

PA CERIS/SP 0368/15 #CONFIDENCIAL 20

São Paulo, 05 JUN 15

À
GERAC

Assunto: Reavaliação de Risco do Tomador de Crédito (Securitizadora)

Ref.: RB Capital Companhia de Securitização (RB Capital, Companhia, Securitizadora)

Senhor (a) Gerente,

1 ESCOPO

- 1.1 Esta análise tem por objetivo atualizar a classificação de risco de crédito da RB Capital Companhia de Securitização, visando renovar seu credenciamento como securitizadora em operações de CRI com recursos FGTS e CAIXA.

2 IDENTIFICAÇÃO

NOME	RB Capital Companhia de Securitização
CNPJ	02.772.542/0001-22
RAMO DE ATIVIDADE	Securitização de créditos
PORTE (2014)	PAT. LÍQ.: R\$ 19.214 mil
DATA DE CONSTITUIÇÃO	25/09/1998
LOCALIZAÇÃO	Rua Amauri, 255 – 5º andar – Jardim Europa – São Paulo/SP

3 RESULTADO DA REAVALIAÇÃO

RATING ATRIBUÍDO – TOMADOR		Manutenção “B”	
DATA DA AVALIAÇÃO	25/05/2015	VALIDADE	24/05/2016

- 3.1 A securitizadora foi avaliada anteriormente por esta Centralizadora conforme PA CERIS/SP 0121/14, ocasião em que foi mantido o *rating* “B” atribuído em análise anterior.

4 ASPECTOS RELEVANTES PARA O RESULTADO

- 4.1 Em 18/12/2014, conforme PA GERAC 0001/15 emitido em 23/02/2015, com validade de 24 meses, a GERAC analisou o processo operacional e a metodologia de seleção dos contratos imobiliários que fazem parte dos Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI emitidos pela RB Capital, ocasião em que emitiu a seguinte conclusão:



"Dadas as estratégias e diretrizes utilizadas na aquisição de contratos para emissão de CRIs, seguidos dos controles sistematizados das suas operações, a política de governança corporativa, o nível de garantia e a coobrigação do cedente/originador e o *rating* de baixo risco de crédito das operações, recomendamos como tecnicamente aceitável a metodologia de seleção de contratos utilizada pela RB Capital para a emissão de CRI."

4.2 Destacamos como pontos fortes da empresa e mercado de atuação os seguintes itens:

- O Grupo RB Capital é um dos principais *players* do segmento de securitização imobiliária do mercado brasileiro, estando sempre entre os 4 maiores emissores;
- A administração da empresa é profissionalizada, composta por profissionais experientes advindos do mercado financeiro;
- A RB Capital utiliza critérios rígidos de seleção da carteira de recebíveis que lastreiam a emissão das séries de CRI;
- Possui bom histórico de operações realizadas com o FGTS;
- Os controles operacionais são efetuados quase que em sua totalidade internamente, delegando poucas tarefas a terceiros (*servicing*);
- As operações de CRI da RB Capital são feitas em Regime Fiduciário;
- A empresa não possui endividamento oneroso.

4.2.1 Porém, consideramos como pontos fracos da empresa e mercado de atuação os seguintes itens:

- Isoladamente, a RB Capital não tem posição de destaque no *ranking* do setor em que atua, pois anteriormente as emissões eram efetuadas por outra empresa do Grupo;
- O mercado de securitização ainda precisa de uma consolidação legal e formação de um mercado secundário para se desenvolver mais fortemente.

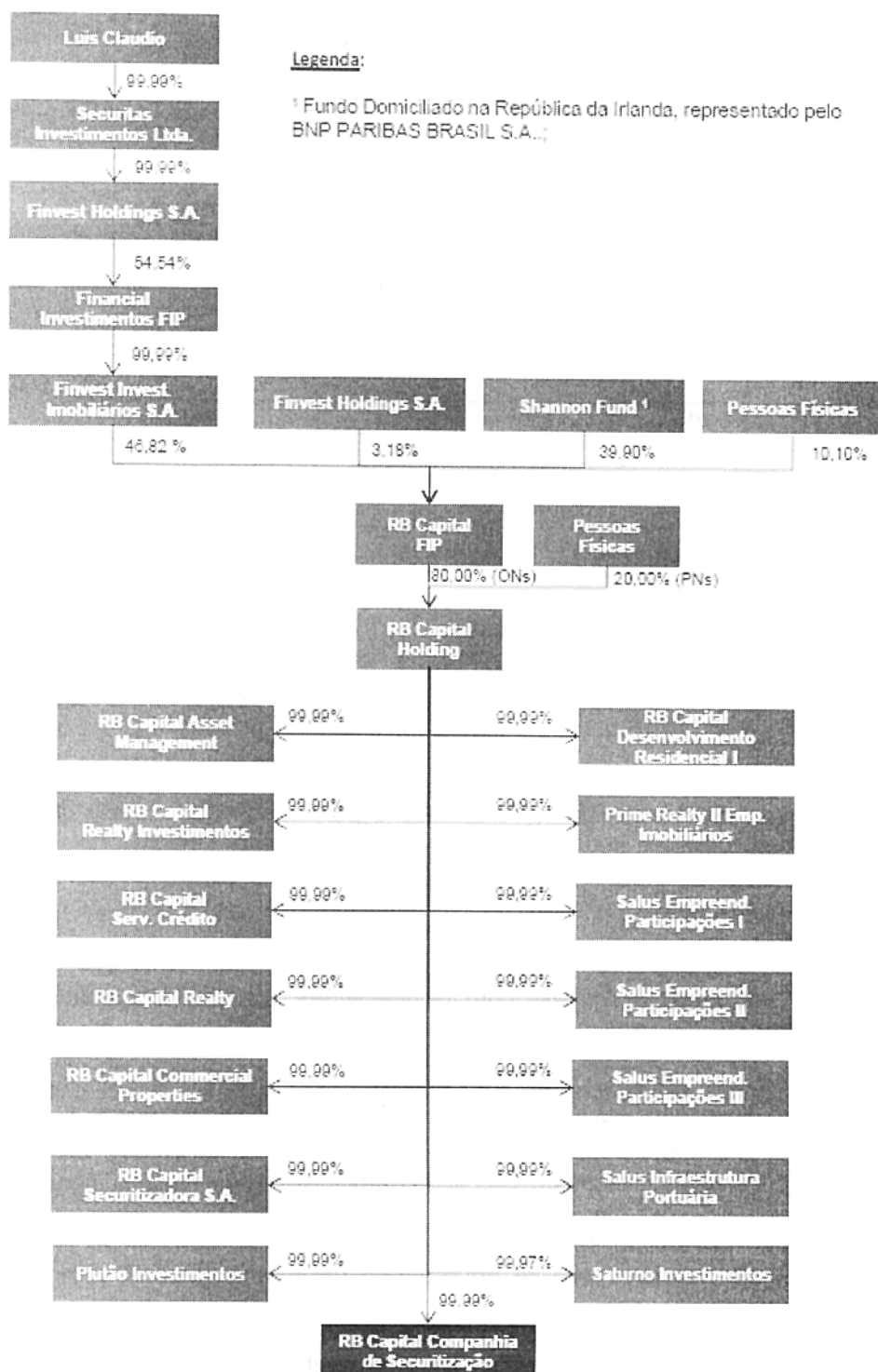
5 ESTRUTURA ORGANIZACIONAL / ASPECTOS OPERACIONAIS / CONGLOMERADO

5.1 A RB Capital, integrante do Grupo RB Capital, é uma sociedade anônima aberta, com sede na cidade de São Paulo/SP. Seu controlador é a RB Capital Holding S/A. Não possui controladas em sua estrutura.

5.1.1 A Companhia é uma securitizadora de créditos imobiliários, constituída nos termos da Lei 9.514, de 20/11/1997, com objeto exclusivo de aquisição de créditos imobiliários para posterior securitização destes por meio da emissão de CRI e posterior colocação, inclusive por terceiros contratados, dos CRI junto aos mercados financeiro e de capitais.

5.2 O organograma atual do Grupo está composto da seguinte forma:





Fonte: Formulário de Referência 2014 – CVM

- 5.3 A RB Capital é administrada por um Conselho de Administração (CA) e por uma Diretoria. O CA é composto por no mínimo 3 (três) e no máximo 6 (seis) membros, cujo prazo de gestão é de 2 (dois) anos, sendo permitida a reeleição.

Conselho de Administração

Membro	Cargo	CPF	Prazo
Marcelo Pinto Duarte Barará	Presidente	766.236.707-00	27/04/2016
Glauber da Cunha Santos	Vice Presidente	120.547.898-10	27/04/2016
Adalberto de Araújo Cavalcante	Conselheiro Efetivo	704.506.414-49	27/04/2016

*Fonte: Formulário de Referência 2014 – CVM

- 5.3.1 A Diretoria é composta por até 7 (sete) diretores, sendo, necessariamente, 1 (um) Diretor-Presidente, 1 (um) Diretor Vice-Presidente e 1 (um) Diretor de Relações com Investidores. Os Diretores são eleitos pelo CA com mandato de 2 (dois) anos, sendo permitida a reeleição.

Diretoria

Nome do administrador	Cargo	Prazo
Glauber da Cunha Santos	Diretor-Presidente	27/04/2016
Marcelo Michaluá	Diretor de Relações com Investidores	27/04/2016
Flávia Palácios Mendonça	Diretora	27/04/2016
Marcelo Meth	Diretor	27/04/2016

*Fonte: Formulário de Referência 2014 – CVM

- 5.4 Segundo Anuário de Finanças Estruturadas 2015, elaborado pela Uqbar, em 2014 a RB Capital obteve o segundo maior volume emitido de CRI, dentre as maiores securitizadoras brasileiras, com montante de R\$ 3,08 bilhões, com participação de 18,2% do mercado.
- 5.4.1 Quanto ao montante emitido consolidado (1999 a 2014) a RB Capital ocupa o primeiro lugar, com um volume de R\$ 16,55 bilhões e participação de 20,8% do mercado. A CIBRASEC vem logo em seguida, com 19,8% do mercado. Próximo delas, em terceiro lugar ficou a Brazilian Securities, com 18,6% do montante de emissões. A Gaia vem na 4ª posição, com 12,4%.
- 5.4.2 Com relação ao número de operações, segundo a Uqbar, em 2014, a RB Capital ocupou o terceiro lugar no *ranking*, com 14 operações. A primeira colocada foi a Barigui com 23 operações.
- 5.4.3 Quanto ao número de operações consolidado (1999 a 2014) a RB Capital ocupa o segundo lugar, com 200 operações, o que representa 19,9% do mercado. Em primeiro lugar vem a Brazilian Securities com 236 operações e 23,5% do mercado. A CIBRASEC, com 192 operações e 19,1% de participação no mercado, ficou em terceiro.
- 5.4.4 Estas posições no *ranking* setorial apresentam mudanças constantes em função das oportunidades de negócios que se apresentam para as empresas, principalmente as vinculadas a bancos.
- 5.5 A Companhia possui duas séries de CRI que contam com atualização trimestral de *rating*, nos termos do parágrafo 7º do artigo 7º da Instrução CVM nº 414/04, cujas informações estão descritas a seguir:




CRI	Agência	Rating	Equivalente CAIXA
31ª Série - 1ª Emissão	Moody's	"AAA (bra)"	AAA
31ª Série - 1ª Emissão	Fitch	"AAA (bra)"	AAA
77ª Série - 1ª Emissão	Fitch	"AAA (bra)"	AAA

- 5.6 Houve inadimplência de créditos imobiliários vinculados à 9ª, 17ª e à 65ª Séries de CRI, as quais tiveram seu vencimento antecipado declarado por meio de Assembleias dos titulares dos CRI de cada uma das Séries, realizadas em 17 de março de 2009 (9ª e 17ª Séries; a 65ª ainda não teve), e nos termos dos documentos que suportam cada operação e da legislação em vigor. As garantias vinculadas a cada uma das Séries encontram-se atualmente em processo de excussão por via judicial.

CRI	9ª Série da 1ª Emissão
Parcela em atraso	De 23/09/08 a 23/02/09
Valor em atraso	49.207
Multa acumulada	9.990
Juros de mora acumulado	47.053
Atualização acumulada	16.360
Data de vencimento antecipado	17/03/2009
Valor total inadimplente	123.648

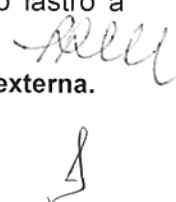
CRI	17ª Série da 1ª Emissão
Parcela em atraso	De 26/10/08 a 26/02/09
Valor em atraso	32.238
Multa acumulada	8.903
Juros de mora acumulado	31.518
Atualização acumulada	12.325
Data de vencimento antecipado	17/03/2009
Valor total inadimplente	82.700

CRI	65ª Série da 1ª Emissão
Parcela em atraso	De 30/06/2014
Valor em atraso	6.586
Multa acumulada	178
Juros de mora acumulado	335
Atualização acumulada	130
Data de vencimento antecipado	-
Valor total inadimplente	7.054

* Fonte: Demonstrações Financeiras Individuais 2014.

- 5.6.1 O valor total inadimplido dos CRI da 9ª, 17ª e 65ª Séries da 1ª Emissão da RB Capital somam R\$ 213.402 mil até 12/2014, último balanço fechado da companhia. Este valor representa 1,29% do montante consolidado emitido pela Companhia, que até o fim de 2014 somava R\$ 16.551.503 milhões.
- 5.7 A GERAC emitiu parecer referendando como tecnicamente aceitável a metodologia de aquisição de contratos que são lastro à emissão de títulos pela RB Capital.
- 5.7.1 Entretanto, recomenda nova visita à empresa em um prazo não inferior a 24 meses ou ocorrendo alterações societárias ou diretiva, com a finalidade de rever os processos e analisar as novas orientações estratégicas da seleção de contratos que são lastro à emissão de CRIs por parte da RB Capital.

Este documento é de uso interno e #CONFIDENCIAL 20, sendo vedada a sua divulgação externa.



5.8 Os parâmetros definidos para caracterização do conglomerado/grupo econômico respaldam-se na preponderância dos investimentos societários, no poder de controle das empresas/entidades e na influência na gestão dos negócios (governança), com foco na empresa/entidade proponente objeto de avaliação de risco. No caso do grupo RB Capital, caracteriza-se a formação de um conglomerado.

5.8.1 Porém, em virtude de análise de risco ter sido efetuada com base nos demonstrativos financeiros individuais da RB Capital, e por seu controlador direto ser uma holding com participação em diversas empresas e segmentos, não foi atribuído *rating* para conglomerado.

6 ORIGINAÇÃO DE CRÉDITOS E EMISSÃO DE PAPÉIS

6.1 Conforme apresentado pela RB Capital em visita realizada pela CAIXA em 18/12/2014, os processos e parâmetros utilizados não foram alterados em relação ao que já foi identificado anteriormente.

7 MERCADO DE ATUAÇÃO

7.1 O crédito total do sistema financeiro, incluindo as operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$ 3.061 bilhões em abril/2015, com expansões de 0,1% no mês e de 10,5% em doze meses. No mês, o crédito a pessoas físicas, saldo de R\$ 1.447 bilhões, cresceu 0,6%, refletindo as expansões dos financiamentos imobiliários e do crédito pessoal, enquanto o saldo das operações a pessoas jurídicas, condicionado pelo efeito da apreciação cambial nas carteiras referenciadas em moedas estrangeiras, recuou 0,4%, ao totalizar R\$ 1.614 bilhões. A relação crédito/PIB atingiu 54,5%, ante 54,8% em março e 52,3% em abril do ano anterior.¹

7.1.1 A carteira de operações com recursos livres totalizou R\$ 1.575 bilhões em abril, após redução mensal de 0,2% e expansão de 4,9% em doze meses. A retração mensal foi mais pronunciada no crédito às empresas, saldo de R\$ 789 bilhões (-0,3% no mês), destacando-se o declínio em repasses externos e financiamentos a exportações e a expansão nos adiantamentos sobre contratos de câmbio (ACC). As operações com pessoas físicas registraram estabilidade em abril, somando R\$ 786 bilhões, com expansão do crédito consignado e redução no saldo de cartão de crédito à vista.

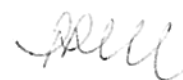
7.1.2 O crédito direcionado atingiu R\$ 1.486 bilhões, aumentos de 0,3% no mês e de 17,1% em doze meses. Os financiamentos a pessoas físicas cresceram 1,4% no mês, somando R\$ 661 bilhões, com destaque para o crédito imobiliário. O saldo de crédito direcionado às empresas declinou 0,6%, situando-se em R\$ 825 bilhões, refletindo a redução dos desembolsos e o impacto da apreciação cambial nos financiamentos para investimentos com recursos do BNDES.



¹ Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPOM>
Acessado em 29/05/2015.



- 7.1.3 A taxa média de juros das operações de crédito do sistema financeiro alcançou 26,4% a.a. em abril, com elevações de 0,5 p.p. no mês e 2,5 p.p. em doze meses. No crédito livre, o custo médio atingiu 41,8% a.a., com altas respectivas de 0,9 p.p. e 5,4 p.p. Nas contratações com recursos direcionados, a taxa situou-se em 8,7% a.a., após aumentos de 0,3 p.p. e 0,7 p.p.
- 7.1.4 A inadimplência do sistema financeiro, referente a operações com atrasos superiores a noventa dias, alcançou 3%, ao elevar-se 0,2 p.p. no mês e 0,1 p.p. em doze meses. No mês, o indicador permaneceu estável no segmento de pessoas físicas e aumentou 0,2 p.p. no de pessoas jurídicas, situando-se, respectivamente, em 3,7% e 2,3%. No crédito livre, o nível de atrasos situou-se em 4,6%, alta de 0,2 p.p., enquanto no crédito direcionado, alcançou 1,2%, ao elevar-se 0,1 p.p.
- 7.2 De acordo com o levantamento feito pela Uqbar junto às securitizadoras e aos agentes fiduciários, o saldo consolidado devedor a vencer dos CRI cresceu R\$ 11,29 bilhões entre 2013 e 2014, número que se compara com os R\$ 16,89 bilhões de CRI emitidos em 2014. Tal incremento no valor do saldo devedor a vencer, que representa uma variação positiva anual de 24,3%, fez com que este montante em estoque de CRI alcançasse o recorde histórico de fechamento de ano de R\$ 57,69 bilhões em dezembro de 2014.²
- 7.2.1 Amparado pela crescente demanda por crédito imobiliário na economia brasileira, que se reflete na parcela cada vez maior deste tipo de crédito frente ao montante de crédito consolidado na economia, o montante de emissões de securitização tendo como lastro direitos creditórios oriundos do setor imobiliário atingiu sua máxima histórica anual em 2014. As emissões envolvendo este tipo de lastro foram da ordem de R\$ 17,03 bilhões neste ano. Na comparação com o desempenho do ano anterior, cuja cifra de R\$ 16,74 bilhões representa agora o segundo maior valor anual histórico, o crescimento se equivaleu a 1,7%.
- 7.2.2 Em 2014, 21 securitizadoras realizaram emissões de CRI, um recorde histórico para este indicador. O elevado número de securitizadoras ativas em 2014 pode ter contribuído para a redução da concentração desta indústria. No referido ano, as cinco maiores securitizadoras imobiliárias foram responsáveis por uma fatia do total emitido menor que aquela referente ao ano anterior, 81,2% contra 89%. Mesmo assim, algumas destas cinco securitizadoras imobiliárias que lideraram 2014 em montante emitido realizaram operações individuais de elevada monta.
- 7.2.3 O montante anual de depósitos de CRI na CETIP, por sua vez, apresentou ligeiro recuo em 2014. Embora de magnitude compatível com o nível de emissões de CRI em 2014, a soma de depósitos destes títulos naquela câmara atingiu R\$ 16,43 bilhões no ano, 2,6% abaixo da cifra do ano anterior, de R\$ 16,87 bilhões, o recorde histórico. O montante em estoque de CRI na CETIP ao final de 2014 atingiu R\$ 55,69 bilhões, marca que é 22,7% superior ao registrado no final de 2013, um montante de R\$ 45,39 bilhões.



² Disponível em: <<http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/publicacoes-eletronicas.jsp>>
Acessado em: 29/05/2015



- 7.3 Como aspecto positivo do mercado, citamos o forte crescimento do setor imobiliário no Brasil nos últimos anos e existência ainda de espaço para maior expansão, além de necessidade de fontes alternativas de *funding* para crédito imobiliário.
- 7.3.1 Em contrapartida, podemos citar que o atual cenário interno de alta na taxa básica de juros (SELIC) pode alterar a preferência dos investidores por títulos atrelados a este indicador, tais como CDBs, podendo haver arrefecimento no mercado de emissão e aquisição de CRI. Temos também a recente redução do percentual de financiamento de imóveis com recursos do FGTS e exaustão de recursos suficientes na poupança, que poderão afetar no curto prazo os montantes de financiamentos e, conseqüentemente, os lastros para emissões de CRI.
- 7.3.2 Adicionalmente, a atual instabilidade nos mercados internacionais pode impactar o cenário macroeconômico interno, bem como o mercado de capitais brasileiro, a capacidade de pagamento dos tomadores de crédito imobiliário, o exercício de coobrigação dos originadores (quando houver), redução do valor de mercado das garantias imobiliárias oferecidas, liquidez de títulos com lastro em tais créditos, entre outros.

8 CADASTRO / RATING EXTERNO

- 8.1 De acordo com as pesquisas cadastrais efetuadas nos sistemas externos e corporativos CAIXA de 19 a 26/05/2015 em nome da RB Capital, acionistas e dirigentes PF, sob a ótica do risco de crédito, as restrições encontradas foram consideradas relativas e não relevantes, portanto não impeditivas à continuidade da análise.
- 8.1.1 Entretanto, devido a um apontamento encontrado no SIJUR em nome da RB Capital, orientamos que seja efetuada consulta prévia ao Jurídico quanto a eventuais impedimentos para contratações de operações.

RB Capital SR: 02.773.542/0001-22

Apontamentos	Situação
CADIN	Consta 01 apontamento efetuado pela CVM em 15/02/2011.
SERASA	Nada consta.
CRF FGTS	Certidão de Regularidade do FGTS válida até 15/06/2015.
SRFB/PGFN	Certidão negativa de débitos relativos aos tributos federais e à dívida ativa da União válida até 08/09/2015.
SIJUR	Consta 01 apontamento em situação "Ativo".
SISBACEN	Não possui endividamento bancário, conforme consulta às demonstrações financeiras padronizadas de 31/12/2014 e balancete até 03/2015.
TST	Certidão Negativa de Débitos Trabalhistas válida até 14/11/2015.
CEIS	Não constam registros.

- 8.1.2 Também foram efetuadas pesquisas cadastrais para seu controlador direto, RB Capital Holding e indireto, RB Capital FIP. Não foram encontradas restrições que fossem impeditivas à continuidade da análise.
- 8.2 No dia 06/04/2015, a LF Rating confirmou a nota "AAA" para o *rating* corporativo da RB Capital, conforme consulta ao 11º relatório de revisão, com validade de 12 meses. Tal nota equivale ao "AA" na escala adotada pela CAIXA.

8.2.1 O *rating* emitido pela LF Rating possui os seguintes fundamentos, principalmente:

- A RB Capital é uma das maiores securitizadoras imobiliárias do mercado brasileiro, com cerca de R\$ 16,6 bilhões em operações de CRI (entre 2001 e 2014), emitidas e colocadas junto a investidores;
- A RB Capital atua em Regime Fiduciário em todas as operações que realiza;
- Embora até o momento não tenha ocorrido qualquer colocação, especificamente, a RB Capital mantém ativa uma linha aprovada para compra de CRI pelo FGTS, no montante de R\$ 180 milhões, garantindo o potencial de resultados futuros;
- A RB Capital não registra empréstimos ou qualquer outra modalidade de dívida em seus balanços. Suas principais obrigações financeiras possuem uma contrapartida em algum ativo de mesma liquidez (característica das securitizadoras).

8.3 A RB Capital possui relacionamento com a CAIXA desde 10/2012 através de 02 contas corrente com saldo médio total no valor de R\$ 44.699.388,00 em 05/2015. Possui também operações de CRI adquiridas pela CAIXA.

9 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA

9.1 Para a análise da RB Capital foram utilizadas as demonstrações financeiras individuais apresentadas à CVM referentes aos períodos encerrados em 2012, 2013 e 2014, auditadas sem ressalvas pela Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes em 2012 e 2013 e pela Grant Thornton Auditores Independentes em 2014, e balancete até 31/03/2015 (1T15) revisado sem ressalvas pela última.

9.2 Nos quadros a seguir verificam-se os principais dados e indicadores econômico-financeiros da securitizadora:



FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS											
R\$ mil	dez/12	ΔV - %	dez/13	ΔV - %	ΔH - % 2013/2012	dez/14	ΔV - %	ΔH - % 2014/2013	ΔH - % 2014/2012	mar/15	ΔV - %
Receita Operacional Bruta	9.527	105%	46.847	105%	392%	16.694	104%	-64%	75%	225	109%
Deduções da Receita	482	5%	2.403	5%	399%	630	4%	-74%	31%	18	9%
Receita Operacional Líquida	9.045	100%	44.444	100%	391%	16.064	100%	-64%	78%	207	100%
Custo dos Produtos/Serviços Vendidos	1.795	20%	12.616	28%	603%	6.797	42%	-46%	279%	84	41%
Lucro Bruto	7.250	80%	31.828	72%	339%	9.267	58%	-71%	28%	123	59%
Despesas administrativas	549	6%	2.138	5%	289%	1.975	12%	-8%	260%	722	349%
Despesas comerciais	88	1%	169	0%	92%	279	2%	65%	217%	72	35%
(+/-) Outras Despesas/ Receitas Operacionais	-7	0%	275	1%	-4029%	45	0%	-84%	743%	-6	-3%
Lucro da Atividade (LAJI ou EBIT)	6.620	73%	29.246	66%	342%	6.968	43%	-76%	5%	-665	-321%
+ depreciação	0	0%	0	0%	0%	0	0%	0%	0%	0	0%
Lucro antes de juros, impostos e deprec/amort (LAJIDA ou EBITDA)	6.620	73%	29.246	66%	342%	6.968	43%	-76%	5%	-665	-321%
- Imposto de Renda e Contr. Social	-1.870	-21%	-7.581	-17%	305%	-5.972	-37%	21%	-219%	-307	-148%
Caixa das Atividades Operacionais antes de juros (LAJDA ou EBIDA)	4.750	53%	21.665	49%	356%	996	6%	-95%	-79%	-972	-470%
+(-) Redução (Aumento) da NLCDG	-	0%	-45	0%	0%	15.000	93%	33433%	0%	29.430	14217%
+(-) Redução (Aumento) Despesa do Exercício Seguinte	-	0%	0	0%	0%	0	0%	0%	0%	0	0%
+(-) Fluxo do Resultado de Exercício Futuro	-	0%	0	0%	0%	0	0%	0%	0%	0	0%
Caixa das atividades operacionais(FCO)	4.750	53%	21.620	49%	355%	15.996	100%	-26%	237%	28.458	13748%
- Despesas Financeiras	-2.493	-28%	30.248	-68%	-1313%	-52.503	-327%	-274%	-2006%	-1.411	-682%
+ Receitas Financeiras	2.236	25%	23.030	52%	930%	62.888	391%	173%	2713%	2.994	1446%
(-) Variações Monetárias/Cambiais Pagas	0	0%	0	0%	0%	0	0%	0%	0%	0	0%
+ Variações Monetárias/Cambiais Recebidas	0	0%	0	0%	0%	0	0%	0%	0%	0	0%
Caixa Líquido das Atividades Operacionais (FCL)	4.493	50%	14.402	32%	32%	26.381	164%	83%	487%	30.041	14513%

RESUMO DAS CONTAS PATRIMONIAIS POR PERÍODO				
Em R\$ mil	dez/12	dez/13	dez/14	mar/15
Ativo Circulante Financeiro	38.354	33.301	49.625	74.924
Passivo Circulante Financeiro	2.081	2.039	675	523
Ativo Circulante Operacional	259.709	203.271	102.918	57.937
Passivo Circulante Operacional	274.714	218.231	132.878	117.327
Realizável a Longo Prazo	368	3.576	848	1.438
Passivo Exigível a Longo Prazo	3.056	0	624	624
Ativo permanente	0	0	0	0
Patrimônio Líquido	18.580	19.878	19.214	15.825

INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS				
	dez/12	dez/13	dez/14	mar/15
Liquidez Corrente	1,08	1,07	1,14	1,13
Endividamento Geral (PC+ELP/PL)	15,06	11,08	6,98	7,49
Endividamento Bancário (dívida onerosa/PL)	0,00	0,00	0,00	0,00
Rentabilidade Operacional (LAJIDA /Ativo Total)	2,22%	12,18%	4,54%	-1,98%
Evolução Faturamento (IGP-DI médio)	-	362,64%	-65,50%	-94,61%
Índice de cobertura de juros (x)	25,76	4,05	Res.Fin >0	EBITDA<0
Índice Cobertura de dívidas onerosas no CP	1,91	0,71	0,30	20,17
Ciclo Financeiro (dias)	135	15	2	-133
Margem de Lucro Líquido	49,67%	32,51%	70,85%	295,17%

- 9.2.1 A Receita Operacional Líquida (ROL) da companhia apresentou evolução considerável entre 2012 e 2013, quando as operações de CRI do Grupo passaram a ser realizadas exclusivamente pela RB Capital Companhia de Securitização.
- 9.2.1.1 Em 2014, houve queda devido aos menores spreads cobrados nas operações e diluição das receitas ao longo do período de amortização das mesmas, ao invés da totalidade na emissão. Em contrapartida, os custos com comissões foram menores, aliviando um pouco a pressão sobre sua margem bruta.
- 9.2.1.2 Os resultados auferidos provêm basicamente de ganhos de *spread* gerados nas emissões de CRI, além da receita de serviços prestados de administração de patrimônio fiduciário dos CRI sob sua gestão.
- 9.2.2 As despesas administrativas e comerciais oscilaram no triênio, mas mantiveram-se em patamar aceitável do ponto de vista da margem líquida continuar alta. As principais despesas dessas contas são relativas a serviços de terceiros, despesas com taxas e cartórios, contribuições, anúncios e publicações, e por serem de natureza variável explicam a oscilação.
- 9.2.3 Com a queda nas receitas em 2014 frente a 2013, a margem EBITDA apresentou retração, porém em valores absolutos voltou ao patamar de 2012, mantendo bons níveis para manutenção da atividade, capacidade de geração de novos negócios e lucros para os acionistas, restando ainda recursos para reinvestir na companhia.
- 9.2.4 As receitas e despesas financeiras elevaram-se no período analisado devido à atualização dos recebíveis imobiliários a receber (receitas) e das cessões de crédito a pagar (despesas), e quanto maior o estoque de CRI's emitidos, maiores serão essas contas. São remunerados ou taxados principalmente pelo CDI.
- 9.2.5 Em 03/07/2014, a companhia reduziu seu capital em R\$ 3.000 mil, passando de R\$ 15.483 mil para R\$ 12.483 mil. Porém, seu Patrimônio Líquido (PL) manteve-se praticamente estável em 2014 na comparação com o ano anterior devido à retenção de lucros e reserva legal.
- 9.2.6 A securitizadora não possui endividamento bancário, financiando suas atividades com recursos próprios. O índice de endividamento geral mostrou-se elevado em 2012 e passou a diminuir nos exercícios seguintes, tratando-se principalmente de recebíveis imobiliários (CRI e CCI) negociados em mercado secundário.
- 9.2.6.1 As CCI – Cédulas de Crédito Imobiliário são títulos representativos de créditos imobiliários, que, por terem sido vendidos no mercado secundário, geraram junto a Sociedade a obrigação de repasse dos fluxos recebidos aos atuais detentores das CCI.
- 9.2.6.2 Os CRI adquiridos possuem alienação fiduciária em garantia, sem coobrigação da Companhia e são atualizados por juros e atualização monetária pela variação do Certificado de Depósito Interbancário – CDI.
- 9.2.7 Os saldos fiduciários que representam as operações intermediadas pela empresa foram segregados de suas respectivas demonstrações financeiras.

10 FATORES DE RISCO

10.1 O cenário de baixo crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro e a permanência do cenário de crise nos mercados internacionais podem afetar, de forma direta e indireta, a capacidade de pagamento dos tomadores de crédito imobiliário, o exercício de coobrigação dos originadores (quando houver), a redução do valor de mercado das garantias imobiliárias oferecidas, a liquidez de títulos com lastro em tais créditos.

10.2 Podemos acrescentar alguns riscos aos quais as companhias securitizadoras de créditos imobiliários no Brasil estão expostas:

- Mudanças na legislação que regulamenta as securitizadoras, em particular, a necessidade de capital mínimo, assunto discutido no âmbito da CVM, mas sem evolução até o momento;
- Criação de novos instrumentos lastreados em crédito imobiliário, como a Letra de Crédito Imobiliária (LCI), que são emitidos e garantidos pelos próprios bancos, sendo isentas de tributação para o investidor pessoa física, contando com cobertura do Fundo Garantidor de Créditos (FGC), podendo ser emitidas com prazo curto de vencimento e remuneração atrelada à taxa DI;
- Criação e implementação de mercado da Letra Imobiliária Garantida (LIG), título que conta com lastro composto por créditos imobiliários apartados do acesso de terceiros através da instituição de um regime fiduciário, garantindo a dívida representada pelo título. Poderá contar com remuneração atrelada à variação cambial e com isenção tributária para alguns tipos de investidores.

10.3 Embora as operações de securitização venham apresentando bom crescimento nos últimos anos e tenham perspectiva de grande potencial, no Brasil existe ainda um grande espaço a ser preenchido neste mercado, precisando de uma consolidação legal e da formação de um mercado secundário, ainda incipiente.

10.4 Os mesmos acionistas controladores participam direta e indiretamente de outras empresas do Grupo, como a administradora de fundos imobiliários RB Capital Asset Management, o que poderia gerar conflitos de interesses.

11 CONSIDERAÇÕES FINAIS

11.1 Independente do prazo de validade desta avaliação, informamos que esta Centralizadora realizará o acompanhamento da análise, com possibilidade de alteração do *rating* ora atribuído, caso verifique fatos novos e influentes que sinalizem para a modificação no desempenho da empresa em qualquer aspecto, bem como alterações nas condições operacionais ou no cenário do setor em que a empresa atua.



PA CERIS/SP 0368/15 #CONFIDENCIAL 20 fl. 13

- 11.2 Em razão das peculiaridades da carteira de securitização de recebíveis imobiliários, o valor a ser contratado e o *rating* das operações serão atribuídos a cada aquisição de títulos.

É o nosso parecer.



FERNANDO FERNANDES MARTIN
Assistente Sênior
CERIS/SP

De acordo,



ELAINE CRISTINA ALVES DOS REIS
Gerente de Centralizadora
CERIS/SP

