



R I O B R A V O

RF *Renda Fixa*

# RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I - FII

RELATÓRIO TRIMESTRAL | SETEMBRO 2017

## Comentários do Gestor

De acordo com a base de dados da ANBIMA, o volume de novas emissões de CRI's no terceiro trimestre de 2017 foi de R\$ 1,78 bilhão, contra R\$ 1,87 bilhão no trimestre anterior (contração de 5%). Em relação ao terceiro trimestre de 2016, ocorreu um aumento de 23,3% no volume de novas emissões.

De acordo com os dados publicados pela CETIP<sup>1</sup>, de janeiro a setembro/17), o volume de emissões de CRI atingiu R\$ 6,1 bilhões, 27% inferior ao do mesmo período do ano passado. Expurgadas as operações indexadas à TR, o quadro inverte-se, com o volume de emissões ex-TR crescendo 52%, de R\$ 4,0 bilhões no período jan-set/06 para R\$ 6,1 bilhões no período jan-set/17. Na base de dados da CETIP identificamos 138 emissões nos 9 meses de 2017, contra 85 no mesmo período do ano anterior. Entretanto, quando consideradas emissões vinculadas (séries sênior, mezanino e/ou junior de uma mesma operação, por exemplo) estimamos que as 138 emissões no acumulado do ano traduzem-se em 100 operações distintas de fato. Percebe-se ainda queda no ticket médio das emissões ex-TR, de R\$ 50,8 milhões para R\$ 44,2 milhões este ano. Foram 22 diferentes securitizadoras emitindo CRIs no ano.

### Mercado

Na bolsa, a cota do Rio Bravo Crédito Imobiliário I – FII, ajustada por rendimentos, registrou variação acumulada de 17,35% no terceiro trimestre de 2017 e variação acumulada de 38,92% nos nove meses do ano. Em se tratando de um fundo originalmente concebido para investidores qualificados<sup>2</sup>, suas cotas apresentam baixa liquidez, com poucas negociações no mercado secundário (132 negócios no 3º trimestre de 2017). O IFIX<sup>3</sup> valorizou-se em 7,09% e o IFICRI<sup>4</sup> apresentou rentabilidade positiva de 2,59% no trimestre, enquanto a variação do CDI foi de 2,25%. Já o IBOVESPA apresentou valorização de 18,12% no período, enquanto os títulos públicos atrelados ao IPCA, representados pelo IMA-B, apresentaram uma valorização de 7,30% no período.

---

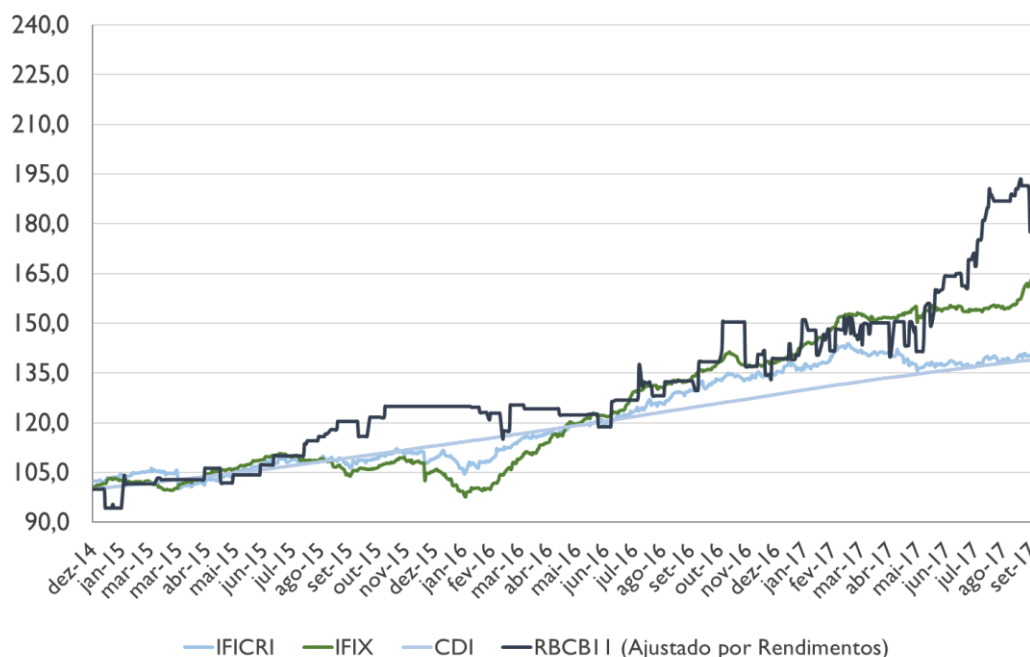
<sup>1</sup> Os dados consolidados por ANBIMA e CETIP variam em função de metodologias distintas. Nossas pesquisas na base CETIP consideram a data de emissão do CRI que, na maioria das vezes, difere da data de encerramento da oferta.

<sup>2</sup> Investidores que detinham, na época da emissão do fundo, ao menos R\$ 300 mil investidos em ativos financeiros.

<sup>3</sup> Índice de Fundos Imobiliários, calculado pela BM&F Bovespa.

<sup>4</sup> 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 Yield<sup>5</sup> anualizado do IFICRI<sup>6</sup> encerrou o trimestre em 15,17% a.a., resultado acima do verificado ao final de junho de 2017, de 7,42% a.a., por conta de dividendos extraordinários distribuídos por um fundo componente do índice, em agosto. O Dividend Yield do IFIX<sup>7</sup> encerrou o trimestre em questão em 6,88%, inferior ao valor observado ao final do segundo trimestre de 2017, de 8,13%.

<sup>5</sup> Gráfico de Dividend Yield calculado com base no último rendimento pago anualizado sobre a cotação diária dos fundos.

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> 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 fundo<sup>8</sup>. 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

<b>Fundo</b>	Rio Bravo Crédito Imobiliário I - FII	<b>Cotas Emitidas</b>	53.100
<b>Tipo</b>	Fundo de Investimento Imobiliário	<b>Valor Inicial da Cota</b>	R\$ 1.000,00
<b>Público Alvo</b>	Investidores Qualificados	<b>PL na Emissão</b>	R\$ 53,1 milhões
<b>Início</b>	04/08/2011	<b>Liquidez</b>	Negociação em Bolsa
<b>Prazo de Duração</b>	8 anos	<b>Código de Negociação</b>	RBCB11
<b>Vencimento</b>	04/08/2019	<b>Código ISIN</b>	BRRBCBCTF004
<b>Taxa de Administração</b>	1% a.a.	<b>Administrador</b>	Rio Bravo Investimentos DTVM Ltda
<b>Amortização</b>	85 parcelas mensais, iniciando-se 1 ano após a data de início do fundo	<b>Gestor</b>	Rio Bravo Investimentos Ltda. Av Chedid Jafet, 111 Bloco B 3º andar Vila Olímpia - SP CEP 04551-065 Tel: (11) 3509-6600
<b>Rendimentos</b>	Mensal, sem carência		
<b>Taxa de Performance</b>	Não há		

<sup>8</sup> E na medida em que o fundo permaneça enquadrado nos termos da Lei 9.779/99, que confere tal isenção.

## Carteira

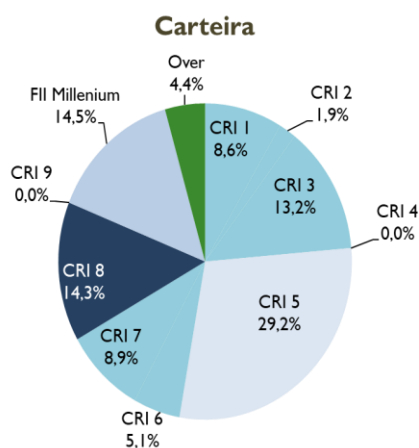
Ao final de setembro de 2017, a carteira do fundo encontrava-se com a seguinte alocação:

### RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I FII - SETEMBRO 2017

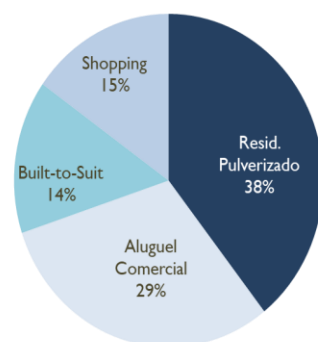
Ativo	Emissor	Emissão/Série	Lastro	Rating	Vencimento	Taxa	% Fundo
CRI 1	CIBRASEC	2ª/169ª	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 9,30%	8,6%
CRI 2	CIBRASEC	2ª/176ª	Resid. Pulverizado	-	mar-20	IGP-M + 9,30%	1,9%
CRI 3	BRAZILIAN SEC	1ª/282ª	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 10,50%	13,2%
CRI 4	CIBRASEC	2ª/188ª	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 11,00%	0,0%
CRI 5	APICE	1ª/6ª	Aluguel Comercial	"BBB-" Fitch	set-28	IPCA + 8,50%	29,2%
CRI 6	APICE	1ª/19ª	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 12,00%	5,1%
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%	14,3%
CRI 9	CIBRASEC	2ª/269ª	Resid. Pulverizado	-	dez-17	IGP-M + 16,00%	0,0%
<b>TOTAL CRIs</b>						Inflação + 10,06% a.a.*	81,1%
FII Millenium	-	-	Shopping	-	-	-	14,5%
<b>TOTAL FIIs</b>						-	14,5%
TESOURO	-	-	-	"AAA"	Liquidez em D0	77,5% Selic**	10,6%
Provisões	-	-	-	-	-	-	-6,1%
<b>TOTAL</b>							100,0%

\*Taxa média dos CRI's

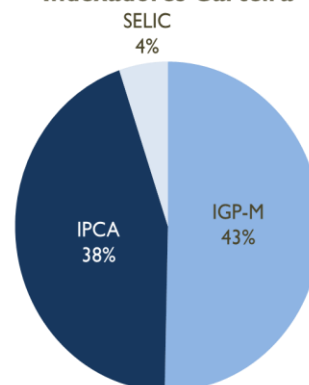
\*\*Considerando IR de 22,50%



### Lastro Carteira Imobiliária



### Indexadores Carteira



## Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI

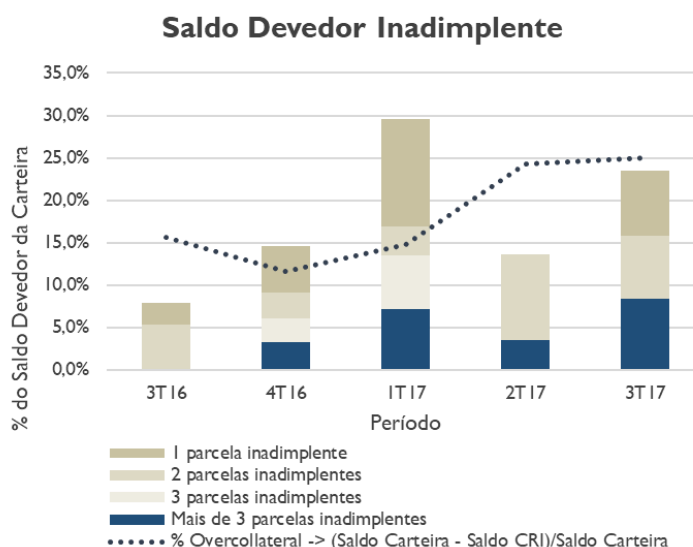
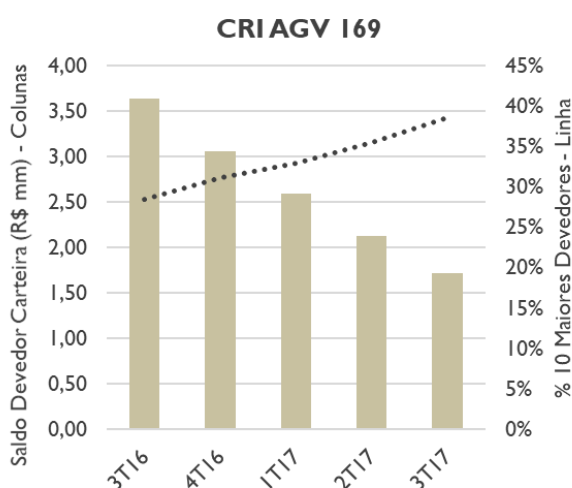
### CRI I - 169ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI AGV 169

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 3T17 a inadimplência da carteira de recebíveis que lastreia a operação atingiu 23,4% do saldo devedor total com aumento em relação ao final do trimestre anterior (13,6% do saldo devedor total). O aumento decorreu em função de dois fatores: (i) ingresso de 2 contratos em atraso (7,6% do saldo) na faixa de inadimplentes de até 30 dias (no trimestre anterior não haviam contratos em atraso nesta banda); e (ii) ingresso de 1 contrato novo na faixa de inadimplentes há mais de 90 dias (4,8% do saldo em relação ao trimestre anterior).

Ao final do terceiro trimestre o CRI apresentava dois contratos com três ou mais parcelas inadimplentes (vs. 1 (um) contrato ao final do 2T17). Até a publicação deste relatório, um desses dois contratos fora recomprado. Caso a situação do segundo contrato não seja regularizada pelo devedor, a AGV também deverá recomprá-lo. Ao final do trimestre em análise, os 10 maiores devedores representavam 39% da carteira total de créditos e o saldo devedor total da carteira representava 133% do saldo devedor do CRI (112% se desconsiderados os contratos inadimplentes em duas ou mais parcelas, ainda que um deles já tenha sido recomprado quando do fechamento desse relatório, como mencionado acima).



	Desde Emissão	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17
Contratos Ativos - Início Período	144	48	46	45	41	35
Antecipados no período	-1	0	0	0	0	0
Recomprados no período	-9	0	0	0	0	0
Vencidos do período	-101	-2	-1	-4	-6	-2
Contratos Ativos - Final do Período	33	46	45	41	35	33

## 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.

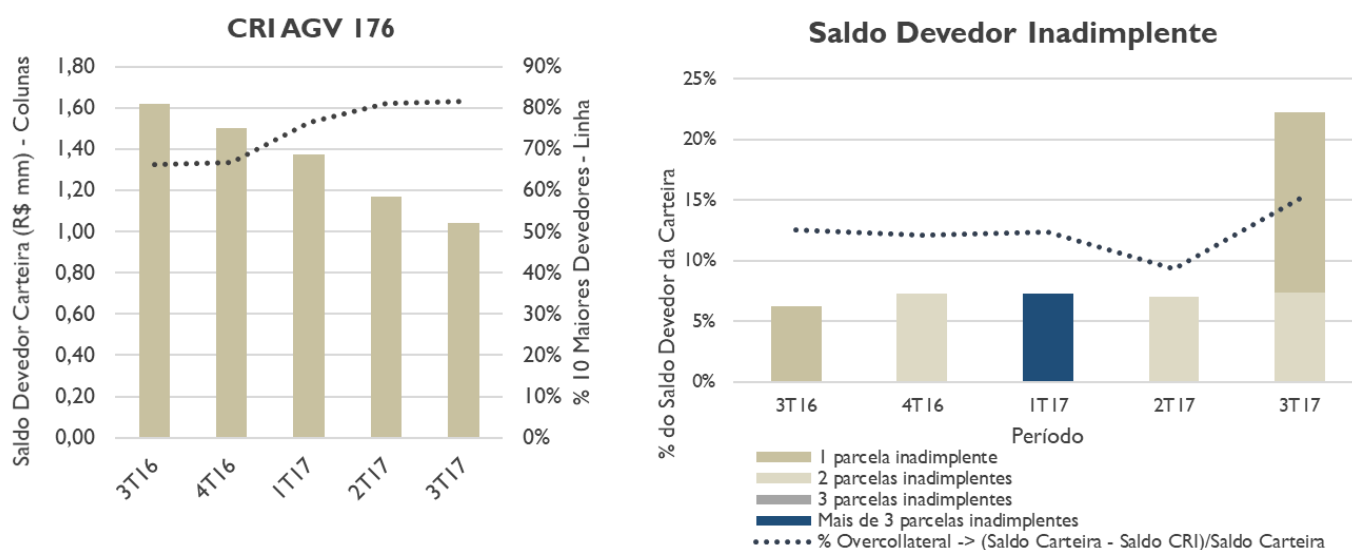
### Acompanhamento

Ao final do 3T17, a carteira do CRI AGV 176 apresentava três contratos inadimplentes, sendo dois com uma parcela em aberto e um com duas parcelas em aberto (ao final do 2T17 era apenas um contrato com duas parcelas em atraso), e cujo saldo devedor representa cerca de 22,3% do saldo devedor da carteira toda (15% com uma parcela em atraso e 7% com duas parcelas em atraso).

Apesar da baixa inadimplência, a alta concentração da carteira composta, ao final do período em análise, por 14 créditos, é um ponto de atenção, ainda que o CRI conte com coobrigação da cedente dos créditos. Ao final do 3T17, os dez maiores contratos representavam 81,5% da carteira total de créditos e o saldo



devedor total da carteira de recebíveis representava 118% do saldo devedor do CRI (109% se desconsiderados os contratos com duas ou mais parcelas inadimplentes).



	Desde Emissão	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17
Contratos Ativos - Início Período	63	19	16	16	16	15
Antecipados no período	-1	0	0	0	0	0
Recomprados no período	-1	0	0	0	0	0
Vencidos do período	-47	-3	0	0	-1	-1
Contratos Ativos - Final do Período	14	16	16	16	15	14

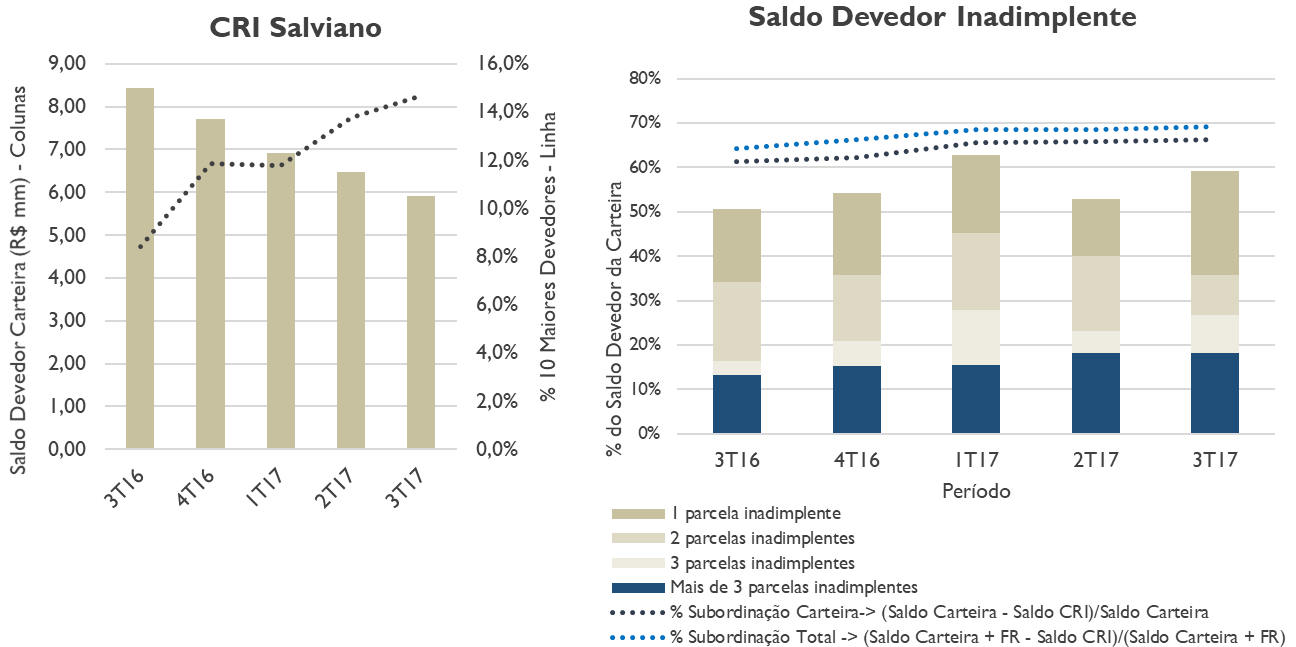
### CRI 3 - 282ª série/Iª Emissão da Brazilian Securities – CRI Loteamento Estrela

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 contava 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 3T17, havia 276 contratos ativos, sendo que os 10 maiores devedores representavam 14,7% do saldo devedor total da carteira. Do total dos contratos, 24 apresentavam duas parcelas em aberto (43 ao final do 2T17) e 59 contratos apresentavam três ou mais parcelas em aberto (57 ao final do 2T17). Apesar do elevado número absoluto de contratos com parcelas em aberto a mais de 30 dias, cerca de 59,2% 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 218% do saldo devedor do CRI (342% se considerada toda a carteira).



	Desde Emissão	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17
Contratos Ativos - Início Período	994	587	534	448	363	312
Antecipados no período	-326	-44	-12	-8	-6	-4
Recomprados no período	-19	0	-5	0	0	0
Vencidos do período	-373	-9	-69	-77	-45	-32
Contratos Ativos - Final do Período	276	534	448	363	312	276

## 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.



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 9, teve vencimento antecipado declarado em março/17 e encontra-se em execução, tendo sido a posição do fundo nestes CRIs integralmente provisionada desde então. O processo de execução judicial está em curso. Os mutuários do empreendimento organizaram-se sob a forma de associação e tem se mobilizado para a conclusão da obra. As estimativas são de que seriam necessários, na data desse relatório, entre R\$ 1,0 e R\$ 1,5 milhão para tal conclusão. A devedora contratou assessores para negociar acordo com os investidores da emissão, mas não há até o momento qualquer movimento concreto por parte da devedora na tentativa de solucionar a questão.

Estamos atuando junto à securitizadora e aos assessores legais contratados pelos patrimônios separados dos CRI 4 e 9 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 legais 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. O grupo Walmart fez investimentos relevantes no imóvel e pagou, até o momento, aluguel abaixo do valor de mercado como contrapartida a esses investimentos realizados. Ao final de 2017 o contrato de locação prevê ajuste na locação mensal, o que o trará o valor pago para mais próximo dos preços de mercado na região. Ao final do terceiro trimestre de 2017, o saldo do fundo de reserva do CRI era de R\$ 1,27 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.

No mês de junho, a Gestão reduziu a exposição ao CRI em questão, vendendo aproximadamente 3,40% da posição atual, resultando na posição de 29,20% do patrimônio líquido do final do período em análise.

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

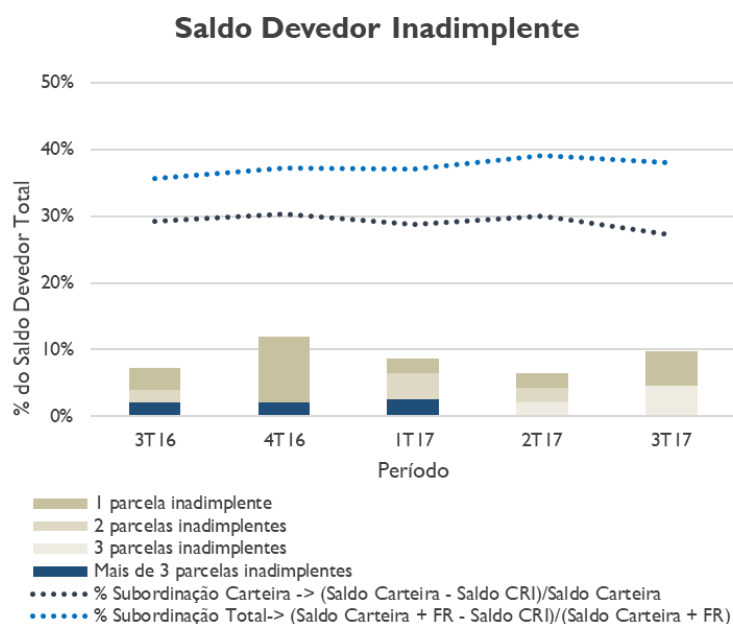
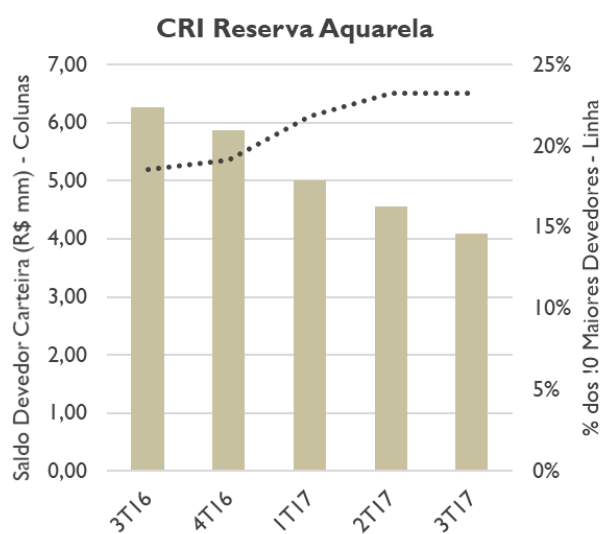
Operação de CRI lastreada em 136 contratos de compra e venda com alienação fiduciária decorrentes da comercialização dos lotes de loteamento fechado denominado Reserva Aquarela, localizado na cidade de São Carlos – SP, incorporado por SPE do grupo Viver Incorporadora e Construtora e construído pela Menin 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 3T17, havia 52 contratos ativos, sendo que os 10 maiores contratos representavam 23% do saldo devedor da carteira. Ao final do trimestre em análise, havia 4 contratos inadimplentes, sendo 2 contratos com apenas uma parcela em aberto e 2 contratos com três parcelas em aberto. O saldo devedor dos contratos inadimplentes em 2 ou mais parcelas representava cerca de 4,6% 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 duas ou mais parcelas).



	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17
Contratos Ativos - Início Período	65	65	65	57	54
Antecipados no período	0	0	-8	-3	-2
Recomprados no período	0	0	0	0	0
Vencidos do período	0	0	0	0	0
Contratos Ativos - Final do Período	65	65	57	54	52

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 tendo sido incluído como reforço de cessão 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 terceiro trimestre de 2017, o volume de vendas, líquido de distratos, dos seis empreendimentos cujos dividendos foram cedidos à operação foi 96% inferior ao projetado<sup>9</sup>. A grande redução decorre de 8 distratos ocorridos em dois projetos no período: 1 no Palazzi Residence e 7 no L'Essence. Segundo a Colmeia, os cancelamentos ocorreram uma vez que os clientes não conseguiram contratar uma linha de financiamento bancário para quitação do saldo devedor das unidades. 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 junho/18.

Em setembro de 2017, a projeção futura de dividendos esperados a serem gerados pelas 6 SPEs montava volume de R\$ 39,7 milhões, equivalente a 355% do saldo devedor do CRI na mesma data, de R\$ 11,2 milhões. Apesar da razão de garantia acima mencionada ser saudável, o fato é que a velocidade 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.

Durante os primeiros nove meses de 2017, a Construtora Colmeia reportou receita líquida de R\$ 101,9 milhões e EBIT de R\$ 24,7 milhões (24% de margem, números não auditados). O lucro líquido dos nove meses do ano foi de R\$ 6,1 milhões. A dívida líquida da companhia setembro/17 em R\$ 183,5 milhões,

---

<sup>9</sup> Já considerando o fluxo revisado, após AGE de fev/16.



versus 207,5 milhões ao final de 2016, dos quais R\$ 165,3 milhões (R\$ 179,4 milhões em dez/16) correspondem a financiamento à produção de imóveis (SFH). Expurgando este valor, a dívida corporativa líquida da companhia é de R\$ 18,2 milhões (redução de 35% em relação ao final de 2016). O covenant financeiro de dívida líquida (ex-SFH) sobre o patrimônio líquido (R\$ 84,9 milhões) ficou em de 0,23x (0,36x em dez/17), dentro do limite de 1,3x. A relação Dívida Líquida/EBITDA fechou setembro/17 em 0,73x (0,87x ao final de 2016).

### **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 m<sup>2</sup> 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 segundo trimestre de 2017, o índice de alavancagem ficou em 4,76x, superior ao valor reportado no primeiro trimestre de 2017 de 4,28x. Apesar do endividamento líquido da companhia ter ficado relativamente estável entre períodos (R\$ 137,1 milhões no 2T17 vs. R\$ 136,4 milhões no 1T17: variação de +0,56%), o indicador foi negativamente pressionado pela queda no EBITDA dos últimos 12 meses, com redução de -57,32% (R\$ 3,3 milhões no 2T17 vs. R\$ 7,7 milhões no 1T17). Até a finalização

deste relatório a companhia não tinha publicado demonstrações financeiras do 3T17, as quais serão comentadas no próximo relatório trimestral. No entanto, o *guidance* da companhia indica melhora no índice em função da aceleração das vendas do grupo neste período.

### **CRI 9 - 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 9 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 9 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 9 representava cerca de 13x o seu saldo devedor na emissão. A operação tinha prazo de 18 meses e taxa de remuneração de IGP-M+16% a.a..

A operação deveria contar também com garantias reais cujo valor de avaliação somados monta ao mesmo saldo do CRI. Entretanto, a Cameron não cumpriu com todas exigências cartoriais para a perfeita constituição dessas garantias. Após diversas notificações à devedora ultimando o cumprimento das obrigações, o CRI 9 foi declarado vencido na mesma data do vencimento antecipado do CRI 4.

Da mesma forma como descrito no CRI 4, o saldo do CRI 9 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 9.

Estamos atuando junto à securitizadora e aos assessores legais contratados pelos patrimônios separados dos CRI 4 e 9 de modo a tomar todas as medidas para a finalização das obras do empreendimento, a viabilização do pagamento, pelos mutuários, dos seus respectivos saldos devedores cedidos à operação, execução das garantias e demais ações cabíveis contra a devedora Cameron e seus responsáveis.

### **FII Millenium<sup>10</sup>**

---

<sup>10</sup> Identificado como CRI 9 - 7ª série/1ª Emissão da Ápice Securitizadora – Shopping Gravataí até o relatório trimestral de junho 2017.

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

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



Shopping Gravataí

O Shopping Gravataí encontra-se desde abril/17 administrado judicialmente por empresa terceirizada (ProOverseas), regime esse que deve perdurar até o final do primeiro trimestre de 2018. Já o Shopping Lajeado continuava, até o fechamento desse relatório, sob administração do MGrupo (grupo devedor do CRI Gravataí). Cabe frisar que apenas 30% desse shopping serviam de garantia para o CRI Gravataí. Os demais 70% garantem outra operação de CRI de emissão da RB Capital que ainda se encontra em processo de execução judicial. Medidas judiciais estão sendo adotadas para a remoção tempestiva do M Grupo da gestão do Shopping Lajeado.

A administradora do Fundo também administra o FII Millenium com o intuito de recuperar a operação dos shoppings e, futuramente, efetuar a venda dessas participações.

## Distribuições

Nos últimos doze meses, foram distribuídos rendimentos de R\$ 56,30 por cota emitida, o que resulta em um *Dividend Yield* de 12,25% ao ano, considerando-se o valor médio da cota em bolsa, de R\$ 459,67.

<sup>11</sup> Parte também foi integralizado em espécie.

Mês	Apr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Sep-17
<b>Rendimentos (R\$/cota)</b>	3,50	4,00	7,00	3,00	4,50	6,00
<i>Dividend Yield Anual*</i> (sobre cota patrimonial)	11,69%	13,99%	26,30%	11,51%	18,08%	25,28%
<i>Dividend Yield Anual*</i> (sobre cota em bolsa)	9,77%	11,17%	19,18%	7,66%	11,51%	15,65%

\*anualizando-se o *Dividend Yield* do mês

Evolução da Cota	Apr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Sep-17
<b>Cota no início do período</b>	R\$372,28	R\$359,28	R\$343,18	R\$319,39	R\$312,73	R\$298,73
<b>Rendimentos Incorridos - Competência</b>	R\$2,26	-R\$0,34	-R\$5,03	R\$8,10	R\$2,26	R\$3,81
<b>Rendimentos Distribuídos</b>	-R\$3,50	-R\$4,00	-R\$7,00	-R\$3,00	-R\$4,50	-R\$6,00
<b>Amortização de Cotas</b>	-R\$11,76	-R\$11,76	-R\$11,76	-R\$11,76	-R\$11,76	-R\$11,76
<b>Cota no fim do período</b>	R\$359,28	R\$343,18	R\$319,39	R\$312,73	R\$298,73	R\$284,78

## Resumo Operacional

Mês	Apr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Sep-17
<b>RBCB II</b>	-3,37%	-0,03%	1,89%	7,31%	-0,21%	-1,92%
<b>IFIX</b>	0,15%	1,03%	0,88%	-0,39%	0,87%	6,58%
<b>IFICRI - Rio Bravo</b>	0,41%	-2,70%	0,38%	1,53%	-0,72%	1,77%
<b>CDI</b>	0,79%	0,93%	0,81%	0,80%	0,80%	0,64%
<b>Patrimônio (R\$ MM)</b>	19,08	18,22	16,96	16,61	15,86	15,12
<b>Cota Patrimonial (R\$/cota)</b>	359,28	343,18	319,39	312,73	298,73	284,78
<b>Valor de Mercado (R\$ MM)</b>	22,83	22,83	23,26	24,96	24,90	24,43
<b>Cotação Bolsa (R\$/cota)</b>	430,00	429,89	438,00	470,00	469,00	459,99
<b>Cotação em Bolsa/Cota Patrimonial</b>	120%	125%	137%	150%	157%	162%
<b>Amortização (R\$/cota)</b>	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76
<b>Rendimentos (R\$/cota)</b>	3,50	4,00	7,00	3,00	4,50	6,00
<b>Pagamento Total ao Cotista</b>	15,26	15,76	18,76	14,76	16,26	17,76