela decisões referentes a remunerações a debêntures e sócios, de forma a proteger o fluxo de caixa e os conservadores indicadores de crédito. Na visão da Fitch, a flexibilidade da política de distribuição de resultados é positiva e indica o forte comprometimento dos acionistas e debenturistas com a solidez financeira da companhia. A agência considera que, em caso de pressões no fluxo de caixa, a estratégia de preservação das medidas de crédito da CRT será mantida.

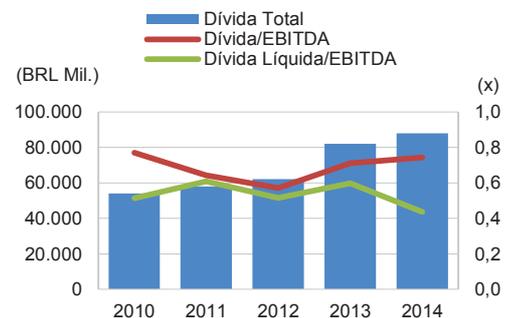
A companhia também possui uma robusta estrutura de capital. No período de 12 meses encerrado em 30 de junho de 2014, a alavancagem líquida, medida por dívida líquida/EBITDA, foi de 0,4 vez, e o índice de cobertura dos juros, que inclui a remuneração aos debenturistas, pelos recursos das operações (FFO) foi de 3,6 vezes. A Fitch acredita que a alavancagem líquida da empresa aumentará ligeiramente até 2015, como resultado da menor geração de EBITDA, aliada à elevação da dívida para financiar seus investimentos. Este índice, entretanto, deve permanecer conservador, abaixo de 1,0 vez. A CRT deverá financiar os investimentos na rodovia que administra combinando geração de caixa e captação de linhas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), de prazo alongado e custo competitivo.

Vencimento da Dívida e Liquidez

Em 30 de junho de 2014.	BRL Milhares
Curto Prazo	21.037
Dois Anos	8.663
Três Anos	18.733
Quatro Anos	15.613
Cinco Anos	10.313
Após cinco anos	13.684
CFFO	70.206
Caixa	36.355

Fonte: Dados da Companhia

Dívida Total e Alavancagem



Fonte: CRT, Fitch

Metodologia Aplicada

Metodologia de Ratings Corporativos – Incluindo Ratings de Curto Prazo e Vínculo Entre Matrizes e Subsidiárias (Maio de 2014)

Metodologia de Ratings em Escala Nacional (Outubro de 2013)

Análise de Fluxo de Caixa

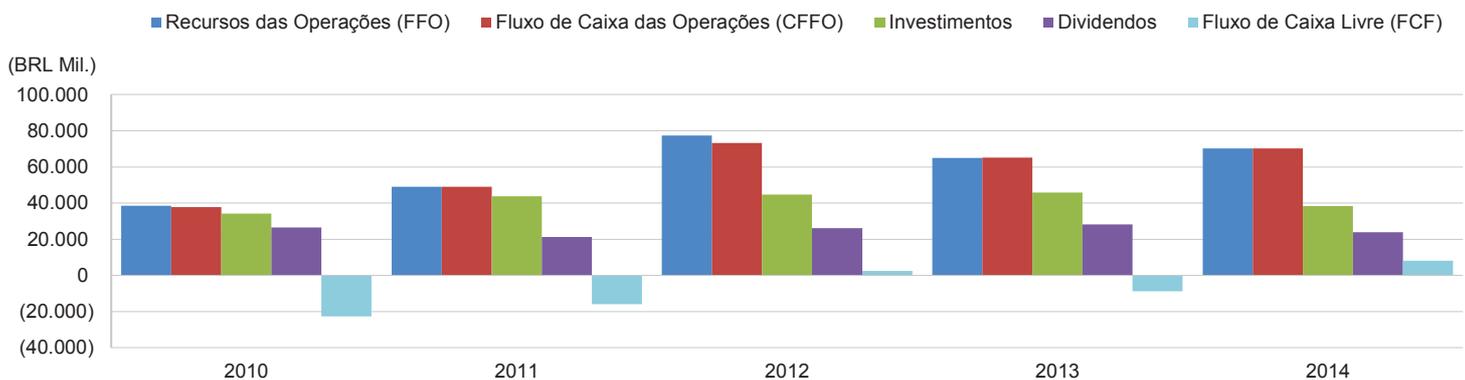
A receita líquida da CRT (excluindo a receita de construção) tem aumentado consistentemente nos últimos anos devido a uma combinação de crescimento de tráfego e reajustes tarifários. De 2009 a 2013, esta receita cresceu a uma taxa média anual de 10%. No período de 12 meses encerrado em junho de 2014, a receita líquida, excluindo a de construção, de BRL179,5 milhões, foi apenas 6,0% maior do que a apurada no mesmo período do ano anterior,

beneficiando-se somente do aumento de tráfego de 4,6% no intervalo, já que o reajuste tarifário previsto para setembro de 2013 não foi concedido. O resultado dos próximos 12 meses também impactado em função do reajuste tarifário previsto para setembro de 2014 novamente não ter sido concedido.

A Fitch acredita que a CRT continuará reportando volumes de EBITDA e de FFO em patamares adequados, que suportem seu rating, apesar do ambiente econômico e político mais desafiador. A ausência dos reajustes tarifários, em setembro de 2013 e de 2014, tem reduzido gradualmente as margens de EBITDA da companhia, quando calculada sobre a receita operacional (desconsiderando-se a receita de construção), que decresceu para 65,9% no período de 12 meses encerrado em junho de 2014, em comparação a 66,2%, em 2013, e 67%, em 2012. Nos mesmos períodos, a CRT reportou EBITDA de BRL118,3 milhões, BRL115,3 milhões e de BRL108,7 milhões, respectivamente. Para 2014, as projeções da Fitch indicam um EBITDA de BRL120 milhões, com ligeira redução em 2015, para aproximadamente BRL118 milhões. Em suas projeções, a agência considerou que a companhia será autorizada a reajustar suas tarifas em setembro de 2015 em parâmetros próximos à variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) dos últimos 12 meses. A margem de EBITDA deve se manter no intervalo de 62%-65% nos próximos 24 meses.

O FCF da CRT deverá ser pressionado por maiores investimentos, em 2015, estimados entre BRL60 milhões e BRL70 milhões, frente à média anual de aproximadamente BRL45 milhões de 2011 a 2013. Para o exercício de 2014, os investimentos da CRT devem se manter em patamares moderados, em torno de BRL30 milhões, uma vez que importantes investimentos foram postergados para 2015, como parte da negociação com o poder concedente no tocante a preservar o equilíbrio econômico-financeiro da concessão. A Fitch acredita que o FCF positivo esperado para 2014 se reverta para cerca de BRL30 milhões negativos em 2015, caso a companhia mantenha sua política de distribuição de dividendos de BRL25 milhões a BRL30 milhões.

Desempenho do Fluxo de Caixa



Fonte: CRT, Fitch.

Análise entre Pares do Setor

Histórico de Rating

Data	Rating Nacional	Perspectiva/Observação
04-nov-2014	AA(bra)	Estável
07-nov-2013	AA(bra)	Estável
14-nov-2012	AA(bra)	Estável
09-dez-2011	AA-(bra)	Estável
06-jan-2011	A+(bra)	Estável
06-jan-2010	A+(bra)	Estável
15-dez-2008	A+(bra)	Estável
15-nov-2007	A+(bra)	Estável
10-abr-2007	A+(bra)	Estável

Fonte: Fitch

Análise entre Pares

Em milhões de reais	CRT	CCR	TPI	Invepar
LTM	30/06/14	30/06/14	30/06/14	30/06/14
Rating de Longo Prazo	AA(bra)	AA+(bra)	A+(bra)	A(bra)
Perspectiva	Estável	Estável	Estável	Estável

Estatísticas financeiras

Receita Líquida	216	6.663	1.062	5.606
Varição de Receita (%)	5	12	10	-
EBITDA(R)	118	3.774	508	1.381
Margem do EBITDA(R) (%)	55	52	48	25
Fluxo de Caixa Livre	8	(996)	(352)	(3.188)
Dívida Total Ajustada	88	10.735	1.486	20.609
Caixa e Aplicações Financeiras	36	1.690	234	2.327
Recursos das Operações	70	1.795	235	889
Investimentos	(38)	(1.365)	(582)	(3.904)

Métricas de crédito (x)

EBITDA/Despesa Bruta com Juros	4,5	3,2	3,3	4,9
(FCL+Disponibilidades)/Serviço da Dívida	1,5	0,4	0,1	(0,3)
Dívida Ajustada/EBITDA	0,7	2,8	2,9	14,9
Cobertura dos Juros pelos Recursos das Operações	3,6	3,1	2,4	3,8

Fonte: Fitch.

Perfil da Empresa/Grupo

A CRT é a empresa responsável por operar a concessão da Rodovia Rio-Teresópolis (BR-116/RJ), que liga a Região Metropolitana do Rio de Janeiro à divisa com Minas Gerais, próxima à cidade de Além Paraíba (RJ).

A Rio-Teresópolis possui 142,5 quilômetros. Ao longo de sua extensão, existiam originalmente quatro praças de pedágio, sendo duas principais (PN1 e PN2) e duas auxiliares, todas bidirecionais. Atualmente, das praças principais, somente a PN1 está ativa, uma vez que a cobrança de pedágio na PN2 foi temporariamente suspensa em setembro de 2009 pela Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT). A suspensão está relacionada à localização da praça em área urbana, o que faz com que a cobrança de pedágio neste local acarrete questões sociais à CRT. Do total do fluxo da rodovia, cerca de 40% dos veículos equivalentes correspondem a veículos leves e 60%, a veículos pesados. O desempenho da rodovia é afetado principalmente pela renda da população, pelo desempenho da economia e pela existência de rotas alternativas (rotas de fuga) para não-pagamento de pedágio.

A Rio-Teresópolis não apresenta risco significativo de concorrência, já que é a única rota que liga diretamente Duque de Caxias, zona industrial do Rio de Janeiro, ao nordeste do Estado. Não existe, ainda, projeto que ameace sua posição dominante na região atendida.

Tráfego

Por ser uma concessão madura, o tráfego na CRT tende a crescer a uma taxa moderada, abaixo do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro. Alguns fatores não recorrentes influenciaram pontualmente o tráfego da CRT em alguns períodos. No terceiro trimestre de 2009, a suspensão temporária da cobrança de pedágio na PN2 resultou na redução de 1,7% do tráfego total pedagiado, em relação ao ano anterior. Em 2011 e 2012, a retomada no crescimento do tráfego esteve positivamente relacionada ao tráfego de veículos que atendiam as obras de construção do Complexo Petroquímico do Estado do Rio de Janeiro (Comperj). Em 2011 e 2012, o tráfego da CRT cresceu a expressivas taxas — 6,2% e 5,8%,

CRT - Tráfego de Veículos Equivalentes

(milhares)

Ano	Total	Varição
2008	14.212	7,6%
2009	13.966	-1,7%
2010	13.977	0,1%
2011	14.848	6,2%
2012	15.711	5,8%
2013	15.920	1,3%
Jun/14*	16.404	3,0%

* Período de 12 meses.

Fonte: CRT

respectivamente. Em 2013, o tráfego cresceu apenas 1,3%, muito influenciado pela economia tímida, enquanto nos primeiro semestre de 2014, o crescimento de apenas 0,8% no tráfego de veículos pesados foi positivamente compensado pela evolução de 15,3% no tráfego de veículos leves, impulsionado pelo clima e pelo calendário favorável ao turismo na Região Serrana do Rio de Janeiro.

Tarifa

A receita da companhia advém da cobrança de pedágios, cuja tarifa é reajustada anualmente, em setembro. O valor tem como base uma fórmula paramétrica preestabelecida no contrato de concessão, que visa a refletir variações nos custos de empresas de concessão rodoviária. Também são considerados os investimentos feitos na rodovia naquele ano e que não foram contemplados no contrato. As tarifas praticadas pressupõem o equilíbrio econômico-financeiro da concessão e podem ser revistas caso haja desequilíbrio para melhor ou para pior.

Em setembro, 2013 e 2014, o governo federal não concedeu o reajuste tarifário anual às concessionárias de rodovias, resultado do instável ambiente econômico e político desencadeado, principalmente, pelo movimento da população contra o aumento do custo de transportes no país. Em contrapartida à não-aplicação do reajuste tarifário, a agência autorizou o realinhamento do programa de investimento da CRT, visando o reequilíbrio econômico-financeiro do contrato. Outro ponto importante é o reconhecimento pela ANTT do desequilíbrio provocado pelos dois anos (2012 e 2013) sem o componente de reajuste tarifário referente à suspensão de cobrança de pedágio em uma das praças principais. A CRT aguarda o posicionamento da agência quanto a esta compensação.

A companhia foi criada por um grupo de empresas do segmento de construção civil para assumir a atividade da rodovia, pertencente, até então, ao governo federal. Em 25 de novembro de 1995, a CRT e a União assinaram o contrato de concessão, com vigência de 25 anos. Em 22 de março de 1996, a CRT assumiu a administração da rodovia. Atualmente, o controle acionário da empresa é compartilhado por Invepar, Strata, Queiroz Galvão e Carioca Engenharia, que juntas possuem cerca de 84% das ações ordinárias da empresa, regidas por um acordo de acionistas.

Aspectos Regulatórios e do Setor

Nos últimos 15 anos, o setor de concessões rodoviárias no Brasil tem apresentado evolução significativa. A indústria foi beneficiada pelo marco regulatório confiável, pelo crescente tráfego de veículos e pela adequada disponibilidade de crédito, principalmente do BNDES, que proporciona dívida com prazos mais adequados à maturação dos projetos rodoviários, a custos atrativos. Linhas de crédito de organismos multilaterais também têm sido ofertadas em abundância, ainda que, em sua maioria, as empresas optem por financiar os projetos pelo BNDES, o que elimina o risco cambial do negócio.

A maior preocupação das concessionárias no início do programa de concessões rodoviárias no Brasil era o ambiente regulatório, que contemplava forte risco político. Contudo, a experiência de mais de uma década desta atividade no país indica que os contratos estão sendo respeitados e que o arcabouço legal é favorável às concessionárias. Este histórico tem dado maior confiança à maturidade da União e dos estados em compreender a relevância do cumprimento dos contratos de concessões rodoviárias, aliada à proteção jurídica destes acordos, quando testados no Judiciário.

No entanto, alguns receios voltaram à tona recentemente, quando o poder concedente negou o reajuste tarifário a algumas concessionárias de rodovias em 2013. A decisão foi consequência de manifestações populares contra o aumento das tarifas dos transportes e dos custos dos serviços públicos. A Fitch entende que o impacto dessas medidas na geração de caixa operacional das companhias é limitado, uma vez que existem outras formas de compensação previstas nos contratos, como postergação de investimentos, subsídios do governo e extensão do prazo das concessões.

CRT - Tarifa Média

(BRL)

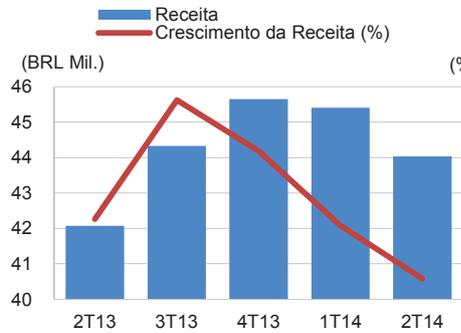
Ano	Total	Varição
2008	6,92	8,0%
2009	7,91	14,3%
2010	9,02	14,0%
2011	9,97	10,5%
2012	11,31	13,4%
2013	11,69	2,7%
Jun/14*	11,94	2,1%

* Período de 12 meses.

Fonte: CRT

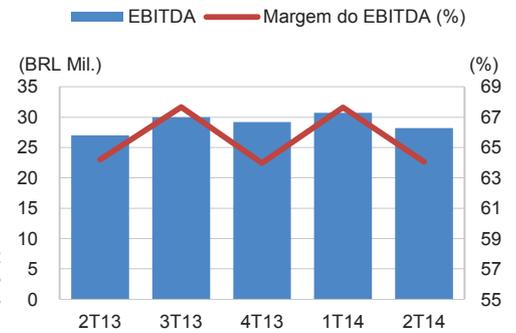
Além do risco político inerente ao setor de atuação dessas companhias, existe ainda o de exposição à volatilidade do tráfego, estritamente correlacionado ao comportamento da economia brasileira. Como a matriz de transportes nacional é altamente dependente do tráfego rodoviário, uma flutuação na economia deverá impactar esse setor na mesma direção. Até o momento, o comportamento do tráfego nas rodovias brasileiras tem sido positivo.

Análise da Receita



Fonte: CRT, Fitch.

Análise do EBITDA



Fonte: CRT, Fitch.

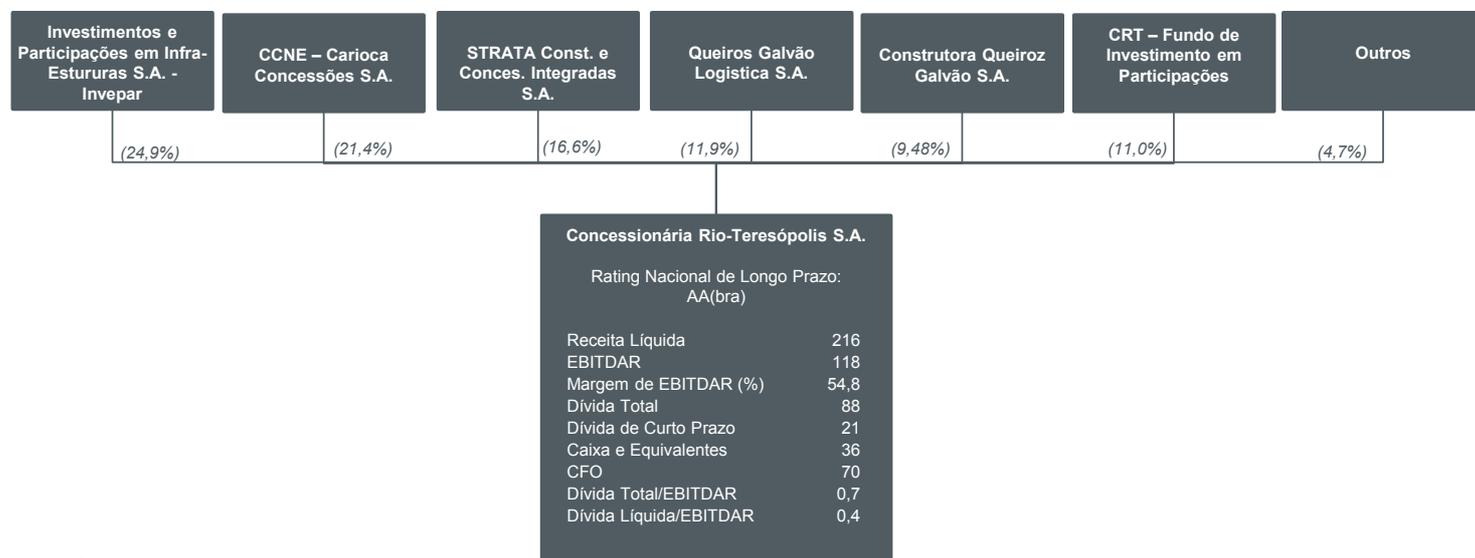
Estratégia

A estratégia operacional da CRT é manter os investimentos previstos no contrato de concessão para que os reajustes de tarifas possam ser aprovados anualmente pelo órgão regulador. Atualmente, a companhia tem se esforçado em manter ativas as conversas com o poder concedente a fim de reequilibrar o contrato o quanto antes.

No aspecto financeiro, a companhia tem como metas manter a alavancagem reduzida e maximizar o fluxo de dividendos para os acionistas e a participação nos lucros para os debenturistas. A Fitch espera que a CRT continue administrando com cautela sua estratégia financeira, baseada em baixa exposição a volumes mais elevados de dívida e preservação de fortes graus de coberturas das dívidas contabilizadas no curto prazo.

Estrutura Corporativa

Estrutura Organizacional — Concessionária Rio-Teresópolis S.A. (CRT)
(Em junho de 2014, BRL Milhões)



Fonte: CRT e Fitch.

Resumo Financeiro — Concessionária Rio-Teresópolis (CRT)

BRL 000	LTM				
Rentabilidade	30/6/14	2013	2012	2011	2010
EBITDA	118.330	115.264	108.700	90.358	70.035
EBITDAR	118.330	115.264	108.700	90.358	70.035
Margem de EBITDA (%)	54,8	52,9	53,6	51,0	47,0
Margem de EBITDAR (%)	54,8	52,9	53,6	51,0	47,0
Retorno das Operações sobre Capitalização Total Ajustada (%)	39,8	39,3	56,6	43,7	49,1
Margem do Fluxo de Caixa Livre (%)	3,7	(4,0)	1,2	(9,0)	(15,2)
Retorno sobre Capitalização Total Ajustada Média (%)	34,7	41,9	49,3	56,5	44,8
Coberturas (x)					
Cobertura dos Juros pelos Recursos das Operações	3,6	4,3	4,9	4,2	2,9
EBITDA/Despesa Bruta com Juros	4,5	5,9	5,5	5,9	3,5
EBITDAR/(Despesa Bruta com Juros + Despesa com Aluguel)	4,5	5,9	5,5	5,9	3,5
EBITDA/Serviço da Dívida	2,5	3,5	3,1	3,2	2,2
EBITDAR/Serviço da Dívida	2,5	3,5	3,1	3,2	2,2
Cobertura das Cobranças Fixas pelos Recursos das Operações	3,6	4,3	4,9	4,2	2,9
Cobertura do Serviço da Dívida pelo Fluxo de Caixa Livre (FCF + Disponibilidades)/Serviço da Dívida	0,7	0,3	0,6	(0,0)	(0,1)
Fluxo de Caixa das Operações/ Investimentos	1,8	1,4	1,6	1,1	1,1
Estrutura de Capital e Alavancagem (x)					
Alavancagem Ajustada pelos Recursos das Operações	0,9	1,0	0,6	0,9	0,9
Dívida Total com Capital Híbrido/EBITDA	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8
Dívida Líquida com Capital Híbrido/EBITDA	0,4	0,6	0,5	0,6	0,5
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido/EBITDAR	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8
Dívida Líquida Ajustada com Capital Híbrido/EBITDAR	0,4	0,6	0,5	0,6	0,5
Custo Financeiro Implícito (%)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,5
Dívida Securitizada/Dívida Total	—	—	—	—	—
Dívida de Curto Prazo/Dívida Total	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Balanço Patrimonial					
Ativo Total	260.414	239.328	199.852	170.142	146.426
Caixa e Equivalentes	36.355	13.091	6.115	3.078	18.041
Dívida de Curto Prazo	21.037	13.364	14.945	12.854	12.306
Dívida de Longo Prazo	67.006	68.599	47.158	45.224	41.723
Dívida Total	88.043	81.963	62.103	58.078	54.029
Patrimônio Líquido Total	151.499	131.549	109.272	87.060	65.198
Capitalização Total Ajustada	239.542	213.512	171.375	145.138	119.227
Fluxo de Caixa					
Recursos das Operações	70.291	64.990	77.396	48.964	38.476
Varição no Capital de Giro	(85)	134	(4.113)	43	(645)
Fluxo de Caixa das Operações	70.206	65.124	73.283	49.007	37.831
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	—	—	—	—	—
Investimentos no Imobilizado	(38.346)	(45.788)	(44.609)	(43.738)	(34.092)
Dividendos	(23.814)	(28.157)	(26.163)	(21.135)	(26.466)
Fluxo de Caixa Livre	8.046	(8.821)	2.511	(15.866)	(22.727)
Aquisições e Desinvestimentos, Líquido	—	—	—	—	—
Outros Investimentos, Líquido	—	—	—	—	—
Recursos de Dívida, Líquido	20.755	18.874	1.186	522	21.465
Recursos de Capital, Líquido	—	—	—	—	—
Outros	(323)	(3.077)	(660)	381	479
Varição do Saldo de Caixa	28.478	6.976	3.037	(14.963)	(783)
Demonstração de Resultados					
Receita Líquida	215.822	217.903	202.679	177.263	149.112
Varição na Receita Líquida (%)	5,0	7,5	14,3	18,9	22,0
Lucro Operacional	97.702	96.806	94.854	81.307	63.808
Despesa Bruta com Juros	26.399	19.387	19.921	15.295	20.035
Despesa com Aluguel	—	—	—	—	—
Lucro Líquido	47.847	50.436	48.379	42.997	27.907

Fonte: Relatórios da Empresa.

A presente publicação não é um relatório de classificação de risco de crédito para os efeitos do artigo 16 da Instrução CVM nº521/12.

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 © 2014 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. One State Street Plaza, 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 honorários de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e *underwriters* para avaliar os títulos. Estes honorários 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 o pagamento de uma única taxa anual. Tais honorários 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.