

À  
GEFOM

Assunto: Avaliação de Risco de Crédito de Securitizadora.  
Ref. : ISEC Securitizadora S.A. (Securitizadora, Emissora).

Senhor (a) Gerente,

1. ESCOPO

- 1.1. Esta análise foi solicitada pela GIFUG e tem o objetivo de atualizar a classificação de risco de crédito da ISEC Securitizadora S.A., visando seu credenciamento como securitizadora em operações de CRI com recursos FGTS e CAIXA.
- 1.2. Até a finalização da presente análise, a Securitizadora não possuía relacionamento junto à CAIXA.

2. IDENTIFICAÇÃO

NOME	ISEC Securitizadora S.A.
CNPJ	08.769.451/0001-08
RAMO DE ATIVIDADE	Securitização de Créditos.
PORTE (DEZ/2015)	PAT. LÍQ.: R\$ 2.579,13 mil
DATA DE CONSTITUIÇÃO	04/04/2007
LOCALIZAÇÃO	São Paulo/SP

3. RESULTADO DA AVALIAÇÃO DO TOMADOR – SECURITIZADORA

RATING ATRIBUÍDO PARA A SECURITIZADORA		"D"	
DATA DA AVALIAÇÃO	21/04/2016	VALIDADE	12/05/2017

- 3.1. A Emissora foi avaliada por esta Centralizadora conforme PA CERIS/SP 0595/14, com manutenção de *rating* "D", cuja vigência encerrou-se em 30/04/2015, sem avaliação posterior.
- 3.1.1. Em visita técnica da CAIXA à Securitizadora quando da análise anterior, concluiu-se "(...) como tecnicamente aceitável a metodologia de seleção de contratos utilizada pela ISEC Securitizadora para a emissão de CRIs", considerando "(...) as estratégias e diretrizes utilizadas na aquisição de contratos para emissão de CRI, seguidos dos controles sistematizados das suas operações, a política de governança corporativa, o nível de garantia (alienação fiduciária), a coobrigação do cedente/originador e o *rating* de baixo risco de crédito."<sup>1</sup>

<sup>1</sup> PA GERIV 0003/14.

**4. ASPECTOS RELEVANTES PARA O RESULTADO****4.1. Os seguintes aspectos relevantes para o resultado:**

- As emissões de menor qualidade em comparação ao mercado, junto a construtoras de pequeno porte, pessoas físicas e lastros fragilizados, dificultam o controle das garantias e pagamentos.
- Possui representação de menos de 5% entre os emissores no ano de 2015.
- Em que pese à constituição em 2007 a ISEC começou a operar, efetivamente, a partir de 2012, sendo que sua primeira emissão data de DEZ/12, com continuidade de emissões posteriores, porém ainda não há reflexo relevante de natureza econômico-financeira.
- A evolução de lucro operacional de 348,64% na comparação 2015/2014 deve-se à recuperação em volume de emissões no ano de 2014; que, no entanto, ainda ficou abaixo de 2013, haja vista a redução de 50,23% na comparação 2015/2013.
- Experiência dos diretores no segmento financeiro e de construção civil;
- O mercado imobiliário encontra-se retraído, dada a conjuntura econômica atual.
- O Pequeno porte em relação à concorrência, dificulta a prospecção de carteiras de maior qualidade.

**5. ESTRUTURA OPERACIONAL**

5.1. A ISEC Securitizadora S.A. foi constituída em 05/MAR/2007 e homologada na CVM<sup>2</sup> em 02/JUL/2007, com a finalidade de operar: (i) aquisição e securitização de Créditos imobiliários passíveis de securitização; (ii) emissão e colocação de certificados de recebíveis imobiliários ("CRI") ou de qualquer outro título compatível com suas atividades; (iii) realização de negócios e a prestação de serviços relacionados às operações de securitização de créditos imobiliários e emissões de "CRI"; e (iv) realização de operações de *hedge* em mercados derivativos visando a cobertura de riscos na carteira de créditos imobiliários.

5.2. A primeira emissão da ISEC deu-se em JAN/2013 com emissão e colocação de 6 CRI's que geraram uma receita de R\$ 6,02 milhões em parceria com a Companhia Hipotecária Brasileira (CHB) – instituição financeira especializada no setor imobiliário, com mais de 45 anos de atuação com médias construtoras, preponderantemente na Região Nordeste – na estruturação de operação de CRI a fim de prover alternativas de *funding* para os empreendimentos imobiliários com foco, principalmente, nas classes "A" e "B".

**6. GRUPO ECONÔMICO / ESTRUTURA ORGANIZACIONAL**

6.1. Segue a composição do Conselho de Administração eleito em Assembléia Geral Ordinária realizada em 01/MAR/2016, com possibilidade de destituição a qualquer tempo, mediante reunião do Conselho de Administração:

Conselho de Administração		
Nome	CPF	Cargo
Wolf Vel Kos Trambuch	298.783.227-34	Presidente

<sup>2</sup> Comissão de Valores Mobiliários – órgão responsável por homologar o registro necessário para a Securitizadora operar.

Ivo Vel Kos Trambuch	282.710.018-50	Conselheiro
Olga Vel Kos Trambuch	599.942.157-87	Conselheira

- 6.2. Segue a composição da Diretoria eleita em Assembléia Geral Ordinária realizada em 01/MAR/2016, com mandato de 3 (três) anos, permitida a reeleição:

Diretoria		
Nome	CPF	Cargo
Fernando Pinilha Cruz	013.106.988-80	Diretor Presidente
Wolf Vel Kos Trambuch	298.783.227-34	Diretor de Relações com Investidores
Sarah Balestero	313.279.398-19	Diretora sem denominação

- 6.2.1. Qualificação dos diretores:

- Fernando Pinilha Cruz: Habilitado como corretor de imóveis, Engenheiro Civil formado pela Universidade de Campinas (UNICAMP) e pós-graduado em Negócios Imobiliários pela FAAP, possui experiência de mais de 30 anos nos mercados financeiro, imobiliário e de securitização, passando por várias instituições como AMRO-Bank, Bank Boston e Brazilian Securities;
- Wolf Vel Kos Trambuch: engenheiro civil formado pela Universidade Gama Filho do Rio de Janeiro, com experiência de mais de trinta anos no mercado imobiliário, atuando em empresas de construção e incorporação e também na comercialização de imóveis;
- Sarah Balestero: Formada em Ciências Econômicas pela Faculdade Fundação Instituto Tecnológico de Osasco (FITO), pós-graduada em Gestão de Negócios pela Fundação Instituto de Administração (FIA) e em Construção Civil pela fundação Getúlio Vargas (FGV) com experiência de mais de 10 anos no mercado imobiliário e de Securitização, passando pela PDG Incorporadora e PDG Securitizadora.

- 6.2.2. O Capital Social em DEZ/2015 está representado por 272.205 ações ordinárias, nominativas sem valor nominal e 1.000 ações preferenciais nominativas, sem valor nominal e sem direito a voto, integralizadas em 31/DEZ/2012 e 100 ações integralizadas em 31/DEZ/2007.

- 6.2.3. Em 22/JAN/2016, as acionistas Elam Gestora de Negócios Ltda.-EPP (CNPJ: 08.473.225/0001-77) e Exec Holding Ltda. (CNPJ: 17.165.322/0001-93) transferiram ao acionista Wolf Vel Kos Trambuch a totalidade de suas ações da ISEC Securitizadora S.A. (CNPJ: 08.769.451/0001-08), tornando-o acionista controlador, configurando o quadro seguinte:<sup>3</sup>

Nome	CPF	Participação Acionária
Wolf Vel Kos Trambuch	298.783.227-34	100%

- 6.2.4. Conforme normativos vigentes, 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 da avaliação de risco.

<sup>3</sup> Fato Relevante divulgado pelo Sítio da Comissão de valores Mobiliários (CVM) – disponível em [www.cvm.com.br](http://www.cvm.com.br)

- 6.2.5. Ainda que o controlador da ISEC, Wolf Vel Kos Trambuch, possua participações acionárias relevantes em outras empresas, não foi configurada a formação de conglomerado, pois as empresas pertencentes ao acionista controlador não possuem atividade com relação direta à da ISEC.
- 6.2.6. A presente análise visa atribuição de *rating* exclusivamente para a ISEC Securitizadora S.A.

## 7. PROCESSO DE SELEÇÃO DOS CRÉDITOS

- 7.1. Em seu Parecer, a GERIV destacou, com base em visita e informações prestadas pela Securitizadora, que os parâmetros de seleção de contratos são padronizados. Entretanto, a depender das características da operação, pode haver customizações para adequação do lastro nas emissões.
- 7.2. Seus critérios de seleção de contratos não utilizam modelos estatísticos, restringindo-se à análise do LTV (*Loan-To-Value*)<sup>4</sup>, dos históricos de atrasos, da concentração de contratos e do prazo remanescente.
- 7.3. Dentro da sua padronização, o LTV máximo admitido é de 80%, sendo admitido LTV de 85% para carteiras com subordinação.
- 7.4. Quanto ao histórico de pagamentos, admite até uma parcela em aberto para operações com coobrigação e subordinação, com índice de atraso máximo de 15 dias, ponderado pelo valor da parcela nos últimos 12 meses.
- 7.4.1. A concentração máxima por devedor não pode ultrapassar 5% para saldo superior a R\$ 750.000,00, sendo verificada também a concentração por saldo devedor, pelo mesmo critério.
- 7.4.2. Quanto ao prazo remanescente, não são admitidos contratos com vigência inferior a 6 meses e não superior a 180 meses.
- 7.4.3. Garantia de alienação fiduciária ou hipoteca do terreno (no caso de recebível não performado), saldo devedor mínimo de R\$ 10.000,00 e máximo de R\$ 1.500.000,00 (até R\$ 2.500.000,00 para carteiras com coobrigação e subordinação), valor mínimo de avaliação da unidade de R\$ 80.000,00 (R\$ 50.000,00 para carteiras com coobrigação e subordinação) e indexação dos contratos pelo IGP-M ou IPCA, são outros critérios apurados no momento da seleção dos créditos.
- 7.4.4. Resumidamente, a régua de cobrança adota os seguintes parâmetros:
- D+1 – primeiro contato telefônico solicitando a previsão de pagamento;
  - D+15 – envio ao cliente do aviso de cobrança, através de Aviso de Recebimento (AR) informando que, caso não ocorra o pagamento em até cinco dias do recebimento do AR, o cliente será cadastrado nos órgãos de proteção ao crédito (SERASA e SPC);

<sup>4</sup> *Loan-To-Value* (LTV): relação entre o saldo devedor e o valor de contrato (ou avaliação do imóvel).

- D+21 – inclusão nos cadastros restritivos e manutenção da cobrança por telefone e e-mail;
- D+60 – envio de correspondência da área jurídica, dando cinco dias para pagamento;
- D+90 – envio de segunda correspondência da área jurídica, informando o início do processo de execução.

7.4.5. Até o momento da aquisição da carteira para securitização, os procedimentos operacionais passam pela: (i) originação; (ii) análise de crédito; (iii) comitê de crédito; e (iv) análise jurídica, realizada por escritório de assessoria jurídica independente.

## 8. HISTÓRICO DAS EMISSÕES

- 8.1. Em que pese sua constituição em MAR/2007, apenas ao final do exercício de 2012 a ISEC efetivamente realizou sua primeira emissão de CRI. Dez séries foram distribuídas em 2013, sendo que seis foram originadas e estruturadas pela própria Securitizadora, o que a posicionou como a 9ª colocada no *ranking* das maiores securitizadoras da Uqbar, por montante emitido.
- 8.2. Ao final do 1º trimestre de 2014 (1T14), realizou a emissão de mais duas séries no montante de R\$ 40.303 mil, sendo que a carteira de todas as emissões apresentava um valor atualizado de R\$ 157.996 mil ao final de 31/03/2014.
- 8.3. Nos exercícios posteriores, a ISEC não figurou posição entre os principais emissores de mercado.
- 8.4. Ao final de 2014 e de 2015, as emissões estavam distribuídas da seguinte forma (em R\$):

Descrição	31/12/2015	31/12/2014
1ª Série - 1ª Emissão	2.228.350	2.535.974
2ª Série - 1ª Emissão	3.679.919	5.918.290
1ª Série - 2ª Emissão	27.508.648	28.709.972
3ª Série - 1ª Emissão	11.538.255	12.479.475
2ª Série - 2ª Emissão	18.372.881	24.092.654
3ª Série - 2ª Emissão	980.666	1.285.963
4ª Série - 2ª Emissão	131.029	171.820
4ª Série - 1ª Emissão	5.408.725	12.583.873
5ª Série - 1ª Emissão	25.420.900	24.794.549
6ª Série - 1ª Emissão	15.376.812	18.964.510
7ª Série - 1ª Emissão	3.844.203	4.741.127
1ª Série - 3ª Emissão	9.090.610	14.354.696
2ª Série - 3ª Emissão	1.511.797	2.406.169
8ª Série - 1ª Emissão	20.014.550	19.798.250
3ª Série - 3ª Emissão	47.263.120	29.325.796
4ª Série - 3ª Emissão	8.340.551	5.243.237
<b>Total</b>	<b>200.711.016</b>	<b>207.406.577</b>

Fonte: DF's 2015

- 8.5. O quadro seguinte segrega as emissões por agente fiduciário, com atualização até FEV/2016:

<b>Pentágono 1.ª Emissão ISEC</b>			
<b>Operação</b>	<b>Série</b>	<b>Valor de Emissão</b>	<b>Valor Atual (Base 29.02.2016)</b>
BIB	1.ª Série	3.070.272,50	2.162.383,29
CNL	2.ª Série	10.000.000,00	3.616.149,79
ECOMAX	3.ª Série	14.971.561,24	11.091.471,46
DACON	4.ª Série	16.803.415,51	11.954.673,52
FLACAM	5.ª Série	25.000.000,00	25.458.427,57
VITACON SENIOR	6.ª Série	18.800.000,00	14.523.575,41
VITACON SUB	7.ª Série	4.700.000,00	3.630.893,85
ECOCIL	8.ª Série	21.000.000,00	19.605.380,04
<b>TOTAL PENTÁGONO</b>		<b>114.345.249,25</b>	<b>92.042.954,92</b>
<b>GDC 2.ª Emissão ISEC</b>			
<b>Operação</b>	<b>Série</b>	<b>Valor de Emissão</b>	<b>Valor Atual (Base 29.02.2016)</b>
CONSPAR	1.ª Série	33.058.895,44	27.253.995,76
LUCIO SENIOR	2.ª Série	42.090.488,47	18.274.732,56
LUCIO MEZZ	3.ª Série	2.246.611,17	975.427,70
LUCIO SUB	4.ª Série	300.174,21	130.338,05
ESSER SENIOR	5.ª Série	39.330.000,00 *	9.922.609,21 **
ESSER SUB	6.ª Série	4.370.000,00 *	1.196.397,52 **
<b>TOTAL GDC</b>		<b>77.696.169,28</b>	<b>46.634.494,07</b>
* Valor Total da Emissão ainda em distribuição			
** Valor considerando as cotas já integralizadas			
<b>OLIVEIRA TRUST 3.ª Emissão ISEC</b>			
<b>Operação</b>	<b>Série</b>	<b>Valor de Emissão</b>	<b>Valor Atual (Base 29.02.2016)</b>
CHB SENIOR	1.ª Série	15.336.435,54	8.585.209,34
CHB SUB	2.ª Série	2.291.665,34	1.440.713,93
ESSER SENIOR	3.ª Série	46.750.000,00	47.171.930,76
ESSER SUB	4.ª Série	8.250.000,00	8.324.458,37
<b>TOTAL OT</b>		<b>72.628.100,88</b>	<b>65.522.312,41</b>

Fonte: ISEC

- 8.6. Com base nos demonstrativos financeiros do ano de 2015, as operações têm condições de realização contratualmente estabelecidas e, dessa forma, caracterizam-se como títulos a serem mantidos até o vencimento.
- 8.6.1. Os demonstrativos não apontaram, ainda, eventos desencadeadores de vencimento e/ou amortização antecipada dos valores mobiliários, mantendo-se a regularidade dos fluxos de pagamentos dos CRI.

## 9. CADASTRO

- 9.1. Foram efetuadas pesquisas cadastrais em 28/04/2016 com relação à ISEC Securitizadora S.A., bem como seus membros do Conselho de Administração e Diretoria, e não foram encontradas restrições cadastrais relevantes.

## 10. MERCADO DE SECURITIZAÇÃO

- 10.1. Segundo o Anuário de Securitização e Financiamento Imobiliário 2016 da Uqbar, as emissões consolidadas de CRI alcançaram em 2015 R\$ 10,51 Bilhões, uma redução de 37,9% em relação aos R\$ 16,92 bilhões registrados ao final de 2014.

- 10.1.1. Segmentadas em termos de ativo-lastro (Aluguel, Crédito, Multiclasse) foram emitidos R\$ 9,59 bilhões em 2015 (87% do total), patamar próximo ao de 2014, que foi de 87,6% sendo que a classe "Aluguel" foi de 12,4% em 2015, ante 10,3% em 2014.
- 10.2. O gráfico a seguir apresenta a composição do montante emitido de CRI em 2015 por classe de investidor (%):



Fonte: Uqbar – Anuário Imobiliário (2016)

- 10.3. Segue *ranking* das maiores securitizadoras do mercado em 2015 e 1T16, por montante emitido e participação:

2015			
Emissor	Valor (Milhões)	Part.	
CIBRASEC COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO	2.101	21,5%	
RB CAPITAL COMPANHIA DE SECURITIZAÇÃO	1.967	20,2%	
BARIGUI SECURITIZADORA	1.918	19,7%	
ÁPICE SECURITIZADORA	1.425	14,6%	
HABITASEC SECURITIZADORA	508	5,2%	
OUTROS (Participação por emissor inferior à 5%)	1.833	Valor (Milhões)	18,8% Part.
RB CAPITAL SECURITIZADORA	438	4,5%	
SCCI - SECURITIZADORA DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS	292	3,0%	
OCTANTE SECURITIZADORA	183	1,9%	
NOVA SECURITIZAÇÃO	175	1,8%	
GAIA SECURITIZADORA	154	1,6%	
PDG COMPANHIA SECURITIZADORA	100	1,0%	
REIT SECURITIZADORA DE RECEÍVOS IMOBILIÁRIOS	82	0,8%	
BRAZILIAN SECURITIES CIA SECURITIZAÇÃO	108	1,1%	
BRC SECURITIZADORA	59	0,6%	
POLO CAPITAL SECURITIZADORA	42	0,4%	
PATRIA COMPANHIA SECURITIZADORA DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS	37	0,4%	
TRX SECURITIZADORA DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS	28	0,3%	
LOGOS COMPANHIA SECURITIZADORA	60	0,6%	
FORTE SECURITIZADORA	76	0,8%	
<b>TOTAIS</b>	<b>9.752</b>	<b>100%</b>	



até mar/2016			
Emissor	Valor (Milhões)	Part.	
BRAZILIAN SECURITIES CIA SECURITIZAÇÃO	144	42,0%	
RB CAPITAL COMPANHIA DE SECURITIZAÇÃO	110	32,2%	
GAIA SECURITIZADORA	70	20,4%	
ALTERE SECURITIZADORA	19	5,4%	
OUTROS (Participação por emissor inferior à 5%)	0	Valor (Milhões)	0,0% Part.

Fonte: ANBIMA<sup>5</sup>

- 10.3.1. Pelo exposto no quadro acima, a ISEC não figurou posição relevante em termos de novas emissões em 2015.
- 10.3.2. O setor mantém a necessidade de uma transformação estrutural relevante na composição das fontes de financiamento imobiliário. A necessidade decorre do contexto macroeconômico de acirramento da concorrência no mercado de crédito imobiliário pelo cliente mais qualificado, diante do aumento do risco na concessão.

## 11. ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA

- 11.1. Para análise econômico-financeira foram utilizadas as demonstrações financeiras individuais do triênio 2013-2015, auditadas sem ressalvas pela BDO RCS Auditores Independentes S.S.:

R\$ mil	b		a				ΔH%(a/b)
	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	
Ativo	131.875	100,0%	249.535	100,0%	230.991	100,0%	75,2%
Ativo Circulante	31.859	24,2%	75.464	30,2%	65.985	28,6%	107,1%
Financeiro	31.546	23,9%	73.310	29,4%	64.389	27,9%	104,1%
Disponibilidades	5.682	4,3%	5.242	2,1%	4.396	1,9%	-22,6%
Aplicações financeiras	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	
Outros valores financeiros	25.864	19,6%	68.069	27,3%	59.994	26,0%	132,0%
Operacional	313	0,2%	2.154	0,9%	1.596	0,7%	409,9%
Clientes-valor líquido	0	0,0%	1.196	0,5%	6	0,0%	
Outros valores operacionais	313	0,2%	958	0,4%	1.590	0,7%	408,1%
Realizável a longo prazo	100.011	75,8%	173.971	69,7%	164.925	71,4%	64,9%
Outros Valores	100.011	75,8%	173.971	69,7%	164.925	71,4%	64,9%
Outros Valores	100.011	75,8%	173.971	69,7%	164.925	71,4%	64,9%
Ativo permanente	5	0,0%	101	0,0%	80	0,0%	1505,3%
Imobilizado líquido	5	0,0%	101	0,0%	80	0,0%	1505,3%
Imobilizado - custo corrigido	5	0,0%	101	0,0%	80	0,0%	1505,3%

<sup>5</sup> Site Anbima – “Consolidado Mensal” – disponível em <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estatisticas/certificados-de-recebiveis-imobiliarios/Pages/Consulta-e-estatisticas.aspx>> - acesso em 29/04/2016.



Principais Dados Econômico-Financeiros / Por exercícios sociais			
R\$ Mil	dez/13	dez/14	dez/15
Disponibilidades (caixa, bancos e Aplic.Fin.)	5.682	5.242	4.396
Clientes	0	1.196	6
Ativo Total	131.875	249.535	230.991
Fornecedores	0	535	65
Empréstimos//Financiamentos Curto Prazo	0	0	0
Empréstimos//Financiamentos Longo Prazo	0	0	0
Capital Social	273	273	273
Patrimônio Líquido	1.661	1.813	2.579
Receita Operacional Bruta	6.024	2.416	195
Receita Operacional Líquida	6.024	2.416	195
Custos operacionais	0	0	0
Despesas Operacionais	4.401	4.286	2.725
Resultado Operacional	1.623	-1.870	-2.529
Resultado Financeiro Líquido	652	2.122	3.662
Resultado Líquido	2.275	170	1.133
LAJIDA(*) ou EBITDA	1.623	-1.870	-2.529
(-)Aumento (+)Redução NLCDG		26.005	-12.125
Caixa das atividades operacionais	1.623	24.053	-14.655

- 11.2. A evolução do patrimônio líquido da Securitizadora no biênio 2014-2015 provém do lucro líquido de R\$ 851,03 mil, auferido no ano de 2015, crescimento de 400%.

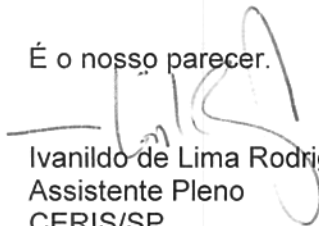
R\$ mil	a		b		c		ΔH(%) (c/a)	ΔH(%) (c/b)
	31/12/2013	ΔV(%)	31/12/2014	ΔV(%)	31/12/2015	ΔV(%)		
Receita operacional bruta	6.024	100,0%	2.416	100,0%	195	100,0%	-96,8%	-91,9%
Receita Operacional Bruta	6.024	100,0%	2.416	100,0%	195	100,0%	-96,8%	-91,9%
Receita operacional líquida	6.024	100,0%	2.416	100,0%	195	100,0%	-96,8%	-91,9%
Lucro bruto	6.024	100,0%	2.416	100,0%	195	100,0%	-96,8%	-91,9%
Despesas operacionais	(4401)	100,0%	(4286)	177,4%	(2725)	1395,8%	-38,1%	-36,4%
Administrativas	(2417)	100,0%	(4251)	176,0%	(2830)	1449,7%	17,1%	-33,4%
Comerciais e tributárias	(1968)	100,0%	(113)	4,7%	(26)	13,1%	-98,7%	-77,3%
Outras receitas operacionais	321	100,0%	78	3,2%	131	67,0%	-59,3%	67,5%
Lucro / Prejuízo operacional antes resultado financeiro	1.623	100,0%	-1870	-77,4%	-2529	-1295,6%	-255,8%	35,2%
Resultado financeiro líquido	652	100,0%	2.122	87,9%	3.662	1876,1%	461,7%	72,5%
Despesas financeiras		#DIV/0!	(24672)	1021,3%	(38951)	19954,9%	-	57,9%
Receitas financeiras	652	100,0%	26.795	1109,1%	42.613	21830,9%	6435,8%	59,0%
Lucro / Prejuízo operacional antes efeito inflacionário	2.275	100,0%	252	10,5%	1.133	580,3%	-50,2%	348,6%
Lucro / Prejuízo operacional líquido	2.275	100,0%	252	10,5%	1.133	580,3%	-50,2%	348,6%
Lucro / Prejuízo antes do IR	2.275	100,0%	252	10,5%	1.133	580,3%	-50,2%	348,6%
Imposto de renda (+/-)	(0)	#DIV/0!	(83)	3,4%	(282)	144,3%	-	239,9%
Imposto de Renda (+/-)		#DIV/0!	(83)	3,4%	(282)	144,3%	-	239,9%
Lucro / Prejuízo líquido do exercício (+/-)	2.275	100,0%	170	7,0%	851	436,0%	-62,6%	401,8%

- 11.3. Os resultados apurados no período mostram ganhos gerados pela natureza de sua atividade de prestação de serviços de securitização, que basicamente resultam do *spread* gerado nas emissões de CRI e receitas de serviços prestados na administração de patrimônio fiduciário dos CRI sob sua gestão, sendo que o maior gerador de retornos está classificado em resultado financeiro, com evolução de 72,54% em 2015 comparado com 2014.
- 11.4. O lucro líquido aumentou 348,64% em 2015 comparado com 2014, porém houve redução de 50,23% em relação a 2013, sendo que a elevação de 2014/2015 refere-se a 3 novos (CRI's) emitidos ao longo de 2015, contrabalanceados por despesas compatíveis, gerando um saldo de R\$ 3,66 mil em 2015.
- 11.5. Em decorrência do Regime Fiduciário, aplicável às emissões das sociedades securitizadoras, os ativos e passivos de cada emissão não figuram entre os ativos e passivos da instituição, constituindo assim um patrimônio separado, sendo os direitos e obrigações referentes a esses patrimônios separados, apresentados em demonstrações próprias, sendo que em MAR/2016 encontram-se cumprindo suas obrigações.


## 12. CONSIDERAÇÕES FINAIS

- 12.1. Independente do prazo de validade desta avaliação, informamos que esta CERIS/SP realizará o acompanhamento da análise, com possibilidade de alteração do *rating* ora atribuído, caso verifique fatos novos e influentes que sinalizem modificação no desempenho da Securitizadora em qualquer aspecto, bem como alterações nas condições operacionais ou no cenário do mercado de securitização.
- 12.2. Em razão das peculiaridades das operações de securitização de recebíveis, o valor a ser contratado e o *rating* das operações serão atribuídos a cada proposta de análise de emissão encaminhada.

É o nosso parecer.



Ivanildo de Lima Rodrigues  
Assistente Pleno  
CERIS/SP



Elaine Cristina Alves dos Reis  
Gerente de Centralizadora  
CERIS/SP