RELATÓRIO DE CRÉDITO

30 de setembro de 2025

RATING PÚBLICO

Atualização

RATINGS ATUAIS (*)

	Rating	Perspectiva
CM Hospitalar S.A.		
Rating Corporativo (CFR)	BBB+.br RUR-DNG	RUR
4ª Emissão de Debêntures – Série Única	BBB+.br RUR-DNG	--
5ª Emissão de Debêntures – Série Única	BBB+.br RUR-DNG	--
6ª Emissão de Debêntures – Série Única	BBB+.br RUR-DNG	--
Cremer S.A.		
7ª Emissão de Debêntures – Série Única	BBB+.br RUR-DNG	--

(*) Esta publicação não anuncia uma Ação de Rating e, portanto, não deve ser considerada um Relatório de Classificação de Risco de Crédito, nos termos do disposto no artigo 16 da Resolução CVM no 9/2020. Consulte a página www.moodyslocal.com/country/br para visualizar os Comunicados relativos às Ações de Rating referenciadas nesta publicação.

CONTATOS

Leonardo Albuquerque
Senior Credit Analyst ML
leonardo.albuquerque@moodys.com

Gabriel Hoffmann
Associate ML
gabriel.hoffmann@moodys.com

Patricia Maniero
Director – Credit Analyst ML
patricia.maniero@moodys.com

SERVIÇO AO CLIENTE

Brasil
+55.11.3043.7300

CM Hospitalar S.A.; Cremer S.A.

	2022	2023	2024	UDM jun/25	2025E	2026E
Indicadores						
Dívida Bruta / EBITDA	5,3x	4,2x	7,4x	7,0x	5,5x – 6,5x	5,5x – 6,5x
EBIT / Despesa Financeira	1,6x	1,3x	0,6x	0,6x	0,5x – 1,0x	0,5x – 1,0x
CFO / Dívida Bruta	12%	-22%	0%	-1%	0% - 3%	1% - 5%
R$ (milhões)						
Receita	8.747	11.084	11.583	11.472	11.500 – 11.800	11.800 – 12.300
EBITDA	841	1.000	668	700	700 – 780	780 – 850

Fonte: Viveo, Economática e Moody's Local Brasil. Todas as métricas de crédito quantitativas incorporam os ajustes-padrão da Moody's Local Brasil para as demonstrações financeiras para empresas não-financeiras.

RESUMO

O perfil de crédito da CM Hospitalar S.A. ("Viveo", "Companhia" ou "Empresa") reflete sua elevada escala e posição competitiva como uma das líderes no setor de distribuição e fabricação de medicamentos e materiais médico-hospitalares. Atuando por meio de um ecossistema de empresas, a Companhia apresenta uma forte diversificação em relação ao portfólio de produtos, clientes e fornecedores e capilaridade geográfica em âmbito nacional, além de atuar em diversos segmentos - apesar de uma concentração ainda relevante em distribuição. A Empresa se beneficia ainda dos fundamentos positivos de longo prazo para o setor de saúde no Brasil, que tracionam sua capacidade de crescimento, além de contar com estrutura logística e segmentos diversos, que contribuem para rentabilidade. Por outro lado, a estrutura de capital alavancada - que tem resultado em métricas de crédito e rentabilidade pressionadas -, em conjunto a elevada necessidade de refinanciamento no médio prazo, são importantes fatores negativos ao rating. Adicionalmente, reconhecemos os desafios atrelados ao setor de atuação, que incluem competição acirrada, margens comprimidas e elevada necessidade de capital de giro.

Em setembro de 2025, a Moody's Local Brasil rebaixou os ratings da Viveo para BBB+.br, de A.br, e manteve os ratings em revisão para rebaixamento (RUR-DNG). O rebaixamento refletiu a contínua deterioração de seu perfil de liquidez – que apresenta elevada necessidade de refinanciamento no curto e médio prazo – associada a uma estrutura de capital alavancada e métricas de crédito fracas. Ao mesmo tempo, a manutenção dos ratings em revisão para rebaixamento está baseada nas incertezas relacionadas ao processo de melhora de rentabilidade, alavancagem e geração de caixa em meio a um ambiente de elevada taxa de juros – que deve continuar consumindo uma alta geração de recursos operacionais, dificultando a redução do nível de endividamento. Consequentemente, também reconhecemos os riscos atrelados ao processo de refinanciamento das atuais dívidas a custos potencialmente mais elevados.

A revisão focará na: (i) capacidade da Viveo de refinanciar seus passivos financeiros ou demonstrar liquidez suficiente para servir seus vencimentos de dívida; e (ii) trajetória de melhora operacional, geração de caixa e desalavancagem da Companhia.

Nos próximos 12-18 meses, estimamos que a alavancagem bruta ajustada (dívida bruta / EBITDA) da Viveo ficará entre 5,5x e 6,5x e cobertura de juros ajustada (EBIT / despesa financeira) se manterá entre 0,5x e 1,0x (ao redor de 1,0-1,2x considerando o EBITDA). Esperamos ainda uma geração de fluxo de caixa operacional (CFO) mais fortalecida, mas insuficiente para uma positiva geração de fluxo de caixa livre (FCF).

Pontos fortes de crédito

- → Uma das líderes de seu setor, com relevante escala.
- → Diversificação em relação ao portfólio de produtos, clientes e fornecedores, e capilaridade geográfica em âmbito nacional.
- → Estrutura logística ampla e atuação em segmentos diversos permitem maior flexibilidade para a operação.
- → Fundamentos positivos de longo prazo para o setor de saúde no Brasil contribuem para o crescimento da Companhia.

Desafios de crédito

- → Métricas de crédito pressionadas, com elevada alavancagem.
- → Rentabilidade operacional em trajetória de melhora, mas ainda comprimida, com resultado líquido pressionado.
- → Necessidade de fortalecer a geração de caixa em meio ao elevado pagamento de juros.
- → Perfil de liquidez e flexibilidade financeira deteriorados diante da elevada necessidade de refinanciamento.
- → Elevada competição e baixa barreiras de entrada em seus segmentos de atuação, especialmente em distribuição.
- → Histórico de crescimento por meio de atividades de M&A apresentam riscos de execução e integração.

Perspectiva dos ratings

Os ratings associados à Viveo estão em revisão para rebaixamento (RUR-DNG). A revisão continua focando, principalmente, na capacidade da Viveo de refinanciar seus passivos financeiros até o início de 2026, seja pelo alongamento de seu cronograma de amortização de dívida, ou demonstrando, alternativamente, liquidez suficiente para servir seus vencimentos no médio prazo de maneira confortável. Ao mesmo tempo, a revisão também se concentrará na trajetória de melhora operacional, desalavancagem e geração de caixa da Companhia. A frustração na melhora de liquidez ou nos demais fatores tende a pressionar seus ratings a maiores níveis de rebaixamento.

Fatores que poderiam levar a uma elevação dos ratings

Dada a revisão para rebaixamento, uma elevação é improvável. A confirmação dos ratings poderá ocorrer caso a Companhia alongue seu cronograma de amortização de dívida, ou demonstre, alternativamente, liquidez suficiente para servir seus vencimentos no médio prazo. Ao mesmo tempo, para uma confirmação, a Viveo deverá apresentar uma trajetória de melhora de seus níveis de rentabilidade, com melhora de cobertura de juros e geração de caixa, e uma alavancagem bruta ajustada (dívida bruta / EBITDA) tendendo a patamares inferiores a 6,0x.

Fatores que poderiam levar a um rebaixamento dos ratings

Os ratings da Viveo poderão ser rebaixados caso a Companhia não melhore seu perfil de liquidez ou não alongue seu cronograma de amortização de dívida durante o período de revisão. Uma deterioração adicional de sua flexibilidade financeira, a frustração na trajetória de melhora operacional e de geração de caixa, ou uma alavancagem bruta ajustada em patamares superiores a 6,0x também tendem a pressionar seus ratings.

Perfil

Sediada em Ribeirão Preto, no estado de São Paulo, a Viveo consiste em um ecossistema que reúne empresas especialistas em saúde, atuando verticalmente desde a fabricação de produtos e distribuição de materiais e medicamentos, até a gestão de estoque e serviços para seus clientes e consumidores finais. Nos últimos doze meses encerrados em setembro de 2025, a Companhia registrou receita líquida de R$ 11,5 bilhões e margem EBITDA ajustada de 6,1%.

Sua estrutura acionária tem como controladores dois fundos de investimento em participações, administrados pela gestora de fundos de *private equity* DNA Capital. Esses, em conjunto com alguns outros acionistas do grupo de controle, possuem cerca de 42% de participação na Companhia. O restante das ações está em livre circulação no mercado, com exceção de aproximadamente 2,5-3,0% que estão em posse dos administradores e da tesouraria da Viveo e, portanto, não são consideradas dentro do volume em *free-float*.

Principais considerações de crédito

Ecossistema no setor da saúde e estratégia de expansão impulsionaram crescimento, com desaceleração recente

O modelo de negócios da Viveo está baseado em oferecer soluções para o setor da saúde, criando um ecossistema especializado que conecta todos os elos da cadeia em que se insere. A Companhia atua de forma ampla, com atividades que englobam a fabricação de produtos, distribuição de materiais médico-hospitalares e medicamentos, e prestação de serviços, tendo como objetivo simplificar a complexa cadeia do setor de saúde e prover soluções aos seus clientes e fornecedores. Desde a sua fundação, a Viveo agregou outros elos do setor à sua principal atividade - distribuição de materiais e medicamentos.

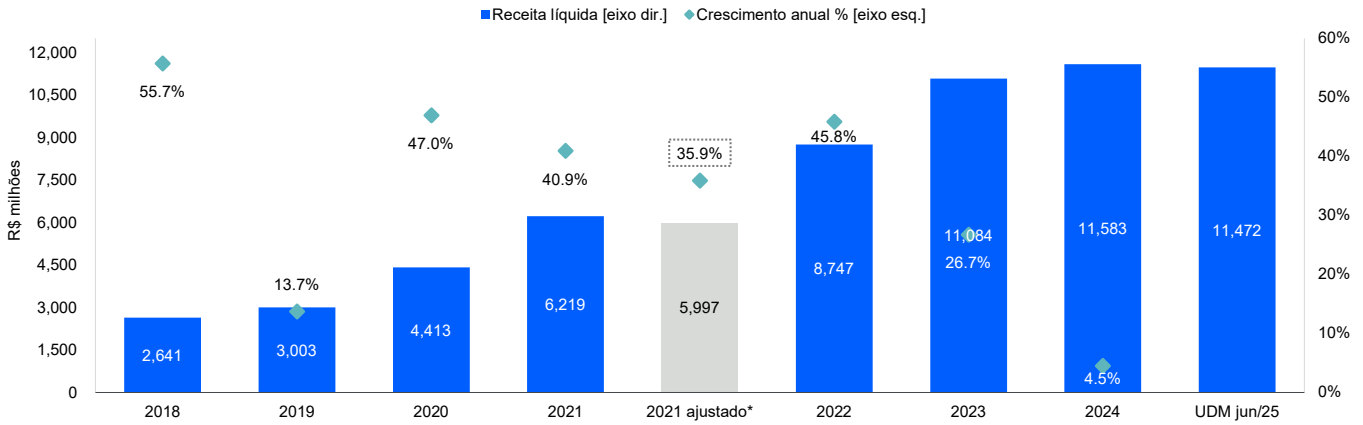
Ao longo dos anos, além da expansão orgânica, a Companhia potencializou seu crescimento a partir da intensa atividade de M&A, buscando o fortalecimento de seu ecossistema ao ampliar o leque de produtos e serviços e expandir a sua atuação geográfica. Em 2023, em comparação à 2022, seu faturamento líquido cresceu 26,7% (sendo 12,0% de modo orgânico), de 45,8% (14,4%) em 2022 em relação a 2021, e 35,9% (14,2%) em 2021 em relação à 2020. A relação de crescimento está expurgando o efeito positivo do Diferencial de Alíquota de ICMS (DIFAL) existente em 2021 para uma melhor base comparativa.

No entanto, mais recentemente (entre o final de 2023 e o primeiro semestre de 2025), diante do momento setorial e econômico mais desafiadores, incluindo maior nível de inflação e elevada taxa de juros no Brasil, a Companhia tem direcionado seus esforços para a recuperação de sua rentabilidade e captura de sinergias, assim diminuindo sua velocidade de crescimento. Prospectivamente, esperamos que Viveo entregue um crescimento de baixa magnitude, na ordem de 2% a 5%.

FIGURA 1

Com elevada escala, receita deve crescer em baixa magnitude prospectivamente

Evolução da receita líquida



Nota: [*] 2021 ajustado expurga R$ 221,3 milhões referente ao efeito positivo do DIFAL na receita líquida no período | % de crescimento de 45,8% em 2022 considera base ajustada de 2021

Fonte: Viveo e Moody's Local Brasil

Aquisições permitiram ganho de escala, mas os riscos de execução e integração se fizeram presentes em 2024

De janeiro de 2021 a junho de 2023, a Viveo anunciou 19 operações de M&A, cuja soma do valor de aquisição foi de aproximadamente R$ 2,4 bilhões. Essas operações mais recentes foram capazes de agregar cerca de R$ 3,0 bilhões em receita líquida e aproximadamente R$ 280 milhões de EBITDA reportado (não ajustado) anualmente.

Recentemente, em maio de 2025, a Viveo adquiriu e passou a consolidar a DFLog – Transporte de Cargas Ltda. ("DFLog") por cerca de R$ 30 milhões, sendo R$ 21 milhões à vista (com possibilidade de pagamento adicional de performance de até R$ 24 milhões). A DFlog prestava serviços de transporte e logística à Viveo, que representava uma parcela significativa do faturamento da adquirida (60-70%). A expectativa com a aquisição é a internalização da operação para redução de custos e despesas com frete.

Por meio de sua estratégia de expansão inorgânica, a Companhia alcançou um relevante aumento de escala e diversificação. Entretanto, a Moody's Local Brasil avalia que esse tipo de estratégia de crescimento possui diversos desafios relacionados ao processo de integração e administração das adquiridas, ganhos de sinergia e manutenção de níveis de rentabilidade e alavancagem.

Como resultado desses desafios, com destaque para os processos de M&A e a alavancagem financeira para suportar o crescimento, a Viveo sofreu com diversos efeitos negativos advindos do passado aquisitivo, cujos efeitos em seus resultados ocorreram principalmente no segundo semestre de 2024, deteriorando sua qualidade de crédito. Apesar de avaliarmos a flexibilidade para desinvestimentos estratégico, caso necessário, consideramos o atual cenário macroeconômico adverso no Brasil como um fator limitante para a concretização de transações de M&A no curto prazo.

FIGURA 2

Intensa atividade de M&A fez com que a Viveo concluísse 19 aquisições

Aquisições realizadas entre 2021 e 2023 | sem aquisições desde julho 2023, exceto pela DFLog

M&As	Canal	Data de anúncio	Início da consolidação dos resultados	Valor aprox. aquisição (Milhões)	Receita anual (Milhões)	EBITDA anual [1] (Milhões)
Daviso	Consumo	Março, 2021	Junho, 2021	R$ 242	R$ 147	R$ 23
FW	Consumo	Março, 2021	Novembro, 2021	R$ 129	R$ 151	R$ 29
Cirúrgica Mafra (Mafra Especialidades)	Serviços	Agosto, 2021	Dezembro, 2021	R$ 103	R$ 170	R$ 15
Profarma Specialty - PFS (Mafra e Mafra Especialidades)	Hospitais e Clínicas	Agosto, 2021	Junho, 2022	R$ 838	R$ 1.650	R$ 70
Tecno4 (Mafra)	Hospitais e Clínicas	Outubro, 2021	Novembro, 2021	R$ 31	R$ 45	R$ 4
Pointmed (Mafra)	Hospitais e Clínicas	Outubro, 2021	Novembro, 2021	R$ 16		
Apijã (Prevena)	Laboratórios	Novembro, 2021	Dezembro, 2021	R$ 24	R$ 78	R$ 14
Laborsys (Prevena)	Laboratórios	Novembro, 2021	Dezembro, 2021	R$ 17		
Macromed (Prevena)	Laboratórios	Novembro, 2021	Dezembro, 2021	R$ 44		
Medcare (Mafra)	Hospitais e Clínicas	Dezembro, 2021	Março, 2022	R$ 17	R$ 15	R$ 1.70
BEMK (Mafra)	Hospitais e Clínicas	Dezembro, 2021	Março, 2022	R$ 1		
Azimute Med (Humania)	Serviços	Janeiro, 2022	Julho, 2022	R$ 38	R$ 34	R$ 3.60
FAMAP	Serviços	Abril, 2022	Agosto, 2022	R$ 90	R$ 448,5	R$ 90
LIFE	Serviços	Abril, 2022	Setembro, 2022	R$ 208		
Pro Infusion	Serviços	Maio, 2022	Outubro, 2022	R$ 337		
PHD (Mafra)	Hospitais e Clínicas	Abril, 2022	Novembro, 2022	R$ 102	R$ 105,5	R$ 17.5
Boxifarma	Serviços	Abril, 2022	Abril, 2022	R$ 20	R$ 1,8	N/A
Nutrifica	Serviços	Agosto, 2022	Dezembro, 2022	R$ 36	R$ 13,4	R$ 3
Neve (Mafra)	Hospitais e Clínicas	Agosto, 2022	Junho, 2023	R$ 67	R$ 95	R$ 11
Far.Me [2]	Serviços	2020	Fevereiro, 2023	R$ 29	R$ 8	s.i.
DFLog [3]	Serviços (Transporte e Logística)	--	Maio, 2025	R$ 30	~ R$ 52	s.i.
Total				**~ R$ 2.419**	**R$ 3.014**	**R$ 282**

[1] EBITDA conforme divulgado pela Viveo - não inclui ajustes da Moody's Local Brasil; [2] Far.Me – descontinuada em 2025 (adquirida parcialmente em 2020 e totalmente em 2022; valor aprox. total de R$ 29 milhões; receita líquida anual de R$ 8 milhões) [3] Existe um pagamento adicional de performance de até R$ 24 milhões condicionado ao desempenho futuro do negócio adquirido; Receita reportada do primeiro semestre de 2025 anualizada | s.i.: sem informação

Fonte: Viveo e Moody's Local Brasil

Viveo se posiciona como uma das líderes de mercado, apesar do ambiente altamente competitivo

Após uma reorganização e simplificação de suas marcas, a Viveo atualmente opera por meio de um portfólio de 10 marcas principais que se aglutinam de acordo com sua especialidade e/ou atividade fim. Dentre essas atividades, destacam-se: (i) indústria de produtos hospitalares e itens de cuidado e higiene; (ii) manipulação de solução estéreis; (iii) plataforma de atendimento ao paciente; (iv) distribuição via canal de hospitais; (v) distribuição via canal de laboratórios e vacinas; e (vi) plataforma de serviços e soluções logísticas para a cadeia de saúde.

No Brasil, o mercado de distribuição de medicamentos é altamente pulverizado e competitivo, além de apresentar baixas barreiras de entrada. Dentre os distribuidores, a maior parte tem presença regional e baixa capilaridade, atuando principalmente com indústrias nacionais no segmento de medicamentos genéricos e produtos de menor valor agregado. No que tange aos competidores a nível nacional, existe uma maior concorrência em relação ao segmento de medicamentos especiais, que tem maior valor agregado e, em geral, conta com proteção por patentes. A Companhia compete em ambos os cenários, atuando próxima das indústrias multinacionais e nacionais.

No segmento de distribuição institucional (Hospitais e Clínicas - mais detalhes sobre as divisões na seção abaixo), a Viveo se posiciona como uma das líderes do setor, com uma participação de mercado da ordem de 20% (considerando somente o mercado de

medicamentos *non-retail*). Essa participação de mercado da empresa apresenta variações de acordo com os seguintes subsegmentos: genéricos e similares, operadoras de planos de saúde, materiais, nutrição, público e especialidades. Apesar de atuar como uma das líderes, sua participação ainda é relativamente baixa no que tange ao mercado de distribuição - considerada a fragmentação existente no setor e mercado endereçável com potencial de expansão. Ainda no segmento de distribuição, mas agora voltado para Laboratórios e Vacinas, sua posição de mercado é de aproximadamente 8-10% para Laboratórios e altamente relevante para Vacinas, chegando a cerca de 60-65%.

De maneira diferente, o mercado de materiais e produtos médico-hospitalares caracteriza-se por ser concentrado em algumas indústrias multinacionais, que dominam este setor, mas também contam com novos entrantes, em especial asiáticos, que têm ofertado um portfólio de considerável qualidade. A Companhia atua neste segmento se relacionando tanto com grandes competidores internacionais quanto com os nacionais. Segundo dados publicados pela Viveo, sua participação de mercado no segmento industrial, denominado pela empresa de Varejo, é de aproximadamente 10-11%. Considerando determinadas linhas de produtos de fabricação pelo grupo, sobretudo da marca Cremer, sua participação em determinadas categorias apresenta maior relevância.

Por último, no segmento de Serviços, a Companhia detém uma participação de mercado menor, ao redor ou abaixo de 3%.

FIGURA 3
Portfólio de marcas em diferentes elos
Principais marcas do ecossistema Viveo de acordo com a atuação

Fonte: Viveo e Moody's Local Brasil

Diversificação permite flexibilidade operacional, apesar da concentração em distribuição

De maneira resumida, a Companhia divide suas fontes de receita por meio de quatro principais canais que estão vinculados às atividades de suas marcas, sendo eles: (i) Hospitalar e Clínicas (distribuição), (ii) Laboratórios e Vacinas (distribuição), (iii) Varejo (indústria) e (iv) Serviços (logística, gestão de estoque, programa de promoção à saúde e manipulação de soluções estéreis).

A Moody's Local Brasil considera que a Viveo possui uma operação concentrada no segmento de distribuição de medicamentos e materiais médico-hospitalares (canal hospitalar e clínicas), que representou 74% de sua receita líquida em 2024, contra 74% em 2023 e 77% em 2022. Ao incluir o segmento de distribuição para o canal de laboratórios e vacinas, a representatividade da distribuição chega em torno de 80-85% do faturamento, e um proporção inferior de resultado operacional diante das menores margens do segmento. Apesar dessa concentração, enxergamos que a Companhia consegue mitigá-la parcialmente por meio de sua operação diversificada, que inclui um amplo portfólio de marcas e produtos, e capacidade de atender os diversos entes do mercado de saúde por meio das empresas que compõem o seu grupo. Tal diversificação também contribui para a maior flexibilidade operacional e *cross-selling*.

No que tange à sua base de clientes, a Companhia apresenta, majoritariamente, contratos diversos com o setor privado, mas também opera com o setor público - que representaram aproximadamente 9,4% de sua receita líquida em 2024, ante 7,8% em 2023, 6% em 2022 e cerca de 5,5% em 2021. Conforme sua estratégia, há a possibilidade de uma maior ou menor exposição a esse setor prospectivamente diante das oportunidades de crescimento e retorno existentes. Embora esse mercado endereçável possa representar uma avenida de crescimento, ponderamos que uma maior exposição de sua operação ao setor público deverá exigir uma gestão prudente diante dos riscos atrelados, sobretudo no que refere aos processos de licitações e capital de giro.

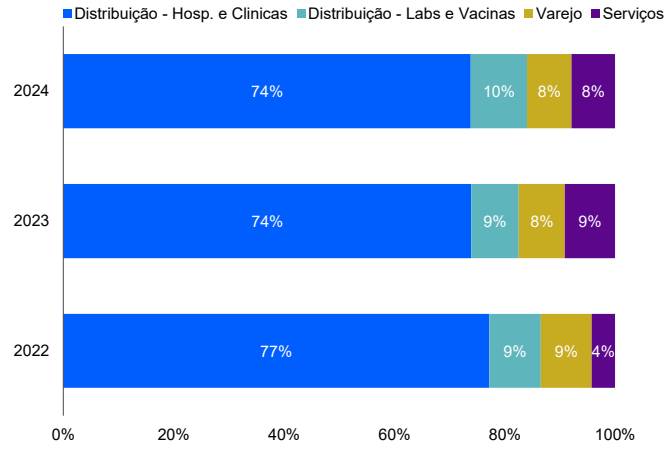
Em temos de diversificação geográfica, a Viveo se beneficia do alcance nacional de suas vendas permitido por sua estrutura de 33 pontos de atendimento (incluindo centros de distribuição – CDs). Essa presença em todo o território nacional, aliada à sua capacidade de entrega, contribui para o nível de atendimento ao cliente.

Adicionalmente, a Companhia conta também com plantas fabris situadas no estado de Santa Catarina, São Paulo e em Minas Gerais. Essas plantas estão relacionadas às empresas do grupo voltadas para atuação industrial de produtos hospitalares e itens de cuidado e higiene sob as marcas Cremer, Neve, Daviso, Flexicotton e FW (parte dessas marcas compõem o Private Label da Viveo). Em meados de 2025, a Viveo inaugurou uma nova unidade fabril em Blumenau (SC), unificando a produção de lenços umedecidos da FW e Daviso.

FIGURA 4

Receita majoritariamente concentrada em distribuição...

Evolução da composição da receita líquida

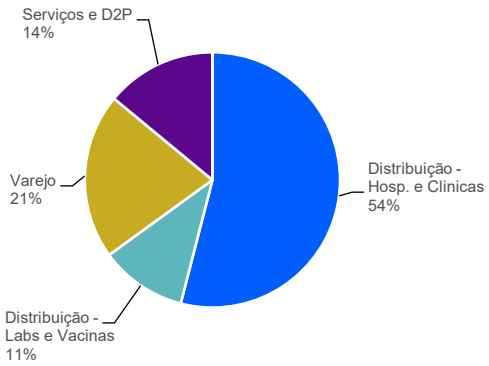


Fonte: Viveo e Moody's Local Brasil

FIGURA 5

...mitigada parcialmente pela diversificação e mix de resultados

Composição do lucro bruto - 2024



Fonte: Viveo e Moody's Local Brasil

Rentabilidade enfraquecida, elevada alavancagem e fraca cobertura de juros impõem desafios no médio prazo

A Viveo apresentou um ano de 2024 marcado por eventos negativos relevantes em seu balanço patrimonial e operação, resultando em baixas e provisões que geraram custos e despesas significativos. Nesse período, a Companhia foi impactada por aproximadamente (i) R$ 368 milhões em baixas de ativos irrecuperáveis de empresas adquiridas; (ii) 279 milhões (além de R$ 153 milhões no resultado financeiro) de provisão relacionada ao Diferencial de Alíquota de ICMS (DIFAL); (iii) R$ 264 milhões de provisões relacionadas aos controles de conta corrente com a indústria/fornecedores; e (iv) R$ 218 milhões vinculados a provisão de estoque e de clientes. Esses principais eventos somaram um efeito negativo de R$ 1,1 bilhão em seu EBITDA ajustado pela Moody's Local Brasil, que foi de - R$ 461 milhões no período (inclui a receita financeira ajustada pela agência). Ao expurgá-los, o EBITDA ajustado foi de R$ 668 milhões. O prejuízo líquido no período, por sua vez, foi de R$ 1,4 bilhão (- R$ 133 milhões ex-eventos). Mesmo removendo esses impactos, a margem EBITDA ajustada reduziu, ficando em 5,8%, ante 9,0% em 2023.

Com foco na priorização de venda de produtos com melhor mix de margem e na execução de projetos voltados para melhora de rentabilidade e geração de caixa, a Companhia tem conseguido absorver gradualmente ganhos em custos e despesas administrativas, mas segue buscando maiores reduções em despesas com fretes e executando alterações em sua dinâmica de vendas. Consequentemente, nos trimestres encerrados em março de 2025 e junho de 2025, apesar da retração na receita no semestre por revisões de contratos e menor reajuste anual de preços de medicamentos pela Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos (CMED), sua margem EBITDA ajustada foi de 6,3% e 6,6%, respectivamente. Nos próximos 12-18 meses, projetamos que a margem EBITDA ajustada da Viveo navegará entre 6% e 7%. A margem líquida deve continuar negativa, com possível melhora a depender de sua desalavancagem. Adicionalmente, avaliamos que, diante da elevada taxa básica de juros, a Viveo enfrentará grandes desafios para incrementar seu Retorno sobre o Capital Investido (ROIC) para fazer frente ao custo médio de sua dívida após o efeito tributário (ROIC *spread*).

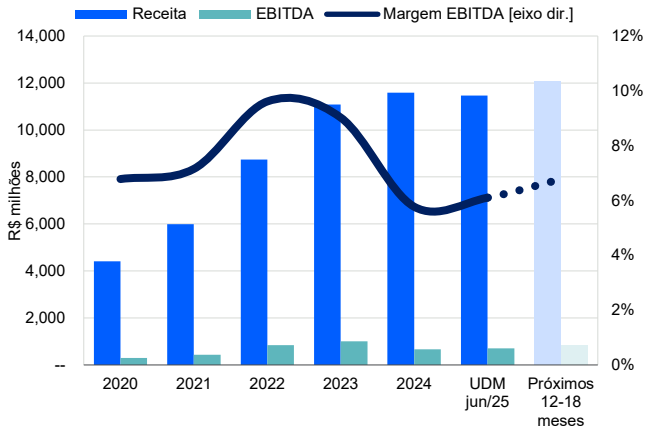
Como consequência dos desenvolvimentos na operação da Empresa e do ambiente macroeconômico e setorial adverso, a alavancagem bruta ajustada (dívida bruta / EBITDA) da Viveo segue elevada e sua cobertura de juros ajustada (EBIT / despesa financeira) arrefecida. Em junho de 2025, seu indicador de alavancagem bruta ajustada foi de 7,0x, de 7,1x em março de 2025, 7,4x em 2024 e 4,2x em 2023. Sua cobertura de juros, por sua vez, ficou em 0,6x (1,1x considerando EBITDA para compor o indicador devido a amortizações de intangível não caixa) nos primeiros trimestres do ano, de 0,6x (1,1x) e 1,3x (1,7x) ao final dos dois anos anteriores. Para o cálculo dos indicadores, estamos expurgando os principais efeitos negativos dos eventos ocorridos em 2024. Nos próximos 12-18 meses, estimamos que a alavancagem bruta ajustada ficará entre 5,5x e 6,5x e a cobertura de juros ajustada entre 0,5x e 1,0x (ao redor de 1,0-1,2x considerando o EBITDA).

Diante da rápida deterioração de sua alavancagem, a Companhia teve que passar por um processo de negociação com seus credores ao final de 2024/início de 2025, com o objetivo de reescalonar os limites dos *covenants* financeiros a fim de evitar a decretação de aceleração do pagamento de sua dívida.

FIGURA 6

Viveo terá o desafio de seguir fortalecendo sua rentabilidade...

Evolução da receita líquida, EBITDA e margem EBITDA - ajustados

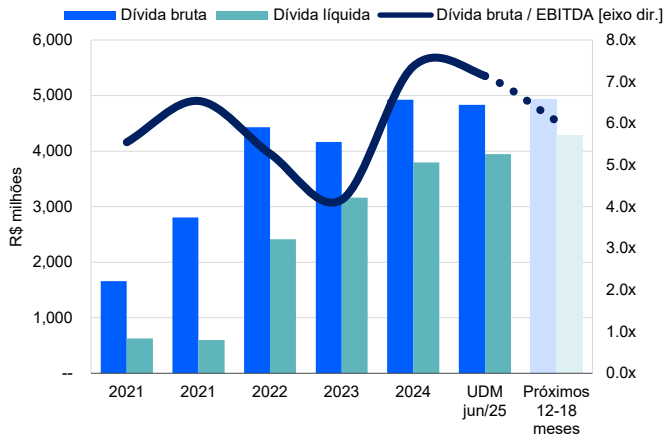


Fonte: Viveo e Moody's Local Brasil

FIGURA 7

...e desalavancar prospectivamente

Evolução da dívida bruta e líquida, e alavancagem bruta - ajustados



Fonte: Viveo e Moody's Local Brasil

Fluxo de caixa livre deve permanecer negativo no médio prazo, exigindo refinanciamento de dívidas

Com relação à geração de caixa, a Companhia apresentou um elevado consumo de fluxo de caixa operacional (CFO; inclui juros e impostos pagos) em 2023, que ficou negativo em R$ 916 milhões em função dos descasamentos entre seus prazos de recebimento, composição de estoque e de pagamentos. Desde então, a Viveo vem trabalhando na equalização de seu capital de giro. Em 2024, embora os eventos ocorridos tenham sido majoritariamente sem efeito caixa, o menor resultado da Companhia piorou sua geração de recursos pré-capital de giro (FFO; inclui o resultado financeiro e o IR/CS corrente incorridos). Esse fator, combinado a uma melhora no giro, resultou em um CFO praticamente neutro no ano e em R$ 69 milhões nos últimos doze meses encerrados no primeiro trimestre de 2025. No segundo trimestre, porém, houve uma piora diante do consumo de R$ 66 milhões nos últimos doze meses em junho de 2025. Diante da pressão existente, a Empresa passou a realizar maiores volumes de cessão de recebíveis como fonte alternativa de liquidez. Removendo o saldo de cessão referente a dezembro de 2024 de R$ 102 milhões e de R$ 249 milhões em junho de 2025 da geração de caixa operacional, a Companhia teria apresentado um CFO negativo em cerca de - R$ 100 milhões e aproximadamente - R$ 215 milhões em 2024 e nos últimos doze meses finalizados em junho de 2025, respectivamente.

Cabe acrescentar que a Viveo também possui linhas de risco sacado, atualmente menos representativos, de R$ 46 milhões em junho de 2025, ante R$ 366 milhões em 2023. A Moody's Local Brasil reconhece a flexibilidade financeira desses tipos de operações, mas pondera que o uso recorrente dessas linhas financeiras pode trazer riscos de liquidez em momentos mais desafiadores, podendo impactar sua geração de caixa e alavancagem.

Apesar de projetarmos que a Companhia terá uma maior rentabilidade e estabilidade no capital de giro, avaliamos que seu CFO continuará pressionado pelo elevado pagamento de juros diante de seu atual nível de endividamento e o ambiente de alta taxas de juros no Brasil. O refinanciamento a custos mais elevados de sua dívida também deve potencializar o impacto negativo em sua geração de recursos.

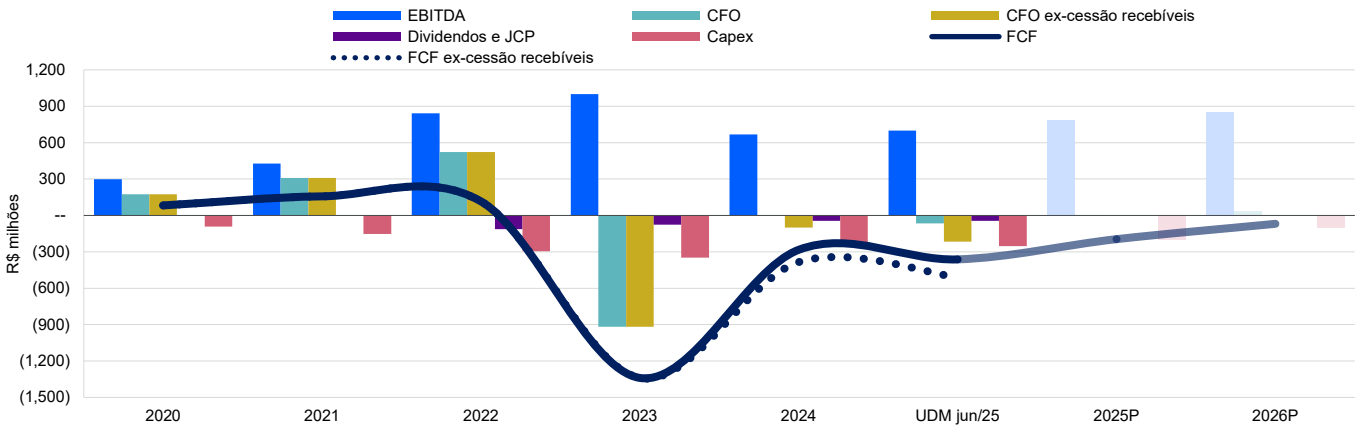
No médio prazo, projetamos que seu CFO deva ser incrementado positivamente, mas insuficiente para uma positiva geração de fluxo de caixa livre (FCF; geração de caixa após o efeito do capial de giro, pagamento de juros, capex e dividendos). Em nossas projeções, estimamos um capex ajustado (inclui o principal de arrendamento de R$ 45-60 milhões anuais) de R$ 200 milhões em 2025 e de R$ 140-160 milhões a partir de 2026, com ausência de distribuição de dividendos.

Nesse sentido, avaliamos que a Viveo precisará refinanciar relevante parte de sua dívida a partir de meados de 2026 para equilibrar sua liquidez.

FIGURA 8

Elevado pagamento de juros compromete geração de CFO, dificultando FCF positivo

Evolução da geração de caixa



Nota: EBITDA ajustado pela Moody's Local Brasil; CFO = geração de caixa operacional incluindo os juros pagos e recebidos; FCF = geração de fluxo de caixa livre = CFO – Capex – Dividendos e JCP; Capex inclui investimentos no imobilizado/intangível, e principal de arrendamento pago; FCF ex-cessão de recebíveis = FCF expurgando o efeito da cessão

Fonte: Viveo e Moody's Local Brasil

Fundamentos positivos de longo prazo para o setor de saúde seguem sendo propulsores para a atividade da Viveo

De acordo com Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a proporção de brasileiros com 60 anos ou mais deve chegar a 32% até 2060 (ou 73,5 milhões de habitantes) de uma estimativa de 15% em 2022. Essa mudança demográfica tende a impulsionar os gastos da população com saúde, uma vez que a parcela idosa dos habitantes gasta entre duas e cinco vezes mais que os adultos, de faixa etária entre 40 e 44 anos, implicando em maior consumo de medicamentos. Outra mudança que impulsiona o crescimento do setor é o aumento de incidências de patologias complexas, tais como o câncer, que exige medicamentos e materiais com maior valor agregado. Apesar de os gastos com saúde como percentual do Produto Interno Bruto (PIB) do país ainda estarem abaixo de países desenvolvidos, o percentual aumentou de 8% em 2010 para 9,2% em 2022. Deste total, aproximadamente 43%-57% são gastos privados.

Além do envelhecimento populacional e do aumento de incidências de patologias complexas, a Moody's Local Brasil considera que o aumento da renda média, a importância dos gastos com saúde para os brasileiros e a baixa taxa de penetração do seguro saúde seguem sendo impulsionadores adicionais de longo prazo para o crescimento dos gastos privados com saúde. Estimamos que cerca de 25% da população brasileira tenha um plano de saúde contratado, enquanto em países com economias desenvolvidas a penetração tende a ser superior - por exemplo, 95% na França e 60% nos Estados Unidos. Vale ressaltar que a taxa de penetração no Sudeste se mostra superior à média do Brasil, atingindo 36%, seguida das regiões Sul (25%), Centro-Oeste (22%), Nordeste (13%) e Norte (11%).

Adicionalmente, a Viveo também atende diversos clientes, distribuindo produtos voltados para procedimentos estéticos não cirúrgicos, como toxina botulínica, ácido hialurônico, entre outros. O mercado de estética tem apresentado demanda crescente nos últimos anos pela comunidade médica e profissionais da saúde, e assim deve se sustentar, o que também contribui para a ampliação de mercado endereçável e aumento de receita.

Esses fundamentos de longo prazo, em conjunto, fortalecem indiretamente o potencial de crescimento da Empresa prospectivamente, dada suas vertentes de atuação inseridas no setor de saúde brasileiro, principalmente nos grupos de produtos farmacêuticos especiais e materiais médicos avançados.

Para maiores informações sobre o setor de saúde no Brasil, consulte o relatório "Setor de Saúde no Brasil: Estrutura, Fundamentos e Tendências". Outras pesquisas e comentários setoriais também estão disponíveis neste hyperlink.

Considerações Ambientais, Sociais e de Governança (ESG)

Consideramos que a Viveo apresenta baixa exposição ao risco **ambiental**. A Empresa que opera por meio de um ecossistema de empresas, cuja atuação majoritária está relacionada à distribuição de medicamentos e materiais médico-hospitalares, sendo um elo entre as indústrias do setor farmacêutico e do segmento de materiais e os clientes finais. No segmento de distribuição, a principal exposição as emissões de carbono são provenientes do processo logístico de seus produtos, o que eventualmente podem sofrer taxações decorrentes de suas emissões, aumentando o custo logístico das varejistas em geral. Consideramos que as empresas do segmento podem se adaptar a essas condições por meio de repasse de custos aos clientes finais ou troca de seus fornecedores e

mix de produtos, mas tais mudanças podem ferir seus resultados financeiros, sobretudo diante de uma indústria de margens mais comprimidas. Na fabricação de determinados materiais e prestação de serviços, por sua vez, sua exposição está relacionada a adequada gestão dos resíduos de sólidos – classificados em perigosos e não perigosos, que podem impactar sua operação e seu risco reputacional em casos de inadequações dos descartes. No caso da Viveo, o transporte e a destinação final dos resíduos são terceirizados.

Com relação ao risco **social**, consideramos que a Viveo apresenta moderada exposição, uma vez que o aumento de custos de medicamentos e materiais hospitalares pode ser objeto de pressões sociais. No que tange a sua produção industrial de materiais médicos, há também riscos com relação à responsabilidade de produção de seus produtos, que são utilizados em larga escala por instituições prestadoras de serviços de saúde. Ao mesmo tempo, temos observado mudanças no setor para se adaptar à nova realidade tecnológica e transformação digital que podem impactar o custo e o preço dos serviços oferecidos pelas empresas do setor. Por fim, consideramos ainda que a Companhia está exposta a riscos de reputação e litígios inerentes às suas atividades, sobretudo com relação a questão de privacidade de dados e riscos cibernéticos de dados internos próprios e de terceiros (clientes).

No que tange à **governança**, a Companhia é uma empresa de capital aberto, com ações negociadas no Novo Mercado da B3 S.A. – Brasil, Bolsa e Balcão ("B3", AAA.br estável). A estrutura acionária da Viveo tem como controladores dois fundos de investimento em participações, administrados pela gestora de fundos de *private equity* DNA Capital. Esses, em conjunto com alguns outros acionistas do grupo de controle, possuem cerca de 42% de participação na Companhia. O restante das ações está em livre circulação no mercado, com exceção de aproximadamente 2,5-3,0% que estão em posse dos administradores e da tesouraria da Empresa e, portanto, não são consideradas dentro do volume em *free-float*. Seu Conselho de Administração é formado por seis membros, sendo três deles independentes. O Conselho apresenta um equilíbrio entre membros da DNA Capital e membros independentes. Sua Diretoria é profissionalizada.

Considerações estruturais

Os ratings das debêntures da Viveo e da Cremer estão em linha o Rating Corporativo (CFR) da Viveo, refletindo nossa visão consolidado do grupo diante da existência de garantia cruzadas entre as entidades.

Originalmente, a 4ª Emissão, 5ª Emissão e 6ª Emissão de Debêntures da CM Hospitalar S.A. eram simples, da espécie quirografária, em série única, sem garantia real, com garantia adicional fidejussória das subsidiárias Cremer S.A. e Expressa Distribuidora de Medicamentos Ltda. Cabe salientar que, diferente da 4ª e 5ª Emissões, a 6ª Emissão de Debêntures contou com garantia flutuante a ser convolada em da espécie quirografária após doze meses contados da data de emissão, o que ocorreu em novembro de 2023. A 7ª Emissão de Debêntures da Cremer S.A. ("Cremer"), por sua vez, também era simples, da espécie quirografária, sem garantia real, em série única, com garantia adicional fidejussória de sua controladora CM Hospitalar S.A. – entidade consolidadora de todo o grupo.

- → **4ª Emissão de Debêntures | Viveo:** R$ 530 milhões em série única; remuneração de taxa Depósito Interfinanceiro (DI) + 1,70%; vencimento de principal em parcelas iguais em novembro de 2025, 2026, 2027 e 2028 (data de vencimento final, prazo total de sete anos); juros pagos semestralmente.
- → **5ª Emissão de Debêntures | Viveo:** R$ 1,0 bilhão em série única; remuneração de DI + 1,60%; vencimento de principal em parcelas iguais em julho de 2026 e 2027 (data de vencimento, prazo total de cinco anos); juros pagos semestralmente.
- → **6ª Emissão de Debêntures | Viveo:** R$ 400 milhões em série única; remuneração de DI + 1,60%; vencimento de principal em parcelas iguais em outubro de 2026 e 2027 (data de vencimento, prazo total de cinco anos); juros pagos semestralmente.
- → **7ª Emissão de Debêntures | Cremer:** R$ 1,0 bilhão em série única; remuneração de DI + 1,60%; vencimento de principal em fevereiro de 2028 e 2029 (data de vencimento, prazo total de cinco anos); juros pagos semestralmente.

As respectivas emissões possuíam, originalmente, *covenant* financeiro de dívida líquida / EBITDA menor ou igual 3,5x, medido em base consolidada com verificação semestral. A dívida líquida e o EBITDA para o cálculo do indicador consideravam ajustes conforme documentação.

Com base nas últimas Assembleias Gerais de Debenturistas (AGDs) ocorridas ao final de 2024 e início de 2025, as debêntures passaram a contar *covenants* financeiros limitados (menor ou igual) a 5,0x em dezembro de 2024 e março de 2025, 4,75x em junho e setembro de 2025, 4,5x em dezembro de 2025, 4,0x em março de 2026, e 3,5x a partir de junho de 2026 (limite inicial). Para o cálculo de dívida líquida, passou a ser incluso, até março de 2026, o saldo de cessão de recebíveis que superarem R$ 250 milhões. Dentro da dívida líquida são considerados a dívida financeira, os tributos parcelados, leasings ex-IFRS-16 e derivativos líquidos. Para o cálculo do EBITDA, por sua vez, além dos ajustes na documentação inicial, ficou aprovada a exclusão de provisões/reversões de DIFAL de períodos anteriores a 2023. Adicionalmente, ficou definido um limitador (menor ou igual) de dívida bruta + M&A (composta por dívida financeira e obrigações por aquisições a pagar) de R$ 4,7 bilhões em dezembro de 2024 e março de 2025, R$ 4,6 bilhões em junho e setembro de 2025, e R$ 4,5 bilhões em dezembro de 2025.

Como contrapartida ao *waiver*, as debêntures passaram a contar com garantia real - que incluem cessão de recebíveis, alienação fiduciária das ações da Cremer -, além de fiança adicional da ProInfusion S.A. ("ProInfusion"). Ainda, a Companhia passou a contar com outras obrigações, das quais se destacam o pagamento de dívidas em caso de venda de ativos (*cash sweep* M&A), limitações de aquisições, capex, concessão de garantias a outros empréstimos e financiamentos, bem como o lançamento do programa de aquisição facultativa de debêntures de até R$ 75 milhões – solicitado pelos debenturistas. Em nossa visão, essas contrapartidas diminuíram a flexibilidade financeira da Empresa.

A Moody's Local Brasil não avalia a 7ª Emissão de Debêntures da Viveo.

Análise de liquidez

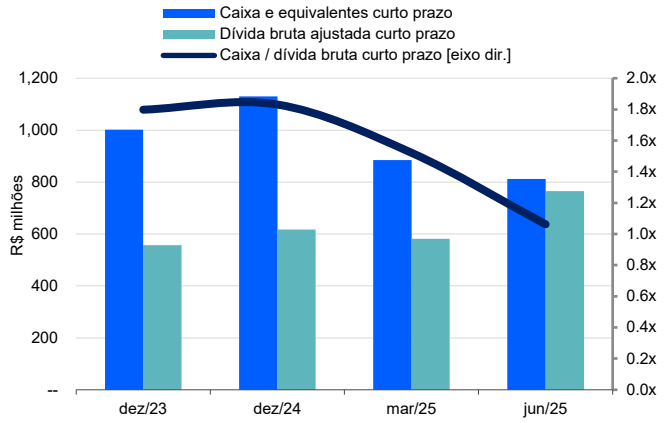
Ao final do segundo trimestre de 2025, a Viveo continuou a apresentar sinais de deterioração de seu perfil de liquidez. Nesse período, sua posição de caixa e equivalentes era de R$ 812 milhões, ante uma dívida ajustada de curto prazo R$ 765 milhões, permitindo uma relação de cobertura de 1,1x, ante 1,5x em março de 2025, e 1,8x ao final de 2023 e 2024. Seu cronograma de amortização de dívida financeira apresenta vencimentos de R$ 384 milhões no curto prazo, e torres de aproximadamente R$ 800-900 milhões anuais em 2026 e 2027, que exigirão refinanciamento principalmente a partir do segundo semestre de 2026.

Eventos como a venda de ativos podem contribuir para o processo de redução de seu endividamento, mas a Moody's Local Brasil não os incorpora em seu cenário base. Em nossa visão, os desafios relacionados ao processo de desalavancagem e geração de caixa, em conjunto a deterioração da flexibilidade financeira da Companhia, estão resultando em um perfil de liquidez mais enfraquecido, o que potencializa a pressão negativa no crédito. Adicionalmente, ponderamos o contínuo uso de cessão de recebíveis como um ponto de atenção diante da geração de caixa pressionada.

FIGURA 9

Relação caixa versus dívida de curto prazo enfraquecida...

Cronograma de amortização de dívida em junho de 2025

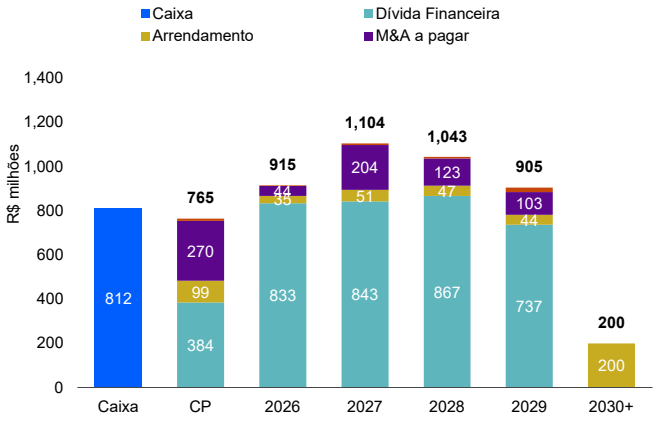


Fonte: Viveo e Moody's Local Brasil

FIGURA 10

...com elevada necessidade de refinanciamento no médio prazo

Cronograma de amortização de dívida em junho de 2025



Fonte: Viveo e Moody's Local Brasil

Em junho de 2025, a dívida bruta da Companhia ajustada pela Moody's Local Brasil era de R$ 4,9 bilhões, sendo composta por R$ 3,7 bilhões de dívida financeira (dos quais R$ 3,3 bilhões em debêntures), R$ 745 milhões de obrigações por aquisições a pagar, R$ 415 milhões de arrendamentos, e R$ 44 milhões de impostos parcelados. Com base nos seus covenants financeiros vigentes, sua alavancagem líquida foi de 4,33x em junho de 2025 (limite: inferior ou igual a 4,75x em junho e setembro de 2025), e seu saldo de dívida financeira somada às obrigações a pagar por aquisições foi de R$ 4,4 bilhões (limite: R$ 4,6 bilhões).

Atualmente, a Viveo possui dois programas de recompra facultativa de suas debêntures em aberto. O primeiro deles, lançado em janeiro de 2025, é de até 150 mil debêntures em circulação (já atendendo a exigência dos debenturistas de recompra de até R$ 75 milhões para o *waiver*), independente da emissão, a preço de mercado - não podendo ser superior ao valor nominal atualizado de cada série. Esse primeiro programa de encerra em dezembro de 2025. Ao final de maio de 2025, a Companhia lançou seu segundo programa, agora de até 600 mil debêntures em circulação, independente da emissão, a preço de mercado – também não podendo ser superior ao valor nominal atualizado de cada série. O encerramento do segundo programa ocorrerá em maio de 2026. As debêntures recompradas pela Viveo serão mantidas em tesouraria para posterior alienação ou cancelamento, e servem para a gestão de seus passivos financeiros e endividamento. A Moody's Local Brasil seguirá monitorando os possíveis impactos desses programas prospectivamente.

Definição dos ratings atribuídos

Consulte o documento Escalas de Rating do Brasil, disponível em https://moodyslocal.com.br/, para maiores informações a respeito das definições dos ratings atribuídos.

Metodologia

A metodologia aplicável ao(s) rating(s) é a Metodologia de Rating para Empresas Não-Financeiras - (22/Jul/2025), disponível na seção de Metodologias em https://moodyslocal.com.br/relatorios/metodologias-estruturas-analiticas-de-avaliacao/

O presente relatório não deve ser considerado como publicidade, propaganda, divulgação ou recomendação de compra, venda, ou negociação dos instrumentos objeto destas classificações de risco de crédito.

© 2025 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. e/ou suas licenciadas e afiliadas (em conjunto, "MOODY'S"). Todos os direitos reservados.

OS RATINGS DE CRÉDITO ATRIBUÍDOS PELAS AFILIADAS DE RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S SÃO AS OPINIÕES ATUAIS DA MOODY'S SOBRE O RISCO FUTURO RELATIVO DE CRÉDITO DE ENTIDADES, COMPROMISSOS DE CRÉDITO, DÍVIDA OU VALORES MOBILIÁRIOS EQUIVALENTES À DÍVIDA, DE MODO QUE OS MATERIAIS, PRODUTOS, SERVIÇOS E AS INFORMAÇÕES PUBLICADAS, OU DE ALGUMA FORMA DISPONIBILIZADAS,PELA MOODY'S (COLETIVAMENTE "MATERIAIS") PODEM INCLUIR TAIS OPINIÕES ATUAIS. A MOODY'S DEFINE RISCO DE CRÉDITO COMO O RISCO DE UMA ENTIDADE NÃO CUMPRIR COM AS SUAS OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS E FINANCEIRAS NA DEVIDA DATA DE VENCIMENTO E QUAISQUER PERDAS FINANCEIRAS ESTIMADAS EM CASO DE INADIMPLEMENTO ("DEFAULT"). VER A PUBLICAÇÃO APLICÁVEL DA MOODY'S RELACIONADA AOS SÍMBOLOS E DEFINIÇÕES DE RATINGS DE CRÉDITO PARA MAIS INFORMAÇÕES SOBRE OS TIPOS DE OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS E FINANCEIRAS ENDEREÇADAS PELOS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S INVERTORS SERVICE. OS RATINGS DE CRÉDITO NÃO TRATAM DE QUALQUER OUTRO RISCO, INCLUINDO, MAS NÃO SE LIMITANDO A: RISCO DE LIQUIDEZ, RISCO DE VALOR DE MERCADO OU VOLATILIDADE DE PREÇOS. OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES E OUTRAS OPINIÕES CONTIDAS NOS MATERIAISDA MOODY'S NÃO SÃO DECLARAÇÕES SOBRE FATOS ATUAIS OU HISTÓRICOS. OS MATERIAIS DA MOODY´S PODERÃO TAMBÉM INCLUIR ESTIMATIVAS DO RISCO DE CRÉDITO BASEADAS EM MODELOS QUANTITATIVOS E OPINIÕES RELACIONADAS OU COMENTÁRIOS PUBLICADOS PELA MOODY´S ANALYTICS, INC. E/OU SUAS AFILIADAS. OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONSTITUEM OU FORNECEM ACONSELHAMENTO FINANCEIRO OU DE INVESTIMENTO. OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONFIGURAM E NÃO PRESTAM RECOMENDAÇÕES PARA A COMPRA, VENDA OU DETENÇÃO DE UM DETERMINADO VALOR MOBILIÁRIO. OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONSTITUEM RECOMENDAÇÕES SOBRE A ADEQUAÇÃO DE UM INVESTIMENTO PARA UM DETERMINADO INVESTIDOR. A MOODY'S ATRIBUI SEUS RATINGS DE CRÉDITO, SUAS AVALIAÇÕES E OUTRAS OPINIÕES, E DIVULGA, OU DE ALGUMA FORMA DISPONIBILIZA,OS SEUSS MATERIAIS ASSUMINDO E PRESSUPONDO QUE CADA INVESTIDOR FARÁ O SEU PRÓPRIO ESTUDO, COM A DEVIDA DILIGÊNCIA, E PROCEDERÁ À AVALIAÇÃO DE CADA VALOR MOBILIÁRIO QUE TENHA A INTENÇÃO DE COMPRAR, DETER OU VENDER.

OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY´S, SUAS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO SÃO DESTINADAS PARA O USO DE INVESTIDORES DE VAREJO E SERIA IMPRUDENTE E INADEQUADO AOS INVESTIDORES DE VAREJO USAR OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES OU MATERIAIS DA MOODY´S AO TOMAR UMA DECISÃO DE INVESTIMENTO. EM CASO DE DÜVIDA, O INVESTIDOR DEVERÁ ENTRAR EM CONTATO COM UM CONSULTOR FINANCEIRO OU OUTRO CONSULTOR PROFISSIONAL.

TODAS AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE DOCUMENTO ESTÃO PROTEGIDAS POR LEI, INCLUINDO, ENTRE OUTROS, OS DIREITOS DE AUTOR, E NÃO PODEM SER COPIADAS, REPRODUZIDAS, ALTERADAS, RETRANSMITIDAS, TRANSMITIDAS, DIVULGADAS, REDISTRIBUIDAS OU REVENDIDAS OU ARMAZENADAS PARA USO SUBSEQUENTE PARA QUALQUER UM DESTES FINS, NO TODO OU EM PARTE, POR QUALQUER FORMA OU MEIO, POR QUALQUER PESSOA, SEM O CONSENTIMENTO PRÉVIO, POR ESCRITO, DA MOODY'S. PARA FINS DE CLAREZA, NENHUMA INFORMAÇÃO CONTIDA AQUI PODE SER UTILIZADA PARA DESENVOLVER, APERFEIÇOAR, TREINAR OU RETREINAR QUALQUER PROGRAMA DE SOFTWARE OU BANCO DE DADOS, INCLUINDO, MAS NÃO SE LIMITANDO A, QUALQUER SOFTWARE DE INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL, APRENDIZADO DE MÁQUINA OU PROCESSAMENTO DE LINGUAGEM NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGIA E/OU MODELO.

OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS DA MOODY´S NÃO SÃO DESTINADOS PARA O USO, POR QUALQUER PESSOA, COMO UMA REFERÊNCIA ("BENCHMARK"), JÁ QUE ESTE TERMO É DEFINIDO APENAS PARA FINS REGULATÓRIOS E, PORTANTO, NÃO DEVEM SER UTILIZADOS DE QUALQUER MODO QUE POSSA RESULTAR QUE SEJAM CONSIDERANDOS REFERÊNCIAS (BENCHMARK).

Toda a informação contida neste documento foi obtida pela MOODY'S junto de fontes que esta considera precisas e confiáveis. Contudo, devido à possibilidade de erro humano ou mecânico, bem como outros fatores, a informação contida neste documento é fornecida no estado em que se encontra ("AS IS"), sem qualquer tipo de garantia, seja de que espécie for. A MOODY'S adota todas as medidas necessárias para que a informação utilizada para a atribuição de ratings de crédito seja de suficiente qualidade e provenha de fontes que a MOODY'S considera confiáveis, incluindo, quando apropriado, terceiros independentes. Contudo, a MOODY'S não presta serviços de auditoria e não pode, em todos os casos, verificar ou confirmar, de forma independente, as informações recebidas nos processos de ratings de crédito ou na preparação de seus Materiais.

Na medida do permitido por lei, a MOODY'S e seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças e fornecedores não aceitam qualquer responsabilidade perante qualquer pessoa ou entidade relativamente a quaisquer danos ou perdas, indiretos, especiais, consequenciais ou incidentais, decorrentes ou relacionados com a informação aqui incluída ou pelo uso, ou pela inaptidão de usar tal informação, mesmo que a MOODY'S ou os seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças ou fornecedores sejam informados com antecedência da possibilidade de ocorrência de tais perdas ou danos, incluindo, mas não se limitando a: (a) qualquer perda de lucros presentes ou futuros; ou (b) qualquer perda ou dano que ocorra em que o instrumento financeiro relevante não seja objeto de um rating de crédito específico atribuído pela MOODY'S.

Na medida do permitido por lei, a MOODY'S e seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças e fornecedores não aceitam qualquer responsabilidade por quaisquer perdas ou danos, diretos ou compensatórios, causados a qualquer pessoa ou entidade, incluindo, entre outros, por negligência (mas excluindo fraude, conduta dolosa ou qualquer outro tipo de responsabilidade que, para que não subsistam dúvidas, por lei, não possa ser excluída) por parte de, ou qualquer contingência dentro ou fora do controle da, MOODY'S ou de seus administradores, membros de órgão sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças ou fornecedores, decorrentes ou relacionadas com a informação aqui incluída, ou pelo uso, ou pela inaptidão de usar tal informação.

A MOODY'S NÃO PRESTA NENHUMA GARANTIA, EXPRESSA OU IMPLÍCITA, QUANTO À PRECISÃO, ATUALIDADE, COMPLETUDE, VALOR COMERCIAL OU ADEQUAÇÃO A QUALQUER FIM ESPECÍFICO DE QUALQUER RATING DE CRÉDITO, AVALIAÇÃO, OUTRA OPINIÃO OU INFORMAÇÕES DADAS OU PRESTADAS, POR QUALQUER MEIO OU FORMA, PELA MOODY´S.

A Moody's Investors Service, Inc., uma agência de rating de crédito, subsidiária integral da Moody's Corporation ("MCO"), pelo presente, divulga que a maioria dos emissores de títulos de dívida (incluindo obrigações emitidas por entidades privadas e por entidades públicas locais, outros títulos de dívida, notas promissórias e papel comercial) e de ações preferenciais classificadas pela Moody's Investors Service, Inc., acordaram, antes da atribuição de qualquer rating de crédito, pagar à Moody's Investors Service, Inc., para fins de avaliação de ratings de crédito e serviços prestados por esta agência.. A MCO e todas as entidades que emitem ratings sob a marca (Moody's Ratings") também mantêm políticas e procedimentos destinados a preservar a independência dos ratings de crédito e processos de ratings de crédito da Moody's Ratings. São incluídas anualmente no website ir.moodys.com, sob o título "Investor Relations — Corporate Governance — Charter Documents – Director and Shareholder Affiliation Policy" informações acerca de certas relações que possam existir entre administradores da MCO e as entidades classificadas com ratings de crédito e entre as entidades que possuem ratings da Moody's Invertors Sevices, Inc. e que também informaram publicamente à SEC (Security and Exchange Commission – EUA) que detêm participação societária maior que 5% na MCO.

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V, I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., e Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. (coletivamente, as "Moody's Non-NRSRO CRAs") são todas subsidiárias de agências de classificação de risco integralmente detidas de forma indireta pela MCO. Nenhuma das Moody's Non-NRSRO CRAs é uma Organização de Classificação de Risco Estatístico Nacionalmente Reconhecida (NRSRO).

Termos adicionais apenas para a Austrália: qualquer publicação deste documento na Austrália será feita nos termos da Licença para Serviços Financeiros Australiana da afiliada da MOODY's, a Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 e/ou pela Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (conforme aplicável). Este documento deve ser fornecido apenas a distribuidores ("wholesale clients"), de acordo com o estabelecido pelo artigo 761G da Lei Societária Australiana de 2001. Ao continuar a acessar esse documento a partir da Austrália, o usuário declara e garante à MOODY'S que é um distribuidor ou um representante de um distribuidor, e que não irá, nem a entidade que representa irá, direta ou indiretamente, divulgar este documento ou o seu conteúdo a clientes de varejo, de acordo com o significado estabelecido pelo artigo 761G da Lei Societária Australiana de 2001. O rating de crédito da Moody's é uma opinião em relação à idoneidade creditícia de uma obrigação de dívida do emissor e não diz respeito às ações do emissor ou qualquer outro tipo de valores mobiliários disponíveis para investidores de varejo.

Termos adicionais apenas para a Índia: Os ratings de crédito da Moody's, avaliações, outras opiniões e Materiais não têm a intenção de ser, e não devem ser, utilizadas ou consideradas, por usuários localizados na Índia em relação a valores mobiliários listados ou propostos para listagem em bolsas de valores indianas.

Termos adicionais referentes a *Second Party Opinions* ('SPO') e Avaliações *Net Zero* ('NZA') (conforme definido nos Símbolos e Definições de Rating da Moody's Ratings): Por favor, observe que as *SPOs* e as *NZAs* não são um 'rating de crédito'. A emissão de *SPOs* não é uma atividade regulamentada em muitas jurisdições, incluindo Singapura. JAPÃO: No Japão, o desenvolvimento e a oferta de SPOs se enquadram na categoria de 'Negócios Auxiliares', não em 'Negócios de Rating de Crédito', e não estão sujeitos às regulamentações aplicáveis aos 'Negócios de Rating de Crédito' sob a Lei de Instrumentos Financeiros e Câmbio do Japão e suas regulamentações relevantes. RPC: Qualquer *SPO*: (1) não constitui uma Avaliação de Bônus Verde da RPC conforme definido por quaisquer leis ou regulamentos relevantes da RPC; (2) não pode ser incluído em nenhum documento de declaração de registro, circular de oferta, prospecto ou qualquer outro documento enviado às autoridades reguladoras da RPC ou utilizado de outra forma para atender a qualquer requisito de divulgação regulatória da RPC; e (3) não pode ser utilizado na RPC para qualquer fim regulatório ou para qualquer outro fim que não seja permitido pelas leis ou regulamentos relevantes da RPC. Para os fins deste aviso legal, "RPC" refere-se ao continente da República Popular da China, excluindo Hong Kong, Macau e Taiwan.

O presente relatório não deve ser considerado como publicidade, propaganda, divulgação ou recomendação de compra, venda, ou negociação dos instrumentos objeto destas classificações de risco de crédito.