



R I O B R A V O

RF *Renda Fixa*

BB RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS - FII

RELATÓRIO TRIMESTRAL | MARÇO 2017

Comentários do Gestor

De acordo com a base de dados da CETIP, o volume de novas emissões de CRI's no primeiro trimestre de 2017 foi de R\$ 860,6 milhões, contra R\$ 9,26 bilhões no trimestre anterior (redução de 91,0%). Mesmo excluindo o efeito da emissão de R\$ 6,1 bilhões realizada pela Caixa Econômica Federal no 4T16, conforme indicado no último relatório trimestral, observamos uma queda de 75,5% nas novas emissões de CRIs. Apesar dessa queda expressiva, se compararmos o volume de emissões de IT16 vs. IT17, observamos um aumento de 24,4% neste período.

Segundo dados da ANBIMA, as emissões de renda fixa no mercado de capitais doméstico encerraram o IT17 em R\$ 12,6 bilhões vs. R\$ 33,2 bilhões do IT16. Do volume captado no IT16, R\$ 20 bilhões referem-se a emissões de debêntures por empresas de arrendamento mercantil (debêntures de leasing) – esta forma de captação de recursos foi vedada pelo Banco Central do Brasil em outubro de 2016 e deve impactar significativamente o montante de emissões dos títulos de renda fixa no futuro, tendo em vista que esta modalidade correspondia a uma média de 15% das emissões dos últimos 6 anos (2011 a 2016).

As debêntures continuam sendo o instrumento de renda fixa local mais ofertado, correspondendo a 62,7% das emissões no IT16. As NP's foram o segundo instrumento mais emitido, seguida pelos CRAs, FIDCs e CRIs. Ainda segundo dados da ANBIMA, interpretamos o aumento das emissões de renda fixa externas no IT17 como um sinal positivo de retomada da economia local e da confiança do investidor, ainda que sujeita a intempéries. O volume no primeiro trimestre de 2017 foi de US\$ 9,95 bilhões, equivalente a 49,1% do montante total emitido durante o ano de 2016.

Mercado

Apesar de listado em bolsa sob o código BBIM11, o Fundo foi distribuído apenas para investidores institucionais. No período em análise, o fundo não teve cotas negociadas em bolsa. O IFIX¹ valorizou-se em 9,01% e o IFICRI² apresentou rentabilidade positiva de 2,67% no mesmo período, enquanto a variação do CDI foi de 3,03%. Já o IBOVESPA apresentou alta de 7,90%, enquanto os títulos públicos atrelados ao IPCA, representados pelo IMA-B, apresentaram valorização, de +6,89% no período (refletindo redução de taxas de juros reais).

¹ Índice de Fundos Imobiliários, calculado pela BM&F Bovespa.

² 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 Yield³ anualizado do IFICRI⁴ encerrou o trimestre em 9,59% a.a., abaixo do verificado ao final de dezembro de 2016, de 11,18% a.a.. O Dividend Yield do IFIX⁵ encerrou o trimestre em questão em 8,42%, inferior ao valor observado ao final do quarto trimestre de 2016, de 9,32%.

BB Recebíveis Imobiliários Fundo de Investimento Imobiliário – FII

O fundo BB Recebíveis Imobiliários – FII iniciou suas atividades em 11 de setembro de 2014 e tem como objetivo proporcionar retorno acima da inflação 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 fundo tem patrimônio inicial de R\$ 62,5 milhões, subscrito essencialmente por investidores institucionais.

As cotas do Fundo foram distribuídas a mercado por meio de oferta pública de esforços restritos, direcionada para investidores institucionais e estão registradas em bolsa, sob o código BBIMI1. A negociação das cotas esteve bloqueada até setembro de 2015, conforme definido na documentação da oferta. O prazo de duração do fundo é de 10 anos, sendo que a amortização das cotas se dará em 8 parcelas anuais iguais e consecutivas, que se iniciaram em setembro de 2017. O pagamento de rendimentos é mensal, sem carência.

Características

Fundo	BB Recebíveis Imobiliários - FII	Total de Cotas Emitidas	1.035.000
Tipo	Fundo de Investimento Imobiliário	Valor Inicial da Cota	R\$100,00
Público Alvo	Investidores Qualificados	PL na Emissão	R\$ 62,5 milhões
Início	11/09/2014	PL após 2ª Emissão	R\$ 103,3 milhões
2ª Emissão de Cotas	13/08/2015	Liquidez	Negociação em Bolsa
Prazo de Duração	10 anos	Código de Negociação	BBIMI1
Vencimento	11/09/2024	Código ISIN	BRB BIMCTF002
Taxa de Administração	0,85% a.a.	Administrador	BB Gestão de Recursos DTVM S.A.
Amortização	8 parcelas anuais iguais, iniciando-se 2 anos após a data da 1ª integralização	Gestor	Rio Bravo Investimentos Ltda. Av Chedid Jafet, 111 Bloco B 3º andar Vila Olímpia - SP CEP 04551-065 Tel: (11) 3509-6600
Rendimentos	Mensal, sem carência		
Taxa de Performance	20% do que exceder o Benchmark		
Benchmark	IPCA + 6,95% a.a.		

³ Gráfico de Dividend Yield calculado com base no último rendimento pago anualizado sobre a cotação diária dos fundos.

⁴ 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.

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 de cada fundo no IFIX

Carteira

Ao final de março de 2017, a carteira do fundo encontrava-se com a seguinte alocação:

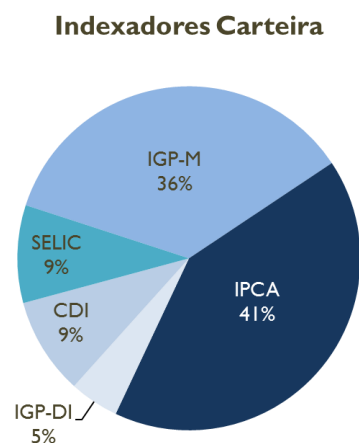
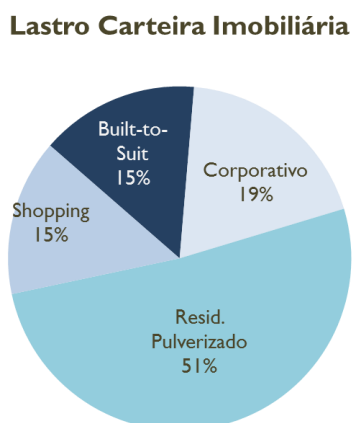
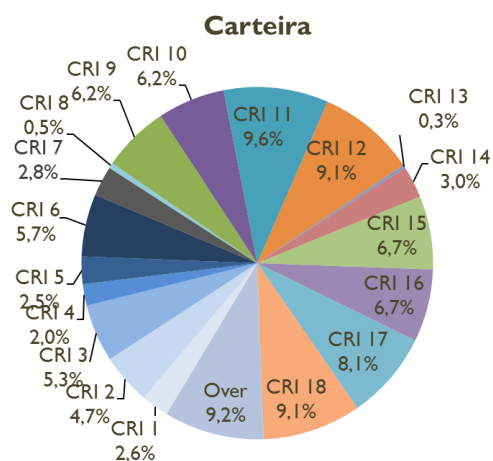
BB RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS FII - MARÇO/2017

Ativo	Emissor	Emissão/Série	Lastro	Rating	Vencimento	Taxa de Aquisição	% Fundo
CRI 1	BRASIL PLURAL	1ª/4ª	Built-to-Suit	"AA-" Fitch	set/28	IPCA + 7,63%	2,6%
CRI 2	APICE	1ª/7ª	Shopping	"A" Liberum	jul/25	IGP-DI + 9,25%	4,7%
CRI 3	BARIGUI	1ª/8ª	Built-to-Suit	-	out/23	IGP-M + 7,30%	5,3%
CRI 4	RB CAPITAL	1ª/96ª	Shopping	"A" Fitch	mai/23	IPCA + 6,75%	2,0%
CRI 5	BARIGUI	1ª/21ª	Resid. Pulverizado	"A+" SR	jan/21	IGP-M + 9,50%	2,5%
CRI 6	CIBRASEC	2ª/238ª	Built-to-Suit	"A-" SR Rating	fev/25	IGP-M + 11,35%	5,7%
CRI 7	HABITASEC	1ª/47ª	Resid. Pulverizado	-	out/26	IPCA + 10,40%	2,8%
CRI 8	CIBRASEC	2ª/219ª	Resid. Pulverizado	-	dez/18	IPCA + 12,50%	0,5%
CRI 9	APICE	1ª/44ª	Resid. Pulverizado	-	set/25	IGP-M + 12,00%	6,2%
CRI 10	RB CAPITAL	1ª/108ª	Corporativo	"AA+" Fitch	set/25	CDI + 0,15%	6,2%
CRI 11	CIBRASEC	2ª/260ª	Resid. Pulverizado	-	jan/31	IPCA + 11,35%	9,6%
CRI 12	HABITASEC	1ª/58ª	Resid. Pulverizado	-	ago/25	IPCA + 12,00%	9,1%
CRI 13	APICE	1ª/19ª	Resid. Pulverizado	-	dez/21	IGP-M + 12,00%	0,3%
CRI 14	APICE	1ª/75ª	Corporativo	-	mar/18	CDI + 2,00%	3,0%
CRI 15	APICE	1ª/74ª	Shopping	"AA" Fitch	jul/24	IPCA + 9,32%	6,7%
CRI 16	CIBRASEC	2ª/271ª	Resid. Pulverizado	-	ago/30	IGP-M + 11,00%	6,7%
CRI 17	BARIGUI	1ª/53ª	Corporativo	-	jul/23	IPCA + 10%	8,1%
CRI 18	SCCI	1ª/31ª	Resid. Pulverizado	"AA-" LF Rating	dez/26	IGP-M + 12,00%	9,1%
TOTAL CRIs						Inflação + 10,06% a.a.*	90,8%
TESOURO		-	-	"AAA"	Liquidez em D0	77,5% Selic**	10,1%
Provisões							-0,9%
TOTAL						Inflação + 9,38% a.a.***	100,0%

*Taxa média dos CRI's

**Considerando IR de 22,50%

***Taxa média da carteira total considera curvas de juros nominal e real para duration de 3 anos aproximadamente

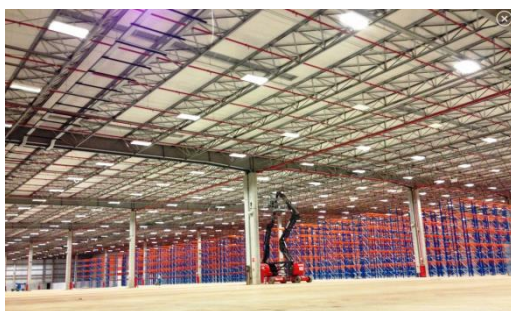


Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI

CRI I - 4ª série/Iª Emissão da Brasil Plural Securitizadora – Built-to-Suit Lojas Americanas

Operação de securitização cujo lastro é um contrato de Built-to-Suit cujo locatário é a Lojas Americanas S.A. (LAME3; LAME4; “AA-” Fitch). O imóvel – que, no momento da emissão do CRI encontrava-se em construção – é um centro de distribuição da companhia, com aproximadamente 90 mil m² de área construída e localização na cidade de Uberlândia – MG. O CRI apresenta remuneração de IPCA + 6,30% a.a. e prazo de 190 meses, vencendo em setembro de 2028 e conta com as seguintes garantias: (i) alienação fiduciária do imóvel; (ii) coobrigação do cedente por todo o prazo da operação, e; (iii) seguro contra danos ao imóvel, cuja obrigação de contratação é do locatário. Reforçam a estrutura da operação o fato do contrato de locação ser atípico, obrigando formalmente a locatária a cobrir todo o saldo devedor do contrato no caso de uma eventual desocupação do imóvel em momento anterior ao vencimento do contrato.

O imóvel tem importância para a operação logística das Lojas Americanas, dado que este é a base de toda distribuição da



Imóvel pronto

companhia nos estados do MT, MS, GO, AC, MG e DF. A emissão ocorreu em novembro de 2012 e foi realizada pela Brasil Plural Securitizadora no montante total de R\$ 81 milhões. O imóvel foi entregue em 15 de setembro de 2013, dentro do prazo previsto e, desde outubro daquele ano, a Lojas Americanas.

Acompanhamento

O risco de crédito do CRI decorre essencialmente da capacidade de pagamento das Lojas Americanas, locatária do imóvel objeto do contrato de locação atípico. A companhia encerrou o primeiro trimestre de 2017 com receita líquida consolidada de R\$ 3,57 bilhões (-9,2% vs IT16), lucro bruto de R\$ 1,04 bilhão (-4,3% vs IT16), EBITDA de R\$ 449,4 milhões (-11,8% vs IT16) e prejuízo líquido de R\$ 132,9 milhões. Segundo a companhia, um dos fatores atribuídos à queda nas vendas no período analisado é o “efeito páscoa”. Em 2016, a festividade ocorreu no mês de março, fato que impulsionou as vendas da companhia no IT16, enquanto que em 2017, o feriado ocorreu no 2T17, causando este efeito adverso no período.

Em termos de níveis de alavancagem financeira, a companhia encerrou o IT17 com a relação Dívida Líquida / EBITDA de 1,8x, em linha com o 4TI6. A companhia continua com um resultado financeiro negativo bastante elevado – esta linha contribuiu para o prejuízo do período, sendo que a empresa teve um aumento de 24,3% na despesa financeira líquida de R\$ 478,1 milhões auferidos no IT16 para R\$ 594,4 milhões do IT17.

Em 08 de março de 2017, foi aprovado um aumento de capital da empresa no montante de R\$ 2,4 bilhões com a distribuição de novas ações ordinárias (“ON”) e preferenciais (“PN”) ao valor de mercado de R\$ 16,00 por ação PN e R\$ 12,71 por ação ON. A intenção da capitalização é (i) investimento na expansão da rede de lojas; (ii) capitalização da B2W Digital e (iii) reforço da estrutura de capital. A liquidação da operação ocorreu em 14 de março de 2017.

Conforme informado no relatório do trimestre anterior, a Lojas Americanas continua seguindo a diretriz de inaugurar 800 novas lojas até o final de 2019 em todo território nacional. Somente em 2017, a expectativa é inaugurar 200 lojas. A empresa encerrou o IT17 com 1.132 lojas abertas, com 5 novas lojas, líquido de lojas Transferidas/Desativadas. Os pagamentos do CRI vêm sendo honrados normalmente desde a emissão.

CRI 2 - 7ª série/1ª Emissão da Ápice Securitizadora – Shopping Gravataí

Operação de CRI cujo lastro são duas Cédulas de Crédito Bancário – CCB emitidas pela Gravataí Shopping SPE, detentora de 100% do Shopping Gravataí, localizado na cidade de mesmo nome, no Estado do Rio Grande do Sul. A operação teve como função quitar um empréstimo devido pelo M. Grupo, detentor do shopping, junto a bancos e finalizar as obras



Shopping Gravataí

do empreendimento, que se caracteriza como um novo empreendimento com previsão de ser inaugurado em outubro de 2013. A operação tinha prazo original de 144 meses (duration de 69 meses) taxa de remuneração de IGP-DI + 9,00% a.a.. O CRI foi emitido em agosto/13 pela Ápice Securitizadora no montante total de R\$ 135 milhões. A estrutura de garantias da operação contava originalmente com cessão de 100% dos recebíveis futuros do Gravataí Shopping, cessão fiduciária de 30% dos recebíveis do Shopping Lajeado (nesse caso, cessão subordinada a outro CRI, de emissão da RB Capital), shopping já

perfeito e localizado na cidade de mesmo nome, alienação fiduciária de todo o Shopping Gravataí e da fração ideal de 30% do Shopping Lajeado (LTV inicial total de 60%), alienação fiduciária de 100% das cotas da SPE do Shopping Gravataí e da SPE detentora de 30% do Shopping Lajeado, fundo de obras no valor de R\$ 33 milhões, fundo de performance no valor de R\$ 20 milhões, fundo de reserva em valor equivalente a 3 PMTs do CRI, aval dos sócios da SPE e liberação dos recursos retidos de acordo com a evolução do cronograma físico-financeiro.

Acompanhamento

Conforme descrito em relatórios anteriores, esse CRI encontra-se vencido desde set/15 e em processo judicial de execução. Desde a declaração do vencimento antecipado, a securitizadora e seus assessores legais vêm tomando as medidas judiciais cabíveis para a excussão das garantias do CRI. Na ação revisional proposta pela devedora do CRI, o TJRS proveu agravo de instrumento suspendendo a execução extrajudicial das garantias. A securitizadora entrou com agravo de instrumento no STJ pela admissibilidade de Recurso Especial contra a decisão. Paralelamente, em fevereiro/16, em outra ação pelo afastamento do MGrupo da gestão do Shopping Gravataí, o juiz decidiu pelo afastamento preliminar do MGrupo e nomeação de um administrador judicial até o julgamento do mérito da questão.

O Shopping vem desde então sendo administrado judicialmente pela ProOverseas, sendo que o juízo determinou que essa administração seja custeada pelo patrimônio separado do CRI, o que vem sendo efetuado com recursos disponíveis em reserva na securitizadora.

Após o encerramento do trimestre, foi proferida nova decisão pelo Juízo de 1ª instância extinguindo a ação cautelar impetrada pelo MGrupo. O juízo também julgando improcedente a ação principal por eles iniciada. Com essa decisão, cai a liminar que impedia o prosseguimento do procedimento de excussão das garantias reais, sendo certo, que ainda cabe recurso.

Continuamos acompanhando o andamento do processo de execução e tomando as medidas cabíveis em relação ao tema.

CRI 3 - 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

No IT17, a receita líquida da Petrobras somou R\$ 68,4 bilhões, queda de 3% em relação ao trimestre anterior, mesma redução se comparado com o IT16. O EBITDA ajustado no trimestre foi de R\$ 25,2 bilhões, registrando aumento de 2% em relação ao 4T16 e 19% frente ao primeiro trimestre de 2016. A dívida bruta da companhia se manteve em R\$ 365 bilhões ao final de março de 2017 (R\$ 21 bilhões abaixo do registrado no trimestre anterior) e a dívida líquida em R\$ 301,0 bilhões, registrando queda de 5% em relação ao 4T16. O índice Dívida Líquida sobre o EBITDA ajustado dos últimos doze meses recuou para 3,2x ante 3,5x ao final de dezembro/2016. No trimestre em análise, a companhia registrou lucro líquido de R\$ 4,4 bilhões de reais. Tal resultado, é explicado por uma série de iniciativas tomadas pela companhia para melhorar seus resultados como: menores gastos com importações de petróleo e gás natural; aumento nas exportações de petróleo, redução nas despesas com vendas, gerais e administrativas; redução nas despesas financeiras líquidas com a redução da alavancagem; e menores despesas com baixa de poços secos e/ou subcomerciais e com ociosidade de equipamentos.

Operacionalmente, a empresa apresentou destaques positivos, como aumento de 9% na produção total de petróleo em comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, e manutenção de sua posição como exportadora líquida, em função do aumento das exportações de petróleo e derivados em 72% e da redução das importações em 40%, comparado ao mesmo período de 2016. O CRI vem sendo pago normalmente e continuamos acompanhando com atenção a evolução financeira da companhia.

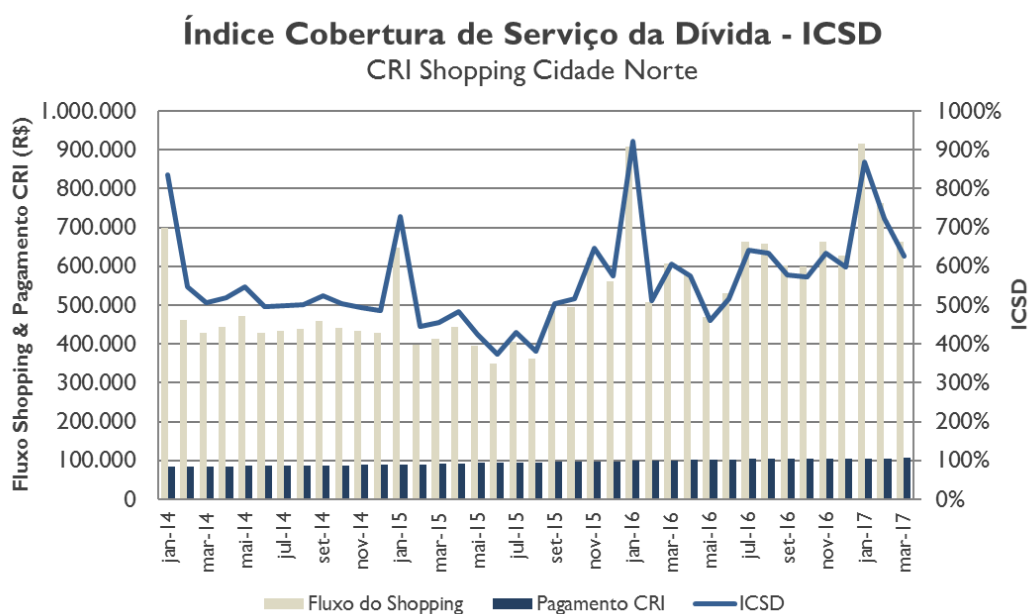
CRI 4 - 96ª série/Iª Emissão da RB Capital Securitizadora – Shopping Cidade Norte

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 pela RB Capital Securitizadora 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 2017, o fluxo de caixa gerado mensalmente pelo shopping foi, em média, equivalente a 7,4x o pagamento do CRI. Desde a emissão, o mesmo indicador fica em 5,6x 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 - 21ª série/1ª Emissão da Barigui Securitizadora – Damha (Araçagy)

A operação é lastreada em contratos de compra e venda provenientes da comercialização do loteamento residencial fechado denominado Residencial Damha Araçagy, localizado na região metropolitana de São Luis/MA e incorporado pela Damha Urbanizadora S.A.. O lastro na emissão era composto por 175 contratos de 151 devedores diferentes. O empreendimento encontra-se integralmente vendido e com obras concluídas (TVO emitido em dezembro de 2014). No momento da emissão (dezembro/14), a concentração média por contrato era de 0,48%, enquanto o maior devedor representava 0,74% do total do saldo devedor da carteira. O LTV médio ponderado era de 66,6% na mesma época. O volume total da operação foi de R\$ 18,7 milhões. A emissão tem um prazo total de 73 meses (duration de 26 meses) e taxa de remuneração de IGP-M + 9,50% a.a..

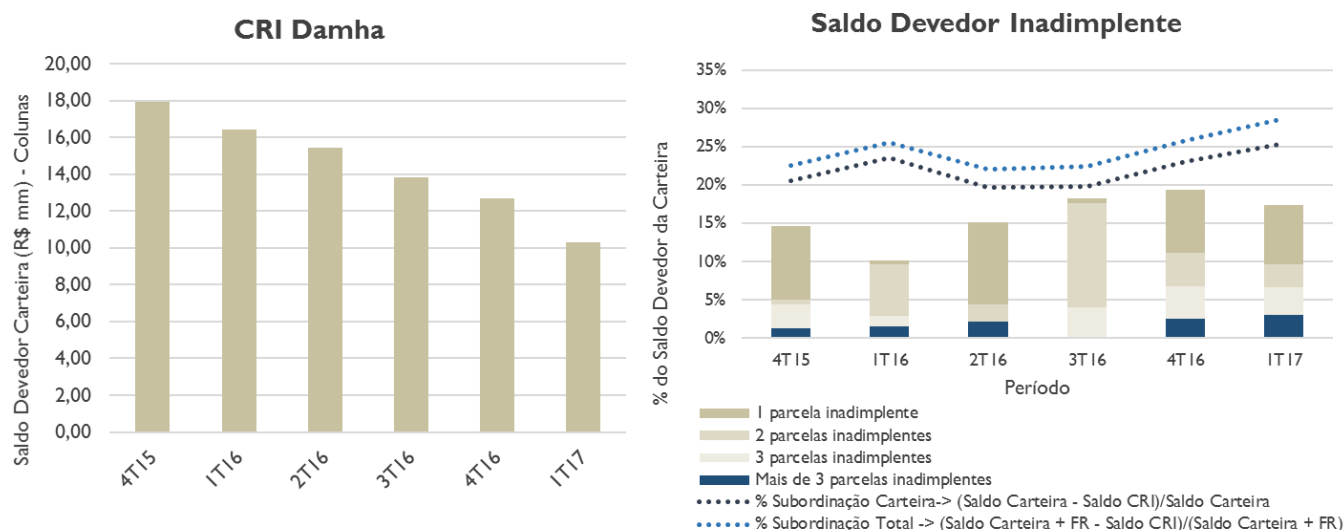


A estrutura de garantias conta com: regime fiduciário e patrimônio separado; coobrigação da cedente (Damha); alienação fiduciária de 100% dos lotes individualizados; cessão fiduciária de créditos imobiliários do empreendimento, que representam montante equivalente a 20% do volume do CRI; e fundo de reserva, que montava a R\$460 mil ao final de dezembro de 2016. Dado que o empreendimento se encontra concluído, o principal risco da operação é a capacidade de pagamento dos mutuários compradores dos lotes, cujos contratos foram cedidos à operação

Acompanhamento

Ao final do IT17, 25 dos 110 contratos ativos à época apresentavam parcelas em atraso, sendo que 12 contratos apresentavam apenas uma parcela inadimplente, 4 contratos apresentavam duas parcelas inadimplentes e 9 contratos apresentavam três ou mais parcelas inadimplentes. Os contratos com atraso de duas ou mais parcelas representavam 9,6% do saldo devedor da carteira. Aqueles com três ou mais parcelas vencidas (6,6% do saldo devedor da carteira) já se encontram em processo de recompra pela Damha.

O saldo devedor da carteira, somado ao saldo do fundo de reserva, equivalia a 140% do saldo devedor do CRI (127% se desconsiderados os contratos inadimplentes em duas ou mais parcelas).



	Desde Emissão	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17
Contratos Ativos - Início Período	175	156	146	137	136	133	127
Antecipados no período	-17	-4	-2	0	0	0	-9
Recomprados no período	-48	-6	-7	-1	-3	-6	-8
Vencidos do período	0	0	0	0	0	0	0
Contratos Ativos - Final do Período	110	146	137	136	133	127	110

CRI 6 - 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 (Indústria 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'Ávila-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

No encerramento do segundo trimestre de 2016, a relação Dívida Líquida/EBITDA da Incefra ficou em 3,06x, superior ao covenant máximo estabelecido na documentação do CRI, de 3,00x. Sendo assim, foi convocada assembleia de investidores para discutir o ocorrido. Nessa assembleia os investidores deliberaram que a apuração do covenant ficará suspensa até o fechamento do ano de 2019 e, em contrapartida, os principais sócios da devedora passariam a figurar como fiadores do CRI, por todo o prazo restante da operação.

Ao final do quarto trimestre, o índice de alavancagem ficou em 4,56x, acima do valor limite estabelecido covenant. Até a finalização deste relatório não havíamos recebido as informações financeiras da Incefra referentes ao fechamento do IT17, que serão comentadas no próximo relatório trimestral.

CRI 7 - 47ª 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.

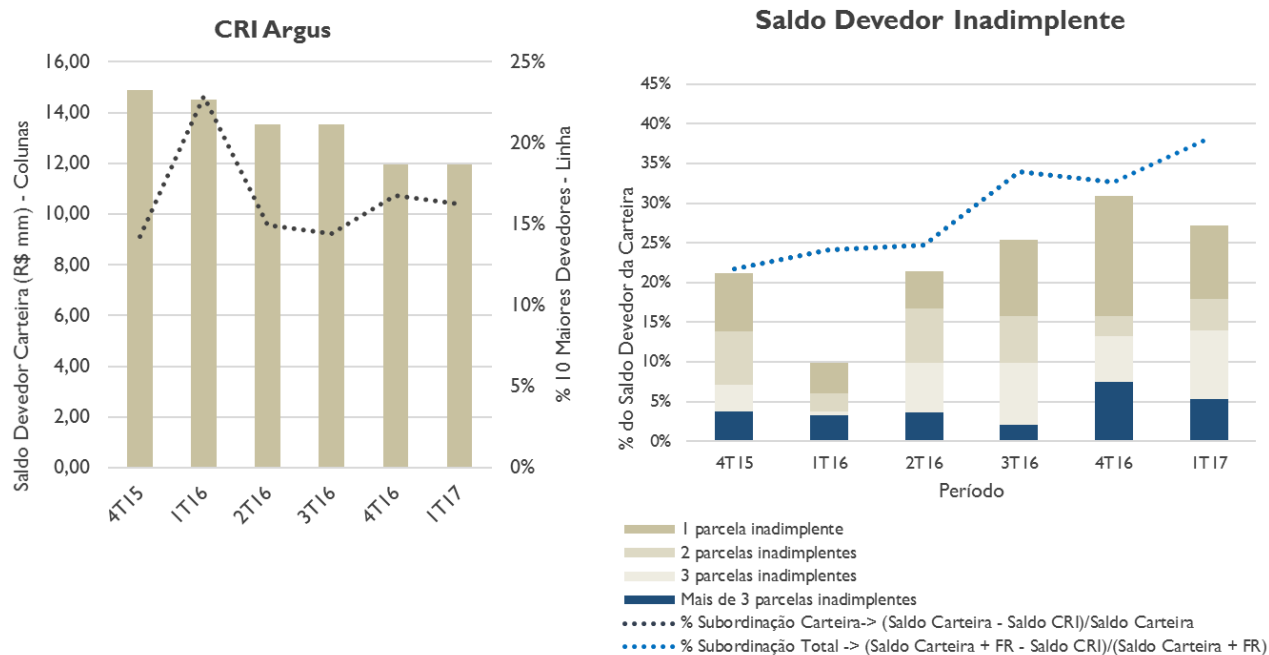
Também em função dessa aceleração da amortização, e considerando ainda que o fluxo de pagamento ocorra como previsto (sem inadimplência), a razão de sobregarantia subiria de 25% na emissão do CRI (20/80) para uma média de 148% durante toda a operação.

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 NTNBI7, 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 IT17, dos 162 contratos ativos, 49 apresentavam parcelas em atraso, sendo que 24 contratos apresentavam apenas uma parcela em aberto, 8 contratos apresentavam duas parcelas em aberto e 17 contratos apresentavam três ou mais parcelas em aberto. O saldo devedor dos contratos inadimplentes em duas parcelas representava 4% do saldo devedor da carteira e os inadimplentes em três ou mais parcelas representava 8% do saldo devedor. Esses últimos encontravam em processo de cobrança junto aos mutuários. A Argus tem obtido sucesso na regularização dos contratos inadimplentes junto aos mutuários, de forma que, desde a emissão do CRI, não foi necessária a recompra de nenhum crédito pela mesma. Ao final do trimestre em análise, o saldo devedor total da carteira representava 162% do saldo devedor do CRI (133% se desconsiderados os contratos inadimplentes em duas ou mais parcelas) e os 10 maiores devedores representavam 16% do saldo devedor total.



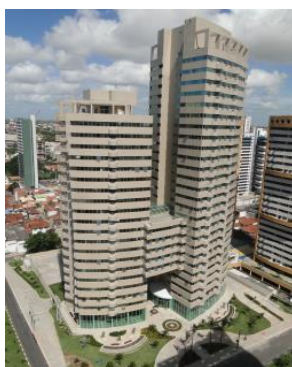
	<i>Desde Emissão</i>	<i>4T15</i>	<i>1T16</i>	<i>2T16</i>	<i>3T16</i>	<i>4T16</i>	<i>1T17</i>
Contratos Ativos - Início Período	212	194	192	188	180	174	174
Antecipados no período	-36	-2	0	-8	-6	0	-2
Recomprados no período	0	0	0	0	0	0	0
Vencidos do período	-14	0	-4	0	0	0	-10
Contratos Ativos - Final do Período	162	192	188	180	174	174	162

CRI 8 - 219ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI Colmeia

A operação tem como lastro original uma debênture imobiliária emitida pela Construtora Colmeia que, por sua vez, é lastreada pela cessão fiduciária do fluxo de dividendos de seis SPEs do grupo, desenvolvedoras, cada uma, de um empreendimento imobiliário.



The Village –
Fortaleza/CE



CTC – Natal /RN



Sports Garden – Natal/RN



Palladio – Natal/RN



Palazzi – Campinas/SP



L'Essence – Fortaleza/CE

Os empreendimentos envolvidos na operação estão localizados em Natal/RN (1 comercial e 2 residenciais), Fortaleza/CE (2 residenciais) e Campinas/SP (1 residencial). A emissão foi concluída em julho/14, em volume de R\$ 25 milhões. O CRI tem prazo original de 48 meses e contava inicialmente com taxa de remuneração de IPCA + 10,50%. Em fevereiro de 2016, o CRI foi repactuado, com consequente

inclusão da SPE L'Essence como garantia, alongamento do prazo em 6 meses e aumento da taxa de remuneração para IPCA + 12% a.a..

A remuneração e amortização são pagas trimestralmente, sem carência, à medida em que os dividendos das SPEs desenvolvedoras dos cinco empreendimentos são pagos. A cessão fiduciária dos dividendos das SPEs representava na emissão, a valor presente, razão de garantia de 260% do saldo devedor da operação na emissão. Além disso, a estrutura do CRI contava originalmente com as seguintes garantias: alienação fiduciária das cotas das cinco SPEs desenvolvedoras dos empreendimentos (L'Essence foi incluída em fev/16); fundo de reserva de R\$ 2,25 milhões; fiança dos sócios da construtora; alienação fiduciária das ações da companhia; garantia real imobiliária em valor de R\$ 5 milhões e, se aplicável, fiança bancária em valor suficiente para garantir a necessidade de aporte da construtora nos empreendimentos.

Pela estrutura da operação, o fluxo de dividendos das SPEs estará efetivamente disponível para distribuição tão logo as respectivas obras sejam finalizadas, e ocorra o repasse de recebíveis aos bancos financiadores das obras (Plano Empresário) ou quitação desses financiamentos.

A operação incorre principalmente no risco de evolução de obras, risco de comercialização das unidades remanescentes e de pagamento por parte dos mutuários. A amortização da operação, embora prevista com periodicidade trimestral, poderá se dar extraordinariamente, na medida do fluxo de dividendos gerados pelas SPEs. Desta forma, havendo caixa disponível para a distribuição de dividendos pelas SPEs, tais recursos serão utilizados para a amortização do CRI. Em outras palavras, caso o desempenho de vendas supere as expectativas, a operação será amortizada antecipadamente. Caso o desempenho de vendas se dê em velocidade inferior ao previsto - considerada ainda a sobregarantia supracitada -, a amortização se dará trimestralmente conforme previsto nos documentos da operação. Nesse caso, a operação ficará mais dependente do risco de crédito da Construtora Colmeia, que deverá fazer os aportes necessário para o pagamento do CRI.

Acompanhamento

Durante o primeiro trimestre de 2017, o volume de vendas dos seis empreendimentos cujos dividendos foram cedidos à operação foi 7% superior ao projetado⁶. Atualmente, apenas o projeto Sports Garden está em construção e possui previsão de entrega da primeira das três fases até o final de 2017.

Em março de 2017, a projeção futura de dividendos esperados a serem gerados pelas 6 SPEs montava volume de R\$ 37,2 milhões, equivalente a 245% do saldo devedor do CRI na mesma data, de R\$ 15,2 milhões. Apesar da razão de garantia acima mencionada, o fluxo de caixa das SPEs ainda não tem se materializado de forma suficiente para gerar antecipação da amortização do CRI, de forma que os

⁶ Já considerando o fluxo revisto, após AGE de fev/16.

pagamentos do mesmo vêm sendo realizados nas datas previstas diretamente pela Construtora Colmeia, holding que controla as SPEs.

Adicionalmente, durante o ano de 2016, a Construtora Colmeia reportou uma receita líquida de R\$ 195,6 milhões e EBITDA de R\$ 32,2 milhões (16,5% de margem). O Lucro Líquido do exercício do ano foi de R\$ 9,6 milhões. Em comparação com 2015, o resultado da companhia sofreu uma redução de 24,0% na receita líquida e de 52,7% no lucro líquido. A dívida líquida da companhia encerrou o período em R\$ 207,5 milhões, dos quais R\$ 179,4 milhões correspondem a financiamento à produção de imóveis (SFH) – expurgando este valor, a dívida corporativa da companhia é de R\$ 28,1 milhões (redução de 19,4% em relação à 2015). O covenant financeiro de dívida líquida (ex-SFH) sobre o patrimônio líquido (R\$ 78,8 milhões) foi de 0,36x, inferior ao limite de 1,3x.

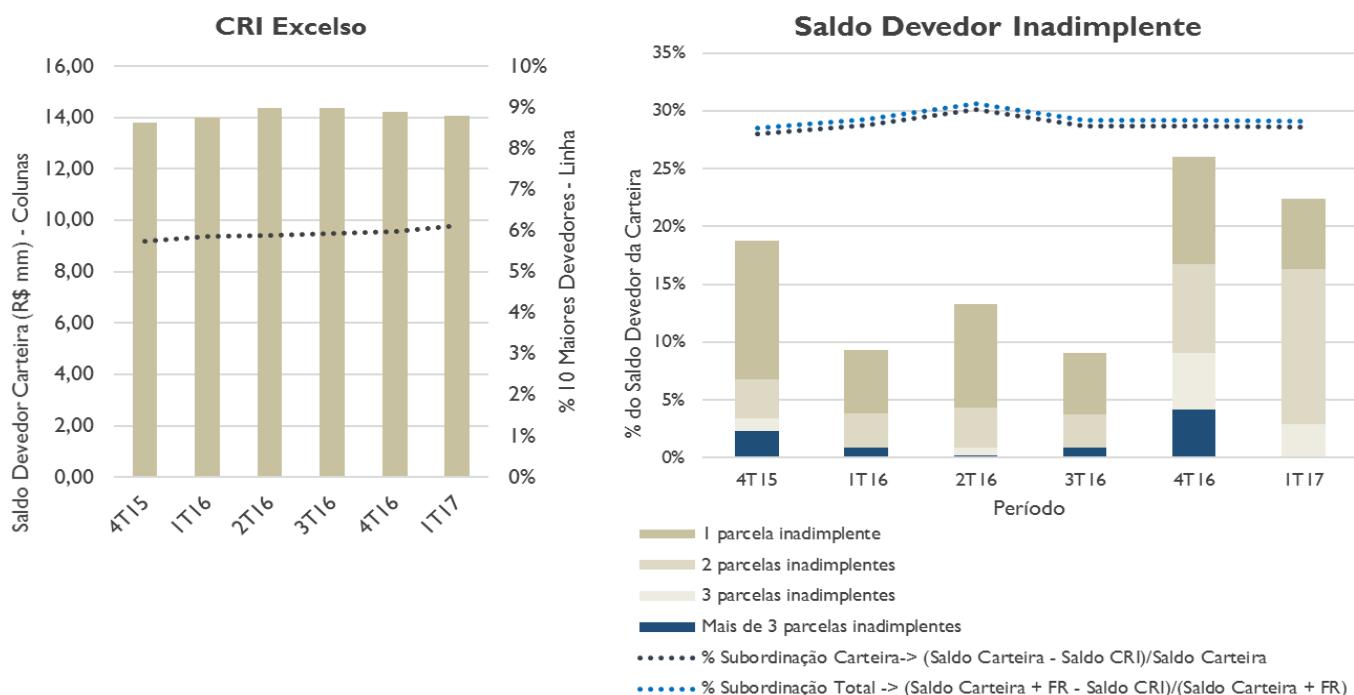
CRI 9 - 44ª série/1ª Emissão da Ápice Securitizadora – CRI Excelso

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 2017, dos 232 contratos ainda ativos, 49 apresentavam parcelas em atraso, sendo que 13 apresentavam apenas uma parcela em aberto, 29 apresentavam até duas parcelas em aberto e 7 contratos apresentavam três ou mais parcelas em aberto. Na mesma data, o saldo devedor dos contratos inadimplentes em duas parcelas representava 13% do saldo devedor total da carteira e os inadimplentes em três ou mais parcelas representava 3% do saldo devedor. O CRI conta com subordinação de 29%, e o saldo devedor dos 10 maiores contratos representava 6% do saldo devedor. Ainda no IT17, o saldo devedor total da carteira, somado ao fundo de reserva (R\$ 100 mil) representava 141% do saldo devedor do CRI (118% se desconsiderados os contratos inadimplentes em duas ou mais parcelas). A inadimplência da carteira apresentou uma leve melhora em relação ao 4T16, tendo em vista que 10 contratos regularizaram a situação dos débitos em aberto nos últimos 3 meses (59 contratos no 4T16 vs. 49 contratos no IT17). Conforme indicado no relatório trimestral anterior, continuaremos monitorando a evolução da inadimplência da carteira.



	<i>Desde Emissão</i>	<i>4T15</i>	<i>1T16</i>	<i>2T16</i>	<i>3T16</i>	<i>4T16</i>	<i>1T17</i>
Contratos Ativos - Início Período	251	247	246	242	242	241	240
Antecipados no período	-18	0	-4	0	-1	-1	-8
Recomprados no período	-1	-1	0	0	0	0	0
Vencidos do período	0	0	0	0	0	0	0
Contratos Ativos - Final do Período	232	246	242	242	241	240	232

CRI 10 - 108ª série/1ª Emissão da RB Capital – CRI Iguatemi

O CRI Iguatemi é lastreado em compromisso de compra e venda de imóveis firmado entre empresas controladas pela Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A. (Fiadora) ('AA+(bra)' Fitch). O imóvel objeto da aquisição é o Galleria Shopping, localizado em Campinas (SP). A operação, quando emitida, possuía prazo de 10 anos, duration de 90 meses e taxa de remuneração atrelada ao CDI + 0,15% a.a.. Esses CRIs realizarão pagamentos de juros mensais aos investidores, sem carência, com amortização programada do principal em 72 parcelas mensais a partir do 49º mês (em outubro de 2019).

Como garantia, a operação conta, principalmente, com a (i) fiança prestada pela Iguatemi, com (ii) a alienação fiduciária do empreendimento e com (iii) a cessão fiduciária da receita de locação mínima e do percentual de vendas, assim como com as receitas de estacionamento.

A operação também conta com um (iv) fundo de reserva em um montante equivalente ao valor das próximas três amortizações programadas do CRI, de R\$ 7,37 milhões ao final de 2016. A estrutura faz com que o principal risco da operação seja o risco corporativo da Iguatemi.

Acompanhamento

No primeiro trimestre de 2017, a Iguatemi apresentou receita líquida de R\$ 192,5 milhões (+6,7% em relação ao 1T16), EBITDA de R\$ 125,8 milhões (-2,5% em relação ao 1T16) e lucro líquido de R\$ 50,6 milhões (+30,8% em relação ao 1T16). A dívida líquida da companhia encerrou o primeiro trimestre em R\$ 1,65 bilhão e o índice Dívida Líquida/EBITDA ficou em 3,19x (versus 3,27x no final de 1T16). A companhia mantém robusta capacidade financeira, com amplo acesso ao mercado de capitais e capacidade de refinanciamento de seus vencimentos. O CRI vem sendo pago normalmente desde sua emissão.

CRI 11 - 260ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI Grupo Rei

A operação é calcada na comercialização do loteamento residencial aberto denominado Jardim Europa, localizado na cidade de Santa Helena – GO, que teve a obra entregue em setembro/15. O lastro da

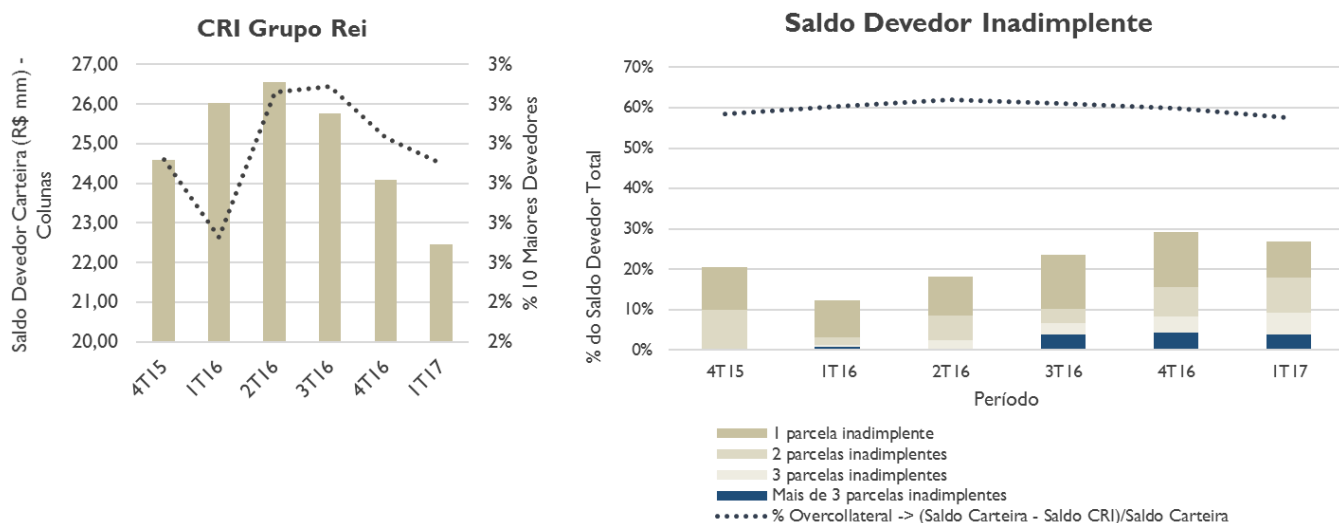
operação, que tem volume de R\$ 12,8 milhões, é formado por CCIs fracionárias representativas de 63% de 345 Compromissos de Compra de Venda.

O prazo estimado da operação na emissão era de 5,3 anos e o duration de 2,6 anos. O pagamento dos juros e da amortização são feitos mensalmente, sem carência, e a taxa de remuneração é de IPCA + 11,35%. Além disso, a operação conta com a cessão fiduciária dos 37% restantes do fluxo destes contratos, além do fluxo integral de 161 contratos originalmente reprovados nos critérios de elegibilidade da operação. O saldo devedor da carteira aprovada (100% dos 384 contratos) montava na emissão a R\$ 21,5 milhões, enquanto o da carteira reprovada (100% dos 161 contratos) a R\$ 8,6 milhões, somando um total de R\$ 30,1 milhões de carteira para um CRI de R\$ 12,8 milhões (sobrecolateral total de 234%) na emissão.

Além da garantia proporcionada pelo fluxo de recebíveis, a operação conta com as seguintes garantias adicionais: (i) Regime Fiduciário e Patrimônio Separado; (ii) coobrigação do Grupo Rei, acionável caso a razão entre o saldo da carteira aprovada e o saldo do CRI seja inferior a 159%; (iii) fiança solidária dos sócios do Grupo Rei e da proprietária original do terreno, (iv) retenção dos recursos necessários para a finalização das obras (entregue em set/15) e (v) alienação fiduciária da totalidade dos lotes cujos contratos foram cedidos à operação.

Acompanhamento

Ao final do IT17, dos 299 contratos aprovados ainda ativos, havia 76 contratos com parcelas em atraso dos quais 27 apresentavam uma parcela em atraso, 24 apresentavam duas parcelas em atraso (representando 8% do saldo devedor total da carteira) e 25 apresentavam três ou mais parcelas em aberto (representando 8% do saldo devedor total da carteira). Na mesma data, os 10 maiores devedores representavam 3% do saldo devedor da carteira total e, considerando apenas a carteira aprovada, o saldo devedor dos contratos representava 235% do saldo devedor do CRI (192% se desconsiderados os contratos inadimplentes em duas ou mais parcelas). Se, adicionalmente, considerarmos o saldo devedor adimplente da carteira reprovada, o saldo devedor total da carteira (aprovados adimplentes + reprovados adimplentes) representava 300% do saldo devedor do CRI.



	Desde Emissão	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17
Contratos Ativos - Início Período	345	345	345	331	325	319	307
Antecipados no período	0	0	0	0	0	0	0
Recomprados no período	-46	0	-14	-6	-6	-12	-8
Vencidos do período	0	0	0	0	0	0	0
Contratos Ativos - Final do Período	299	345	331	325	319	307	299

CRI 12 - 58ª série/2ª Emissão da Habitasec – CRI BRDU

A operação é lastreada em CCB Imobiliária emitida pela BRDU SPE Vermont (“SPE”) que possui em garantia ao seu adimplemento, além das demais garantias detalhadas a seguir, a cessão fiduciária dos recebíveis provenientes da venda dos lotes de empreendimento aberto residencial localizado na cidade de Rondonópolis – MT, denominado Jardim do Parque, incorporado e construído pela Brasil Desenvolvimento Urbano S.A. (“BRDU”, sócia controladora da SPE). A BRDU lançou o empreendimento de 819 lotes em outubro de 2014, tendo vendido, até a emissão do CRI, 59% dos lotes. Na emissão, o CRI contava com prazo total de 120 meses, duration de 48 meses, pagamento mensal de juros e amortização, sem carência, taxa de remuneração de IPCA+11,50% ao ano e volume total de R\$ 18,1 milhões, sendo R\$ 14,5 milhões referentes a série Sênior e R\$ 3,6 milhões (20%) referentes a série subordinada, subscrita pela própria BRDU, e que estará proibida de vendê-la no mercado secundário.

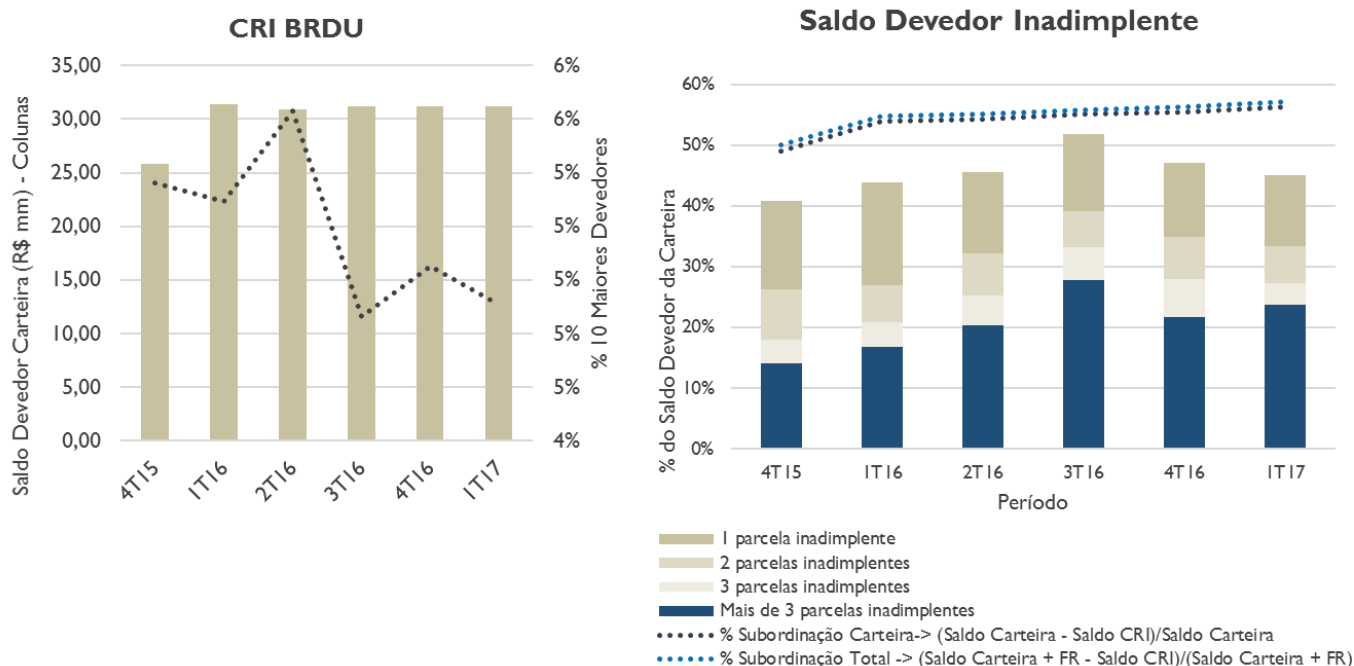
Na emissão, a cessão fiduciária contava com 351 contratos, mais a promessa de cessão dos recebíveis decorrentes da venda das demais 468 unidades remanescentes mantidas em estoque, das quais, até o final de dezembro/16, 319 vendas foram realizadas e seus recebíveis incluídos como lastro da operação. Além da cessão fiduciária dos recebíveis, a operação conta com as seguintes garantias: (i) alienação fiduciária de lotes de forma que o LTV (Série Sênior/Garantias) da operação não supere 75%; (ii) fiança dos sócios da

SPE do empreendimento; (iii) retenção dos recursos necessários para finalização das obras do empreendimento, (iv) fundo de reserva de 2 PMTs e (v) alienação fiduciária das cotas da SPE do empreendimento. Também na emissão as obras do empreendimento encontravam-se 40% performadas com previsão contratual de entrega até fevereiro de 2017, tendo sido entregue antes do prazo em agosto de 2016.

Acompanhamento

Ao final do primeiro trimestre de 2017, a carteira total cedida para o CRI apresentava saldo devedor de R\$ 31,2 milhões e era formada por 511 diferentes contratos, sendo que, destes, 236 apresentavam parcelas em atraso, sendo 31 contratos com duas parcelas em atraso (representando 6% do saldo devedor da carteira) e 146 contratos com três ou mais parcelas em atraso (representando 29% do saldo devedor da carteira). O índice de inadimplência da carteira apresentou elevação até o 3T16, mas esboça sinais de recuperação, dado que o índice sofreu queda no 4T16 e 1T17, mas mantendo-se em índice ainda bastante elevado.

Apesar da elevada inadimplência, o saldo devedor da carteira adimplente, no primeiro trimestre de 2017, representava 157% do saldo devedor do CRI (233% se considerados os contratos inadimplentes). Além disso, o empreendimento encontrava-se 65% vendido, de forma que o estoque, de R\$ 19,2 milhões (197 unidades), à medida em que for vendido, terá seus recebíveis cedidos para o CRI em causa. No trimestre em análise foram incorporados à cessão da operação 16 contratos decorrentes de novas vendas no período. Ao final do primeiro trimestre, os 10 maiores contratos representavam 4,9% do saldo devedor da carteira total.



	Desde Emissão	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17
Contratos Ativos - Início Período	351	351	488	578	557	557	526
Antecipados no período	-51	0	-7	-12	-3	-26	-3
Recomprados no período	-124	0	-23	-28	-18	-27	-28
Vencidos do período	0	0	0	0	0	0	0
Novas vendas	335	137	120	19	21	22	16
Contratos Ativos - Final do Período	511	488	578	557	557	526	511

CRI 13 - 19ª série/1ª Emissão da Ápice Securitizadora – Loteamento Reserva Aquarela

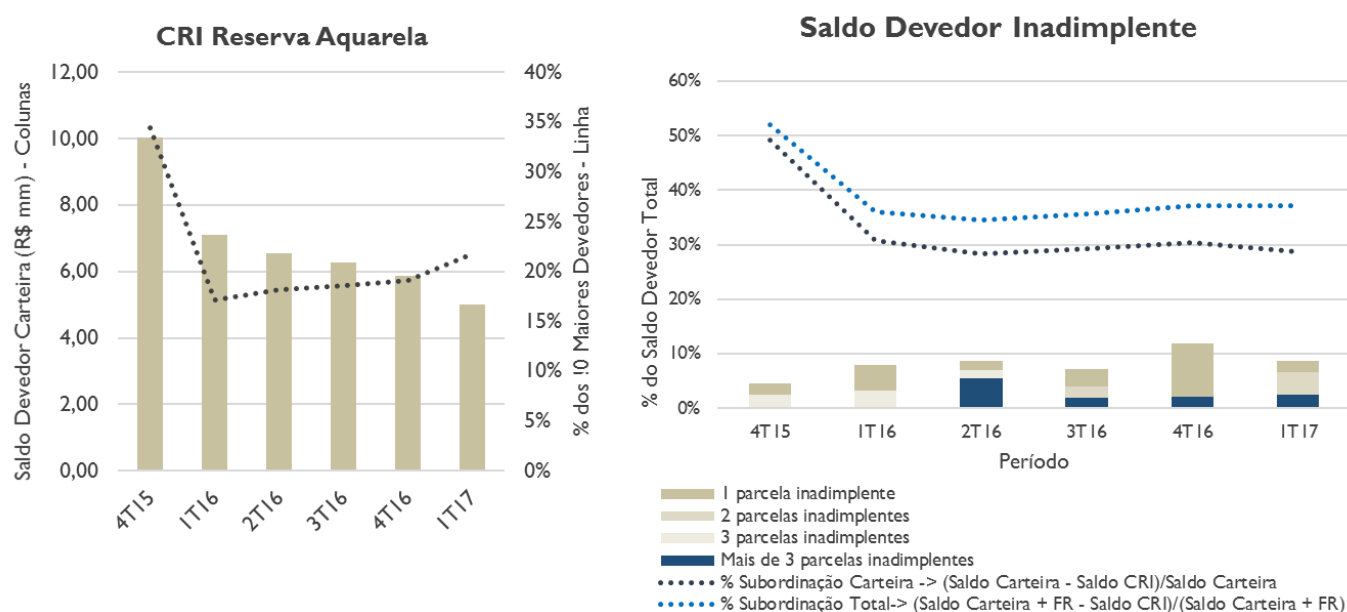
Operação de CRI lastreada em 136 contratos de compra e venda com alienação fiduciária decorrentes da comercialização dos lotes de loteamento fechado denominado Reserva Aquarela, localizado na cidade de São Carlos – SP, incorporado por SPE do grupo Viver Incorporadora e Construtora e construído pela Menin Engenharia. O CRI foi emitido em outubro de 2013 no montante total de R\$ 15 milhões.

A estrutura original de garantias da operação é composta por subordinação de 20%, alienação fiduciária da totalidade dos lotes cujos contratos foram cedidos à operação, obrigação de recompra dos contratos inadimplentes, em mais de 3 parcelas, pela Viver até 6 meses após a entrega das obras do empreendimento, retenção de 115% do custo de obra, liberação destes recursos de acordo com o cronograma físico-financeiro das obras e diretamente à construtora.

O CRI tornou-se *true-sale* (sem qualquer co-obrigação da Cedente) em agosto de 2015 e desde então, com o empreendimento entregue, o maior risco do CRI passou a ser a capacidade de pagamento dos mutuários compradores dos lotes.

Acompanhamento

Ao final do IT17, havia 60 contratos ativos, sendo que os 10 maiores contratos representavam 22% do saldo devedor da carteira. Ao final do trimestre em análise, havia 4 contratos inadimplentes, sendo 1 contratos com apenas uma parcela em aberto, 2 contratos com 2 parcelas em aberto e 1 contrato com mais de 3 parcelas em aberto, já em processo de regularização. O saldo devedor dos contratos inadimplentes em 2 ou mais parcelas representava cerca de 6,5% do saldo devedor da carteira. Ao final do IT17, o saldo da carteira de créditos, somada ao fundo de reserva, representava 159% do saldo devedor do CRI Sênior (150% se desconsiderados os contratos inadimplentes em 2 ou mais parcelas).



	até 4T15	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17
Contratos Ativos - Início Período	136	77	74	65	65	65
Antecipados no período	-1	0	-1	0	0	-5
Recomprados no período	-16	0	0	0	0	0
Vencidos do período	-42	-3	-8	0	0	0
Contratos Ativos - Final do Período	77	74	65	65	65	60

Continuamos acompanhando o desenvolvimento da recuperação judicial da Viver, que por sua vez não teve notícias relevantes dentro do IT17. Reiteramos que o processo não trará nenhum prejuízo aos investidores dos CRIs em função do mesmo respeitar o patrimônio de afetação da operação, conforme explicado no relatório do 4T16.

CRI 14 - 75ª série/1ª Emissão da Ápice Securitizadora – MRV

A operação, emitida pela Ápice Securitizadora, tem como lastro uma cédula de crédito imobiliário (CCI) representativa de cinco CCBs da Prime Incorporações e Construções S.A., sem garantias reais. A empresa faz parte do Grupo MRV, tendo 60% do seu controle com a MRV Engenharia. Essa operação reflete essencialmente o risco de crédito da companhia e, portanto, o rating da emissão é o mesmo da incorporadora (AA- S&P / AA- Fitch, em abril/16, perspectiva estável).

Os recursos da captação destinam-se ao financiamento de construção imobiliária de unidades habitacionais. O CRI, cujo volume de emissão foi de R\$ 68,5 milhões, teve emissão em março de 2016 e tem vencimento em março/18. Com remuneração de CDI + 1,80%, o CRI conta com pagamento de juros mensal (sem carência), sendo amortizado em três parcelas semestrais iguais a partir do décimo segundo mês.

Acompanhamento

No primeiro trimestre de 2017, a receita líquida da MRV somou R\$ 1,01 bilhão, um aumento de 2,6% em relação ao mesmo período do ano anterior e EBITDA de R\$ 160 milhões, equivalente um aumento de 6,0% na mesma comparação. O lucro líquido no período foi de R\$ 131 milhões, alta de 2,0% em comparação com o primeiro trimestre do ano anterior, e a margem líquida foi de 12,9 (-0,1 p.p. vs. 1T16).

Ao final do trimestre, a empresa apresentava dívida líquida de R\$ 372 milhões. Com isso, a relação Dívida Líquida/EBITDA 12 meses ajustado encerrou o semestre em 0,58x (leve piora quando comparado ao mesmo índice de 0,50x na mesma data do ano anterior). O covenant [Dívida Líquida + Imóveis a Pagar] / Patrimônio Líquido manteve o mesmo índice do 4T16 de 0,07x ao final do 1T17 (dentro do limite de 0,65x) e o covenant [Recebíveis + Receita a Apropriar + Estoques] / [Dívida Líquida + Imóveis a Pagar + Custo a Apropriar] de 6,95x ao final do 1T2017 (acima do piso de 1,6x). O CRI vem sendo pago normalmente desde sua emissão.

CRI 15 - 74ª série/1ª Emissão da Ápice Securitizadora – CRI Mega Moda

A operação tem lastro em Cédulas de Crédito Imobiliário (CCIs) emitidas pela SPE MEGA MODA SHOPPING LTDA., detentora do Shopping Mega Moda, localizado em Goiânia - GO. Fundado em 2011, o shopping possui ABL de 9,4 mil m², tráfego de aproximadamente 535 mil pessoas ao mês e foco no público de atacado do setor de confecções, principalmente proveniente da região Centro-Oeste do Brasil. O empreendimento está localizado em uma área de bom acesso (a dez minutos do aeroporto) em Goiânia, conhecida como um dos importantes pólos de moda atacadista do Brasil. A emissão do CRI obteve rating AA pela Fitch.



Vista aérea do Shopping Mega Moda



Interior Shopping Mega Moda

O CRI foi emitido 07 de julho de 2016, no montante de 85 milhões de reais, com vencimento final em 96 meses (8 anos) e taxa de remuneração de IPCA + 9,32% a.a.. A operação conta com Alienação Fiduciária do Shopping e do Hotel Soft Inn (hotel acoplado ao shopping), avaliados pela Cushman em R\$ 145 MM (venda forçada) e R\$ 18 MM (valor de venda), respectivamente. Considerando R\$ 12,6 MM como valor de venda forçada para o hotel (desconto de 30% para venda forçada), a operação conta com um LTV Inicial de 54%. Ainda, considerando apenas o valor de venda forçada do Shopping, o LTV se manteria em nível adequado: 58,6% em venda forçada. O CRI conta ainda com as garantias: (i) a Alienação Fiduciária de Imóveis, (ii) a Alienação Fiduciária de Superfície, (iii) a Cessão Fiduciária de Recebíveis Locatícios, (iv) a Cessão Fiduciária de Recebíveis Hotel, (v) a Cessão Fiduciária de Recebíveis CDU, (vi) a Coobrigação, e (vii) a Fiança.

Acompanhamento

Durante o IT17, o fluxo de caixa que circulou mensalmente no patrimônio separado do CRI foi, em média, 2,0x o necessário para quitar o pagamento mensal do CRI, acima do 1,5x mínimo estabelecido como *covenant* para a operação. Ao final do trimestre em análise, a vacância do shopping estava 6,89%, abaixo do 7,13% verificado ao final do 4T16. As obrigações do CRI vêm sendo cumpridas normalmente desde sua emissão.

CRI 16 - 271ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI Teodoro e Caetano

Operação de securitização de recebíveis provenientes da comercialização do loteamento residencial aberto denominado Portal do Lago, localizado na cidade de Quirinópolis - GO. O Grupo Real Negócios ("Grupo Real"), formado pelas empresas Teodoro & Caetano Ltda ("Teodoro & Caetano") e Teodoro & Barreto Empreendimentos e Construções LTDA ("Teodoro & Barreto"), criado em 2000 em Goiânia - GO, lançou e vendeu o empreendimento lançado em fevereiro de 2013 e finalizado em julho de 2014 com 832 lotes (VGV de R\$ 58 mm).

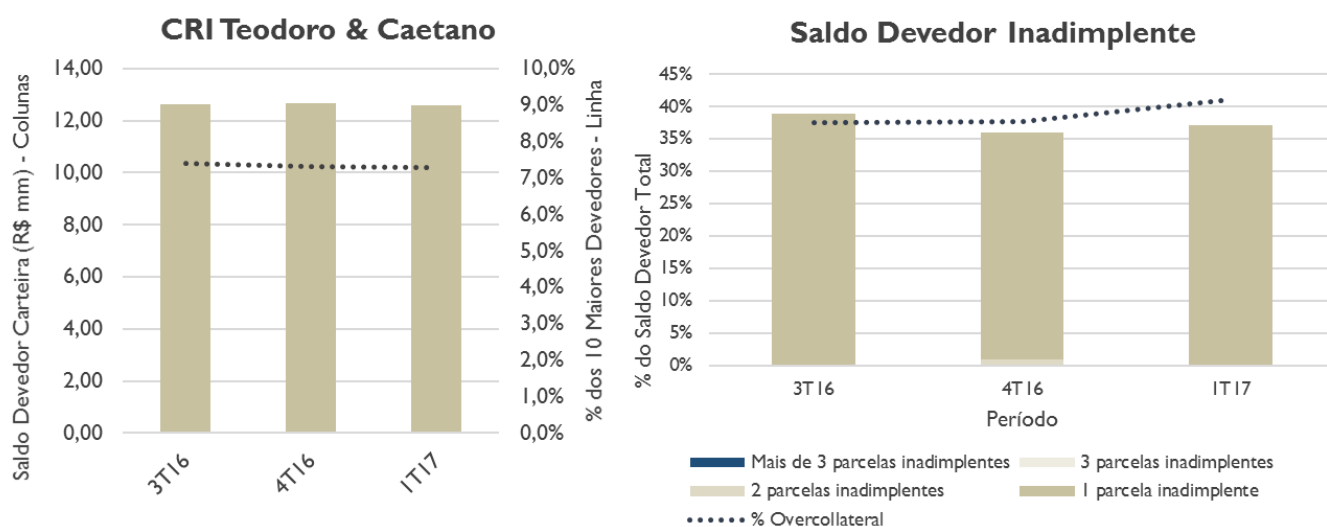
O lastro do CRI é formado por 322 Promessas de Compra e Venda de 291 diferentes devedores. O pagamento dos juros e da amortização serão feitos mensalmente, sem carência, e a taxa de remuneração é de IGP-M + 11% a.a.. O CRI foi emitido em 11 de julho de 2016 e tem vencimento em 28 de agosto de 2030.

O lastro da operação é formado por CCIs fracionárias representativas de 63% do fluxo futuro dos 322 contratos selecionados. Além disso, a operação contará com a cessão fiduciária dos 37% restantes do fluxo destes contratos, os quais serão utilizados mensalmente para pré-pagar a operação, encurtando o prazo do CRI e aumentando a razão de garantia proporcionado pelo fluxo da carteira em relação ao PMT do CRI à medida de sua maturação.

A operação conta ainda com as seguintes garantias: (i) Regime Fiduciário e Patrimônio Separado; (ii) coobrigação; (iii) fiança solidária dos sócios do Grupo Real e (iv) alienação fiduciária da totalidade dos lotes cujos contratos foram cedidos à operação.

Acompanhamento

Ao final de março de 2017, dos 322 contratos que iniciaram a operação 320 estavam ativos e 2 haviam sido recomprados. Os 10 maiores contratos representavam 7,3% do saldo devedor da carteira (7,3% em dez/16). Na data, não havia contratos com parcelas em aberto acima de 30 dias (2 em dez/16) e havia 73 contratos com inadimplência até 30 dias (73 em dez/16). Ao final do trimestre, o saldo devedor da carteira representava 170% do saldo devedor do CRI, relação que deve aumentar à medida em que haja a maturação da operação, dado que todo o fluxo que circula mensalmente pela conta do CRI é destinado à quitação antecipada do mesmo.



	Desde Emissão	3T16	4T16	1T17
Contratos Ativos - Início Período	322	322	320	320
Antecipados no período	0	0	0	0
Recomprados no período	-2	-2	0	0
Vencidos do período	0	0	0	0
Contratos Ativos - Final do Período	320	320	320	320

CRI 17 - 53ª série/1ª Emissão da Barigui Securitizadora – CRI Aymoré

A emissão da Barigui Securitizadora possui lastro em créditos imobiliários originários de contratos de locação do imóvel Vila Aymoré, localizado no bairro da Glória no Rio de Janeiro – RJ. Inaugurado ao final de 2015, o imóvel é um conjunto de casas tombadas que foi adquirido pelo grupo Landmark. A Landmark procedeu à recuperação e retrofit do empreendimento, bem como a conversão do zoneamento para uso comercial.



Projeto Villa Aymoré



Villa Aymoré após inauguração



Anexo moderno à Villa Aymoré

O CRI, emitido em 29 de julho de 2016, têm um prazo de sete anos (ou duration de 3,5 anos), com três meses de carência e, a partir de então, pagamento de juros e amortização mensal. Os recursos serão

utilizados para a construção de um novo bloco no empreendimento (orçado em R\$ 3,0 milhões) e para aquisição de outros projetos imobiliários de perfil similar por parte da Landmark. Os CRI são remunerados por IPCA + 10% a.a. e contam com três meses de carência e curva de amortização crescente (com pmt mensal se estabilizando a partir do nono mês). A operação contará ainda com as seguintes garantias: (i) Regime Fiduciário e Patrimônio Separado; (ii) Cessão, em caráter suspensivo, de direitos creditórios decorrentes de contrato de locação tampão firmado entre a SPE proprietária do imóvel (IPCJ4) e a Landmark, para o caso de eventual vacância ou inadimplência do contrato de locação principal que lastreia a operação; (iii) Cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes dos contratos de locação típicos presentes e futuros das demais unidades do imóvel; (iv) Fundo de Reserva; (v) Fundo de obra no valor de 110% do orçamento de construção do bloco 2 (prazo estimado de 10 meses), com gestão financeira do fundo por agente terceirizado; (vi) Alienação Fiduciária do Imóvel objeto da locação, avaliado em R\$ 94,7 milhões (R\$ 66 milhões em venda forçada), o que confere um LTV Inicial à operação de 9% (13% em venda forçada). Em caso de individualização das unidades do imóvel, haverá prerrogativa de liberação parcial da garantia, mantendo sempre LTV Forçado mínimo de 50%; (vii) Alienação Fiduciária de 100% das cotas da SPE proprietária do imóvel. (viii) Fiança do principal gestor e acionista da Landmark.

Acompanhamento

No primeiro trimestre de 2017 não foram firmados novos contratos de aluguel e os contratos vigentes ao final de 2016 continuam vigentes, ou seja, dos 5,5 mil m² de ABL, 4,9 mil m² encontravam-se locados em 13 contratos de locação, com 12 locatários diferentes. Desse modo, a vacância continua de 11,9%. As obras físicas do projeto de expansão foram concluídas no mês de março e estamos acompanhando o andamento da liberação das novas lojas com a companhia securitizadora. Em março, 97,3% do valor cobrado foi pago em dia, sendo que um único contrato apresentava atraso no pagamento, referente a uma parcela do mês anterior. A receita de locação do empreendimento no mês março/17 foi igual a 7,00x o valor do próximo pagamento mensal do CRI.

CRI 18 - 31ª série/1ª Emissão da SCCI Securitizadora – CRI Ginco

A emissão da SCCI Securitizadora possui lastro em um Contrato de Financiamento Imobiliário (“CFI”) emitido pela Ginco Urbanismo Ltda (“Ginco”) junto à Domus Companhia Hipotecária. Os CRIs, emitidos em 09 de janeiro de 2017, são remunerados à IGPM + 12,0% a.a., têm um prazo de 10 anos (ou duration de 3,6 anos) sem período de carência, com amortização e pagamento de juros mensal.

Em garantia ao seu adimplemento, o CFI conta com a cessão fiduciária de recebíveis provenientes da venda de lotes de quatro condomínios residenciais horizontais fechados, todos desenvolvidos pela Gincó e localizados em Cuiabá – MT. Além dos recebíveis, que representarão inicialmente 125% de seu saldo devedor, o CFI conta também com a (i) garantia de alienação fiduciária de imóvel, (ii) alienação fiduciária de 70% das quotas das SPEs desenvolvedoras dos empreendimentos-lastro, (iii) fundo de reserva de 2 PMTs durante todo o prazo da emissão, (iv) promessa de cessão fiduciária dos recebíveis decorrentes da venda do estoque atual dos quatro empreendimentos – ainda que apenas por um período do prazo dos CRI, e (v) fiança dos sócios pessoas físicas da Gincó.

Acompanhamento

A emissão possui uma série de dispositivos contratuais que visam manter a razão de garantias da operação dentro dos limites permitidos. Deste monitoramento, ressaltamos: (i) Alienação Fiduciária de Imóveis maior ou igual a 120,0% do saldo devedor dos CRIs: no fechamento do trimestre, o valor do imóvel, considerando o valor de venda forçada, representava 185% do saldo devedor do CRI, (ii) Percentual Mínimo de Recebíveis maior ou igual a 135,0% do saldo dos CRIs: no fechamento do mês, o saldo dos recebíveis imobiliários cedidos em garantia ao CRI era de R\$ 100,7 milhões. Este valor, descontado da amortização extraordinária de R\$ 286,4 mil que ocorreu em março, corresponde a uma razão de 146,3% de garantia vs. saldo dos CRIs integralizados; (iii) Razão de direitos creditórios arrecadados igual ou maior a 120% das obrigações mensais do CRI: no mês de março, foram arrecadados R\$ 3,1 milhões, vs. uma obrigação mensal de R\$ 2,7 milhões. Este índice não foi atendido, tendo em vista que o resultado da equação foi de 114,0%, inferior ao valor mínimo (o não atendimento do valor mínimo por três meses consecutivos resultará em evento de avaliação); (iv) Fundo de Liquidez: o fundo de liquidez fechou o mês de março com um saldo de R\$ 3.611.311,58, acima do valor mínimo de R\$ 3.562.928,05 (valor mínimo de R\$ 3.537.279,85 na data de emissão do CRI corrigido pelo IGP-M).

Distribuições

O BB Recebíveis Imobiliários – FII distribuiu rendimentos de R\$ 1,00/cota referentes ao mês de março/17. Nos últimos doze meses foram distribuídos rendimentos de R\$ 11,81/cota, que representam yield de 11,06%, calculado sobre o valor médio da cota patrimonial dos últimos doze meses (R\$ 106,82). A distribuição de rendimentos do fundo deve atingir, no mínimo, 95% dos rendimentos auferidos em regime de caixa em cada semestre. Rendimentos incorridos pelo fundo no regime de competência, mas ainda não

recebidos, são incorporados ao valor patrimonial da cota para distribuição futura (quando de seu efetivo recebimento).

Evolução da Cota	out/16	nov/16	dez/16	jan/17	fev/17	mar/17
Cota no início do período	R\$ 106,75	R\$ 106,26	R\$ 105,65	R\$ 106,08	R\$ 106,89	R\$ 108,24
Rendimentos Incorridos - Competência	R\$ 0,31	R\$ 0,19	R\$ 1,43	R\$ 1,52	R\$ 2,15	R\$ 2,00
Rendimentos Distribuídos	-R\$ 0,80	-R\$ 0,80	-R\$ 1,00	-R\$ 0,70	-R\$ 0,80	-R\$ 1,00
Amortizações	R\$ 0,00	R\$ 0,00	R\$ 0,00	R\$ 0,00	R\$ 0,00	R\$ 0,00
Cota no fim do período	R\$ 106,26	R\$ 105,65	R\$ 106,08	R\$ 106,89	R\$ 108,24	R\$ 109,24

Mês	out/16	nov/16	dez/16	jan/17	fev/17	mar/17
Rendimentos (R\$/cota)	0,80	0,80	1,00	0,70	0,80	1,00
<i>Dividend Yield Anual*</i> (sobre cota na	1,0%	1,0%	1,2%	0,8%	1,0%	1,2%
<i>Dividend Yield Anual*</i> (sobre cota	9,0%	9,1%	11,3%	7,9%	8,9%	11,0%
<i>Dividend Yield Anual*</i> (sobre cota em bolsa)	-	-	-	-	-	-

*anualizando-se o *Dividend Yield* do mês

Quadro Resumo

Mês	out/16	nov/16	dez/16	jan/17	fev/17	mar/17
BBIM I I	-	-	-	-	-	-
IFIX	3,80%	-2,55%	1,47%	3,76%	4,86%	0,20%
IFICRI - Rio Bravo	2,85%	-0,03%	1,53%	0,09%	4,00%	-2,13%
CDI	1,05%	1,04%	1,12%	1,08%	0,86%	1,05%
Patrimônio (R\$ MM)	109,98	109,35	109,79	110,64	112,03	113,07
Cota Patrimonial (R\$/cota)	106,26	105,65	106,08	106,89	108,24	109,24