RIO BRAVO

RF Renda Fixa

RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO II - FII

RELATÓRIO TRIMESTRAL | MARÇO 2019



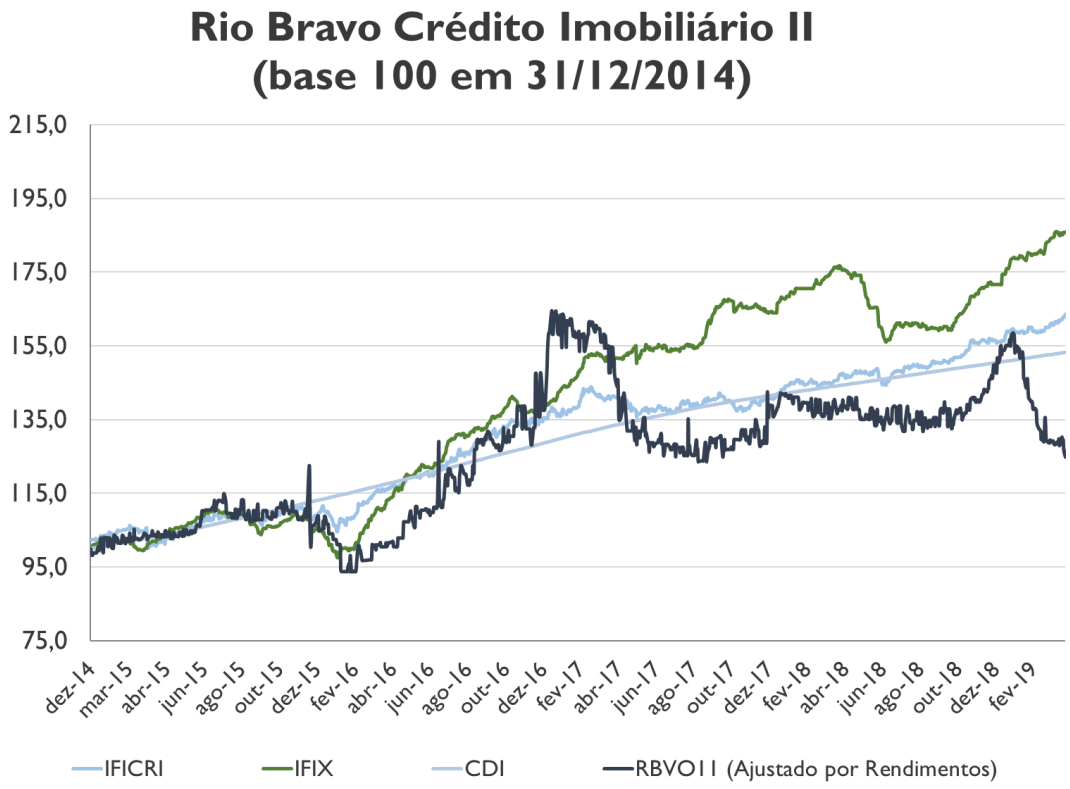
Comentários do Gestor

De acordo com os dados publicados pela CETIP[1], no primeiro trimestre de 2019, o volume de emissões de CRI atingiu R$ 2,37 bilhões, 49,2% abaixo do volume do mesmo período do ano passado. Na base de dados da CETIP identificamos 38 emissões no 1T19, contra 51 no mesmo período do ano anterior[2]. O ticket médio das emissões apresentou leve aumento: de R$ 31,2 milhões para R$ 62,4 milhões no 1T19. Foram 12 diferentes securitizadoras emitindo CRIs no 1T19.

Mercado

Na bolsa, a cota do Rio Bravo Crédito Imobiliário II – FII, ajustada por rendimentos, registrou variação acumulada de -18,39% no primeiro trimestre de 2019. O volume diário médio de negociação das cotas no terceiro trimestre montou R$ 58,6 mil. O IFIX[3] valorizou-se em 5,59% e o IFICRI[4] apresentou rentabilidade positiva de 2,49% no trimestre, enquanto a variação do CDI foi de 1,51%. Já o IBOVESPA apresentou valorização de 8,56% no trimestre, enquanto os títulos públicos atrelados ao IPCA, representados pelo IMA-B, apresentaram valorização, de 5,54% no período.

[1] Os dados consolidados por ANBIMA e CETIP variam em função de metodologias distintas. Nossas pesquisas na base CETIP consideram a data de emissão do CRI que, na maioria das vezes, difere da data de encerramento da oferta.
[2] Considerando séries vinculadas (sênior, mezanino e/ou junior) como uma só emissão.
[3] Índice de Fundos Imobiliários, calculado pela BM&F Bovespa.
[4] Índice Rio Bravo de Fundos de CRI, calculado pela Rio Bravo Investimentos adotando regras semelhantes as utilizadas no cálculo do IFIX pela BM&F Bovespa.



O Dividend Yield anualizado do IFICRI[5] encerrou o trimestre em 9,70% a.a. contra 15,74% a.a. ao final do 4T18. O Dividend Yield do IFIX[6] encerrou o trimestre em questão em 8,07% a.a., superior ao valor observado ao final do quarto trimestre de 2018, de 7,80% a.a..

[5] Dividend Yield calculado com base no último rendimento pago anualizado e valor da cota em bolsa de cada fundo no final do período, ponderado pelo peso médio de cada fundo no IFICRI no período.

[6] Dividend Yield calculado com base no último rendimento pago anualizado e valor da cota em bolsa de cada fundo no final do período, ponderado pelo peso de cada fundo no IFIX

Rio Bravo Crédito Imobiliário II Fundo de Investimento Imobiliário – FII

O fundo Rio Bravo Crédito Imobiliário II – FII iniciou suas atividades em 18 de dezembro de 2012 e tem como objetivo proporcionar retorno aos seus cotistas por meio do investimento em ativos imobiliários de renda fixa, preponderantemente Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, podendo também adquirir Letras de Crédito Imobiliário – LCI, Letras Hipotecárias – LH e outros ativos de renda fixa não imobiliários. O início de negociação do fundo na bolsa de valores se deu no dia 26 de dezembro de 2012, sob o código RBVO11.

Seus rendimentos são isentos de imposto de renda para os investidores, desde que sejam pessoas físicas e não detenham mais de 10% do total de cotas emitidas pelo fundo[7]. O prazo de duração é de 12 anos, sendo que a amortização das cotas se dará em 10 parcelas anuais iguais a partir do 36° mês de atividade do fundo (dezembro/15). O pagamento de rendimentos é mensal, sem carência.

Características

Fundo	Rio Bravo Crédito Imobiliário II - FII
Tipo	Fundo de Investimento Imobiliário
Público Alvo	Investidores em Geral
Início	18/12/2012
Prazo de Duração	12 anos
Vencimento	18/12/2024
Taxa de Administração	0,75% a.a. sobre o valor investido em ativos imobiliários
Amortização	Anual, a partir do 36° mês
Rendimentos	Mensal, sem carência
Benchmark	IPCA + 5,71% a.a.
Taxa de Peformance	20% sobre o que exceder IPCA + 5,71% a.a.

Cotas Emitidas	515.824
Valor Inicial da Cota	R$ 100,00
PL na Emissão	R$ 51.582.400,00
Liquidez	Negociação em Bolsa
Código de Negociação	RBVO11
Código ISIN	BRRBVOCTF007
Administrador	Rio Bravo Investimentos DTVM Ltda.
Gestor	Rio Bravo Investimentos Ltda. Av. Chedid Jafet, 111 Bloco B 3° andar Vila Olímpia - SP CEP 04551-065 Tel: (11) 3509-6600

[7] E na medida em que o fundo permaneça enquadrado nos termos da Lei 9.779/99, que confere tal isenção.

Carteira

O fundo encerrou o mês de março com 97,6% de seu ativo total em ativos alvo, sendo 56,4% em 11 diferentes CRIs cuja taxa média ponderada de remuneração, na aquisição, é de inflação +8,51% ao ano, além de 41,2% em cotas do Fundo de Investimento Imobiliário Millenium.

A cota patrimonial, ajustada por rendimentos, apresentou variação de +0,07% durante o mês de dezembro (vs. +0,49% do CDI). Nos últimos 12 meses a variação patrimonial da cota do fundo, ajustada pelos pagamentos de rendimentos, amortizações e provisões no período, foi de +7,92%.

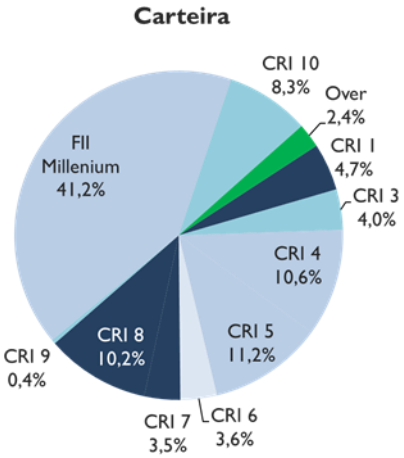
Ao final de março de 2019, a carteira do fundo encontrava-se com a seguinte alocação[8]:

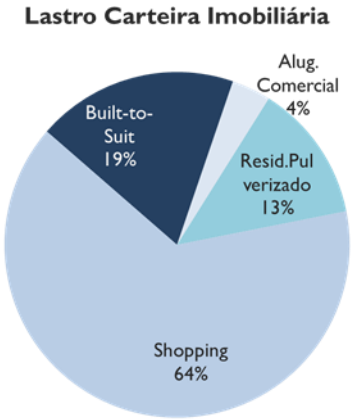
RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO II FII - MARÇO/19

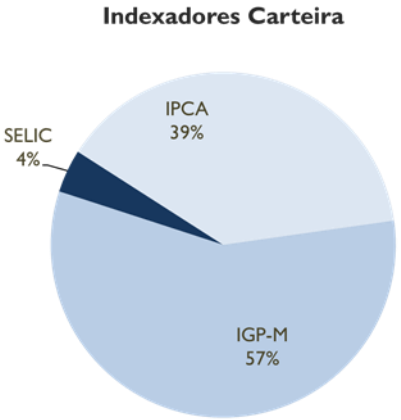
Ativo	Emissor	Emissão/Série	Lastro	Rating	Vencimento	Taxa de Aquisição	% Ativo
CRI 1	GAIA	4ª/40ª	Built-to-Suit	"A" Fitch	out/22	IPCA + 6,30% a.a.	4,7%
CRI 2	CIBRASEC	2ª/188ª	Resid.Pulverizado	-	dez/19	IGP-M + 11,00% a.a.	0,0%
CRI 3	CIBRASEC	2ª/192ª	Resid.Pulverizado	-	jul/23	IGP-M + 6,50% a.a.	4,0%
CRI 4	RB CAPITAL	1ª/96ª	Shopping	"A" Fitch	mai/23	IPCA + 6,00% a.a.	10,6%
CRI 5	HABITASEC	1ª/32ª	Shopping	"AA" LF	jun/23	IGP-M + 7,50%	11,2%
CRI 6	APICE	1ª/6ª	Alug. Comercial	"BBB-" Fitch	set/28	IPCA + 8,50%	3,6%
CRI 7	BARIGUI	1ª/8ª	Built-to-Suit	-	out/23	IPCA + 7,30%	3,5%
CRI 8	CIBRASEC	2ª/238ª	Built-to-Suit	"A-" SR Rating	fev/25	IGP-M + 11,50%	10,2%
CRI 9	HABITASEC	1ª/49ª	Resid.Pulverizado	-	out/26	IPCA + 10,40%	0,4%
CRI 10	APICE	1ª/44ª	Resid.Pulverizado	-	set/25	IGP-M + 12,00%	8,3%
CRI 11	CIBRASEC	2ª/269ª	Resid.Pulverizado	-	dez/17	IGP-M + 16,00%	0,0%
TOTAL CRIs						Inflação + 8,51% a.a.**	56,4%
FII Millenium	-	-	Shopping	-	-	-	41,2%
TOTAL FIIs						-	41,2%
TESOURO				"AAA"	Liquidez em D0	77,50% SELIC*	2,4%
TOTAL do ATIVO							100,0%

* Considerando IR de 22,50%
** Taxa média ponderada dos CRI's

[8] CRI 2 e CRI 11 (Cameron) encontram-se integralmente provisionados e em processo de execução.







Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI

CRI 1 - 40ª série/4ª Emissão da Gaia Securitizadora – Built-to-Suit Mapfre/Aliança


Imóvel

Operação de securitização cujo lastro são dois contratos atípicos de locação ("Built-to-Suit") de dois imóveis comerciais adjacentes e localizados às margens da Rodovia Washington2 Luiz, em Carlos – SP. Os locatários são a Mapfre Vera Cruz Seguradora S.A. e a Companhia de Seguros Aliança do Brasil, ambas coligadas ao Banco do Brasil S.A. (originalmente, ratings locais "Aaa" pela Moody's e "AAA" pela S&P e Fitch). O CRI vencerá em outubro de 2022 e possui taxa de remuneração de IPCA + 6,30% a.a.. A operação conta com garantia real representada por alienação fiduciária dos imóveis-lastro, coobrigação da SRB Properties e Administração de Bens Ltda, cedente da operação, e fundo de reserva em valor equivalente a três fluxos mensais do CRI. A Gaia Securitizadora realizou a emissão em maio de 2012 em montante total aproximado de R$ 22 milhões.

Acompanhamento

O primeiro imóvel, reformado, foi entregue em maio de 2012 e o segundo, construído, foi entregue em outubro do mesmo ano. Desde então, o pagamento dos aluguéis vem sendo feito regularmente. Ao final de dezembro/17, o saldo do fundo de reserva era de R$ 1,05 milhão, de acordo com o estipulado pelos contratos da operação. Os seguros patrimonial e de fiança locatícia estão devidamente contratados.

A Mapfre Seguros Gerais (atual denominação da Mapfre Vera Cruz Seguradora S.A.), apresentou em 2018 prêmios emitidos de R$ 6,4 bilhões e prejuízo de R$ 340,3 milhões decorrente, principalmente, do aumento da sinistralidade, maiores custos com comissões e maiores despesas administrativas. Em 31 de dezembro de 2018 a companhia apresentava patrimônio líquido ajustado de R$ 1,96 bilhão, ante capital mínimo requerido em conformidade com as normas emitidas pela SUSEP de R$ 901,7 milhões. Já a Companhia de Seguros Aliança do Brasil, atuante nos ramos de riscos de pessoas, seguros rurais e seguro habitacional apresentou no mesmo ano prêmios emitidos de R$ 7,37 bilhões e lucro líquido de R$ 1,50 bilhão, mesmo patamar do ano anterior. Em 31 de dezembro de 2018 a companhia apresentava patrimônio líquido ajustado de R$ 1,57 bilhão, ante capital mínimo requerido em conformidade com as normas emitidas pela SUSEP de R$ 898 milhões.

O Grupo Segurador Banco do Brasil e Mapfre, entidade que consolida os locatários em sua estrutura societária, emitiu R$ 16,9 bilhões de prêmios, aumento de 6,2% em relação a 2017. O lucro líquido apresentou decréscimo de -14,5%, totalizando R$ 1,28 bilhão no ano, comparado com R$ 1,5 bilhões em 2017. O patrimônio líquido do Grupo totalizou R$ 5,0 bilhões em 2018, equivalente a uma queda de 18,9% em relação ao fechamento do ano de 2017. O ROE – *Return on Equity*, ficou em 25,5% vs. 23,3% em 2017.

Ao final de junho/18, a BB Seguridade informou acordo de reestruturação da parceria com a Mapfre por meio da cisão parcial da BB Mapfre SH1, mediante a segregação da totalidade das ações da Mapfre Vida as quais serão incorporadas pela Mapfre BB SH2. Além disso, ocorrerá uma cisão parcial desproporcional da SH2, mediante a segregação da totalidade das ações da Aliança do Brasil Seguros (ABS), as quais serão incorporadas pela SH1. A ABS deixará de atuar no segmento de grandes riscos, mantendo apenas a carteira em "run-off".

Após a reorganização societária, a BB Seguridade alienará a totalidade das ações ordinárias e preferenciais de emissão da SH2 de sua titularidade à Mapfre por R$ 2,4 bilhões (valor sujeito a ajustes). Também será celebrado um acordo comercial para atuação no segmento de seguros no ramo auto e nos produtos enquadrados como grandes riscos, sendo mantida a exclusividade no canal bancário das empresas detidas pela SH2, condicionada ao cumprimento de padrões mínimos de níveis de serviço. A operação ainda depende da aprovação das autoridades reguladoras (BC, Cade e Susep).

CRI 2 - 188ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI Cameron

Operação de securitização cujo lastro original eram promessas de compra e venda de quatro empreendimentos residenciais localizados em Fortaleza – CE e incorporados e construídos pela Cameron Construtora. Além das promessas, formava o lastro do CRI uma CCB Imobiliária emitida contra a Cameron e que tem como garantia ao seu pagamento a cessão fiduciária de outros recebíveis da empresa (na emissão, 120% do saldo da CCB coberto por cessão fiduciária de créditos/estoque) dos mesmos empreendimentos.



Felicitá | Iluminato | Reale | Vintage Meirelles

Originalmente a operação contava com as seguintes garantias: a) hipoteca do terreno do empreendimento Felicitá (originalmente avaliado em R$ 11 milhões); b) cessão fiduciária de recebíveis e estoque de unidades do Felicitá em garantia ao pagamento da CCB; c) fundo de reserva com retenção de 110% do valor da obra do Felicitá e liberação destes recursos de acordo com a evolução do cronograma físico-financeiro; d) coobrigação da cedente por todo o prazo da operação; f) subordinação de 17%; e g) excesso de spread. Além disso, tão logo os empreendimentos fossem entregues e tivessem a individualização das unidades averbada, seria constituída pela Cedente a alienação fiduciária de todos os imóveis a que se referem os créditos. O CRI tinha prazo original total de 83 meses, vencendo em fevereiro de 2020, e foi emitido no volume total de R$ 33,8 milhões de série sênior. A taxa de original de emissão dos CRI sênior era de IGP-M + 9% a.a..

Acompanhamento

O CRI 2, tal como o CRI 11, teve vencimento antecipado declarado em março/17 e encontra-se em execução, tendo sido a posição do fundo nestes CRIs integralmente provisionada desde então. O processo de execução judicial está em curso. Os mutuários do empreendimento organizaram-se sob a forma de associação e tem se mobilizado para a conclusão da obra. As estimativas são de que seriam necessários, na data desse relatório, cerca de R$ 0,7 milhão para tal conclusão. Ao final do trimestre foi decretada a

falência da devedora, a qual foi em seguida suspensa por liminar. Os advogados que representam a securitizadora devem peticionar pela manutenção da falência. Não ocorreram novas negociações com a devedora no período, continuando a execução a correr pela via judicial.

Estamos atuando junto à securitizadora e aos assessores legais contratados pelos patrimônios separados dos CRI 2 e 11 de modo a tomar todas as medidas para a viabilização do pagamento pelos mutuários, dos seus respectivos saldos devedores cedidos à operação, execução das garantias e demais legais ações cabíveis contra a devedora Cameron.

CRI 3 - 192ª série/2ª Emissão da Cibrasec – Pulverizado Residencial

Operação de securitização de contratos de compra e venda com pacto de alienação fiduciária provenientes da comercialização de diversos empreendimentos residenciais (87% do lastro inicial) e comerciais (13% do lastro inicial) incorporados por nove diferentes empresas e localizados nos munícipios de São Paulo, Santos, Guarulhos, São Caetano do Sul e Rio de Janeiro. A cessão dos contratos foi realizada em caráter definitivo ("True Sale", ou sem coobrigação dos cedentes dos créditos). A operação conta com a alienação fiduciária de todos os imóveis aos quais se referem os contratos lastro da operação e subordinação de 10%. Todos os contratos foram originados entre 2005 e 2012, apresentando no período bom índice de adimplemento e baixa relação *Loan To Value* no momento da emissão dos CRI (próxima de 50%). O CRI foi emitido em março de 2013 e vencerá em outubro de 2023. A taxa de remuneração é de IGP-M + 6,50% a.a.. A emissão foi realizada pela Cibrasec e montou ao volume total de aproximadamente R$ 18 milhões em série sênior. O principal risco do CRI é a inadimplência por parte dos mutuários compradores dos imóveis, cujos contratos foram cedidos à operação.

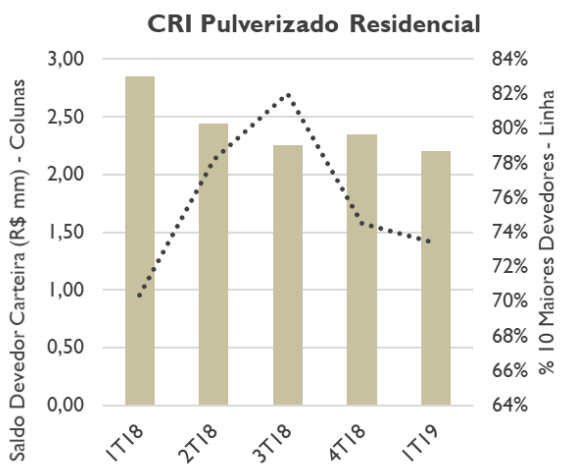
Acompanhamento

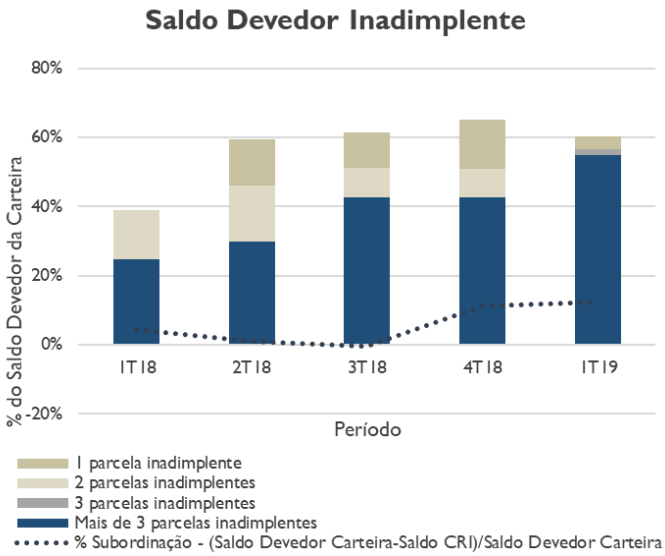
No primeiro trimestre de 2019, 59,5% do saldo devedor da carteira apresentava-se inadimplente, sendo 3,9% de contratos com uma parcela inadimplente (um cliente) e 55,6% inadimplentes em três ou mais parcelas (6 clientes). Dos 121 contratos inicialmente cedidos para a operação, restavam 16 vigentes ao final do 1T19, sendo que os 10 maiores devedores representavam cerca de 73% do saldo devedor da carteira total, ponto de atenção dado a elevada concentração.

Dos 6 clientes com três ou mais parcelas em atraso, 2 estão iniciando processo de intimação, 2 já estão com o processo de intimação iniciado para retomada dos imóveis em garantia, 1 está em vias de ser levado a leilão, aguardando somente a consolidação da matrícula do imóvel em nome da Securitizadora.

Já o último contrato, a RGI solicitou registro da cessão do imóvel para andamento no processo de intimação.

O saldo devedor da carteira representava 114% do saldo devedor do CRI (51% se desconsiderados os contratos inadimplentes em duas ou mais parcelas).





	Desde Emissão	*1T18*	*2T18*	*3T18*	*4T18*	*1T19*
Contratos Ativos - Início Período	121	27	25	22	22	18
Antecipados no período	-37	0	-2	0	0	0
Recomprados no período	0	0	0	0	0	0
Vencidos do período	-68	-2	-1	0	-4	-2
Contratos Ativos - Final do Período	16	25	22	22	18	16

CRI 4 - 96ª série/1ª Emissão da RB Capital Securitizadora – Shopping Cidade Norte

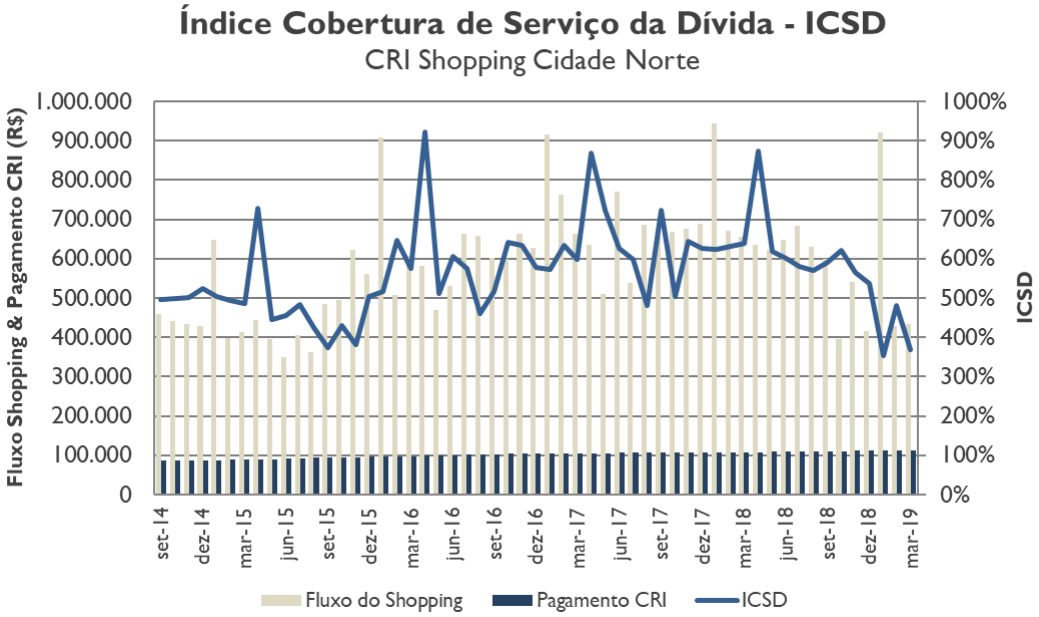
Operação de CRI cujo lastro é um contrato de financiamento imobiliário firmado entre a Domus Companhia Hipotecária e Cidade Norte Participações SPE, SPE detentora de 100% do Shopping Cidade Norte, localizado em São José do Rio Preto – SP. A operação conta com as seguintes garantias ao seu pagamento: (i) cessão fiduciária de 100% dos recebíveis provenientes do aluguel das lojas do shopping; (ii) alienação fiduciária do shopping (*Loan To Value* de 9% na data de emissão e com base no valor de avaliação

do shopping); (iii) alienação fiduciária de 100% das cotas da cedente , e; (iv) fiança solidária da controladora da cedente.

O CRI foi emitido em maio de 2013 e tem vencimento em maio de 2023. A taxa de remuneração é de IGP-M + 6,00% e a operação conta com rating "A" pela Fitch. O volume total de emissão foi cerca de R$ 7,4 milhões. O shopping foi entregue em outubro de 2012. O maior risco da operação é a redução da receita gerada pelo shopping vis-à-vis o fluxo mensal dos CRIs.

Acompanhamento

Durante o primeiro trimestre de 2019, o fluxo de caixa gerado mensalmente pelo shopping foi, em média, equivalente a 5,27x o pagamento do CRI. Desde a emissão, o mesmo indicador fica em 5,67x em média. Sendo assim, o shopping tem gerado, consistentemente, fluxo muito superior ao necessário para a quitação do CRI. Todas as obrigações do CRI vêm sendo cumpridas normalmente desde sua emissão.



CRI 5 - 32ª série/1ª Emissão da Habitasec – Shopping Jaraguá do Sul

Operação de CRI, emitida em junho de 2013, tinha originalmente lastro em debênture imobiliária emitida pela Breithaupt Construções S.A., detentora, na época, de 100% do Shopping Jaraguá do Sul, localizado na cidade de mesmo nome, no Estado de Santa Catarina. A operação teve como objetivo captar

recursos para financiar o término da expansão do shopping, bem como financiar a construção do Jaraguá do Sul Trade Center, torre de salas comerciais a ser construída em terreno anexo ao shopping.



Shopping Jaraguá do Sul – Foto antes da expansão



Obras em Junho/15



Projeto Shopping

A estrutura de garantias original da operação contava com cessão fiduciária do aluguel das lojas atuais e futuras do shopping e da venda futura das salas comerciais da torre comercial a ser construída, alienação fiduciária dos imóveis (LTV de 98% na partida e esperado de 46% após a entrega das obras), fundo de liquidez no valor de R$ 8 milhões (reduzido a R$ 5 milhões após a conclusão da obra), retenção de 100% dos recursos a incorrer nas obras, com liberação de acordo com o cronograma físico-financeiro, alienação fiduciária de 100% das ações da SPE detentora do shopping e coobrigação do Grupo Breithaupt e de seus sócios. A emissão foi realizada pela Habitasec em julho de 2013 com remuneração de IGP-M+ 7,50% e prazo total de 120 meses (*duration* de 62 meses).

Os maiores riscos dessa operação decorriam da entrega das obras da expansão do shopping e construção das salas comerciais, da vacância dos espaços após a entrega do empreendimento e da inadimplência dos locadores. A inauguração da nova área do shopping ocorreu no dia 16 de abril de 2015, com atraso em relação ao cronograma original, que previa entrega em outubro/14.

No início de 2016, a Breithaupt firmou carta de intenções para venda do shopping à Tenco Shopping Centers ("Tenco"). Tal operação foi aprovada pelos titulares do CRI, implicando na substituição do devedor, em assembleia realizada em 28 de janeiro de 2016 e a venda foi concretizada em março de 2016. Fundada em 1988, a Tenco é proprietária de 17 shoppings sendo 9 em operação, 5 em implantação e 3 em desenvolvimento. A Tenco é controlada pela holding Shoppings do Brasil que, por sua vez, é controlada por fundos de investimentos geridos pela Pátria Investimentos (filiada ao grupo norte americano Blackstone).

Em assembleia realizada em setembro/18, o CRI passou por uma restruturação de forma a alongar seu prazo em 5 anos (vencimento inicial era em 2023, passou a ser em 2028), conceder carência de seis meses de juros e quinze meses de principal, com uma contrapartida de aumento da taxa de juros de IPCA

+ 7,50% para IPCA + 9,00% a.a., além de uma garantia adicional sob forma de Equity Support Agreement da holding Shopping do Brasil no valor de R$ 5 milhões. Após a restruturação, o CRI entrou em um período de carência de seis meses para os juros, que voltaram a ser pagos em abril/2019, e quinze meses para as amortizações, que voltarão a ser pagas somente em janeiro/2020.

Acompanhamento

Conforme informações divulgadas pela Tenco, ao final do 1T19, a taxa de ocupação, em percentual da ABL (incluindo a área de expansão), era de 87,40% (88,13% no 4T18). As taxas de inadimplência líquida (inadimplência bruta menos o que é recuperado) do shopping apresentaram deterioração no primeiro trimestre ano, encerrando em 9,2% (vs. 5,4% no 4T18).

Ao final do trimestre em análise, o saldo devedor do CRI era de R$ 90,1 milhões, e o Saldo do Fundo de Reserva montava o valor de R$ 647,7 mil.

CRI 6 - 6ª série/1ª Emissão da Ápice Securitizadora – Mikar/Walmart

Operação de securitização cujo lastro é contrato típico de locação firmado entre Mikar Locações e Walmart Brasil, de imóvel localizado no bairro da Barra Funda, na cidade de São Paulo. O CRI foi emitido pela Ápice Securitizadora em outubro de 2013 sob o volume total de R$ 22 milhões, prazo de 15 anos (duration de 7,5 anos) e remuneração de IPCA+8,50% ao ano. A estrutura de garantias é composta por: (i) fundo de reserva mínimo de 6 PMTs, (ii) fiança solidária da cedente, sua controladora e sócios, (iii) alienação fiduciária do imóvel lastro da operação e (iv) alienação fiduciária de imóvel comercial localizado no bairro de Higienópolis, também em São Paulo. Os dois imóveis foram originalmente avaliados em R$ 68 milhões (conjuntamente), o que conferiu à operação um LTV inicial de 32%. Ademais, no caso de rescisão do contrato por parte do locatário, a Mikar estará obrigada a pagar o CRI por até 12 meses até que apresente um novo locatário. Caso não apresente o novo locatário, a operação deverá ser pré-paga pela Mikar.



Imóvel Barra Funda – SP



Imóvel Higienópolis - SP

Acompanhamento

Apesar da operação ser lastreada em um contrato típico de locação, que pode ser rescindido mediante o pagamento de multa em valor equivalente a três alugueis, o imóvel é utilizado para a operação de uma das lojas mais rentáveis do grupo Walmart no Brasil. O grupo Walmart fez investimentos relevantes no imóvel e pagou, até o fim de 2017, aluguel abaixo do valor de mercado como contrapartida a esses investimentos realizados. Ao final de 2017 ocorreu ajuste (para cima) na locação mensal, conforme previsto no contrato de locação original, o que o trouxe o valor pago para mais próximo dos preços de mercado na região. O Saldo do Fundo de Reserva da operação encerrou o trimestre em R$ 1,96 milhão, condizente com a obrigação de ser de seis meses de locações futuras, aproximadamente R$ 1,9 milhão. A Walmart vem depositando o aluguel na conta centralizadora da operação mantida na securitizadora normalmente e as demais obrigações decorrentes do CRI vem sendo cumpridas a contento desde sua emissão.

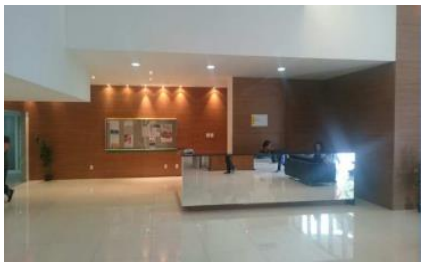
Em meados do ano a Walmart vendeu 80% de suas operações no Brasil para o fundo Advent, permanecendo detentor da parcela minoritária de 20%

CRI 7 - 8ª série/1ª Emissão da Barigui Securitizadora – Petrobras (The Corporate – Macaé/RJ)

A operação é lastreada no fluxo de alugueis proveniente de um aditamento de um contrato atípico de locação de prédio comercial firmado entre o Fundo de Investimento Imobiliário XP Corporate Macaé, proprietário do imóvel, e a Petrobras, locatária. O contrato foi aditado entre as partes, de modo a contemplar a parcela mensal adicional de aluguel com o intuito de remunerar o Fundo pelo investimento a ser realizado em adequações ao imóvel solicitadas pela Petrobras. O empreendimento (The Corporate) está localizado na cidade de Macaé – RJ, contando com a Petrobras como única locatária. A emissão tem

prazo de aproximadamente 9 anos (duration 4,2 anos) e taxa de remuneração de IPCA + 7,30%. O pagamento de juros e amortização é mensal e sem carência.

A operação contava na emissão com as seguintes garantias: retenção de 100% dos recursos destinados às obras da operação; fundo de reserva de R$ 35 mil para arcar com os custos da emissão ao longo do prazo da operação; seguro performance no valor de R$ 2,8 milhões durante as obras (obra já totalmente concluída).





Acompanhamento

A produção total de petróleo e gás natural da Petrobras no 1T19 foi de 2538 mil barris de óleo equivalente por dia (boed), representando uma queda de 5,3% em relação ao ano anterior, consequência de uma maior concentração de manutenções em plataformas, do comissionamento dos novos sistemas do campo de Búzios, bem como a redução da participação da companhia em campos nos EUA. Apesar do aumento expressivo das importações (+92% a/a) e ligeira queda das exportações (-2% a/a) a companhia mantém sua posição como exportadora líquida.

No 1T19, a receita líquida da Petrobras somou R$ 80 bilhões, aumento de 7,4%% em relação ao mesmo período do ano anterior. O EBITDA no período foi de R$ 27,5 bilhões (já inclui os efeitos do IFRS16[9]), registrando aumento de 7% em relação ao mesmo período do ano anterior. Se excluídos os efeitos do IFRS16, a companhia teria reportado EBITDA de R$ 25,1 bilhões, o que implicaria em uma queda de 4% ante o mesmo período do ano anterior. A piora operacional no 1T19, excluindo os efeitos do IFRS16, é consequência de maiores despesas com importação de petróleo, derivados e gás natural e maiores gastos com paradas não programadas. Além disso, o 1T18 foi positivamente impactado por efeitos não recorrentes derivados das vendas das áreas de Lapa, Iara e Carcará.

[9] Com a adoção do IFRS 16, a companhia deixa de reconhecer custos e despesas operacionais oriundas de contratos de arrendamento mercantis operacionais e passa a reconhecer em sua demonstração de resultado: (i) os efeitos da depreciação dos direitos de uso dos ativos arrendados; e (ii) a despesa financeira e a variação cambial apuradas com base nos passivos financeiros dos contratos de arrendamento mercantil.

No trimestre, a companhia registrou lucro líquido de R$ 4,24 bilhões (-40,4% a/a), negativamente impactado pelas maiores despesas financeiras por consequência da adoção do IFRS 16. Excluindo o efeito da nova regra contábil, o Lucro Líquido seria de R$ 5,1 bilhões (-4,7% a/a),

Ao final do primeiro trimestre, a dívida líquida da companhia, excluindo os efeitos do IFRS16, seria de R$ 266,9 bilhões, o que implicaria em uma redução de 1,4% quando comparada ao 1T18. Tal endividamento implicaria em uma alavancagem, medida pelo índice de Dívida Líquida / EBITDA de 2,37x (ante 3,52x ao final do 1T18). Considerando os efeitos da nova regra contábil, a dívida líquida da Petrobrás salta para R$ 372,2 bilhões, levando a alavancagem para 3,19x. O aumento do endividamento da companhia é consequência do IFRS16, notadamente por conta da nova classificação dos arrendamentos de plataformas e embarcações, necessárias para suas operações de E&P realizadas em águas profundas e ultra profundas, como passivos. Em abril/18 a Moody´s elevou o rating global da Petrobras de Ba3 para Ba2 com perspectiva estável. S&P reafirmou o rating global BB- com perspectiva estável também em outubro/17. Já a Fitch rebaixou o rating da companhia de BB para BB- com perspectiva estável em fevereiro/18. O CRI vem sendo pago normalmente.

CRI 8 - 238ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI Incefra

Operação lastreada em contrato de arrendamento (atípico) de imóveis localizados em Cordeirópolis-SP, firmado entre a Indústria Cerâmica Fragnani Ltda (arrendatária e devedora da operação) e a Agropecuária Fragnani Ltda (arrendadora, cedente da operação). Ambas empresas pertencem ao Grupo Incefra. O volume da operação é de R$ 60 milhões e foi integralmente destinado à quitação de dívidas de curto prazo da empresa.

Com prazo de 120 meses (aproximadamente 4,25 anos de *duration*), o CRI possui uma remuneração equivalente a IGP-M + 11,5% a.a., sendo o pagamento de juros e amortização mensal e sem carência. A operação conta com as seguintes garantias: fiança da holding Fragnani Empreendimentos e Participações S/A e da Agropecuária Fragnani Ltda, arrendadora dos imóveis; alienação fiduciária dos imóveis objeto da locação, avaliados originalmente em R$ 92 milhões.

O principal risco da operação é crédito do Grupo Incefra, fiador tanto da devedora dos créditos imobiliários (Industria Cerâmica Fragnani Ltda) quanto da cedente (Agropecuária Fragnani Ltda). O grupo, fundado em 1970 na cidade de Cordeirópolis-SP, atua nos segmentos de revestimentos em cerâmica para construção civil, com foco nas classes C e D. Com três plantas fabris (duas em Cordeirópolis-SP e uma em Dias D'Avila-BA) e capacidade produtiva superior a 60 milhões de m² por ano, o grupo é considerado

o maior produtor de cerâmica do país (em termos de capacidade). Entre os produtos oferecidos pela empresa encontram-se, principalmente, pisos e azulejos destinados ao acabamento de empreendimentos imobiliários.

Acompanhamento

A empresa encerrou o 1T19 com alavancagem, medida pelo índice Dívida Líquida/EBITDA, acima do permitido pelos termos da operação. O aumento da alavancagem, que atingiu 4,13x, foi resultado da contração de novas dívidas que serão utilizadas para financiar um projeto de expansão de capacidade produtiva. De acordo com as projeções da companhia, este projeto fará com que o resultado operacional da empresa cresça significativamente. Contudo, até que isto aconteça, deve-se observar aumento expressivo da alavancagem do grupo. Os investidores estão deliberando sobre qual é a melhor forma de lidar com a situação, enquanto isto a operação vem sendo paga normalmente.

CRI 9 - 49ª série/1ª Emissão da Habitasec – Argus

A operação em questão tem como lastro 80% do fluxo de recebíveis de 212 compromissos de compra e venda decorrentes da venda de lotes de nove loteamentos diferentes, todos localizados no Estado do Paraná e construídos pelas Argus Empreendimentos imobiliários Ltda. Os demais 20% do fluxo de recebíveis desses contratos são cedidos fiduciariamente e são utilizados, mensalmente, para acelerar a amortização da operação. Considerada essa aceleração, o fluxo de pagamentos dos contratos passou a ter, na emissão, prazo esperado de 64 meses e *duration* de 27 meses.

Também em função dessa aceleração da amortização, e considerando ainda que o fluxo de pagamento ocorra como previsto (sem inadimplência), a razão de sobregarantia subiria de 25% na emissão do CRI (20/80) para uma média de 148% durante toda a operação.

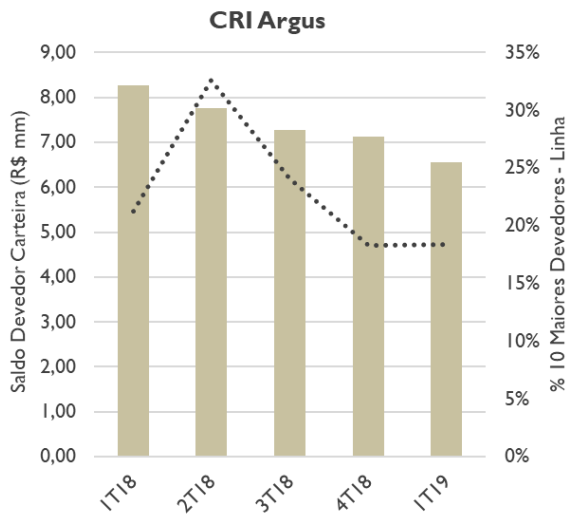
Os contratos que compunham a operação na emissão tinham prazo decorrido médio de 32 meses e LTV, calculado sobre o valor original da venda, de 77%. Os nove empreendimentos de onde decorrem os recebíveis foram lançados entre 2006 e 2013 e encontram-se com obras concluídas. A operação não contará com a garantia real dos lotes cujos contratos foram cedidos para a operação, mas sim de quatro terrenos de propriedade da Argus em Maringá, cujo valor de avaliação somado montava a R$ 24,0 milhões na emissão do CRI. Considerando o volume da emissão, de R$ 13,2 milhões, o LTV montava originalmente a 55%.

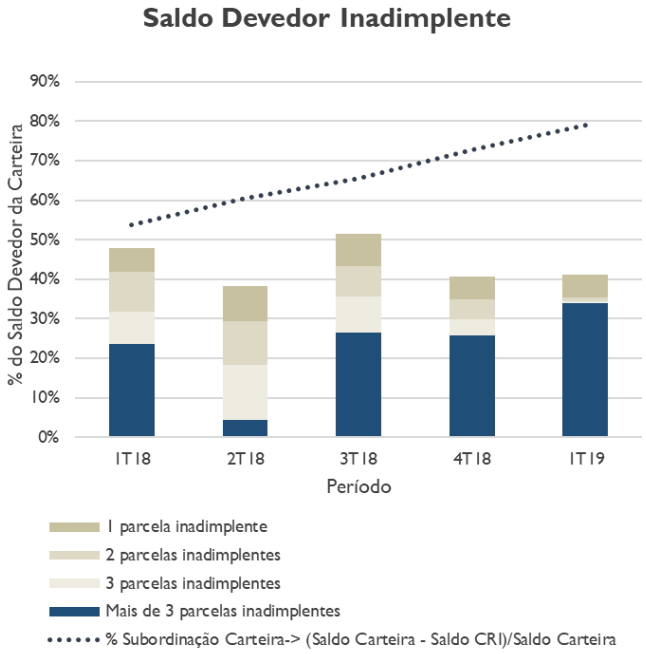
Além da sobregarantia de recebíveis e da alienação fiduciária dos quatros terrenos supracitados, a operação conta com a coobrigação mensal da Argus, além da obrigação de recompra dos créditos inadimplentes que possuam quatro ou mais parcelas em aberto. A taxa de remuneração do CRI é de IPCA + 10,40% a.a. que, considerando o duration do CRI acelerado - de 27 meses - correspondia a um spread de cerca de 460 bps sobre a NTNB17, na data de emissão. Dado que os empreendimentos envolvidos na operação já foram todos entregues, o risco principal deste CRI é a capacidade de pagamento dos compradores dos lotes, cujos contratos foram cedidos à operação.

Acompanhamento

Ao final do 1T19, dos 107 contratos ativos, 46 apresentavam parcelas em atraso (41,2% do saldo devedor da carteira, contra 40,7% ao final do 4T18), sendo que 5 contratos (6% do saldo devedor da carteira) apresentavam apenas uma parcela em aberto, 2 contratos apresentavam duas parcelas em aberto (1% do saldo devedor da carteira) e 39 contratos (34% do saldo devedor da carteira) apresentavam três ou mais parcelas em aberto. A inadimplência acima de 90 dias apresentou aumento com relação ao último trimestre de 2018. A securitizadora tem entrado em contato com os mutuários inadimplentes acima de 90 dias para regularizarem sua situação.

Ao final do trimestre em análise, o saldo devedor total da carteira representava 476% do saldo devedor do CRI (307% se desconsiderados os contratos inadimplentes em duas ou mais parcelas) e os 10 maiores devedores representavam 18% do saldo devedor total.





CRI 10 - 44ª série/1ª Emissão da Ápice Securitizadora – CRI Excelso

A operação foi originalmente lastreada na cessão fracionária, 80 % do fluxo, de 251 contratos decorrentes da venda de lotes do empreendimento Cidade Universitária, localizado na cidade de São João Del Rei/ MG. O loteamento residencial aberto é destinado à classe média da cidade e foi construído pela Excelso Construtora. O empreendimento foi lançado em abril de 2014. Os lotes possuem tamanho padrão de 250 m² e preço médio de venda próximo de R$ 62 mil. O loteamento possui um total de 434 lotes – 334 pertencentes à Excelso e 100 pertencentes aos proprietários originais do terreno – sendo que todas as unidades pertencentes à Excelso foram vendidas até meados de março de 2015. Quando da emissão do CRI (abr/15), o empreendimento encontrava-se com 50% das obras concluídas, restando cerca de R$ 2,5 milhões de custos a incorrer. A obra foi concluída em dezembro de 2015.

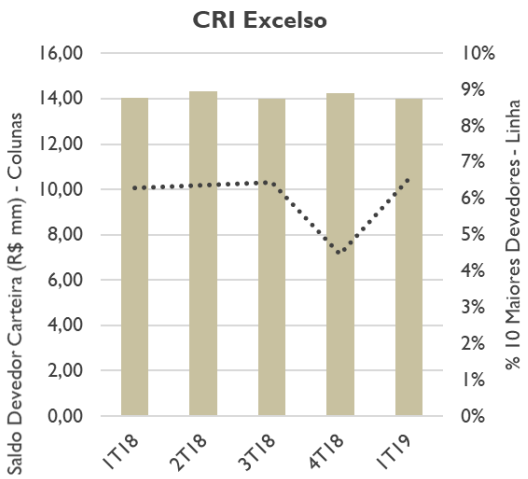
O volume de emissão do CRI foi de 9,3 milhões, com o prazo total de 126 meses, *duration* de 62 meses e taxa de remuneração de IGP-M + 12% a.a., sendo o pagamento de juros e amortização mensal e sem carência. O CRI conta com as seguintes garantias: overcollateral de 25%; coobrigação da Excelso; fiança dos sócios; fundo de obras no valor equivalente a 110% do valor necessário para a conclusão das obras do empreendimento; hipoteca dos lotes e fundo de reserva de 1 PMT, que montava a R$ 103,7 mil reais ao final de dezembro de 2016. A Habix, além de ter realizado a auditoria financeira dos contratos, é a responsável pelo acompanhamento mensal da carteira de créditos.

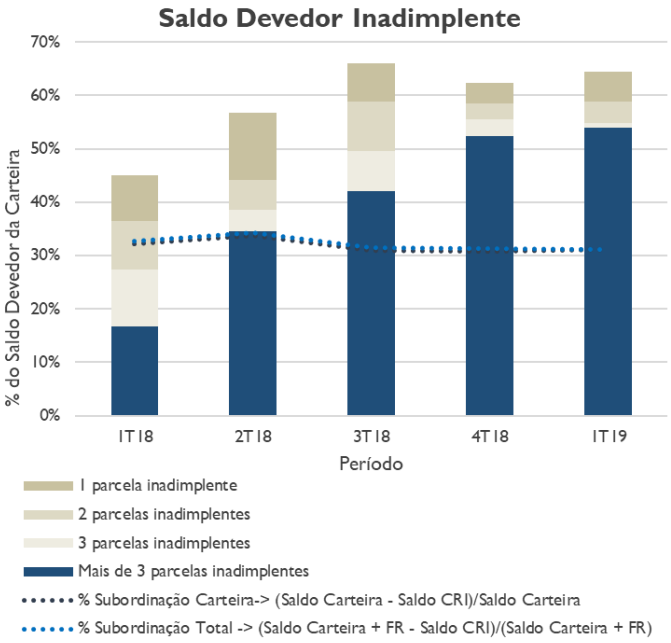
Acompanhamento

Ao final do primeiro trimestre de 2019, dos 215 contratos ainda ativos, 135 apresentavam parcelas em atraso (aumento de 2 contratos em relação ao trimestre anterior), sendo que 12 apresentavam apenas uma parcela em aberto (aumento de 3 contrato em relação ao trimestre anterior), 9 apresentavam duas parcelas em aberto (aumento de 2 contratos em relação ao trimestre anterior) e 114 contratos apresentavam três ou mais parcelas em aberto (queda de 3 contratos em relação ao trimestre anterior).

Desde o final de 2018, os investidores do CRI e a securitizadora estão em tratativas para reestruturação da operação. Em janeiro foram incorporados 26 novos créditos no valor de R$ 1,8 milhão em reforço à cessão. A cobrança da carteira também foi transferida da cedente para empresa especializada aprovada pela securitizadora e pelos investidores do CRI. Os investidores da emissão estão negociando com a cedente as demais condições da proposta para decidir pela aprovação da reestruturação ou pelo início do processo de execução das garantias da operação.

O saldo devedor total da carteira, somado ao fundo de reserva, representava 145% do saldo devedor do CRI (60% se desconsiderados os contratos inadimplentes em duas ou mais parcelas) e os 10 maiores contratos representavam 6,5% do saldo devedor total da carteira.





	Desde Emissão	*1T18*	*2T18*	*3T18*	*4T18*	*1T19*
Contratos Ativos - Início Período	251	227	224	221	218	218
Antecipados no período	-35	-3	-3	-3	0	-3
Recomprados no período	-1	0	0	0	0	0
Vencidos do período	0	0	0	0	0	0
Contratos Ativos - Final do Período	215	224	221	218	218	215

CRI 11 - 269ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI Cameron Supersenior

Conforme mencionado anteriormente, tal operação foi emitida em julho/16 com a finalidade de levantar os recursos necessários para a finalização das obras de um dos empreendimentos lastro do CRI 2 (CRI Cameron, empreendimento Felicitá). O CRI 11 compartilha os recebíveis e algumas garantias do CRI 2 em caráter prioritário (sênior). Todos os recursos arrecadados de recebíveis seriam, portanto, destinados prioritariamente à quitação do CRI 11 de modo que, esperava-se que o mesmo tivesse prazo inferior a um ano. Após a integral quitação desse CRI, o CRI 2 passaria a ser amortizado com a arrecadação dos recebíveis. Na emissão, o fluxo projetado de recebíveis cedidos em prioridade para o CRI 11

representava cerca de 13x o seu saldo devedor na emissão. A operação tinha prazo de 18 meses e taxa de remuneração de IGP-M+16% a.a..

A operação deveria contar também com garantias reais cujo valor de avaliação somados monta ao mesmo saldo do CRI. Entretanto, a Cameron não cumpriu com todas exigências cartoriais para a perfeita constituição dessas garantias. Após diversas notificações à devedora ultimando o cumprimento das obrigações, o CRI 11 foi declarado vencido na mesma data do vencimento antecipado do CRI 2.

Da mesma forma como descrito no CRI 2, o saldo do CRI 11 foi integralmente provisionando quando do vencimento antecipado da operação em março/17. Em virtude do alto grau de sobrecolateralização e prioridade no recebimento de créditos, a despeito da provisão integral, caso seja possível concluir a obra do Felicitá rapidamente (e considerando que o mecanismo jurídico que dá blindagem à recebíveis cedidos fiduciariamente prove-se eficaz), a gestora acredita na possibilidade de recuperação do saldo devedor do CRI 11.

Estamos atuando junto à securitizadora e aos assessores legais contratados pelos patrimônios separados dos CRI 2 e 11 de modo a tomar todas as medidas para a finalização das obras do empreendimento, a viabilização do pagamento, pelos mutuários, dos seus respectivos saldos devedores cedidos à operação, execução das garantias e demais ações cabíveis contra a devedora Cameron e seus responsáveis.

FII Millenium[10]

A posição no Fundo de Investimento Imobiliário Millenium ("FII Millenium") decorre do processo de execução extrajudicial do extinto CRI 7ª série/1ª Emissão da Ápice Securitizadora – Shopping Gravataí ("CRI Gravataí"). Em julho de 2017, o Fundo subscreveu cotas do FII Millenium e as integralizou com o CRI Gravataí[11]. A partir de então, o Fundo passou a ser cotista do FII Millenium que, por sua vez detinha os CRI Gravataí.



Shopping Gravataí

[10] Identificado como CRI 12 - 7ª série/1ª Emissão da Ápice Securitizadora – Shopping Gravataí até o relatório trimestral de junho 2017.
[11] Parte também foi integralizado em espécie.

Ao longo do 3T17 o processo de execução desse CRI evoluiu com o leilão das garantias, sem que houvesse arrematante (como esperado). Com isso, os CRI – Shopping Gravataí foram quitados com a dação em pagamento da fração ideal dos shoppings Gravataí e Lajeado. O FII Millenium é hoje, portanto, detentor de fração ideal de 15,6% das matrículas imobiliárias que compõe o Shopping Gravataí. No caso do Shopping Lajeado, a fração ideal detida pelo FII Millenium representa 4,7% daquela operação.

O Shopping Gravataí encontra-se desde abril/17 administrado judicialmente por empresa terceirizada (Shopping Council), regime esse que deve perdurar até o final de 2018. Já o Shopping Lajeado passou também ao regime de administração judicial no início de 2018 (também Shopping Council). Cabe frisar que apenas 30% desse shopping serviam de garantia para o CRI Gravataí. Os demais 70% garantem outra operação de CRI de emissão da RB Capital, tendo sido levado a leilão judicial recentemente, sem arrematantes. Com isso, a transferência definitiva dessa garantia aos credores é esperada para o curto prazo.

A administradora do Fundo também administra o FII Millenium com o intuito de recuperar a operação dos shoppings e, futuramente, efetuar a venda dessas participações. Foram concluídos estudos de engenharia em relação aos investimentos de infraestrutura necessários para melhoria operacional de cada um dos equipamentos. Em julho/18 o fundo subscreveu mais 20.280 cotas do FII Millenium, elevando sua participação de 33,3% para 35,3% do mesmo.

Distribuições

Nos últimos doze meses, foram distribuídos rendimentos de R$ 4,89 por cota emitida, o que resulta em um *Dividend Yield* de 8,81% ao ano, considerando-se o valor médio da cota em bolsa dos últimos doze meses, de R$ 55,52/cota.

Evolução da Cota	out/18	nov/18	dez/18	jan/19	fev/19	mar/19
Cota no início do período	R$ 59,43	R$ 59,35	R$ 58,88	R$ 48,35	R$ 48,61	R$ 54,53
Rendimentos Incorridos - Competência	R$ 0,63	R$ 0,33	R$ 0,04	R$ 0,46	R$ 6,06	R$ 0,39
Rendimentos Distribuídos	-R$ 0,70	-R$ 0,80	-R$ 0,80	-R$ 0,20	-R$ 0,15	-R$ 0,20
Amortizações	R$ 0,00	R$ 0,00	-R$ 9,78	R$ 0,00	R$ 0,00	R$ 0,00
Cota no fim do período	R$ 59,35	R$ 58,88	R$ 48,35	R$ 48,61	R$ 54,53	R$ 54,72

Mês	out/18	nov/18	dez/18	jan/19	fev/19	mar/19
Rendimentos (R$/cota)	0,70	0,80	0,80	0,20	0,15	0,20
Dividend Yield Anual* (sobre cota patrimonial)	14,15%	16,30%	19,86%	4,94%	3,30%	4,39%
Dividend Yield Anual* (sobre cota em bolsa)	14,14%	15,74%	17,82%	4,90%	3,96%	5,58%

Resumo Operacional

Mês	out/18	nov/18	dez/18	jan/19	fev/19	mar/19
RBVO11	0,69%	2,64%	-11,64%	-9,15%	-7,25%	-5,29%
IFIX	5,04%	2,59%	2,22%	2,47%	1,03%	1,99%
IFICRI - Rio Bravo	2,21%	-1,14%	1,21%	-0,71%	-0,40%	1,00%
CDI	0,54%	0,49%	0,49%	0,54%	0,49%	0,47%
Patrimônio (R$ MM)	30,62	30,37	24,94	25,07	28,13	28,22
Cota Patrimonial (R$/cota)	59,35	58,88	48,35	48,61	54,53	54,72
Valor de Mercado (R$ MM)	30,65	31,45	27,79	25,25	23,42	22,18
Cotação Bolsa (R$/cota)	59,41	60,98	53,88	48,95	45,40	43,00
Cotação em Bolsa/Cota Patrimonial	100%	104%	111%	101%	83%	79%
Amortização (R$/cota)	0,00	0,00	9,78	0,00	0,00	0,00
Rendimentos (R$/cota)	0,70	0,80	0,80	0,20	0,15	0,20
Pagamento Total ao Cotista	0,70	0,80	10,58	0,20	0,15	0,20

* número de cotas negociadas no mês/número total de cotas emitidas