



R I O B R A V O

RF Renda Fixa

RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I - FII

RELATÓRIO TRIMESTRAL | JUNHO 2017

Comentários do Gestor

De acordo com a base de dados da ANBIMA, o volume de novas emissões de CRI's no segundo trimestre de 2017 foi de R\$ 1,04 bilhão, contra R\$ 0,79 bilhão no trimestre anterior (aumento de 32%). Em relação ao segundo trimestre de 2016, ocorreu uma queda de 80,3% no volume de novas emissões. Em 2T16, ocorreu uma única emissão de CRI de R\$ 3,0 bilhões tendo a Caixa Econômica Federal como cedente. Mesmo excluindo aquela emissão, o volume de emissões em 2T17 é 55,3% inferior a 2T16. Não foram emitidos CRI's indexados à TR.

No acumulado do ano (até junho), o volume de emissões atingiu R\$ 1,8 bilhões, 70,6% inferior ao do mesmo período do ano passado (44% inferior se expurgado o CRI da Caixa Econômica Federal, mencionado anteriormente). Foram 40 emissões mapeadas pela ANBIMA no IS17, contra 50 no mesmo período do ano anterior. Entretanto, se consideradas as emissões provavelmente vinculadas (séries sênior, mezanino e/ou júnior de uma mesma operação, por exemplo), estimamos que de fato ocorreram 27 operações de CRI no IS17, (contra 33 em IS16). Apesar da redução de volumes e número de novas emissões, percebe-se aumento da competição entre securitizadoras, com 15 diferentes emissoras de CRI atuando no IS17 contra 13 no IS16.

Mercado

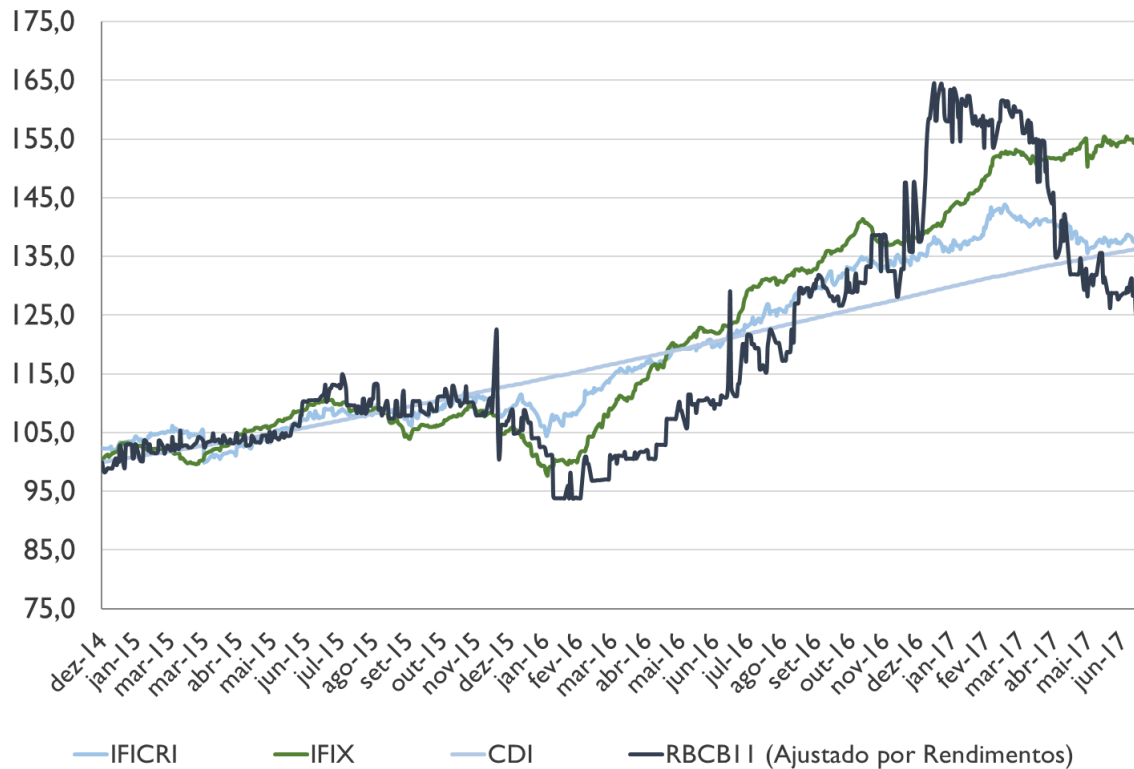
Na bolsa, a cota do Rio Bravo Crédito Imobiliário I – FII, ajustada por rendimentos, registrou variação acumulada de -18,91% no segundo trimestre de 2017 e variação acumulada de -21,01% no semestre. Em se tratando de um fundo originalmente concebido para investidores qualificados¹, suas cotas apresentam baixa liquidez, com poucas negociações no mercado secundário (107 negócios no 2º trimestre de 2017). O IFIX² valorizou-se em 2,07% e o IFICRI³ apresentou rentabilidade negativa de -1,92% no trimestre, enquanto a variação do CDI foi de 2,54%. Já o IBOVESPA apresentou queda de 3,21% no período, enquanto os títulos públicos atrelados ao IPCA, representados pelo IMA-B, apresentaram uma desvalorização de 1,34% no período.

¹ Investidores que detinham, na época da emissão do fundo, ao menos R\$ 300 mil investidos em ativos financeiros.

² Índice de Fundos Imobiliários, calculado pela BM&F Bovespa.

³ 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.

Rio Bravo Crédito Imobiliário I (base 100 em 31/12/2014)



O Dividend Yield⁴ anualizado do IFICRI⁵ encerrou o trimestre em 8,69% a.a., levemente abaixo do verificado ao final de março de 2017, de 8,72% a.a.. O Dividend Yield do IFIX⁶ encerrou o trimestre em questão em 8,13%, inferior ao valor observado ao final do primeiro trimestre de 2017, de 8,42%.

⁴ Gráfico de Dividend Yield calculado com base no último rendimento pago anualizado sobre a cotação diária dos fundos.

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 I Fundo de Investimento Imobiliário – FII

O fundo Rio Bravo Crédito Imobiliário I – FII iniciou suas atividades em 4 de agosto de 2011 e objetiva gerar 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 além de outros ativos de renda fixa não imobiliários. O fundo foi constituído no formato de condomínio fechado (“Fundo Fechado”), com patrimônio inicial de R\$ 53,1 milhões e tem os investidores qualificados como público alvo.

O início de negociação do fundo na bolsa de valores e ocorreu no dia 23 de agosto de 2011, sob o código RBCB11. 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 fundo⁷. O prazo de duração do fundo é de 8 anos, sendo que a amortização das suas cotas se dará em 85 parcelas mensais consecutivas, que se iniciaram em agosto de 2012. O pagamento de rendimentos é mensal, sem carência.

Características

Fundo	Rio Bravo Crédito Imobiliário I - FII	Cotas Emitidas	53.100
Tipo	Fundo de Investimento Imobiliário	Valor Inicial da Cota	R\$ 1.000,00
Público Alvo	Investidores Qualificados	PL na Emissão	R\$ 53,1 milhões
Início	04/08/2011	Liquidez	Negociação em Bolsa
Prazo de Duração	8 anos	Código de Negociação	RBCB11
Vencimento	04/08/2019	Código ISIN	BRRBCBCTF004
Taxa de Administração	1% a.a.	Administrador	Rio Bravo Investimentos DTVM Ltda
Amortização	85 parcelas mensais, iniciando-se 1 ano após a data de início do fundo	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	Não há		

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

Carteira

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

RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I FII - JUNHO 2017

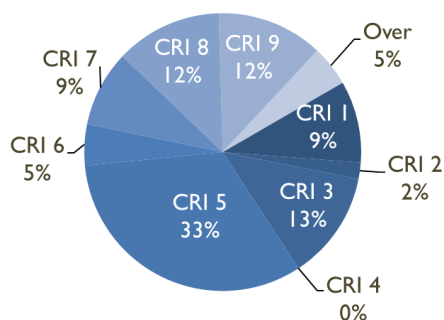
Ativo	Emissor	Emissão/Série	Lastro	Rating	Vencimento	Taxa	% Fundo
CRI 1	CIBRASEC	2ª/169ª	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 9,30%	9.5%
CRI 2	CIBRASEC	2ª/176ª	Resid. Pulverizado	-	mar-20	IGP-M + 9,30%	1.9%
CRI 3	BRAZILIAN SEC	1ª/282ª	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 10,50%	12.7%
CRI 4	CIBRASEC	2ª/188ª	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 11,00%	0.0%
CRI 5	APICE	1ª/6ª	Aluguel Comercial	"BBB-" Fitch	set-28	IPCA + 8,50%	32.6%
CRI 6	APICE	1ª/19ª	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 12,00%	4.8%
CRI 7	CIBRASEC	2ª/219ª	Resid. Pulverizado	-	dez-18	IPCA + 12%	8.9%
CRI 8	CIBRASEC	2ª/238ª	Built-to-Suit	"A-" SR Rating	fev-25	IGP-M + 11,50%	12.4%
CRI 9	APICE	1ª/7ª	Shopping	"A" Liberum	jul-25	IGP-DI + 9,00%	12.4%
CRI 10	CIBRASEC	2ª/269ª	Resid. Pulverizado	-	dez-17	IGP-M + 16,00%	0.0%
TOTAL CRIs						Inflação + 9.85% a.a.*	95.3%
TESOURO		-	-	"AAA"	Liquidez em D0	77,5% Selic**	10.4%
Provisões							-5.7%
TOTAL						Inflação + 9.51% a.a.***	100.0%

*Taxa média dos CRI's

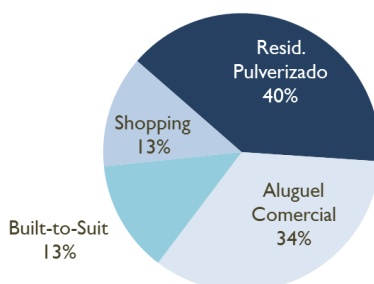
**Considerando IR de 22,50%

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

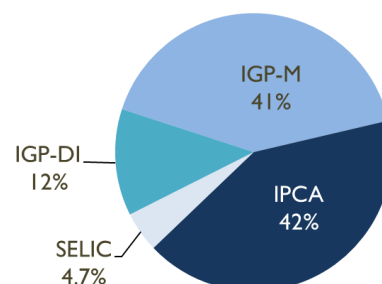
Carteira



Lastro Carteira Imobiliária



Indexadores Carteira



Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI

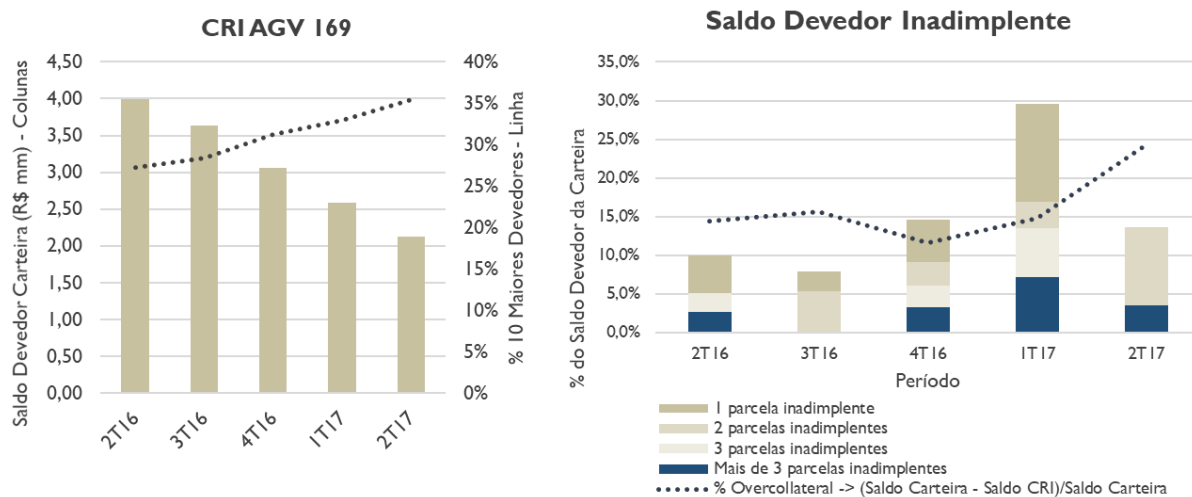
CRI I - 169ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI AGV 169

Operação de securitização de créditos cujo lastro original eram 144 contratos decorrentes da venda de loteamento performedo da 13ª fase (Condomínio Basel) do empreendimento Swiss Park, localizado em Campinas – SP e construído pela AGV Participações Ltda. A estrutura original de garantias da operação é composta por regime fiduciário e patrimônio separado, 10% de *overcollateral*, coobrigação da cedente durante todo o período da operação e alienação fiduciária de 100% dos lotes. A emissão tinha prazo total original de 98 meses (*duration* de 39 meses), taxa de remuneração de IGP-M + 9,30% a.a. e a mesma foi emitida em novembro de 2011 pela Cibrasec, no volume total aproximado de R\$ 16 milhões de série sênior.

Acompanhamento

Ao final do 2T17 a inadimplência da carteira de recebíveis que lastreia a operação atingiu 13,6% do saldo devedor total com redução em relação ao final do trimestre anterior (29,6% do saldo devedor total), retornando ao patamar de inadimplência registrados ao longo de 2016. A inadimplência além de 30 dias (duas ou mais parcelas inadimplentes) na mesma data representou 13,6% do saldo devedor (4 contratos) contra 16,9% ao final do 1T17 (5 contratos).

O segundo trimestre encerrou o período com 1 (um) contratos com 3 ou mais parcelas inadimplentes (4 (quatro) contratos ao final do 1T17), sendo que este cliente está em processo de regularização. Caso as parcelas em aberto não sejam quitadas pelos clientes, a AGV será acionada para recomprar os respectivos créditos. Ao final do trimestre em análise, os 10 maiores devedores representavam 35% da carteira total de créditos e o saldo devedor total da carteira representava 132% do saldo devedor do CRI (114% se desconsiderados os contratos inadimplentes em duas ou mais parcelas).



	Desde Emissão	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17
Contratos Ativos - Início Período	144	48	48	46	45	41
Antecipados no período	-1	0	0	0	0	0
Recomprados no período	-9	0	0	0	0	0
Vencidos do período	-99	0	-2	-1	-4	-6
Contratos Ativos - Final do Período	35	48	46	45	41	35

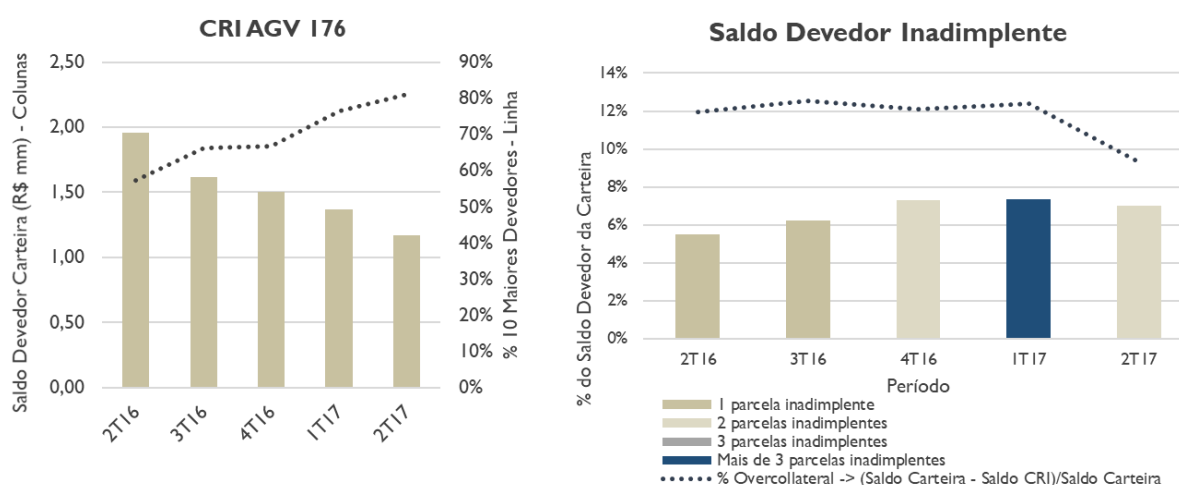
CRI 2 - 176ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI AGV 176

Operação de características similares ao CRI AGV 169, apresentado anteriormente. Esta operação tem como lastro original 63 contratos de compra e venda do mesmo Condomínio Basel, localizado no empreendimento Swiss Park, em Campinas – SP. A operação conta com as mesmas garantias do CRI AGV 169, prazo original total de 99 meses (duration de 42 meses) e taxa de remuneração de IGP-M + 9,30% a.a.. A emissão foi realizada em nov/12 no montante total de R\$ 7,7 milhões.

Acompanhamento

Ao final do 2T17, a carteira do CRI AGV 176 apresentava apenas 1 contrato inadimplente, com 2 parcelas em aberto (ao final do 1T17 era apenas 1 contrato com 4 parcelas em atraso), e cujo saldo devedor representava cerca de 7,0% do saldo devedor da carteira toda.

Apesar da baixa inadimplência, a alta concentração da carteira composta, ao final do período em análise, por 15 créditos, é um ponto de atenção. Ao final do 2T17, os dez maiores contratos representavam 81,0% da carteira total de créditos e o saldo devedor total da carteira de recebíveis representava 110% do saldo devedor do CRI (103% se desconsiderados os contratos com duas ou mais parcelas inadimplentes).



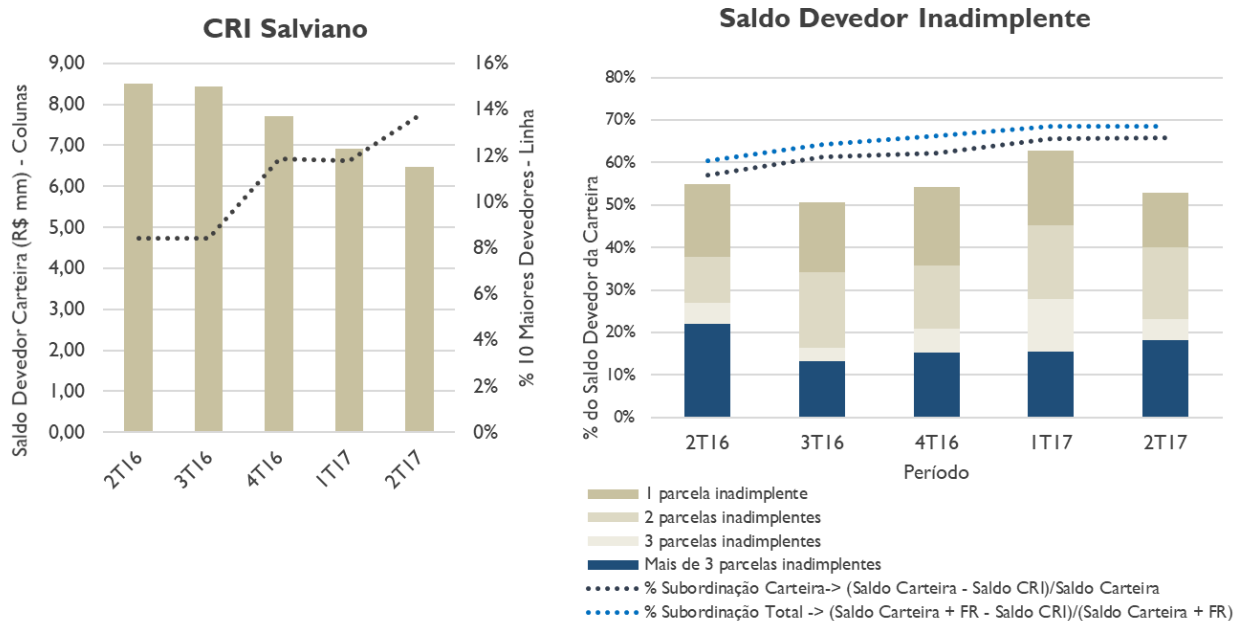
	Desde Emissão	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17
Contratos Ativos - Início Período	63	20	19	16	16	16
Antecipados no período	-1	0	0	0	0	0
Recomprados no período	-1	0	0	0	0	0
Vencidos do período	-46	-1	-3	0	0	-1
Contratos Ativos - Final do Período	15	19	16	16	16	15

CRI 3 - 282ª série/Iª Emissão da Brazilian Securities – CRI Loteamento Estrela

A operação tem como lastro original 994 promessas de compra e venda provenientes da comercialização do Loteamento Estrela, localizado na cidade de Catalão – GO e incorporado pela Salviano Empreendimentos Imobiliários. Lançado em 2007, o empreendimento é um loteamento de baixa/média renda e encontra-se 100% construído. A estrutura de garantias original da operação conta com regime fiduciário e patrimônio separado, subordinação de 51%, fundo de reserva no valor mínimo de 15% do saldo devedor da série sênior, coobrigação da cedente por todo o prazo da operação, fiança da cedente e seus acionistas, alienação fiduciária das cotas da cedente, bem como mecanismo de dação dos lotes em pagamento em caso de falha da coobrigação. A operação foi emitida pela Brazilian Securities em junho de 2012 com prazo total de 114 meses (duration de 34 meses) e taxa de remuneração de IGP-M + 10,5%. O risco primário da operação é o inadimplemento por parte dos mutuários compradores dos lotes.

Acompanhamento

Ao final do 2T17, havia 312 contratos ativos, sendo que os 10 maiores devedores representavam 13,8% do saldo devedor total da carteira. Do total dos contratos, 43 apresentavam duas parcelas em aberto (47 ao final de 1T17) e 57 contratos apresentavam três ou mais parcelas em aberto (87 ao final de 1T17). Apesar do elevado número absoluto de contratos com parcelas em aberto a mais de 30 dias, cerca de 53% do total, o CRI conta com elevado volume de fluxo em garantia, de forma que, ao final do trimestre em análise, o saldo da carteira adimplente, somado ao fundo de reserva, representava 200% do saldo devedor do CRI (317% se considerada toda a carteira).



	<i>Desde Emissão</i>	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17
Contratos Ativos - Início Período	994	618	587	534	448	363
Antecipados no período	-322	-9	-44	-12	-8	-6
Recomprados no período	-19	-2	0	-5	0	0
Vencidos do período	-341	-20	-9	-69	-77	-45
Contratos Ativos - Final do Período	312	587	534	448	363	312

CRI 4 - 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%.

Acompanhamento

O CRI 4, tal como o CRI 10, tiveram vencimento antecipado declarado em março/17 e encontram-se em execução, tendo sido a posição do fundo nestes CRIs integralmente provisionada desde então. O processo de execução judicial está em curso, com a devedora tendo sido inicialmente citada nos autos em junho. Os mutuários do empreendimento organizaram-se sob a forma de associação e estão agindo junto à construtora para levantar orçamento e recursos para conclusão da obra. As estimativas são de que seriam necessários aproximadamente R\$ 1,5 milhão para tal conclusão. A devedora contratou assessores para negociar acordo com os investidores da emissão, mas nenhuma proposta que possa ser efetivamente considerada foi apresentada até o momento.

Estamos atuando junto à securitizadora e aos assessores legais contratados pelos patrimônios separados dos CRI 4 e 10 de modo a tomar todas as medidas para a finalização das obras do empreendimento Felicitá, 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.

CRI 5 - 6ª série/Iª 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



Imóvel Barra Funda – SP



Imóvel Higienópolis - SP

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.

Acompanhamento

Apesar da operação ser lastreada em um contrato típico de locação, que pode ser facilmente 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, que inclusive fez investimentos no mesmo e paga atualmente aluguel abaixo do valor de mercado como contrapartida a esses investimentos realizados. Ao final do segundo trimestre de 2017, o saldo do fundo de reserva era de R\$ 1,12 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. Adicionalmente, no mês de junho, a Gestão reduziu a exposição no CRI em questão, vendendo aproximadamente 7,3% da posição atual, resultando na posição de 32,6% do patrimônio líquido do final do período em análise.

CRI 6 - 19ª série/1ª Emissão da Ápice Securitizadora – Loteamento Reserva Aquarela

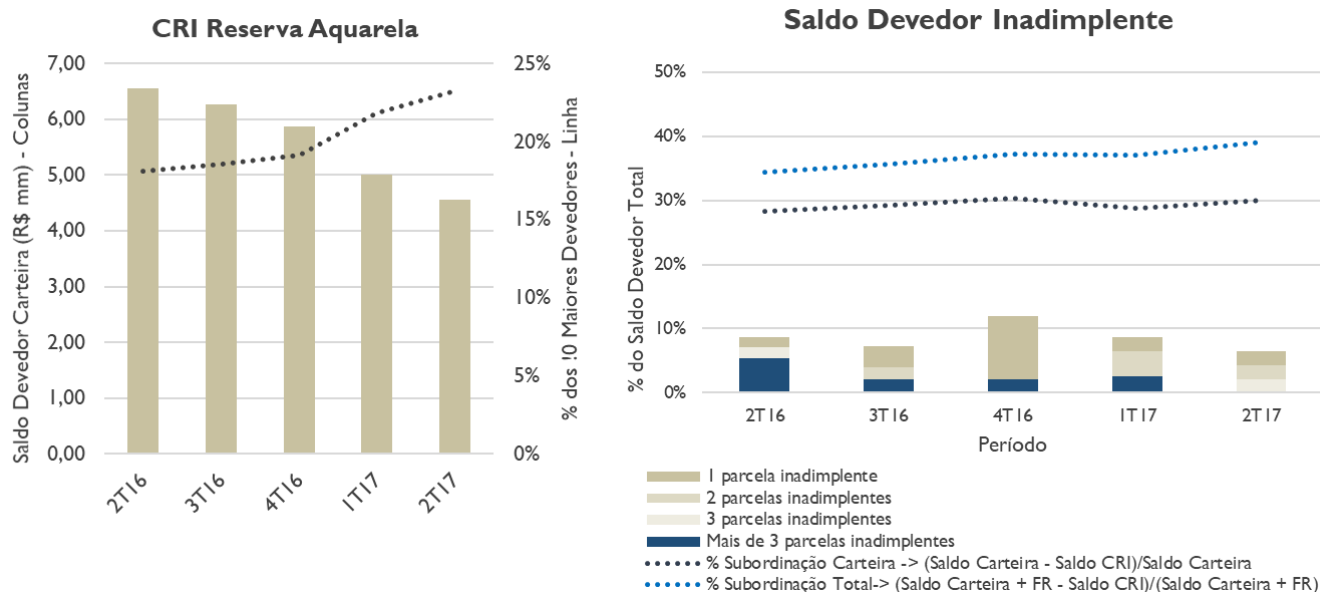
Operação de CRI lastreada em 136 contratos de compra e venda com alienação fiduciária decorrentes da comercialização dos lotes de loteamento fechado denominado Reserva Aquarela, localizado na cidade de São Carlos – SP, incorporado por SPE do grupo Viver Incorporadora e Construtora e construído pela Menin 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 2T17, havia 54 contratos ativos, sendo que os 10 maiores contratos representavam 23% do saldo devedor da carteira. Ao final do trimestre em análise, havia 3 contratos inadimplentes, sendo 1 contrato com apenas uma parcela em aberto, 1 contrato com 2 parcelas em aberto e 1 contrato com 3 parcelas em aberto. O saldo devedor dos contratos inadimplentes em 2 ou mais parcelas representava cerca de 4,3% do saldo devedor da carteira. Ao final do 2T17, o saldo da carteira de créditos, somada ao fundo de reserva, representava 164% do saldo devedor do CRI Sênior (158% se desconsiderados os contratos inadimplentes em 2 ou mais parcelas).



	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17
Contratos Ativos - Início Período	74	65	65	65	57
Antecipados no período	-1	0	0	-8	-3
Recomprados no período	0	0	0	0	0
Vencidos do período	-8	0	0	0	0
Contratos Ativos - Final do Período	65	65	65	57	54

Em se tratando de operação que, desde a entrega das obras, tem característica *true sale*, não esperamos impacto decorrente da recuperação judicial da cedente ou de seu grupo econômico. De fato, até o presente momento, o andamento desses processos desde o pedido de recuperação judicial em setembro/16 não teve qualquer impacto à operação.

CRI 7 - 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 segundo trimestre de 2017, o volume de vendas dos seis empreendimentos cujos dividendos foram cedidos à operação foi 140% superior ao projetado⁸. Atualmente, apenas o projeto Sports Garden está em construção. Esse empreendimento, que envolve três torres, deverá registrar atraso na entrega, inicialmente prevista para Setembro/17 e agora indicada pela Colmeia para fevereiro/18.

Em junho de 2017, a projeção futura de dividendos esperados a serem gerados pelas 6 SPEs montava volume de R\$ 29,1 milhões, equivalente a 220% do saldo devedor do CRI na mesma data, de R\$ 13,2 milhões. Apesar da razão de garantia acima mencionada ser saudável, o fato é que a velocidade acumulada de vendas e de repasse de unidades tem ocorrido em ritmo mais lento do que esperado, o que se reflete na capacidade de conversão dessa garantia econômica em fluxo de caixa efetivo. f.

Durante o ano de 2016, a Construtora Colmeia reportou 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 apresentou 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

⁸ Já considerando o fluxo revisado, após AGE de fev/16.

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 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 (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

Ao final do primeiro trimestre de 2017, o índice de alavancagem ficou em 4,28x, inferior ao valor reportado no quarto trimestre de 2016 de 4,56x, reflexo de uma melhora operacional nos últimos meses, apesar da ocorrência de um aumento marginal na dívida líquida da companhia. Até a finalização deste relatório a companhia não tinha publicado demonstrações financeiras do 2T17, as quais serão comentadas no próximo relatório trimestral.

CRI 9 - 7ª série/Iª 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 tinha prazo original de 144 meses (duration de 69 meses) taxa de remuneração de IGP-



Shopping Gravataí

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 performado 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. O alvará de funcionamento do shopping Gravataí foi expedido em novembro de 2013 - com um mês de atraso em relação ao inicialmente previsto - e sua inauguração aconteceu naquele mesmo mês.

Acompanhamento

Conforme descrito em relatórios anteriores, esse CRI encontra-se vencido desde set/15 e em processo judicial e extrajudicial de execução. Em evento subsequente ao encerramento do trimestre em análise, a liminar que suspendia o leilão extrajudicial das garantias foi derrubada e, em julho, os leilões foram realizados, sem que houvesse ofertantes. Com isso, as propriedades de 100% do Shopping Gravataí e 30% do Shopping Lajeado foram consolidadas em nome da Ápice Securitizadora, na qualidade de proprietária fiduciária do patrimônio separado, que agora prepara o processo de quitação financeira dos CRI com dação em pagamento das frações ideais dos shoppings aos titulares do CRI. Em julho, a administradora do Fundo integralizou os CRI 9 no capital do Fundo de Investimento Imobiliário Millenium (“FII Millenium”), de modo que, a partir de então, o Fundo passa a ser cotista desse novo fundo imobiliário que, por sua vez, receberá a fração ideal dos shoppings tão logo quitados os CRI. A administradora do Fundo também

administrará o FII Millenium com o intuito de recuperar a operação dos shoppings e futuramente efetuar a venda dessas participações.

CRI 10 - 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 4 (CRI Cameron, empreendimento Felicitá). O CRI 10 compartilha os recebíveis e algumas garantias do CRI 4 em caráter prioritário (sênior). Todos os recursos arrecadados de recebíveis seriam, portanto, destinados prioritariamente à quitação do CRI 10 de modo que, esperava-se que o mesmo tivesse prazo inferior a um ano. Após a integral quitação desse CRI, o CRI 4 passaria a ser amortizado com a arrecadação dos recebíveis. Na emissão, o fluxo projetado de recebíveis cedidos em prioridade para o CRI 10 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 as exigências cartoriais para a perfeita constituição dessas garantias. Após diversas notificações à devedora ultimando o cumprimento das obrigações, o CRI 10 foi declarado vencido na mesma data do vencimento antecipado do CRI 4.

Da mesma forma como descrito no CRI 4, o saldo do CRI 10 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 em alto grau de recuperação do saldo devedor do CRI 10.

Estamos atuando junto à securitizadora e aos assessores legais contratados pelos patrimônios separados dos CRI 4 e 10 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.

Distribuições

Nos últimos doze meses, foram distribuídos rendimentos de R\$ 55,55 por cota emitida, o que resulta em um *Dividend Yield* de 12,62% ao ano, considerando-se o valor médio da cota patrimonial dos últimos 12 meses, de R\$ 440,35/cota. Considerando o valor médio da cota em bolsa, de R\$ 465,17, o *Dividend Yield*, pelo mesmo racional, montaria a 11,94% a.a..

Mês	jan/17	fev/17	mar/17	abr/17	mai/17	jun/17
Rendimentos (R\$/cota)	4,30	4,00	4,00	3,50	4,00	7,00
<i>Dividend Yield Anual*</i> (sobre cota patrimonial)	11,3%	10,7%	12,89%	11,69%	13,99%	26,30%
<i>Dividend Yield Anual*</i> (sobre cota em bolsa)	11,0%	10,5%	10,79%	9,77%	11,17%	19,18%

*anualizando-se o *Dividend Yield* do mês

Evolução da Cota	jan/17	fev/17	mar/17	abr/17	mai/17	jun/17
Cota no início do período	R\$466,85	R\$456,12	R\$448,14	R\$372,28	R\$359,28	R\$343,18
Rendimentos Incorridos - Competência	R\$5,33	R\$7,78	-R\$60,09	R\$2,26	-R\$0,34	-R\$5,03
Rendimentos Distribuídos	-R\$4,30	-R\$4,00	-R\$4,00	-R\$3,50	-R\$4,00	-R\$7,00
Amortização de Cotas	-R\$11,76	-R\$11,76	-R\$11,76	-R\$11,76	-R\$11,76	-R\$11,76
Cota no fim do período	R\$456,12	R\$448,14	R\$372,28	R\$359,28	R\$343,18	R\$319,39

Resumo Operacional

Mês	jan/17	fev/17	mar/17	abr/17	mai/17	jun/17
RBCBI I	2,17%	-3,19%	-2,20%	-3,37%	-0,03%	1,89%
IFIX	3,76%	4,86%	0,20%	0,15%	1,03%	0,88%
IFICRI - Rio Bravo	0,09%	4,00%	-1,37%	0,41%	-2,70%	0,39%
CDI	1,08%	0,86%	1,05%	0,79%	0,93%	0,81%
Patrimônio (R\$ MM)	24,22	23,80	19,77	19,08	18,22	16,96
Cota Patrimonial (R\$/cota)	456,12	448,14	372,28	359,28	343,18	319,39
Valor de Mercado (R\$ MM)	24,96	24,16	23,63	22,83	22,83	23,26
Cotação Bolsa (R\$/cota)	470,00	455,00	445,00	430,00	429,89	438,00
Cotação em Bolsa/Cota Patrimonial	103%	102%	120%	120%	125%	137%
Amortização (R\$/cota)	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76
Rendimentos (R\$/cota)	4,30	4,00	4,00	3,50	4,00	7,00
Pagamento Total ao Cotista	16,06	15,76	15,76	15,26	15,76	18,76