

À  
GIFUG / GEFOM

Assunto: Avaliação de Operação de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) adquiridos com recursos FGTS

Ref.: Brazilian Securities Companhia de Securitização (BSCS, Securitizadora, Emissora)

Senhores Gerentes,

1. IDENTIFICAÇÃO

NOME	Brazilian Securities Companhia de Securitização
CNPJ	03.767.538/0001-14
RAMO DE ATIVIDADE	Securitização de créditos
PORTE (2T14)	PAT. LÍQ.: R\$ 140.932 mil
DATA DE CONSTITUIÇÃO	14/04/2000
LOCALIZAÇÃO	São Paulo/SP
RATING DA OPERAÇÃO	"AA"
VALIDADE	08/10/2015
DOCUMENTO	PA CERIS/SP 0948/14

2. CARACTERÍSTICAS DA OPERAÇÃO

EMISSIONA	Brazilian Securities Companhia de Securitização
EMIÇÃO	1ª
SÉRIE	(não definida)
VALOR DA EMISSÃO	R\$ 35.012.688,20 (trinta e cinco milhões, doze mil, seiscentos e oitenta e oito reais e vinte centavos).
VALOR NOMINAL UNITÁRIO	R\$ 1.000.362,52 (um milhão trezentos e sessenta e dois reais e cinquenta e dois centavos)
QUANTIDADE	35 (trinta e cinco)
DATA DA EMISSÃO	17/06/2014
AGENTE FIDUCIÁRIO	Oliveira Trust DTVM S.A.
PRAZO DE CARÊNCIA	Não há.
PRAZO DE AMORTIZAÇÃO	219 meses
JUROS DA EMISSÃO	6,3792% a.a. (TR inclusa)
FORMA DE PAGAMENTO	Mensal
CEDENTE	HSBC Bank Brasil S.A. Banco Múltiplo CNPJ 01.701.201.0001-89
LASTRO	Os CRI são lastreados pelas CCI e suas Garantias.
CONTA CENTRALIZADORA	Conta corrente mantida no banco autorizado HSBC Bank Brasil S.A. – Banco Múltiplo, de titularidade da emissora.

FORMA	Escritural
GARANTIAS	<ul style="list-style-type: none"><li>• Instituição do regime fiduciário sobre os créditos imobiliários cedidos;</li><li>• Coobrigação do Cedente (HSBC);</li><li>• Alienação fiduciária ou hipoteca dos imóveis.</li></ul>
FUNDO DE DESPESA	<p>Mensalmente, o fluxo de caixa e prioridade nos pagamentos obedecerá a seguinte ordem ("<u>Pagamentos dos CRI</u>"):</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Pagamento das Despesas Ordinárias;</li><li>• Pagamento integral dos juros referentes aos CRI, na seguinte ordem: (a) juros vencidos (capitalizados) e não pagos, e (b) juros vincendos no respectivo mês do pagamento;</li><li>• Pagamento do principal dos CRI relativo ao respectivo mês de pagamento; pagamento dos CRI relativo a eventual Amortização Antecipada dos CRI;</li><li>• Os recursos eventualmente excedentes dos Créditos Imobiliários, após o atendimento da ordem de pagamentos aqui previstos, serão integralmente devidos ao Cedente.</li></ul>

2.1. As características da operação foram apresentadas a esta Centralizadora pela GIFUG/SP e GEFOM por meio do Termo de Securitização de Créditos Imobiliários, Relatório Síntese, Fluxo do CRI e Parecer do Jurídico conforme NJ JURIR/SP 2464/14.

2.1.1. A Série objeto de análise nesse documento ainda não possui Termo de Securitização definitivo, motivo pelo qual ainda não há definição da numeração. Também não foi emitida classificação de risco por agência especializada para a referida Série.

### 3. VIABILIDADE FINANCEIRA DA OPERAÇÃO

3.1. 1ª Emissão, com Série a definir

3.1.1. Os créditos imobiliários vinculados à Série atendiam, conforme declaração da cedente à Brazilian Securities, no mínimo, aos seguintes critérios de elegibilidade:

- Volume Financeiro Total (Saldo Devedor): R\$ 41.977.278,33 (quarenta e um milhões, novecentos e setenta e sete mil, duzentos e setenta e oito reais e trinta e três centavos), na data base;

- *Loan to Value* (“LTV”): abaixo ou igual a 80% (oitenta por cento) para cada contrato de financiamento;
  - Valor da Garantia Individual: até R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais);
  - Prazo Remanescente Mínimo: 06 (seis) meses;
  - Prazo Remanescente Máximo: 219 (duzentos e dezenove) meses;
  - Garantia dos Contratos: Alienação Fiduciária, sendo certo que esta somente será transferida por ocasião da Averbação, na ocorrência das hipóteses previstas no Termo de Securitização;
  - Adimplemento dos Créditos Imobiliários: os devedores encontram-se adimplentes com o pagamento das prestações relativas aos contratos de financiamento na data base;
  - Concentração Máxima da Carteira: 0,34%;
  - Tipo de Imóvel: imóveis residenciais urbanos, com habite-se concedido pelo órgão administrativo competente ou com a construção averbada na respectiva matrícula no registro de imóveis competente, de origem pulverizada pelo país;
  - Sistema de Amortização: SAC;
  - Taxas de Juros Mínimas e Máximas dos Créditos Imobiliários: Entre TR + 7,7% a.a. e TR + 11,39% a.a. (taxa efetiva).
- 3.1.2. Conforme informações enviadas pelo demandante desta análise, os 778 contratos que irão lastrear a emissão do CRI possuem as seguintes características:
- Valor das obrigações da emissão: R\$ 41.977.278,33;
  - Valor do saldo devedor contábil dos contratos: R\$ 42.033.472,18 (quarenta e dois milhões, trinta e três mil, quatrocentos e setenta e dois reais e dezoito centavos);
  - Valor do saldo devedor em relação às obrigações: 100,13%;
  - Prazo médio de concessão: 304 meses;
  - Quantidade média de prestações pagas: 36;
  - Prazo médio remanescente: 273 meses;
  - Valor médio de avaliação dos imóveis: R\$ 134.058,30;
  - Valor médio de financiamento dos contratos: R\$ 78.038,00;
  - Valor médio de saldo devedor contábil dos contratos: R\$ 54.027,60;
  - LTV médio dos contratos: 58%;
  - Taxa média da carteira para a Emissão: TR + 9,34% (taxa efetiva);
  - Ratings dos contratos: os contratos possuem ratings compreendidos em AA e A, conforme padrão interno do cedente.

#### 4. RESULTADO DA AVALIAÇÃO DA OPERAÇÃO DE CRI

##### 4.1. Série a definir, da 1ª Emissão

RATING PRELIMINAR DA OPERAÇÃO		“AA”	
DATA DA AVALIAÇÃO	02/12/2014	VALIDADE PARA CONTRATAÇÃO	31/01/2015

- 4.1.1. A atribuição de *rating* preliminar faz-se necessária em função do Termo de Securitização recebido não ser o definitivo para a Série, sem contar inclusive com Este documento é de uso interno e # confidencial 20, sendo vedada a sua divulgação externa.

numeração. Quando do recebimento do referido documento emitiremos rating definitivo.

## 5. ASPECTOS RELEVANTES PARA O RESULTADO

- 5.1. Conforme PA GERAC 001/14, de 19/09/2014, com validade de dois anos, a GERAC emitiu a seguinte conclusão em relação aos procedimentos operacionais de originação de crédito e emissão de papéis da Brazilian Securities:

“Dadas as estratégias e metodologias de aquisição de contratos que são lastro à emissão dos CRIs da Brazilian Securities, o vigente controle sistematizado das operações, o nível de garantias (alienação fiduciária) e o baixo nível de inadimplência do crédito das operações, referendamos como tecnicamente aceitável a metodologia de seleção utilizada pela Brazilian Securities.”

- 5.2. Destacamos os seguintes aspectos relevantes observados nessa análise quanto à securitizadora, mercado de atuação e emissões, e que embasaram a manutenção dos *ratings*:

- A Brazilian Securities é um dos principais *players* do segmento de securitização imobiliária do mercado brasileiro e líder em volume emitido consolidado;
- O Banco Pan adquiriu indiretamente, em 19/07/2012, a Brazilian Securities, o que proporciona suporte financeiro e menores custos de captação;
- A administração da empresa é profissionalizada, composta por profissionais experientes advindos do mercado financeiro;
- A Brazilian Securities utiliza critérios rígidos de seleção da carteira de recebíveis que lastreiam suas emissões de CRI;
- A empresa possui baixo endividamento oneroso (linha de crédito com o BID<sup>1</sup>);
- As emissões contam com recebíveis de contratos imobiliários de grandes bancos brasileiros e alienação fiduciária dos imóveis que lastreiam as operações;
- Possui bom histórico de operações realizadas com o FGTS;
- Necessidade de uma consolidação legal e formação de um mercado secundário para se desenvolver mais fortemente o segmento de CRI;
- O setor está sujeito às variações da atividade econômica, e caso haja enfraquecimento da economia, em especial no setor imobiliário, poderá ocorrer aumento de inadimplência ou redução do valor de mercado dos imóveis.

## 6. CEDENTE

- 6.1. O HSBC Bank Brasil S.A., instituição pertencente à franquia internacional HSBC Holdings plc., opera como banco múltiplo e, por intermédio de suas controladas diretas e indiretas, atua também nas áreas de seguros, previdência, capitalização,

---

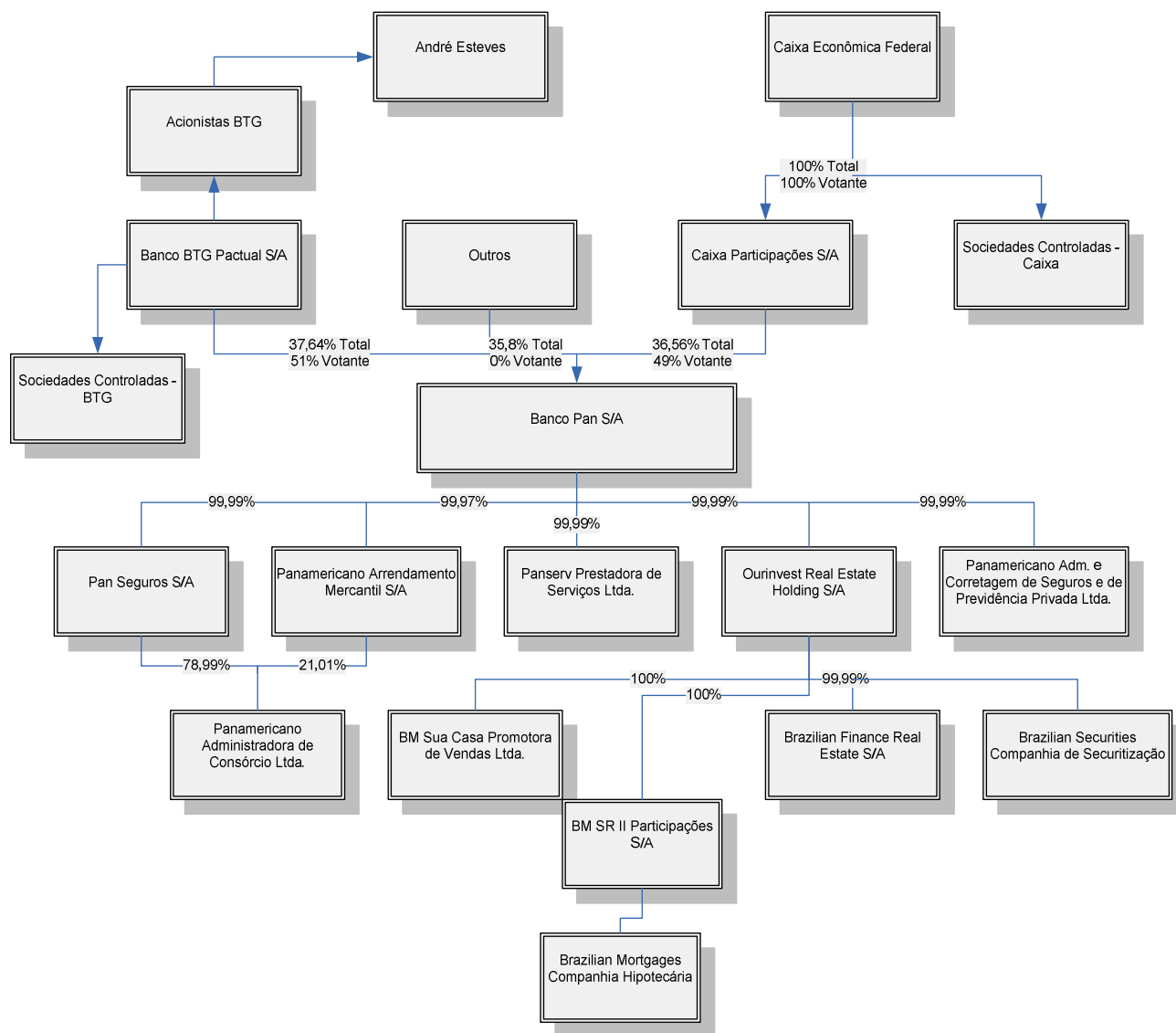
<sup>1</sup> BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento: órgão fornecedor de recursos para o desenvolvimento na América Latina e Caribe. Tem por objetivo eliminar a pobreza e a desigualdade e promover o crescimento econômico sustentável.

- corretagem de câmbio e valores mobiliários, distribuição de títulos e valores mobiliários, administração de fundos, carteiras de investimento e consórcio.
- 6.1.1. O HSBC possui avaliação fundamentalista efetuada nesta centralizadora, com atribuição de *rating* “B”, válido até 26/04/2015.

## 7. ESTRUTURA ORGANIZACIONAL / ASPECTOS OPERACIONAIS / CONGLOMERADO DA SECURITIZADORA

- 7.1. Não houve alterações na composição societária do Grupo a que pertence a Brazilian Securities, com relação ao último Parecer emitido e citado no item 2 deste documento.

- 7.2. O organograma abaixo demonstra o Grupo ao qual a Brazilian Securities pertence:



- 7.3. A composição da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração do banco é apresentada a seguir, com prazos de mandato até AGO de 2016:

**Conselho de Administração**

Nome	CPF	Cargo
José Luiz Acar Pedro	607.571.598-34	Presidente do Conselho
Leandro de Azambuja Micotti	167.898.058-77	Vice-Presidente do Conselho
Paulo Alexandre da Graça Cunha	109.628.468-56	Membro do Conselho

**Diretoria**

Nome	CPF	Cargo
José Luiz Acar Pedro	607.571.598-34	Diretor Presidente
José Luiz Trevisan Ribeiro	462.802.359-04	Diretor Vice Presidente
Eduardo Nogueira Domeque	260.764.368-67	Diretor de Relações com Investidores
Frederico Pessoa Porto	185.686.808-13	Diretor

- 7.4. Segundo Anuário de Finanças Estruturadas 2014, elaborado pela Uqbar, em 2013, a Brazilian Securities obteve o terceiro maior volume emitido de CRI, dentre as maiores securitizadoras brasileiras, com montante de R\$ 2,95 bilhões, representando uma participação de 17,7%. O primeiro lugar ficou com a Ápice (R\$ 5,40 bilhões e 32,4% de participação) e o segundo com a Gaia (R\$ 2,99 bilhões e 17,9% de participação).
- 7.4.1. Quanto ao volume emitido consolidado (1999 a 2013) a Brazilian Securities recuperou a posição de liderança que havia perdido para a RB Capital em 2012. Desde o início do mercado de CRI, a Brazilian Securities emitiu R\$ 13,93 bilhões (22,2%), seguida pela RB Capital, que emitiu R\$ 13,47 bilhões (21,4%), pela Cibrasec, que emitiu R\$ 10,53 bilhões (16,8%) e pela Gaia, que emitiu R\$ 9,03 bilhões (14,4%). Mesmo 2013 tendo sido o ano de sua estreia no mercado, a Ápice já se consolida como a quinta maior emissora de CRI com R\$ 5,40 bilhões (8,6%).
- 7.4.2. Com relação ao número de operações, segundo a Uqbar, em 2013, a Brazilian Securities liderou o ranking de securitizadoras imobiliárias por esse critério, com 32 operações. A primeira colocada foi a Gaia com 27 operações e em segundo lugar ficou a RB Capital com 22 operações.
- 7.4.3. Quanto ao número de operações consolidado (1999 a 2013) a Brazilian Securities continuou em primeiro lugar, com 223 operações, o que representa 25,7% do mercado. O segundo lugar passou a ser da RB Capital com 186 operações e 21,4% do mercado, seguida pela Cibrasec com 182 operações e 21,0% de participação no mercado, depois vem a Gaia com 79 operações e 9,1% de participação e em seguida aparece a PDG com 23 operações e 2,6% de mercado.
8. ORIGINAÇÃO DE CRÉDITOS E EMISSÃO DE PAPÉIS
- 8.1. Conforme apresentado pela Brazilian Securities em visita realizada pela CAIXA em 28/08/2014, os processos e parâmetros utilizados não foram alterados em relação ao que já foi identificado anteriormente.

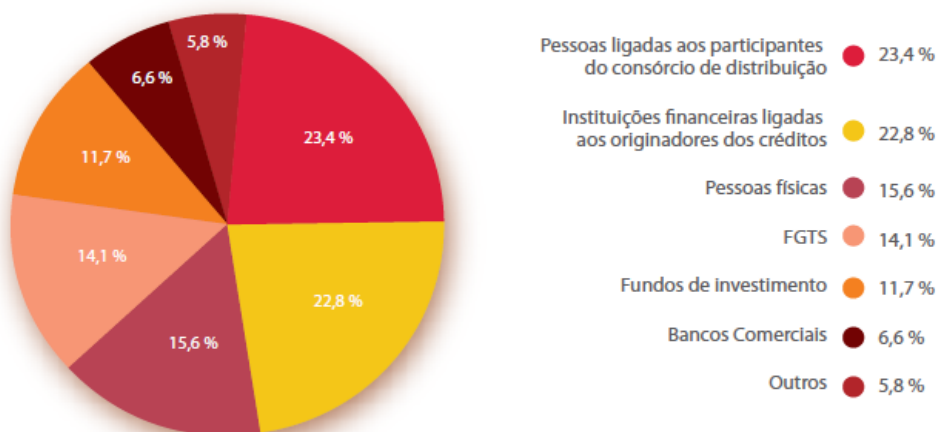
Este documento é de uso interno e # confidencial 20, sendo vedada a sua divulgação externa.

## 9. MERCADO DE ATUAÇÃO / CADASTRO / RATING EXTERNO

- 9.1. Segundo o Anuário de Securitização e Financiamento Imobiliário 2014 da Uqbar<sup>2</sup>, o ano de 2013 se revelou um período de forte ascensão do crédito imobiliário na economia brasileira. O volume anual de emissões de CRI alcançou um novo patamar em 2013, com um montante emitido de R\$ 16,65 bilhões (+73,6% ante 2012 / +22,8% ante 2011). Consequência do recorde de emissões, e por tratar-se de títulos de longo prazo, o estoque atual do CRI atingiu o montante de R\$ 45,39 bilhões ao final de 2013.
- 9.2. Repetindo o histórico de 2012, três novas companhias foram registradas na CVM, a saber: BIAM Companhia Securitizadora, BSI Capital Securitizadora e Ethos Securitizadora. Apesar do número relativamente alto de companhias (63 ao final de 2013) as emissões de CRI continuam concentradas nas mãos de poucas, tendo apenas cinco delas sido responsáveis por cerca de 89% do total das emissões no ano de 2013 e de 83,3% do acumulado desde 1999.
- 9.3. Diferentemente do que ocorreu em 2012, quando foi o maior investidor em CRI, o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) figurou como o 4º maior investidor ao final do ano de 2013, sendo que 46,2% das emissões foram adquiridas por pessoas ligadas aos participantes dos consórcios de distribuição ou instituições financeiras ligadas aos originadores dos créditos. Investidores pessoas físicas aparecem como 3º maior.
- 9.3.1. O gráfico abaixo apresenta a distribuição dos investidores de CRI em 2013:

### Composição do Montante Emitido de CRI em 2013 por Classe de Investidor (%)

Fonte: Uqbar



Fonte: Uqbar – Anuário Imobiliário (2014)

- 9.3.2. Quanto ao ritmo de crescimento, o quadro geral do setor mantém sua tendência ascendente no longo prazo. Também se mantém a necessidade de uma transformação estrutural relevante na composição das fontes de financiamento imobiliário. A necessidade decorre do contexto macroeconômico de aumento na

<sup>2</sup> Disponível em: <<http://www.uqbar.com.br>>  
Acessado em: 22/10/2014.



demanda por crédito imobiliário concomitantemente à perda de participação relativa da caderneta de poupança nas fontes de financiamento.

- 9.4. Conforme o Anuário de Finanças Estruturadas 2014 da Uqbar segue *ranking* das maiores securitizadoras do mercado em 2013, por montante emitido:

2013			
Securitizadora	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)
Ápice	5.398.441.873	1	32,4
Gaia	2.986.119.879	2	17,9
Brazilian Securities	2.950.386.706	3	17,7
RB Capital	1.757.799.687	4	10,6
Cibrasec	1.727.015.481	5	10,4
Habitasec	392.074.414	6	2,4
PDG	386.715.895	7	2,3
Polo Capital	188.685.988	8	1,1
ISEC	171.041.419	9	1,0
Nova Securitização	167.999.495	10	1,0
<b>Dez Maiores</b>	<b>16.126.280.837</b>	-	<b>96,9</b>
<b>Total</b>	<b>16.649.754.481</b>	-	<b>100,00</b>

- 9.5. 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. 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, também por LCI's que trazem melhores rendimentos aos investidores, ou até CDB's que são de maior conhecimento do investidor em geral e trazem maior segurança por serem emitidos geralmente por instituições de reconhecida liquidez, podendo haver arrefecimento no mercado de emissão e aquisição de CRI.
- 9.5.1. Em contrapartida, um cenário de crise nos mercados internacionais pode impactar o cenário macroeconômico interno, bem como o mercado de capitais brasileiro com reflexos no nível de renda da população e na 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 e liquidez de títulos com lastro em tais créditos, entre outros.
- 9.5.2. Nos últimos 03 anos a CAIXA tem sido o principal cedente de créditos imobiliários para emissão de CRI's. Em 2011, a Gaia emitiu a 31ª Série da 04ª Emissão no montante de R\$ 1.862 milhões, a maior operação daquele ano com 13,7% de participação no total das emissões.
- 9.5.2.1. No ano de 2012 foi a vez da RB Capital emitir o CRI com lastro em contratos de financiamentos imobiliários da CAIXA, no valor de R\$ 2.191 milhões, a maior operação desde o início do mercado até aquele momento.
- 9.5.2.2. Já em 2013, o maior CRI emitido foi da Ápice Securitizadora, lastreado em contratos de financiamentos imobiliários do Itaú Unibanco, teve o valor de R\$ 3.290 milhões, porém de classe subordinada e não distribuído para investidores no mercado, sendo adquirido pelo próprio banco. A CAIXA teve a segunda maior operação de CRI no ano passado, com valor de emissão de R\$ 2.037 milhões e 12,2% de participação no total das emissões.



- 9.6. De acordo com as pesquisas cadastrais efetuadas nos sistemas externos e corporativos CAIXA no dia 02/12/2014 em nome da BSCS, seus controladores e seus membros do Conselho de Administração e da Diretoria, não foram encontradas restrições cadastrais impeditivas à continuidade da análise, sob a ótica do risco de crédito.

**BSCS: 03.767.538/0001-14**

Apontamentos	Situação
CADIN	Nada consta.
FGTS	Certidão de Regularidade do FGTS válida até 30/12/2014.
INSS	Certidão negativa de débitos relativos às contribuições previdenciárias e às de terceiros, válida até 13/05/2015.
SRFB/PGFN	Certidão conjunta positiva com efeitos de negativa de débitos relativos aos tributos federais e à dívida ativa da União Válida até 13/05/2015.
SIJUR	04 registros em situação de "ativo".
SISBACEN	Por ser empresa de capital aberto, com balanços auditados por auditores independentes, não foi exigida a autorização para pesquisa no SCR-BACEN, sendo que a análise do endividamento da empresa foi balizada em informações públicas, divulgadas em ambiente regulado segundo regulamentação específica da CVM.
SERASA	01 registro PEFIN / REFIN em aberto no valor de R\$ 49,00.
TST	Certidão Negativa de Débitos Trabalhistas válida até 30/05/2015.
CEIS	Nada consta.

- 9.6.1. Entretanto, devido a 04 apontamentos encontrados no SIJUR em nome de BSCS, orientamos que para contratação de operações seja efetuada consulta prévia ao Jurídico local quanto a eventuais impedimentos.
- 9.7. Não houve mudança no *rating* nacional de longo prazo emitido pela agência de classificação de risco Fitch Ratings, em 17/07/2013, para a Brazilian Securities, mantendo-se em "AA-(bra)", equivalente ao "A" na escala adotada pela CAIXA.
- 9.8. A BSCS possui relacionamento com a CAIXA desde 04/2004 através de 05 contas corrente com saldo médio total no valor de R\$ 398.498,33 em 11/2014.

**10. ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA**

- 10.1. Para a análise da BSCS, foram utilizadas as demonstrações financeiras padronizadas individuais apresentadas à CVM referentes aos períodos encerrados em 2011, 2012 e 2013, além do balancete até 30/06/2014, auditadas sem ressalvas no triênio pela PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes.
- 10.2. Nos quadros a seguir verificam-se os principais dados e indicadores econômico-financeiros da empresa:

FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS											
R\$ mil	dez/11	ΔV - %	dez/12	ΔV - %	ΔH - % 12/11	dez/13	ΔV - %	ΔH - % 13/12	ΔH - % 13/11	set/14	ΔV - %
Receita Operacional Bruta	59.574	100%	36.243	100%	-39%	113.631	100%	214%	91%	46.351	100%
Deduções da Receita	0	0%	0	0%	0%	0	0%	0%	0%	0	0%
Receita Operacional Líquida	59.574	100%	36.243	100%	-39%	113.631	100%	214%	91%	46.351	100%
Custo dos Produtos/Serviços Vendidos	0	0%	0	0%	0%	28.868	25%	0%	0%	4.526	10%
Lucro Bruto	59.574	100%	36.243	100%	-39%	84.763	75%	134%	42%	41.825	90%
Despesas administrativas	32.434	54%	30.305	84%	-7%	26.458	23%	-13%	-18%	13.678	30%
Despesas comerciais	6.027	10%	6.212	17%	3%	5.735	5%	-8%	-5%	3.959	9%
(+/-) Outras Despesas/ Receitas Operacionais	-20.916	-35%	-10.861	-30%	-48%	-10.687	-9%	2%	49%	-5.591	-12%
Lucro da Atividade (LAJ ou EBIT)	42.029	71%	10.587	29%	-75%	63.257	56%	497%	51%	29.779	64%
+ depreciação	48	0%	53	0%	10%	16	0%	-70%	-67%	0	0%
Lucro antes de juros, impostos e deprec/amort (LAJIDA ou EBITDA)	42.077	71%	10.640	29%	-75%	63.273	56%	495%	50%	29.779	64%
- Imposto de Renda e Contr. Social	-19.762	-33%	1.886	5%	-110%	-17.098	-15%	-1007%	13%	-6.745	-15%
Caixa das Atividades Operacionais antes de juros (LAJIDA ou EBITDA)	22.315	37%	12.526	35%	-44%	46.175	41%	269%	107%	23.034	50%
+(-) Redução (Aumento) da NLCDG	-	0%	-48.415	-134%	0%	50.026	44%	203%	0%	131.117	283%
+(-) 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)	22.315	37%	-35.889	-99%	-261%	96.201	85%	368%	331%	154.151	333%
- Despesas Financeiras	-34.354	-58%	-32.580	-90%	-5%	0	0%	100%	100%	-10.570	-23%
+ Receitas Financeiras	67.371	113%	32.166	89%	-52%	17.083	15%	-47%	-75%	0	0%
(-) Variações Monetárias/Cambiais Pagas	-19.049	-32%	-17.025	-47%	-11%	-55.254	-49%	-225%	-190%	-22.899	-49%
+ Variações Monetárias/Cambiais Recebidas	0	0%	0	0%	0%	25.292	22%	0%	0%	23.584	51%
Caixa Líquido das Atividades Operacionais (FCL)	36.283	61%	-53.328	-147%	-147%	83.322	73%	256%	-130%	144.266	311%

RESUMO DAS CONTAS PATRIMONIAIS POR PERÍODO				
Em R\$ mil	dez/11	dez/12	dez/13	set/14
Ativo Circulante Financeiro	182.089	76.270	66.096	121.085
Passivo Circulante Financeiro	237.432	58.439	130.685	140.618
Ativo Circulante Operacional	39.772	106.788	83.461	32.166
Passivo Circulante Operacional	357	18.958	45.657	125.479
Realizável a Longo Prazo	363.479	419.667	370.463	446.819
Passivo Exigível a Longo Prazo	147.566	330.278	137.104	191.907
Ativo permanente	121	90	488	488
Patrimônio Líquido	200.106	195.140	207.062	142.554

INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS				
	dez/11	dez/12	dez/13	set/14
Liquidez Corrente	0,93	2,37	0,85	0,58
Endividamento Geral (PC+ELP/PL)	1,93	2,09	1,51	3,21
Endividamento Bancário (dívida onerosa/PL)	0,00	0,00	1,15	0,87
Rentabilidade Operacional (LAJIDA /Ativo Total)	7,19%	1,77%	12,16%	6,61%
Evolução Faturamento (IGP-DI médio)	-	-42,60%	194,98%	-47,35%
Índice de cobertura de juros (x)	Res.Fin >0	25,70	Res.Fin >0	2,82
Índice Cobertura de dívidas onerosas no CP	0,65	FCO <0	0,79	1,49
Ciclo Financeiro (dias)	235	0	290	0
Margem de Lucro Líquido	60,82%	-13,70%	29,29%	28,37%

- 10.2.1. A Receita Operacional Líquida (ROL) da companhia apresentou aumento nominal de 91% em 2013 comparada a 2011, resultado do incremento das receitas com prestação de serviços de emissão de CRI e receitas com recebíveis imobiliários devido ao aquecimento do mercado.
- 10.2.1.1. Em 2012, a ROL da companhia teve efeito inverso, apresentando redução nominal de 39% quando comparada a 2011, resultado da estagnação do segmento naquele ano. Até o 3T14 as receitas apresentam viés de queda para o fechamento do ano comparada a 2013, porém como as grandes emissões ocorrem geralmente no último trimestre, tais números poderão ser alavancados e contribuir com incremento de receitas extra.
- 10.2.2. As despesas administrativas e comerciais diminuíram em 2013 com relação a 2012, resultado de uma melhor gestão da administração objetivando maior eficiência e maior automação dos processos de controles. Essas despesas, até setembro de 2014, atingiram juntas R\$ 17.637 mil e se continuarem nesse patamar, deve fechar 2014 abaixo do valor apurado em 2013, mostrando o contínuo processo de redução de despesas por parte da Companhia.
- 10.2.3. O EBITDA da companhia apresenta-se bastante instável no triênio, com queda de 75% de 2011 para 2012 e elevação de 56% de 2012 para 2013, resultado das variações da ROL e redução de despesas nos anos observados.
- 10.2.4. O Patrimônio Líquido (PL) da empresa apresentou uma pequena evolução de 3,5% no triênio analisado. Em setembro de 2014 o PL era de R\$ 142.554 mil, devido a distribuição de lucros acumulados.
- 10.2.5. A empresa não possui endividamento bancário de curto prazo, financiando suas atividades com recursos próprios ou de terceiros tais como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), menos onerosos e proporcionando uma rentabilidade maior aos acionistas.
- 10.2.5.1. A linha de crédito da BSCS com o BID tem um valor máximo de até US\$ 75 milhões, com prazo de sete anos (assinado em março de 2006), sendo utilizada nos 5 primeiros anos e paga nos 2 anos subsequentes, com taxa de juros correspondente a LIBOR acrescida de 2,375% ao ano. Esta linha tem como objetivo financiar a aquisição de novos créditos imobiliários e consequente emissão de CRI's.
- 10.2.5.1.1. Em julho de 2010 foi celebrado novo contrato no valor de US\$ 25 milhões, com o mesmo propósito, porém por 5 anos.
- 10.2.5.1.2. Em setembro de 2014 o saldo das obrigações referentes aos recursos desembolsados junto ao BID correspondia a R\$ 123,8 milhões.
- 10.3. Efetuamos um comparativo entre as principais securitizadoras do mercado brasileiro, considerando os principais indicadores econômico-financeiros e operacionais. Segue abaixo quadro-resumo:

	Comparativo entre Securitizadoras (2013)				
	ROL*	EBITDA*	Lucro Líquido*	Rentabilidade	Margem de LL
Brazilian Securities	113.631	63.273	33.280	12,16%	29,29%
CIBRASEC	20.910	3.426	4.698	2,65%	22,47%
Gaia	2.063	1.098	835	20,47%	40,48%
RB Capital	44.444	29.246	14.447	12,18%	32,51%

\* valores em R\$ mil

- 10.3.1. Observa-se que a diferença principal entre as securitizadoras está na ROL, que reflete as receitas com prestação de serviços e emissões de CRI. Algumas delas optam por cobrança no momento da estruturação, caso da Brazilian e RB Capital. Outras como a Gaia cobram seus serviços ao longo das emissões, recebendo os valores pulverizados.
- 10.3.2. No mais, tanto a rentabilidade como a margem de lucro apresentam índices confortáveis, exceção feita à CIBRASEC que diminuiu consideravelmente suas emissões em 2013, afetando o retorno frente seus ativos.

## 11. FATORES DE RISCO

- 11.1. A BSCS pode não ser bem sucedida na consecução de sua estratégia de crescimento caso não consiga investir os recursos disponíveis e captados em longo prazo, seu crescimento poderá exigir capital adicional, que poderá não estar disponível ou, caso disponível, poderá não estar em condições satisfatórias, perda de membros da alta administração (pessoas-chave), capacidade de manter seu registro de companhia aberta perante a CVM.
- 11.2. A BSCS poderá sofrer efeitos mercadológicos conflitantes com os interesses de futuros investidores, tais como inadimplência no crédito imobiliário, desvalorização do valor de mercado dos imóveis que lastreiam o CRI e riscos associados aos prestadores de serviços.
- 11.3. Com relação aos seus investidores em CRI's podem ser considerados riscos como alterações na legislação tributária, baixa liquidez dos CRI's no mercado secundário, pagamento antecipado dos créditos imobiliários, o risco de crédito dos devedores pode afetar adversamente os CRI's, liquidação financeira com base no registro provisório concedido pela CVM.
- 11.4. Com relação aos setores de atuação os riscos associados são basicamente a concentração no mercado imobiliário.
- 11.5. Mais detalhadamente, o cenário de baixo crescimento do Produto Interno Bruto 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 e a liquidez de títulos com lastro em tais créditos.
- 11.6. Podemos acrescentar alguns riscos aos quais as companhias securitizadoras de créditos imobiliários no Brasil estão expostas, como eventuais mudanças na

legislação que regulamenta o setor, em particular, a necessidade de capital mínimo, assunto discutido no âmbito da CVM, como também a criação de novos instrumentos lastreados em crédito imobiliário, como a Letra Financeira Imobiliária (LFI) que são emitidos e garantidos pelos próprios bancos e que se difundiram entre 2013 e 2014, dispensando a participação de companhias securitizadoras.

## 12. CONSIDERAÇÕES FINAIS

- 12.1. O enquadramento bem como a verificação quanto aos aspectos jurídicos, de viabilidade da operação e demais trâmites pertinentes à contratação não foram objeto de análise deste documento.
- 12.2. Cabe à unidade contratante a informação de quaisquer alterações nas condições ora apresentadas que possam afetar os fundamentos apresentados.
- 12.3. 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.

É o nosso parecer.

IVANILDO DE LIMA RODRIGUES  
Assistente  
CERIS/SP

ELAINE CRISTINA ALVES DOS REIS  
Gerente de Centralizadora  
CERIS/SP