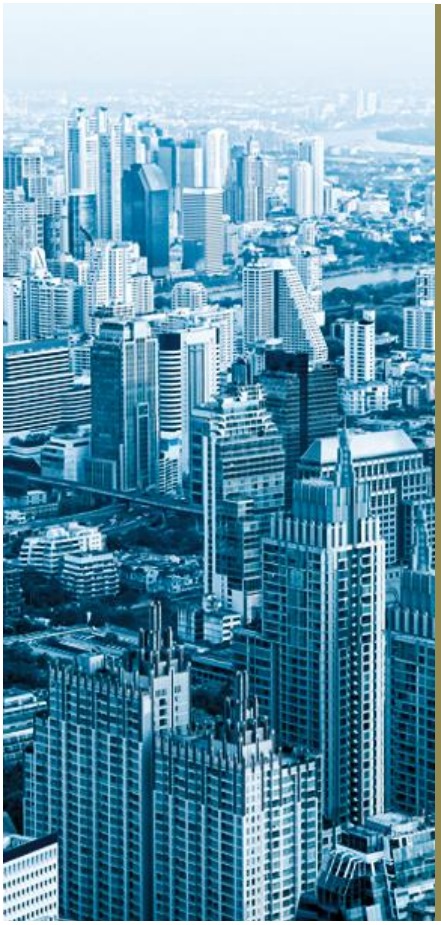
RIO BRAVO



relatório trimestral

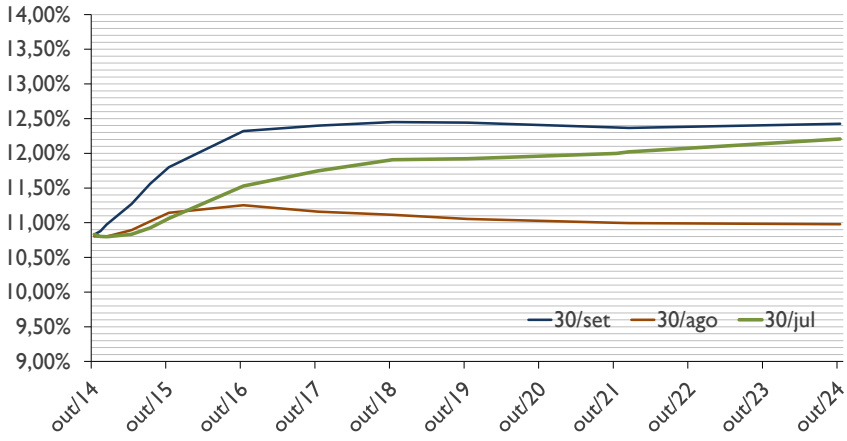
Rio Bravo Crédito Imobiliário II Fundo de Investimento Imobiliário – FII

Setembro 2014

Comentários do Gestor

O comportamento dos mercados no terceiro trimestre de 2014 foi de alta volatilidade devido ao principal evento do período: as eleições. A constante alternância nas perspectivas para o cenário político refletiu-se nas expectativas sobre a curva de juros ao longo do trimestre. Some-se a isso o consenso de que a inflação deve caminhar próximo ao teto da meta no curto prazo (6,5% a.a.), como reflete a pesquisa Focus, levantamento do BC junto aos agentes do mercado.

Estrutura a Termo de Taxa de Juros



Apesar dessas incertezas, os principais mercados apresentaram movimentos de alta durante o terceiro trimestre, incluindo o mercado acionário (IBOVESPA: +1,78%) e os títulos públicos atrelados ao índice de preços (IMA-B: +2,25%). No período, os fundos imobiliários apresentaram rentabilidade superior àquela verificada no primeiro semestre do ano. O IFIX[1] registrou alta de +2,45% no terceiro trimestre de 2014 (0,95% no primeiro semestre), enquanto o IFICRI[2] apresentou rentabilidade de -2,65% (9,94% no primeiro semestre). No acumulado do ano, até setembro de 2014, o Ibovespa apresentou variação de +5,06%, o IFIX variação de +3,42% e o IFICRI variação de +7,02%[3].

*FOCUS - RELATÓRIO DE MERCADO**

Data do Relatório	abr/14	mai/14	jun/14	jul/14	ago/14	set/14
PIB 2014	1,65%	1,50%	1,10%	0,90%	0,52%	0,29%
PIB 2015	2,00%	1,85%	1,50%	1,50%	1,10%	1,01%
IPCA 2014	6,50%	6,47%	6,46%	6,41%	6,27%	6,31%
IPCA 2015	6,00%	6,00%	6,10%	6,21%	6,29%	6,30%

Fonte: Banco Central (http://www.bcb.gov.br/?FOCUSRELMERC)

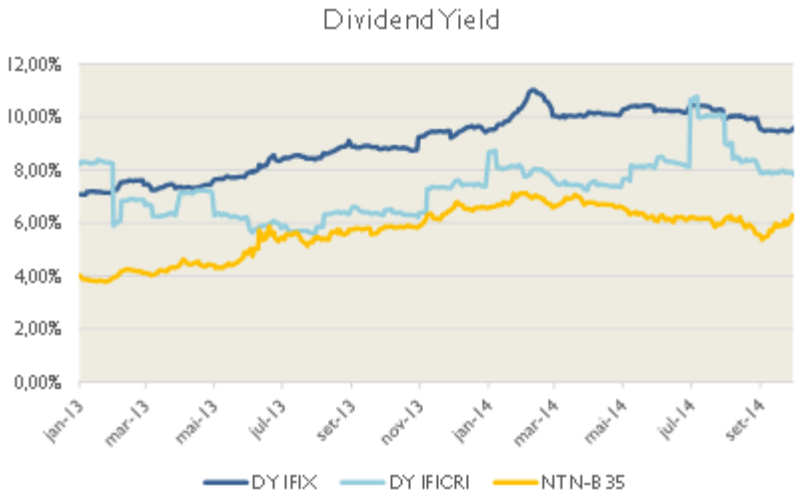
*Valores disponíveis no último relatório de cada mês

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

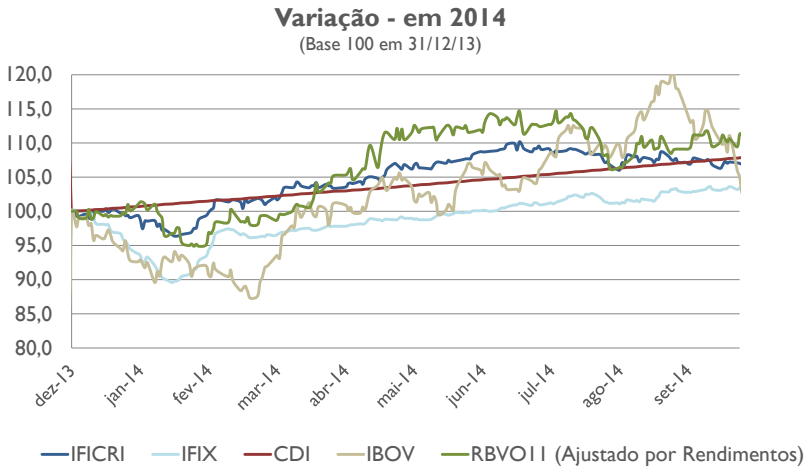
[2] Índice Rio Bravo de Fundos de CRI, calculado pela Rio Bravo Investimentos adotando regras semelhantes as utilizadas no cálculo do IFIX pela BM&F Bovespa.

A variação do IFICRI, assim como do IFIX e do Ibovespa, considera os pagamentos realizados aos cotistas no período, seja de amortização ou de rendimentos.

O Dividend Yield anualizado do IFICRI[4] encerrou o terceiro trimestre em 7,91% a.a., acima do verificado ao final de 2013, de 7,55% a.a.. O Dividend Yield do IFIX[5] encerrou o terceiro trimestre em 9,53%, acima do verificado ao final de 2013, de 9,43%. A seguir, apresentamos a evolução do Dividend Yield[6] do IFICRI e do IFIX, bem como da taxa da NTN-B com vencimento em 2035, desde o início de 2013.



O Rio Bravo Crédito Imobiliário II – FII distribuiu rendimentos de R$ 0,55/cota referentes ao mês de setembro. Nos últimos doze meses, foram distribuídos rendimentos de R$ 11,25/cota, que representam yield de 11,02%, calculado sobre o valor da cota em bolsa ao final de setembro/14 (R$ 102,10). Na bolsa, a cota do Rio Bravo Crédito Imobiliário II – FII apresentou desvalorização de 3,68% no terceiro trimestre e de 2,10% no ano como um todo. A redução nominal recente do rendimento do fundo no mês a mês não decorre da menor rentabilidade real da sua carteira de ativos, mas sim do impacto de determinados índices de inflação ao longo dos últimos meses, e do ajuste da distribuição dos rendimentos aos esclarecimentos realizados pela CVM em relação à forma de cálculo de distribuição desde meados do ano.



Fonte: Economatica/Rio Bravo

[4]Dividend Yield calculado com base nos rendimentos pagos nos últimos 12 meses e valor da cota em bolsa de cada fundo no fim 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.
[6]Gráfico de Dividend Yield calculado com base no ultimo rendimento pago anualizado sobre a cotação diária dos fundos.

Rio Bravo Crédito Imobiliário II Fundo de Investimento Imobiliário – FII

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

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

Características

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

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

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

Carteira

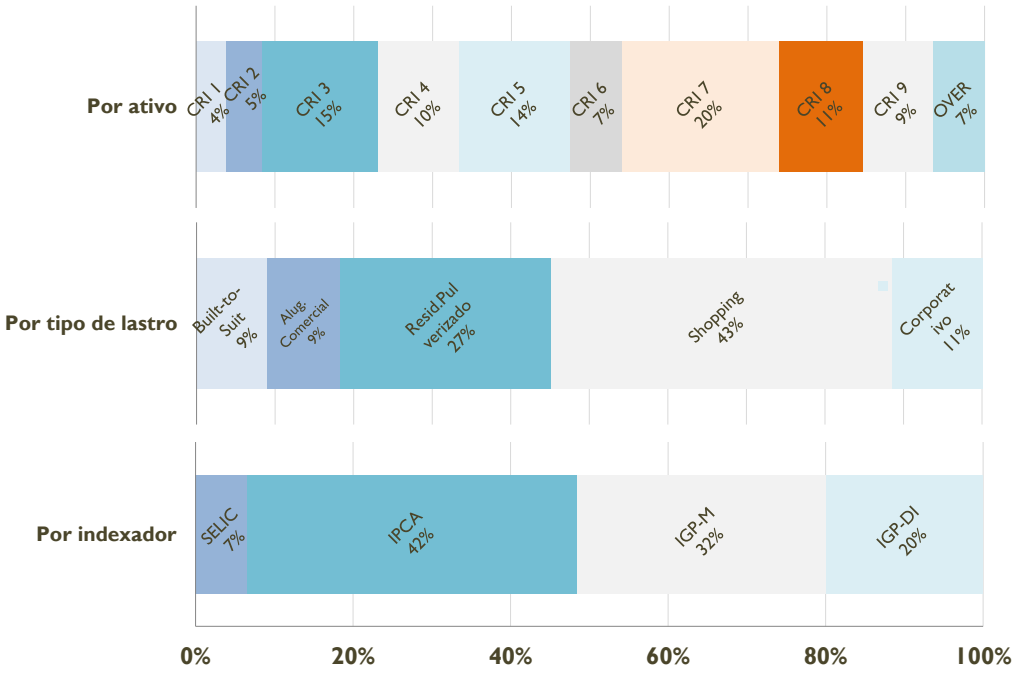
Ao final de setembro de 2014, a carteira do fundo encontrava-se com a seguinte alocação:

CARTEIRA - SETEMBRO/14
RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO II - FII

Ativo	Emissor	Emissão/Série	Lastro	Rating	Vencimento	Taxa	% Fundo
CRI 1	GAIA	4ª/40ª	Built-to-Suit	"A" Fitch	out/22	IPCA + 6,30% a.a.	3,8%
CRI 2	BRASIL PLURAL	1ª/4ª	Built-to-Suit	"AA-" Fitch	set/28	IPCA + 6,30% a.a.	4,6%
CRI 3	CIBRASEC	2ª/188ª	Resid.Pulverizado	-	fev/20	IGP-M + 11,00% a.a.	14,8%
CRI 4	CIBRASEC	2ª/192ª	Resid.Pulverizado	-	out/23	IGP-M + 6,50% a.a.	10,3%
CRI 5	RB CAPITAL	1ª/96ª	Shopping	"A" Fitch	mai/23	IPCA + 6,00% a.a.	14,0%
CRI 6	HABITASEC	1ª/32ª	Shopping	"AA" LF	jun/23	IGP-M + 7,50%	6,6%
CRI 7	APICE	1ª/7ª	Shopping	"A" Liberum	jul/25	IGP-DI + 9,00%	19,9%
CRI 8	BRAZILIAN SEC	1ª/320ª	Corporativo	"BBB" Fitch	ago/17	IPCA + 8,38%	10,7%
CRI 9	APICE	1ª/6ª	Alug. Comercial	"BBB-" Fitch	set/28	IPCA + 8,50%	8,8%
OVER	TESOURO	-	-	"AAA"	Liquidez em D0	77,50% SELIC*	6,6%
TOTAL						Inflação + 8,11% a.a.**	100,0%

*considerando IR de 22,50%

** taxa média ponderada dos CRI's



Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI

CRI1 - 40ª série/4ª Emissão da Gaia Securitizadora – Built-to-Suit Mapfre/Aliança

Imóvel

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

O primeiro imóvel, reformado, foi entregue em maio de 2012 e o segundo, construído, foi entregue em outubro do mesmo ano. Desde então, o pagamento dos aluguéis vem sendo feito regularmente. Ao final de setembro, o saldo do fundo de reserva era de R$ 864 mil, valor o suficiente para arcar com três parcelas do CRI, conforme previsto nos contratos da operação. Os seguros patrimonial e de fiança locatícia estão devidamente contratados.

CRI 2 - 4ª série/1ª 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 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. Além disso,

o imóvel tem importância para a operação logística das Lojas Americanas, dado que este é a base de toda distribuição da 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 vem realizando os pagamentos do aluguel normalmente.

Imóvel pronto

No que tange ao risco de crédito da locatária, o rating da Lojas Americanas foi mantido em relatório divulgado em junho/14 pela Fitch Ratings, em "AA-", com perspectiva estável. A Lojas Americanas tem conseguido manter suas margens consistentemente estáveis e o nível de alavancagem moderado desde 2010 (Dívida Líquida/EBITDA = 1,3 ao final do terceiro trimestre de 2014), quando iniciou um plano agressivo de expansão. Ao final do setembro de 2014, a LAME apresentava um nível adequado de liquidez e cobertura de juros ([Ativo Circulante – Estoque]/Passivo Circulante= 1,23x e EBITDA/Despesas Financeiras = 1,20x), respectivamente.

Embora esses CRIs tenham sido originalmente adquiridos pelo fundo na taxa de emissão (Inflação + 6,30% a.a.), os mesmos encontram-se marcados em sua carteira pelo valor de mercado, na taxa de 6,20% ao final de setembro/14. No último trimestre foram identificadas quatro transações em dois dias de negociação do papel no mercado secundário a taxas médias de 7,05% a.a. (12/08/2014) e 7,32% a.a. (08/09/2014).

CRI 3 - 188ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI Cameron

Operação de securitização cujo lastro original são promessas de compra e venda de quatro empreendimentos residenciais localizados em Fortaleza – CE e incorporados e construídos pela Cameron Construtora. Além das promessas, forma 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

A operação conta 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 sejam entregues e tenham a individualização das unidades averbada, será constituída a alienação fiduciária de todos os imóveis a que se referem os créditos. O CRI tem prazo 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% e, após assembleia de detentores do CRI, foi aprovada, entre outras matérias, a inclusão de novos recebíveis em cessão fiduciária em garantia ao pagamento da CCB, de forma a reforçar a estrutura da operação, além de a taxa do papel ter sido elevada para IGP-M + 11% a.a..

Os principais riscos a serem endereçados são a evolução e formalização das obras dos empreendimentos, a inadimplência dos mutuários compradores dos imóveis e a eficácia da Cameron no exercício da coobrigação, caso seja necessário.

Dos quatro empreendimentos (Felicitá, Iluminato, Reale e Vintage Meirelles), três já tiveram suas obras concluídas, dois dos quais (Meireles e Iluminato) tiveram o processo de Habite-se e averbação de obras concluídos no trimestre em análise. O edifício Reale já teve Habite-se expedido e encontra-se em processo de averbação das obras na matrícula do terreno no Registro Geral de Imóveis.

Já a obra do Felicitá, encontra-se atrasada 5,88% em relação ao cronograma (86,81% realizado contra 92,69% previsto, de acordo com o relatório elaborado em setembro de 2014 pela Dexter Engenharia (empresa responsável pelo acompanhamento do cronograma de obras do empreendimento). Este atraso é consequência, entre outros fatores, dos diversos feriados devido ao jogos da Copa do Mundo, do período de greve dos operários da construção civil na

Felicitá – Setembro/14

região, além do atraso no fornecimento de estruturas chave. Tendo tal atraso excedido 5% do previsto, a estrutura da operação prevê a retenção dos recursos da obra (que estão com a securitizadora, sendo liberados mensalmente, em função da evolução medida pela Dexter) e a convocação de assembleia para que os investidores possam rever e aprovar novo cronograma. Essa assembleia ocorrerá em algumas semanas.

A inadimplência apresentou elevação em relação ao segundo trimestre de 2014. O número de contratos com parcelas em aberto registrou aumento de 33,3% em relação ao trimestre anterior. Ao final de setembro de 2014, dos 87 contratos vigentes, 64 apresentavam parcelas em aberto, sendo que deste total, 48 referiam-se a contratos com inadimplência acima de 90 dias. O saldo devedor total destes últimos contratos monta a 32,4% do saldo devedor total da operação (vs subordinação de 17%).

Inadimplência Setembro/2014	Nº de Parcelas em Aberto	Valor em Aberto	Nº de contratos em Aberto	Saldo Devedor Total dos Contratos em Aberto	S. Devedor em Aberto/ Saldo Devedor Total do CRI
Total	**449**	**R$ 3.755.668,86**	**64**	**R$ 11.120.966,26**	**40,7%**
Até 30 dias	12	R$ 20.434,93	4	R$ 877.471,17	3,2%
De 31- 60 dias	12	R$ 27.339,15	3	R$ 329.871,56	1,2%
De 61 - 90 dias	12	R$ 324.104,29	9	R$ 1.058.786,55	3,9%
Acima de 90 dias	413	R$ 3.383.790,49	48	R$ 8.854.836,98	32,4%
Cobrança extra-judicial					-

Como já vinha acontecendo anteriormente, apesar de estar em um patamar elevado, a inadimplência da carteira de recebíveis decorre, em grande medida, do atraso na entrega e averbação das obras dos imóveis já performados e da subsequente individualização das matrículas das unidades imobiliárias. Essa situação tem levado muitos mutuários a não pagarem as parcelas de entrega e pós-chaves (com incidência dos juros + 12% a.a., enquanto as parcelas pré-chaves tinham incidência apenas do INCC) até o efetivo recebimento do registro cartorial de seus imóveis. Além disso, clientes que pretendem se financiar junto a bancos também dependem da formalização dessas obras para liberação de seus financiamentos e quitação de seus contratos. Espera-se que haja a regularização dos pagamentos represados, tão logo resolvida a questão de averbação e individualização das matrículas das unidades residenciais. Sublinhe-se que os empreendimentos Vintage Meirelles e Iluminato tiveram esta questão resolvida ao longo do trimestre em análise. Já no início de outubro, foi possível observar evolução na quitação de contratos por parte de mutuários desses dois empreendimentos.

A inadimplência tem sido coberta pela coobrigação da cedente dos créditos e pelo Fundo de Reserva até o momento. É fato que essa situação está onerando a cedente dos créditos, dado o montante mensal de coobrigação, situação que não deve melhorar no curto prazo em função do atraso das obras do Felicitá e

a não liberação do Fundo de obras. Entretanto, a regularização do fluxo dos créditos do Meireles e Iluminato, bem como dos créditos cedidos fiduciariamente, deverá compensar eventuais furos decorrentes desse atraso. Estamos atuando diretamente junto à cedente e à securitizadora de modo a acompanhar o desempenho da operação, em especial no tocante aos processo de averbação do Reale, trâmites burocráticos para registro das garantias reais das unidades desmembradas e regularização do cronograma de obras do Felicitá, de forma a possibilitar a pronta conclusão da obra do último imóvel que compõe a operação.

Dos 102 contratos que originalmente lastreavam essa operação, ao final de setembro de 2014, cinco haviam sido quitados antecipadamente pelos clientes, seis haviam vencido e quatro foram recomprados pela Cedente, restando àquela data, 87 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os dez maiores contratos, em termos de saldo devedor, concentram 9,30% do saldo devedor total da operação.

CRI 4 - 192ª série/2ª Emissão da Cibrasec – Pulverizado Residencial

Operação de securitização de contratos de compra e venda com pacto de alienação fiduciária provenientes da comercialização de diversos empreendimentos residenciais (87% do lastro inicial) e comerciais (13% do lastro inicial) incorporados por nove diferentes empresas e localizados nos munícipios de São Paulo, Santos, Guarulhos, São Caetano do Sul e Rio de Janeiro. A cessão dos contratos foi realizada em caráter definitivo ("True Sale", ou sem coobrigação dos cedentes dos créditos). A operação conta com a alienação fiduciária de todos os imóveis aos quais se referem os contratos lastro da operação e subordinação de 10%.

Todos os contratos foram originados entre 2005 e 2012, apresentando bom índice de adimplemento e baixa relação *Loan To Value* no momento da emissão dos CRI (próxima de 50%). O CRI foi emitido em março de 2013 e vencerá em outubro de 2023. A taxa de remuneração é de IGP-M + 6,50% a.a.. A emissão foi realizada pela Cibrasec e montou ao volume total de aproximadamente R$ 18 milhões em série sênior.

O principal risco do CRI é a inadimplência por parte dos mutuários compradores dos imóveis, cujos contratos foram cedidos à operação. Ao final de setembro/14, havia 2 contratos com parcelas em aberto (4

Inadimplência Setembro/2014	Nº de Parcelas em Aberto	Valor em Aberto	Nº de contratos em Aberto	Saldo Devedor Total dos Contratos em Aberto	S. Devedor em Aberto/ Saldo Devedor Total do CRI
Total	**19**	**R$ 14.016,18**	**2**	**R$ 474.921,86**	**5,2%**
Até 30 dias	-	-	-	-	-
De 31- 60 dias	2	R$ 12.356,33	1	R$ 393.101,65	4,3%
De 61 - 90 dias	-	-	-	-	-
Acima de 90 dias	17	R$ 1.659,85	1	R$ 81.820,21	0,9%
Cobrança extra-judicial	-	-	-	-	-

ao final de junho/14), sendo que um deles apresentava duas parcelas em aberto (nenhum ao final de junho/14) e outro contrato apresentava três ou mais parcelas em aberto (3 ao final de junho/14). O saldo devedor somado dos contratos com inadimplência acima de 30 dias montava a 5,2% do saldo devedor total da carteira (6,3% ao final de junho), valor inferior à subordinação de 10%. Caso o contrato com inadimplência superior a 90 dias não seja em breve regularizado pelo mutuário, deverá ser executada a alienação fiduciária desse imóvel.

Dos 121 contratos que originalmente lastreavam essa operação, ao final de setembro de 2014, 15 haviam sido quitados antecipadamente pelos clientes, 30 haviam vencido, restando àquela data, 76 contratos vigentes.

Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos, em termos de saldo devedor, concentram 35,48% do saldo devedor total da operação.

CRI 5 - 96ª série/1ª Emissão da RB Capital Securitizadora – Shopping Cidade Norte

Operação de CRI cujo lastro é um contrato de financiamento imobiliário firmado entre a Domus Companhia Hipotecária e Cidade Norte Participações SPE, SPE detentora de 100% do Shopping Cidade Norte, localizado em São José do Rio Preto – SP. A operação conta com as seguintes garantias ao seu pagamento:

(i) cessão fiduciária de 100% dos recebíveis provenientes do aluguel das lojas do shopping; (ii) alienação fiduciária do shopping (Loan To Value de 9% na data de emissão e com base no valor de avaliação do shopping); (iii) alienação fiduciária de 100% das cotas da cedente[8], e; (iv) fiança solidária da controladora da cedente.

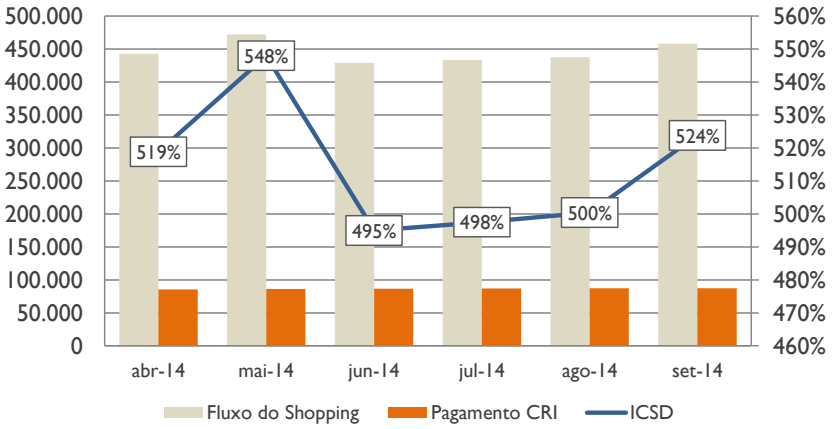
O CRI foi emitido pela RB Capital Securitizadora em maio de 2013 e tem vencimento programado para maio de 2023. A taxa de remuneração é de IGP-M + 6,00% e a operação conta com rating "A" pela Fitch Ratings. O volume total de emissão foi cerca de R$ 7,4 milhões.

[8] Há também trava de endividamento da cedente.

Atualmente, pelo fato do shopping já ter sido entregue (em outubro de 2012), não há risco de obras. Por conta disso, o maior risco da operação é a redução da receita gerada pelo shopping vis-à-vis o fluxo mensal dos CRIs. O fluxo gerado pelo shopping tem sido consistentemente superior ao necessário para cumprir com as obrigações mensais do CRI (gráfico). Durante o terceiro trimestre de 2014, o fluxo gerado pelo shopping foi, em média, equivalente a 507% do fluxo do CRI, o que garante com folga as obrigações da emissão. Ao final de setembro/14, a vacância e a inadimplência do shopping eram, respectivamente, 0,8% (2,5% ao final de junho/14) e 2,5% (3,2% ao final de junho/14).

Embora esses CRIs tenham sido originalmente adquiridos pelo fundo na taxa de emissão, os mesmos encontram-se marcados em sua carteira pelo valor de mercado, na taxa de 6,00% ao final de setembro/14. No trimestre, não houve transações, registradas pela Cetip, com o papel no mercado secundário.

Índice Cobertuda de Serviço da Dívida
Shopping Cidade Norte



Fonte: RB Capital/Rio Bravo

CRI 6 - 32ª série/1ª Emissão da Habitasec – Shopping Jaraguá do Sul

Operação de CRI cujo lastro é debênture imobiliária emitida pela Breithaupt Construções S.A., detentora de 100% do Shopping Jaraguá do Sul, localizado na cidade de mesmo nome, no Estado do Rio Grande do Sul. A operação teve como objetivo captar recursos para financiar o término da expansão do shopping, bem como financiar a construção do Jaraguá do Sul Trade Center, torre de salas comerciais a ser construída em terreno anexo ao shopping. A estrutura de garantias da operação conta com cessão fiduciária do aluguel das lojas atuais e futuras do shopping e da venda futura das salas comerciais da torre comercial a ser construída, alienação fiduciária dos imóveis (LTV de 98% na partida e esperado de 46% após a entrega das obras), fundo de liquidez no valor de R$ 8 milhões (que será reduzido a R$ 5 milhões após a conclusão da obra), retenção de 100% dos recursos a incorrer nas obras, com liberação destes recursos de acordo com o cronograma físico-financeiro da obra, alienação fiduciária de 100% das ações da SPE detentora do shopping e coobrigação do Grupo Breithaupt e de seus sócios. A emissão foi realizada

pela Habitasec em julho de 2013, apresenta taxa de remuneração de IGP-M+ 7,50% e prazo total de 120 meses (duration de 62 meses).

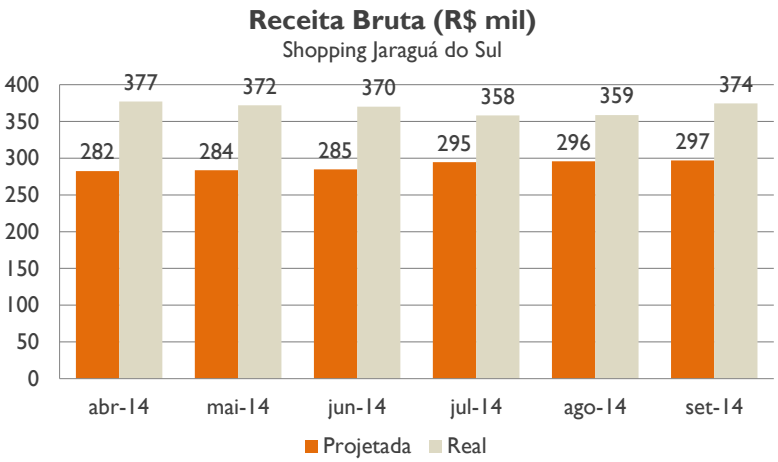
Os maiores riscos dessa operação decorrem de um possível atraso na entrega das obras da expansão do shopping e construção das salas comerciais e, subsequentemente, da vacância dos espaços após a entrega do empreendimento, prevista para outubro de 2014. Segundo relatório de medição de obras realizado em setembro de 2014, a obra de expansão encontra-se 90,2% concluída, frente a uma previsão de 99,3% no cronograma original (atraso de 9,1% em relação ao cronograma original).

Shopping Jaraguá do Sul – Foto antes da expansão

Obras em Setembro/14

Projeto Shopping

Tal atraso foi em grande parte causado por demora na entrega, no início do ano, da estrutura pré-moldada do edifício. O atraso em relação ao cronograma atingiu pico de 20% em dezembro de 2013, conforme já comentado em edição anterior deste relatório, e veio reduzindo ao longo dos primeiros nove meses de 2014. Apesar da recuperação, o cronograma da obra de expansão do shopping teve que sofrer alteração. O novo prazo de entrega está previsto para março de 2015 (postergado em 5 meses). A inauguração da expansão do shopping, em março/15, pretende anteceder-se a duas datas importantes para o comércio: Páscoa; e Dia das Mães.



O fluxo de pagamento do CRI não é afetado pela alteração no cronograma (e perda do Natal), pois a receita projetada para o empreendimento considera o início da receita adicional, com a expansão, somente a partir de julho de 2015.

A geração de receita do shopping tem se mantido consistentemente acima do projetado quando da emissão dos CRI, garantindo assim o desempenho da operação de securitização.

No que tange à vacância das lojas da expansão, até outubro de 2014 já haviam sido assinados ou estavam em fase final de negociação contratos referentes a 60% do ABL a ser expandido. De acordo com a companhia, possíveis locatários demonstraram interesse em uma área equivalente a 140% do ABL a ser expandido. As discussões comerciais e assinatura de contratos deverão evoluir nos próximos meses.

	out/14	fev/14	out/13
Contatos avançados - Área (m^2)			
Assinadas	53%	29%	-
Em fase final de Negociação	7%	9%	23%
Marcas/Franquias Já Aprovadas	28%	28%	28%
Negociações em Andamento	45%	20%	13%
Aguardando definição do projeto	7%	13%	12%
Total	**140%**	**99%**	**76%**

Ao final de setembro de 2014, o saldo do fundo de obras montava a R$ 10,8 milhões, frente a valor a incorrer em custo de obras de R$ 6,5 milhões. Os pagamentos do CRI desde sua emissão – honrados pelo fluxo gerado pela locação das lojas atuais do shopping e pelo fundo de liquidez (atualmente em R$ 6,6 milhões) – vêm sendo cumpridos normalmente.

CRI 7 - 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 do empreendimento, que se caracteriza como um novo empreendimento com previsão de ser inaugurado em outubro de 2013. A operação conta com prazo 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.

Shopping Gravataí

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, 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 foi expedido em novembro de 2013 - com um mês de atraso em relação ao inicialmente previsto - e sua inauguração aconteceu naquele mesmo mês. Portanto, não há mais risco de obras na operação, tendo o fundo de performance sido liberado ao cedente dos créditos do CRI.

O maior risco atual da operação é a capacidade de geração de receita do Shopping Gravataí, e em segundo plano, a capacidade de geração de receita do Shopping Lajeado, cuja receita foi parcialmente (30%) cedida fiduciariamente a esta operação - lembrando que esta cessão é ainda subordinada a outro CRI, de emissão da RB Capital.

Desde sua inauguração, o Shopping Gravataí vinha apresentado níveis de inadimplência e vacância acima do esperado e que se mantiveram no terceiro trimestre (inadimplência de 8,1% e vacância de 4,20% da ABL em setembro/2014, contra respectivamente, 8,5% e 6,8% em junho/14). No Shopping Lajeado a inadimplência foi de 8,76% e a vacância de 4,23% da ABL em setembro/2014 (5,22% e 11,5% respectivamente em junho/14). Ainda assim, o fluxo dos dois empreendimentos somados foram suficientes para cumprir com as obrigações do CRI no trimestre. O saldo do fundo de reserva ao final de setembro era de R$ 3,7 MM, suficiente para cobrir os três próximos pagamentos do CRI, conforme previsto na documentação da operação.

Fluxo - CRI Shop. Gravataí (R$)	Julho	Agosto	Setembro
Receita Líq. Shop. Gravataí	1.076.806	1.134.836	1.088.700
Receita Líq. Shop. Lajeado	305.140	366.228	331.823
Receita Líquida Total (i)	1.381.946	1.501.064	1.420.523
Pagamento do CRI (ii)	- 1.231.129	- 1.224.823	- 1.225.573
(i) + (ii)			
Se > 0 : liberação ao M. Grupo	**150.817**	**276.242**	**194.950**
Se < 0: coobrigação do M. Grupo			

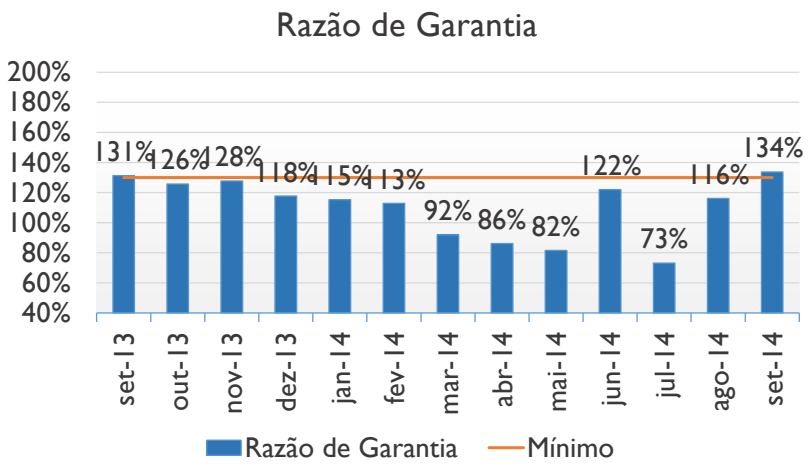
CRI 8 - 320ª série/1ª Emissão da Brazilian Securities – Alphaville

Emissão de CRI que tem como lastro CCB originada pela Companhia Hipotecária Brasileira – CHB e emitida pela Alphaville Urbanismo S.A.. Os CRI, cujo volume nominal de emissão é de R$ 50 milhões, terá prazo de 48 meses (duration de 35 meses) e remuneração de IPCA + 8,38%a.a.. O pagamento de rendimentos será semestral sem carência e a amortização será realizada em quatro parcelas semestrais

iguais a partir do 30° mês. A operação conta com as seguintes garantias: (i) cessão fiduciária de recebíveis da Alphaville em montante equivalente a 130% do saldo devedor da operação ("Razão de Garantia"), (ii) regime fiduciário e patrimônio separado, (iii) fundo de despesas inicial de R$ 500 mil e (iv) fundo de reserva no valor inicial de R$ 1,5 milhão. A operação saiu com rating "BBB" pela Fitch e foi lançada em agosto de 2013. Adquirimos cerca de R$ 6 milhões na emissão primária.

O risco de crédito do CRI está diretamente ligado à capacidade da Alphaville cumprir com as obrigações da CCB, lastro da emissão. Por isso, a análise da qualidade creditícia da companhia se torna imprescindível para entender o risco de crédito da operação. A companhia atua exclusivamente no setor de loteamentos de alto padrão e tem mantido historicamente margens elevadas e estáveis, assim como indicadores de crédito conservadores. A Alphaville apresentou margem EBITDA próxima a 30% no período compreendido entre 2010 e 2013, sendo que o índice de alavancagem Dívida Líquida/EBITDA tem se mantido inferior a 1,0x, sendo que encerrou 2013 em 0,9x. Em 24 de março de 2014 o rating da operação foi elevado de "BBB" para "A-", refletindo a recente venda da Alphaville ao fundo de private equity controlado pela Blackstone Real State Advisors LP e Pátria Investimentos, e as implicações positivas para o perfil de crédito da companhia analisada de forma isolada do antigo controlador, a Gafisa S.A. No final do primeiro semestre de 2014, a companhia apresentava índice de alavancagem (dívida líquida/ EBITDA) de 2,27x.

Quanto ao volume de recebíveis cedidos fiduciariamente à operação, este vem se reduzindo desde o início da operação, chegando a um valor de apenas 82% do saldo devedor do CRI ao final de maio de 2014 - quando o mínimo, verificado mensalmente, deve ser de 130%. Em contato com a securitizadora, fomos informados que nível de garantia tem sido acompanhado, mas que houve dificuldade na operacionalização da recomposição do saldo em cessão por motivos de burocracia na formalização da cessão fiduciária e por morosidade por parte da Alphaville na apresentação de novos créditos, por conta, principalmente, da separação da companhia da Gafisa S.A.. Ao longo dos meses subsequentes, a partir monitoramento assíduo deste

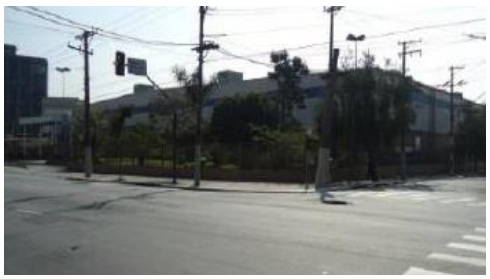


processo, a razão de garantia foi recuperada à medida que a formalização da cessão de novos créditos se concretizava. O nível de garantia ao final de setembro de 2014 estava em 133,7%, significativamente maior do que a média dos últimos meses. Acompanharemos este item mensalmente e reportaremos sua evolução nos próximos relatórios.

Embora esses CRIs tenham sido originalmente adquiridos pelo fundo na taxa de emissão (Inflação + 8,38% a.a.), os mesmos encontram-se marcados em sua carteira pelo valor de mercado, na taxa de 8,41% ao final de setembro/14. No semestre foram identificadas seis transações, em dois dias, com o papel no mercado secundário à taxas médias de 6,81% (01/09/2014) e 6,85% (09/09/2014).

CRI 9 - 6ª série/1ª Emissão da Ápice Securitizadora – Mikar/Walmart

Operação de securitização cujo lastro é contrato típico de locação firmado entre Mikar Locações e Walmart Brasil, de imóvel localizado no bairro da Barra Funda, na cidade de São Paulo. O CRI foi emitido pela Ápice Securitizadora em outubro de 2013 sob o volume total de R$ 22 milhões, prazo de 15 anos (duration de 7,5 anos) e remuneração de IPCA+8,50% ao ano. A estrutura de garantias é composta por: (i) fundo de reserva mínimo de 6 PMTs, (ii) fiança solidária da cedente, sua controladora e sócios, (iii) alienação fiduciária do imóvel lastro da operação e (iv) alienação fiduciária de imóvel comercial localizado no bairro de Higienópolis, também em São Paulo. Os dois imóveis são conjuntamente avaliados em R$ 68 milhões, o que confere 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 até12 meses até que apresente um novo locatário. Caso não apresente o novo locatário, a operação deverá ser pré-paga pela Mikar.



Imóvel Barra Funda

Imóvel Higienópolis

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 por conta destes investimentos realizados. Ao final de setembro de 2014, o saldo do fundo de reserva era de R$ 847 mil, valor suficiente, para cobrir com os próximos seis pagamentos do CRI. 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.

Distribuições

Nos últimos doze meses, foi distribuído um total de R$ 11,25 por cota emitida, o que resulta em um *Dividend Yield* de 11,02% ao ano, considerando-se o valor da cota em bolsa ao fim de setembro de 2014, de R$ 102,10/cota. No dia 8 de outubro, foram pagos os rendimentos, referentes a setembro, no valor de R$ 0,55/cota. Este rendimento, se anualizado, monta a um *Dividend Yield* de 6,5% a.a., considerando-se como denominador, o valor da cota do fundo em bolsa ao fim do mês em análise.

Mês	abr/14	mai/14	jun/14	jul/14	ago/14	set/14
Rendimentos (R$/cota)	1,05	1,07	1,07	0,90	0,65	0,55
Dividend Yield Anual* (valor da cota na emissão)	12,6%	12,8%	12,8%	10,8%	7,8%	6,6%
Dividend Yield Anual* (valor da cota ao fim do mês)	12,4%	12,2%	12,1%	10,3%	7,6%	6,5%

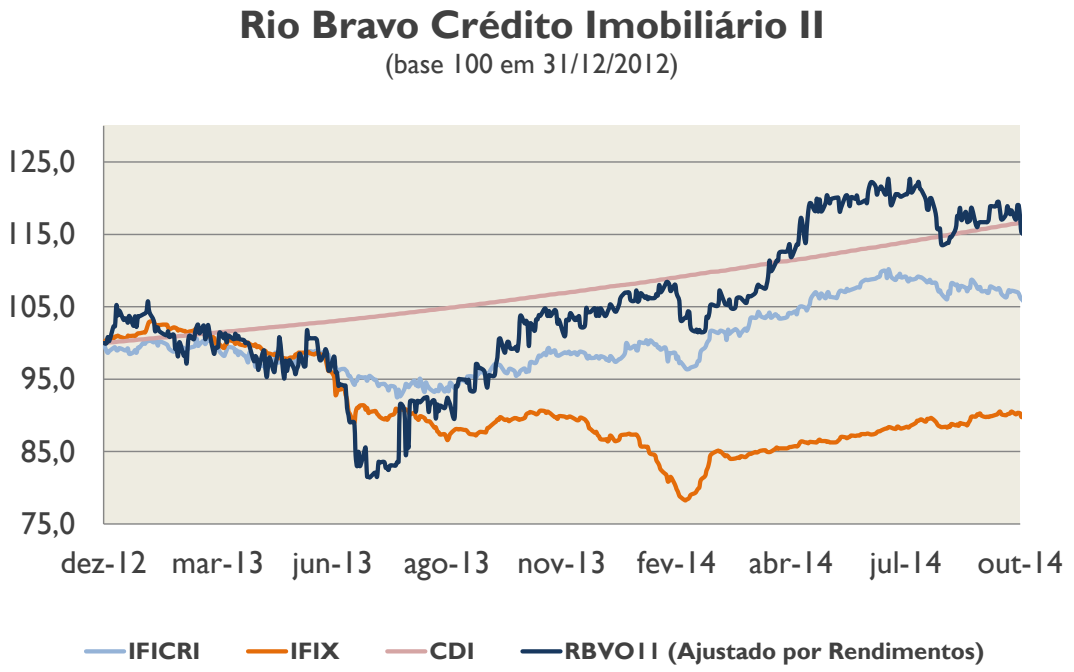
*anualizando-se o *Dividend Yield* do mês

Fluxo de Caixa (não auditado)

Mês	abr/14	mai/14	jun/14	jul/14	ago/14	set/14
Entradas						
CRI	622.896	797.485	717.285	(599.592)	933.806	785.555
LCI	-	-	-	-	-	-
Over	20.093	22.641	22.476	24.672	17.030	22.184
Variação do Caixa Gerada pelo Ativo	**642.989**	**820.126**	**739.761**	**(574.920)**	**950.836**	**807.739**
Saídas						
Txa. Administração	(26.517)	(27.955)	(29.458)	(28.143)	(32.394)	(29.899)
Txa. Custódia	(9.032)	(9.032)	(9.032)	(9.032)	(9.032)	(9.032)
CVM	(3.840)	-	-	(3.840)	-	-
Txa. Escrituração	(6.520)	(3.740)	(3.597)	(3.592)	(6.066)	(3.811)
Custos Iniciais da Emissão						
Outros	(2.433)	(1.078)	(1.165)	(1.179)	(1.087)	(1.094)
Integralização/Cancelamento de Cotas	-	-	-	-	-	-
Pagamento de Rendimentos	(541.540)	(541.615)	(551.932)	(551.932)	(464.242)	(335.239)
Variação do Caixa Gerada pelo Passivo	**(589.883)**	**(583.420)**	**(595.184)**	**(597.718)**	**(512.821)**	**(379.076)**
Variação de Caixa no Período	**53.106**	**236.706**	**144.577**	**-1.172.637**	**438.015**	**428.664**
Caixa no Início do Período	3.167.707	3.220.813	3.457.518	3.602.095	2.429.458	2.867.473
Caixa ao Final do Período	3.220.813	3.457.518	3.602.095	2.429.458	2.867.473	3.296.137
	0	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*

Mercado Secundário – Bolsa de Valores

Mês	abr/14	mai/14	jun/14	jul/14	ago/14	set/14
RBVO11	5,14%	3,44%	0,47%	-1,42%	-1,91%	-0,39%
IFIX	1,05%	1,41%	1,31%	1,59%	0,28%	0,57%
IFICRI - Rio Bravo	1,24%	2,38%	2,53%	-1,10%	0,02%	-1,58%
CDI	0,82%	0,86%	0,82%	0,94%	0,86%	0,90%
Patrimônio (R$ MM)	49,99	50,43	50,49	50,33	50,32	49,98
Cota Patrimonial (R$/cota)	96,92	97,76	97,89	97,56	97,55	96,89
Valor de Mercado (R$ MM)	52,61	54,42	54,68	53,90	52,87	52,67
Cotação Bolsa (R$/cota)	101,99	105,50	106,00	104,50	102,50	102,10
Cotação em Bolsa/Cota Patrimonial	105%	108%	108%	107%	105%	105%
Quantidade Negociada	29.550	25.060	13.611	8.998	18.967	9.713
Volume Financeiro Negociado (R$ MM)	2,92	2,64	1,44	0,94	1,90	0,98
Giro Fundo*	5,7%	4,9%	2,6%	1,7%	3,7%	1,9%
Rendimentos (R$/cota)	1,05	1,07	1,07	0,90	0,65	0,55

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

A rentabilidade da cota do fundo na bolsa de valores acumulada até setembro de 2014 foi positiva em 2,10%, inferior à rentabilidade apresentada pelo IFIX no mesmo período, de 3,42%. Nesse período, a cota do fundo em bolsa, ajustada pelo pagamento de rendimentos, apresenta variação positiva de 11,28%. O volume diário médio de negociação das cotas em 2014 montou a R$ 84 mil.