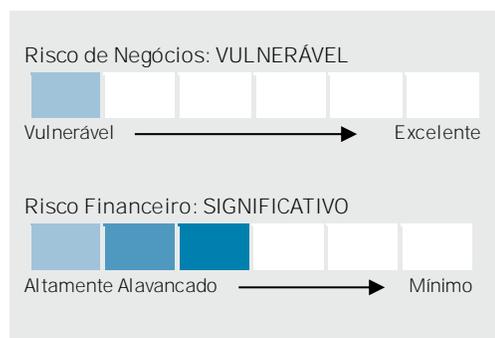


Análise Detalhada

Agro Indústrias do Vale do São Francisco S.A.

11 de maio de 2022

Resumo de Classificação de Ratings



ANALISTA PRINCIPAL

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

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

Bruno Matelli
São Paulo
55 (11) 3039-9762
bruno.matelli
@spglobal.com

Rating de Crédito de Emissor

Escala Nacional Brasil

brA/Estável/--

Destaques da Análise de Crédito

Resumo

Principais pontos fortes	Principais riscos
Operação 100% composta de cana-de-açúcar própria em terras próprias, não incorrendo risco de fornecimento de cana de terceiros.	Escala limitada e alta concentração geográfica, operando uma única usina de processamento.
Única processadora de cana na região onde opera, com prêmio de preços pela vantagem logística.	Liquidez menos que adequada.
Histórico de baixa alavancagem e política financeira conservadora, com um índice de dívida bruta sobre EBITDA projetados próximo a 1,0x.	Custos mais caros e menor volume pela chuva intensa.

Menor volume de moagem, mas cenário favorável de preços sustenta geração de caixa. A Agro Indústrias do Vale do São Francisco S.A. (Agrovale) registrou queda de 2% no volume de moagem de cana no ano-safra encerrado em dezembro de 2021, totalizando cerca de 1,8 milhão de toneladas, versus 1,9 milhão em 2019. Diferentemente de seus pares localizados na região Centro-Sul, que tiveram seus volumes afetados pela seca ao longo de 2021, a menor moagem da Agrovale se deve ao menor nível de plantio no ano de 2020, devido à pandemia de COVID-19. A companhia espera recuperar seus níveis de moagem gradualmente a partir de 2022 após a normalização do plantio. Esse fator, em conjunto com o cenário favorável de preços, dará suporte ao crescimento da geração de caixa, que projetamos em torno de R\$ 290 milhões ao longo das próximas safras.

Política financeira conservadora mantém a baixa alavancagem. A Agrovale tem apresentado um histórico de baixa alavancagem em virtude, principalmente, de uma política financeira mais conservadora. O índice de dívida bruta sobre EBITDA projetado foi próximo de 1,0x em 2021, frente a 1,4x em 2020. Projetamos uma geração de fluxo de caixa operacional livre (FOCF – *free operating cash flow*) positiva nos próximos anos, com capex próximo aos níveis de manutenção e continuidade do cenário favorável relacionado aos preços de açúcar e etanol, que devem contribuir para o índice de alavancagem ficar abaixo de 1,0x nos próximos anos.

Impactos do conflito no Leste Europeu no fornecimento de fertilizantes. O conflito entre Rússia e Ucrânia tem gerado preocupações em relação a possíveis impactos na alta dos preços dos insumos e o risco da escassez de fertilizantes, uma vez que a Rússia é um dos principais exportadores, especialmente de cloreto de potássio, um dos fertilizantes mais utilizados no cultivo da cana-de-açúcar. Apesar de ser uma potência agrícola, o Brasil não é autossuficiente na produção desses insumos e importa a maior parte do que consome, sendo o cloreto de potássio um dos principais. A Agrovale tem adotado iniciativas para resguardar seu fornecimento, dentre elas o uso do nitrato e o sulfato combinado com ureia em algumas das áreas do plantio, e aumentando o uso de substitutos orgânicos, como a torta de filtro. Ainda não vimos a falta de volume de fertilizante, mas o impacto no custo, apesar de relevante, é mitigado pelo bom momento dos preços.

Perspectiva

A perspectiva estável demonstra nossa expectativa de que os preços altos do açúcar e o prêmio logístico continuarão beneficiando a Agrovale. Nesse contexto, com os investimentos em níveis próximos aos de manutenção, a geração de caixa livre será positiva em cerca de R\$ 55 milhões nos próximos anos, mantendo a dívida bruta sobre EBITDA no patamar de 1,0x.

Cenário de rebaixamento

Poderemos realizar uma ação de rating negativa nos próximos anos se a Agrovale enfrentar uma conjuntura menos favorável, com queda nos preços do açúcar associada à redução dos seus níveis de produtividade operacionais e aumento da capacidade ociosa. Nessas circunstâncias, esperaríamos uma deterioração na liquidez e dificuldade de refinanciamento das suas dívidas de curto prazo. Além disso, a adoção de uma política de expansão mais agressiva, com aumento de investimentos e uma consequente geração de FOCF negativa ou aumento significativo de dividendos, poderia também levar a um rebaixamento.

Cenário de elevação

Uma ação de rating positiva é de certa forma limitada pela escala da empresa, mas poderia ocorrer se a empresa mantivesse a geração de FOCF positiva e baixa alavancagem, apresentando melhoras graduais na sua liquidez, mesmo em um contexto de preços mais baixos e maiores investimentos. Nesse cenário, o custo de produção seria mais competitivo e veríamos a melhora da sua eficiência operacional e geração de caixa, sustentando um perfil de endividamento suave nos próximos anos.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- Inflação média no Brasil de cerca de 8,9% em 2022 e 4,1% em 2023, afetando os custos com insumos e mão de obra (colheita, transporte e custos industriais);
- Taxa de câmbio média de R\$ 5,20/US\$1,00 em 2022 e R\$ 5,25/US\$1,00 em 2023;
- Preços internacionais do petróleo Brent de cerca de US\$ 85 por barril em 2022 e US\$ 70 por barril em 2023;
- Preço médio do açúcar cristal um pouco acima de R\$2.737 por tonelada em 2022, variando de acordo com os preços futuros do açúcar NY#11 e taxa de câmbio;
- Preços médios do etanol hidratado e anidro perto de R\$ 4,1 e R\$ 3,7 por litro, respectivamente, e aumentando de acordo com os preços internacionais do petróleo e a taxa média de câmbio;
- Volumes totais de moagem de quase 1,7 milhão de tonelada de cana em 2022 e 2023;
- Investimentos de quase R\$ 240 milhões na safra atual, permanecendo estável nas próximas safras, principalmente relacionado a tratamentos culturais;
- Distribuição de dividendos de 25% nos próximos anos.

Principais Métricas

R\$ Bilhões	2021r	2022e	2023e	2024e
Receita	529,4	520-540	490-510	460-480
EBITDA	398,6	360-380	330-350	300-320
Margem EBITDA (%)	75,3	68-70	66-68	64-66
Geração interna de caixa (FFO)	356,0	300-350	290-340	250-300
Investimentos (capex)	226,7	240	240	240
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	50,7	50-55	55-60	45-50
Dividendos	11,5	20-30	15-25	13-23
Dívida	410	320-340	280-300	240-260
Dívida/EBITDA (x)	1,0	0,6-1,1	0,6-1,1	0,5-1,0
FFO/dívida (%)	86,9	97-102	105-110	112-117
FOCF/dívida (%)	12,4	13-18	17-22	16-21
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	11,3	18-23	20-25	22-27
Cobertura de juros pelo FFO (x)	11,1	17-22	19-24	21-26

*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings. r-Realizado. e-Estimado.

Descrição da Empresa

Sediada em Juazeiro, no estado da Bahia, a Agro Indústrias do Vale do São Francisco S.A. – Agrovale - é uma processadora de cana-de-açúcar que atua na exploração agrícola, fabricação e comércio de açúcar, etanol e na cogeração e comercialização de energia elétrica.

Como única produtora na região e por estar localizada no semiárido brasileiro, possui uma plantação totalmente irrigada e opera com 100% de cana em terra própria. A Agrovale tem como acionistas controladores a São Francisco Administração e Participações S.A. e a Control Administração e Participações S.A. A empresa registrou em 2021 receita de R\$ 529 milhões e EBITDA de R\$ 398 milhões.

Comparação com os pares

Selecionamos como pares empresas que, assim como a Agrovale, atuam no setor de açúcar e energia. A Cerradinho Bioenergia S.A. (Cerradinho) também é uma usina de pequeno porte e que possui um perfil de risco de negócios fraco, principalmente devido à falta de flexibilidade do mix de produção e à bastante concentração geográfica. Em comparação com a Agrovale, a Cerradinho apresenta uma posição de liquidez mais forte, mantendo de forma consistente suas fontes de caixa sobre usos, escala maior e tem se diversificado com o etanol de milho.

A Bioenergética Vale do Paracatu S.A. (Bevap) opera em uma única usina 100% irrigada e possui um perfil de risco de negócios classificado como vulnerável, assim como a Agrovale. A Bevap, entretanto, possui uma liquidez fraca, justificada por um déficit de fontes sobre uso de caixa. Ambas se beneficiaram das condições de mercado apresentadas ao longo do último ano.

Comparação com os pares			
	Agrovale	Cerradinho Bioenergética S.A.	Bevap
Rating de emissor - Escala Nacional Brasil	brA/Estável/--	brAA/Positiva/brA-1+	brBB/Estável/--
Período	Anual	Anual	Anual
Ano fiscal findo em	31-Dez-2022	31-Mar-2022	31-Mar-2022
Milhões	R\$	R\$	R\$
Receita	533,9	2.613,7	870,3
EBITDA	369,8	1.180,7	500,2
Geração interna de caixa (FFO)	329,6	1.033,9	399,2
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	292,1	1.048,5	386,1
Investimentos (capex)	240,0	754,5	250,0
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	52,1	294,0	136,1
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	25,3	214,5	107,1
Caixa e investimentos de curto prazo	178,8	785,7	76,2
Dívida	330,0	1.936,3	910,7
Patrimônio líquido	521,7	1.497,6	662,9
Margem EBITDA (%)	69,3	45,2	57,5
Retorno sobre capital (%)	15,3	25,5	19,6
Dívida/EBITDA (x)	0,9	1,6	1,8
FOCF/dívida (%)	15,8	15,2	14,9
DCF/dívida (%)	7,7	11,1	11,8

Risco de Negócios: Vulnerável

O perfil de risco de negócios da Agrovale leva em consideração o fato de que a empresa opera em uma única usina com baixa escala. Embora apresente altos níveis de produtividade, a Agrovale ainda possui baixa eficiência operacional, dado o alto custo de produção necessário para suportar seu sistema de irrigação. Como fatores compensadores, a empresa tem algumas vantagens competitivas devido à sua localização na região Nordeste do Brasil, que carece de abastecimento tanto de açúcar quanto de etanol, e beneficia-se da venda de cotas de exportação e do prêmio logístico nas vendas de etanol.

Risco Financeiro: Significativo

Acreditamos que a estrutura financeira da Agrovale Brasil seria capaz de sustentar um possível deterioramento de suas métricas em um cenário de indústria e mercado menos favorecido. Acreditamos também que a Agrovale manterá o índice de endividamento bruto próximo de 1,0x nos próximos cinco anos, ainda tomando proveito de suas vantagens competitivas e preços favoráveis. Contudo, dadas as características da indústria, nossa análise de risco financeiro incorpora os efeitos negativos da volatilidade do fluxo de caixa relacionada ao setor.

Resumo Financeiro					
Fim do período					
Período de reporte	2021	2020	2019	2018	2017
Moeda	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Receitas	529,4	343,2	360,0	300,7	258,9
EBITDA	398,6	236,7	205,2	181,5	248,0
Geração interna de caixa (FFO)	356,0	229,1	183,6	163,8	231,0
Despesas com juros	21,1	7,2	18,4	18,3	17,0
Fluxo de caixa operacional (OCF)	277,4	224,3	191,4	157,7	206,1
Investimentos (capex)	226,7	181,2	183,0	198,9	243,5
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	50,7	43,1	8,4	(41,3)	(37,4)
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	39,1	35,4	3,3	(42,0)	(37,4)
Caixa e investimentos de curto prazo	247,9	126,9	70,3	51,0	22,2
Caixa disponível bruto	247,9	126,9	70,3	51,0	22,2
Dívida	410,0	328,8	315,9	295,5	296,4
Patrimônio líquido	457,0	304,9	274,8	253,9	257,8
INDICES AJUSTADOS					
Margem EBITDA (%)	75,3	69,0	57,0	60,4	95,8
Retorno sobre capital (%)	25,8	10,7	8,4	2,9	5,5
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	11,3	72,4	11,2	10,8	19,2
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	11,1	71,0	11,0	10,8	18,9
Dívida/EBITDA (x)	1,0	1,4	1,5	1,6	1,2
FFO/dívida (%)	86,9	69,7	58,1	55,4	77,9
OCF/dívida (%)	67,7	68,2	60,6	53,3	69,5
FOCF/dívida (%)	12,4	13,1	2,7	(14,0)	(12,6)
DCF/dívida (%)	9,5	10,8	1,1	(14,2)	(12,6)

Reconciliação

	Dívida	EBITDA	Lucro operacional	EBITDA ajustado pela S&PGR
Exercício fiscal				
Montantes reportados pela empresa	409,4	485,7	282,3	398,6
Impostos-caixa pagos				(7,3)
Juros-caixa pagos				(35,3)
Receta (despesa) não operacional			(1,7)	
Dívida: Passivos tributários	0,5			
EBITDA: Ganho (perda) com venda de Imobilizado		(0,6)	(0,6)	
EBITDA: Outros		(86,4)	(86,4)	
Ajustes totais	0,5	(87,0)	(88,8)	(42,6)
Ajustes da S&P Global Ratings	Dívida	EBITDA	EBIT	FFO
	410,0	398,6	193,5	356,0

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Agrovale como menos que adequada. Suas fontes de caixa superam seus usos e serão suficientes para cobri-los no período de 12 meses a partir de dezembro de 2021. Esperamos que a empresa continue fortalecendo gradualmente sua geração de caixa a fim de suprir suas necessidades de capital de giro e investimentos. Esperamos que seja mantida a proporção de caixa em relação à dívida de curto prazo, preservando a liquidez.

Principais fontes de liquidez:

- Caixa e equivalentes de caixa de R\$ 247 milhões em dezembro de 2021;
- Geração de fluxo de caixa operacional de R\$ 331 milhões em 2022.

Principais usos de liquidez:

- Dívidas de curto prazo de R\$ 122 milhões em dezembro de 2021;
- Saída de capital de giro de R\$ 40 milhões para 2022;
- Capital de giro sazonal de R\$ 40 milhões;
- Capex de R\$ 240 milhões em 2022;
- Pagamento de dividendos de R\$ 26 milhões.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Os *covenants* de aceleração de dívida da Agrovale são medidos ao final de cada ano fiscal, e consistem em:

- Liquidez corrente acima de 1,2x;
- Dívida líquida sobre EBITDA inferior a 2,0x em suas debêntures;
- Dívida líquida sobre EBITDA superior a 2,75x na emissão de sua Cédulas de CPFRR.

Expectativa de cumprimento

Esperamos que a empresa cumpra com folga superior a 80% a cláusula mais restritiva de seus *covenants* na próxima medição no final do ano fiscal de 2022, e com folga ainda maior nos anos posteriores.

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

Indicadores ESG: E3-S2-G3

Os fatores ambientais são uma consideração moderadamente negativa em nossa análise de classificação de crédito da Agrovale. Todas as plantações da empresa, localizadas na região semiárida do Nordeste do Brasil, são irrigadas, protegendo-as do impacto da seca, como a que afeta atualmente o Brasil. Ainda assim, a empresa utiliza a água em nível intensivo. Além disso, mais de 50% de sua colheita ainda é manual, o que requer a queima dos campos. As regulamentações que exigem a mecanização da colheita no estado da Bahia poderiam resultar em grandes investimentos e reduzir os rendimentos agrícolas. O setor de açúcar e etanol, entretanto, é fundamental para a transição para uma economia de baixo carbono, produzindo energia renovável - etanol e eletricidade através de caldeiras alimentadas a bagaço - substituindo o uso de combustíveis fósseis e reduzindo significativamente as emissões de gases de efeito estufa. Os fatores de governança também são uma consideração moderadamente negativa em nossa análise de classificação, dado o baixo nível de independência da diretoria.

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
- Resíduos e poluição - Riscos físicos					- Não aplicável (N/A)					- Estrutura de Governança				
<p>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 "ESG Credit Indicators: Definition and Applications", publicado em 13 de outubro de 2021</p>														

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

Tabela de Classificação de Ratings	
Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil	brA/Estável/--
Risco de negócio	Vulnerável
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Vulnerável
Risco financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Âncora	b+
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutro
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Menos que adequada
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Negativa

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](#), 1 de julho de 2019.
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011.
- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018.
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1 de abril de 2019.
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 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.
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014.
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 13 de novembro de 2012.

Artigo

- [Definições de Ratings da S&P Global Ratings](#)

Copyright © 2022 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, completitude, 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 COMERCIABILIDADE, 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.