

PA CERIS/SP 1055/15 # CONFIDENCIAL 20

São Paulo, 30 NOV 15

À
GEFOMAssunto: Reavaliação de Risco do Tomador de Crédito e Operações de Certificados de Recebíveis
Imobiliários (CRI).

Ref.: Gaia Securitizadora S.A.

Senhor (a) Gerente,

1. IDENTIFICAÇÃO DA PROPONENTE

NOME	GAIASEC – Gaia Securitizadora S/A
CNPJ	07.587.384/0001-30
RAMO DE ATIVIDADE	Securitização de Recebíveis
PORTE (3T15)	PAT. LÍQ.: R\$ 656 mil
CÓDIGO SIRIC	66273695
DATA DE CONSTITUIÇÃO	11/07/2005
LOCALIZAÇÃO	São Paulo / SP

- 1.1. A GAIASEC foi reavaliada por meio do PA CERIS/SP 0742/14, em 26/11/2014 com o objetivo de renovar seu credenciamento como securitizadora em operações de aquisição de CRI, no qual foi atribuído o *rating* "A".

2. RESULTADO DA AVALIAÇÃO

RATING ATRIBUÍDO – EMPRESA		Manutenção "A"	
DATA DA AVALIAÇÃO	15/11/2015	VALIDADE	29/11/2016

3. CARACTERÍSTICAS DAS OPERAÇÕES DE CRI ADQUIRIDAS – REAVALIAÇÃO

3.1 CARTEIRA FGTS

- 3.1.1 De acordo com informações da GEFOM – GN Ativo FGTS Operações de Mercado, posição de 30/10/2015, os CRI's emitidos pela Gaia Securitizadora e adquiridos com recursos FGTS são os seguintes:

3.1.1.1 22ª Série da 5ª Emissão (Sênior)

CÓDIGO CETIP	12L0018386
VALOR DA EMISSÃO	R\$ 86.531.783,04 (oitenta e seis milhões, quinhentos e trinta e um mil, setecentos e oitenta e três reais e quatro centavos).
VALOR SUBSCRITO	R\$ 86.531.783,04 (oitenta e seis milhões, quinhentos e trinta e um mil, setecentos e oitenta e três reais e quatro

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

	centavos).
QUANTIDADE DE CRI	288
DATA DA EMISSÃO	05/12/2012
DATA DE VENCIMENTO	10/11/2032
CEDENTE	Banco do Brasil
COBRIGAÇÃO	Não
SUBORDINAÇÃO	Sim (23ª Série): R\$ 3.006.816,71 (três milhões seis mil oitocentos e dezesseis reais e setenta e um centavos) ou 3,48% do montante da emissão sênior.
SALDO A AMORTIZAR	R\$ 51.218.977,56 (cinquenta e um milhões, duzentos e dezoito mil, novecentos e setenta e sete reais e cinquenta e seis centavos)

3.1.1.1.1 A operação acima foi avaliada de acordo com o PA CERIS/SP 1320/12, de 11/11/2013, obtendo *rating* "AA".

3.1.1.1.2 O agente fiduciário Pentágono Trust atesta em seu relatório do ano 2014¹, que verificou o cumprimento das obrigações constantes do Termo de Securitização, bem como atesta que a emissora cumpriu regularmente as garantias prestadas.

3.1.1.1.3 Não houve atribuição de *rating* externo.

3.1.1.2 45ª Série da 4ª Emissão (Sênior)

CÓDIGO CETIP	13J0119962
VALOR DA EMISSÃO	R\$ 125.785.048,62 (cento e vinte e cinco milhões, setecentos e oitenta e cinco mil, quarenta e oito reais e sessenta e dois centavos).
VALOR SUBSCRITO	R\$ 125.785.048,62 (cento e vinte e cinco milhões, setecentos e oitenta e cinco mil, quarenta e oito reais e sessenta e dois centavos).
QUANTIDADE DE CRI	419
DATA DA EMISSÃO	29/10/2013
DATA DE VENCIMENTO	10/10/2033
CEDENTE	Banco do Brasil
COBRIGAÇÃO	Não
SUBORDINAÇÃO	Sim (46ª Série): R\$ 9.207.740,20 (nove milhões, duzentos e sete mil, setecentos e quarenta reais e vinte centavos), ou 7,32% do montante da emissão sênior.
SALDO A AMORTIZAR	R\$ 86.140.145,71 (oitenta e seis milhões cento e quarenta mil, cento e quarenta e cinco reais e setenta e um centavos).

3.1.1.2.1 A operação acima foi avaliada de acordo com o PA CERIS/SP 1040/13, de 11/11/2013, obtendo *rating* "AA".

¹ A periodicidade de emissão do relatório do agente fiduciário é anual.

3.1.1.2.2 O agente fiduciário Pentágono Trust atesta em seu relatório do ano 2014², que verificou o cumprimento das obrigações constantes do Termo de Securitização, bem como atesta que as garantias continuam suficientes e exequíveis.

3.1.1.2.3 Não houve atribuição de *rating* externo

4. RESULTADO DA REAVALIAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE CRI ADQUIRIDAS

4.1. Considerando, essencialmente a tradição dos cedentes das carteiras na concessão de crédito imobiliário (a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil) e os relatórios do Agente Fiduciário, os quais atestam os pagamentos e as garantias regulares, seguem nossas propostas de manutenção de *rating* para as operações na tabela abaixo:

CRI	RATING PROPOSTO	VALIDADE
45ª Série da 4ª Emissão	Manter "AA"	29/11/2016
22ª Série da 5ª Emissão	Manter "AA"	29/11/2016

5. ASPECTOS RELEVANTES PARA O RESULTADO

5.1. A GERAC, conforme PA 002/2014 de 19/09/2014 válido por 24 meses, emitiu a seguinte conclusão em relação à metodologia de seleção dos contratos imobiliários pela securitizadora: *"Dadas as estratégias e metodologias de aquisição de contratos que serão lastros à emissão de CRIs, o vigente controle sistematizado das operações, o nível de garantias (alienação fiduciária) e coobrigação do cedente/originador e o rating de baixo risco de crédito das operações, referendamos como tecnicamente aceitável a metodologia de seleção utilizada pela Gaiasec."*

5.1.1. Destacamos como aspectos positivos da securitizadora e do mercado de atuação os seguintes pontos:

- Possui operações expressivas tendo como cedentes instituições sólidas (CAIXA e BB);
- Utiliza critérios rígidos de seleção da carteira de recebíveis que lastreiam suas emissões de CRI;
- Até o presente momento nenhum CRI entrou em *default*;
- Os CRI's emitidos e avaliados neste documento tem tido boa administração, com os pagamentos efetuados tempestivamente e todas as obrigações regulares, atestando a boa qualidade da securitizadora;
- Os CRI's lançados no mercado tem tido boa aceitação o que revela confiança por parte do investidor;
- A GAIASEC ocupa lugar de destaque entre as principais securitizadoras;
- As emissões contam com recebíveis de contratos imobiliários de grandes bancos brasileiros e alienação fiduciária dos imóveis que lastreiam as operações;

² A periodicidade de emissão do relatório do agente fiduciário é anual.

5.1.2. Apresentamos também os seguintes aspectos negativos:

- O mercado imobiliário e segmentos correlatos podem sofrer impactos diretos da queda do Produto Interno Bruto brasileiro e impactos indiretos decorrentes da crise internacional ainda presente, contudo, a Gaia vem mostrando capacidade de formatar operações expressivas com grandes bancos e que tais impactos podem ser minimizados com ações governamentais (estímulos) à habitação;
- Necessidade de uma consolidação legal e formação de um mercado secundário para se desenvolver mais fortemente o segmento de CRI.

6. ESTRUTURA ORGANIZACIONAL / ASPECTOS OPERACIONAIS / CONGLOMERADO

6.1. O Grupo GAIA atua no mercado imobiliário, com foco principal no desenvolvimento de operações de Crédito Estruturado, Securitização e *Servicing* para seus clientes.

6.2. A GAIASEC é uma companhia securitizadora do Grupo GAIA e foi fundada em 2005 como uma sociedade securitizadora, adquirindo recebíveis imobiliários oriundos de originadores como construtoras e incorporadoras, emitindo e colocando no mercado financeiro e de capitais Certificados de Recebíveis Imobiliários e, ainda, a realização de operações no mercado de derivativos visando à cobertura de riscos na sua carteira de créditos imobiliários.

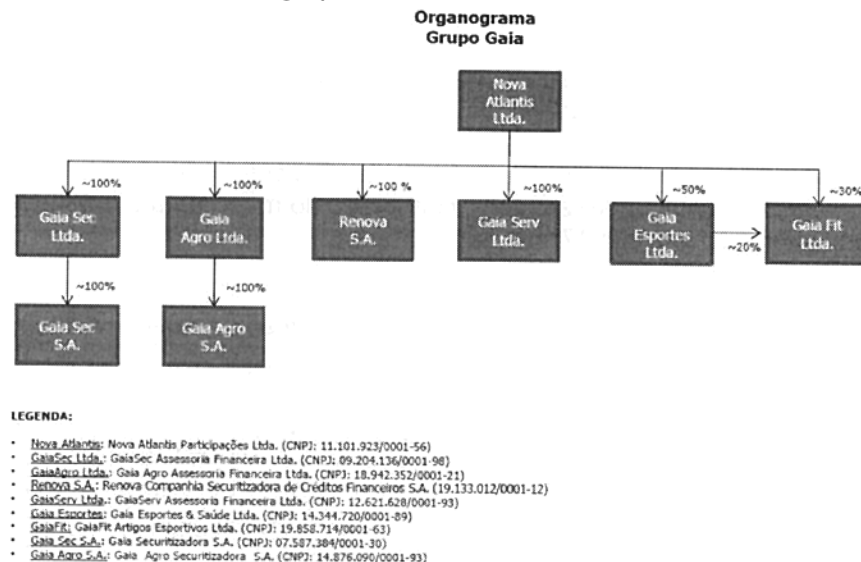
6.2.1. A securitizadora é uma sociedade de capital aberto, regulamentada pela CVM e está localizada em São Paulo, capital, tornando-se operacional em 2009, após a aquisição de seu controle pelo atual sócio, Sr. João Paulo dos Santos Pacífico, e a emissão da 1ª série de CRI.

6.2.1.1. Seguindo o mesmo perfil de gestão adotado anteriormente em 2012, 2013 e continuando em 2014, a securitizadora utilizou somente recursos próprios para emissão de CRI, não assumindo compromissos financeiros com terceiros. As emissões contam com regime fiduciário e criação de patrimônio separado, não havendo direito de regresso contra o patrimônio próprio.

6.2.1.2. Em 2013, a Gaia securitizou uma operação com a CAIXA, a qual foi a segunda maior operação daquele ano e a terceira maior operação na história do mercado. Outra marca para a Gaia é a de CRI mais negociado (43ª série da 4ª emissão), o qual teve R\$ 2,03 bilhões – 10,6% do total, negociados em apenas uma transação.



6.2.2. Segue o organograma do grupo³:



- 6.2.2.1. A proponente é controlada pela GAIASEC ASSESSORIA FINANCEIRA LTDA (GAIASEC LTDA) a qual é controlada por sua vez pela Nova Atlantis Participações Ltda. A Nova Atlantis também possui 100% do controle acionário da GaiaServ Assessoria Financeira Ltda (GAIASERV) e da Gaia Agro Securitizadora S.A. (GAIA AGRO), além de 50% da Gaia Esportes & Saúde Ltda (GAIA ESPORTES).
- 6.2.2.2. A Nova Atlantis possui como objeto social as atividades de consultoria em gestão empresarial, exceto consultoria técnica específica.
- 6.2.2.3. A GAIASEC LTDA presta serviços de estruturação e gestão de operações financeiras. A GAIASERV foi criada para ser o principal *servicer* de créditos imobiliários, atendendo loteadoras, incorporadoras, securitizadoras, fundos de investimento e demais entidades do mercado financeiro.
- 6.2.2.4. A GAIA AGRO tem como propósito realizar emissões de certificados de recebíveis do agronegócio (CRA), a qual foi constituída em 2012. Através dela pretende-se antecipar receitas futuras de áreas plantadas para a produção de itens como madeira e celulose.
- 6.2.2.5. A Gaia Agro realizou uma emissão de CRA em 2013 no valor de R\$ 23,9 milhões, o qual trata-se de estrutura *Built-to-suit*, tendo como cedente o Fundo Imobiliário Golden e como locadora a Suzano Papel e Celulose.
- 6.2.2.6. Em NOV 2014, a Gaia Agro realizou com a Raizen a maior operação de CRA do mercado no valor de R\$ 675 milhões.
- 6.2.2.7. A GAIA ESPORTES é uma empresa de organização de eventos esportivos e promoção da saúde que foi fundada em 2010. Possui como objetivo prestar serviço de bem estar e qualidade de vida e saúde aos seus clientes. No atendimento a empresas, a GAIA ESPORTES oferece atividades de bem estar e aumento de produtividade dos

³ <http://www.econoinfo.com.br/comunicados/GAFL/Organograma-do-Grupo-Economico/1605792395450?p=1>

colaboradores das empresas parceiras, como prática de *quick massage*, *lian gong* e pilates.

6.2.2.8. O capital social da GAIASEC, totalmente subscrito, é de R\$ 532 mil, representado por 531.700 ações ordinárias, nominativas e sem valor nominal.

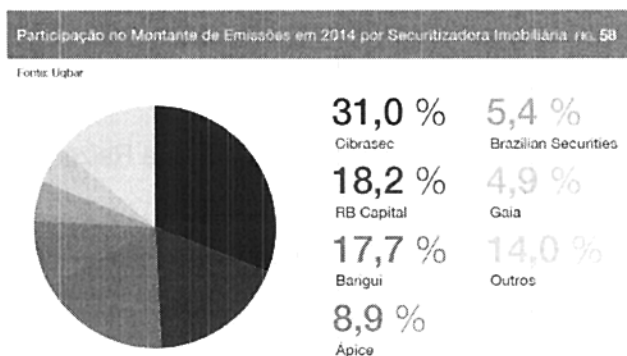
6.2.3. A composição atual da Diretoria e do Conselho de Administração da GAIASEC é apresentada no quadro a seguir, com prazo do mandato até a Assembleia Geral Ordinária prevista para 30/04/2017:

Nome	CPF	Função
Ubirajara Cardoso da Rocha Neto	309.204.878-40	Diretor de Relações com Investidores
Vinícius Bernardes Basile Silveira Stopa	218.718.568-09	Diretor
Nelson Zanella dos Santos	205.914.628-34	Vice Presidente do Cons. de Administração
Marcelo F. C. de Vasconcelos Galvão	126.101.478-21	Conselho de Administração
João Paulo dos Santos Pacífico	267.616.938-61	Presidente do Cons. de Administração e Diretor Presidente

6.2.4. Segundo o Anuário de Securitização e Financiamento Imobiliário 2015 da Uqbar, o volume de emissões anuais de CRI, após sensível recuperação em 2013, houve um recuo em 2014, mas ainda crescente, atingindo um recorde histórico de R\$ 16,43 bilhão, 2,6% menos que em relação ao ano anterior, ressaltando-se que houve uma concentração de emissões de CRI em dezembro de 2014, sendo que uma parte destas foram depositados na CETIP já em janeiro de 2015. A maioria dos títulos de 2014 possui prazo de vencimento superior a 10 anos (71,3% do montante total emitido).

6.2.5. Em 2014, sete novas companhias foram registradas na CVM, a saber: LOGOS, GÁVEA, SCCA, SPE AKRO, CAPITALE, SUL INVEST e SCCI.

6.2.6. Segundo o Relatório Uqbar, 21 securitizadoras realizaram emissões de CRI em 2014, embora permaneça uma elevada concentração no segmento, pois as cinco maiores Securitizadoras foram responsáveis por cerca de 81,2% do total em emissões, embora este percentual tenha caído 7,2 p.p. em relação a 2013. Segue gráfico com a participação das principais securitizadoras em 2014:

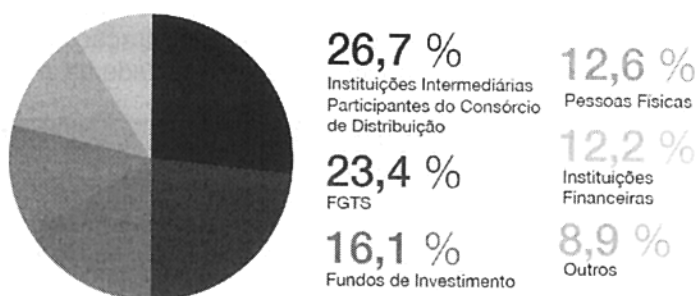


Fonte: Uqbar – Anuário Imobiliário (2015)

- 6.2.6.1. Após liderança de pessoas físicas como principais investidores em 2013, as instituições financeiras ligadas aos originadores dos créditos voltaram a liderar em 2014, e o FGTS, que já tinha liderado em 2012, ficou em 2º lugar, conforme segue:

Composição do Montante Emitido de CRI em 2014 por Classe de Investidor (% de Montante) FIG. 81

Fonte: Uqbar



Fonte: Uqbar – Anuário Imobiliário (2015)

- 6.2.7. Segundo o Anuário de Finanças Estruturadas 2015⁴ da Uqbar, no tocante ao volume emitido de CRI em 2014 a GAIASEC ocupa a 6ª posição:

Securitizadora	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)
Cibrasec	5.236.029.239	1	31
RB Capital	3.078.352.488	2	18,2
Barigui	2.989.507.046	3	17,7
Ápice	1.501.610.003	4	8,9
Brazilian Securities	904.546.354	5	5,4
Gaia	823.005.010	6	4,9
Nova Securitização	537.502.440	7	3,2
SCCI	430.180.824	8	2,5
TRX	347.205.274	9	2,1
PDG	262.500.000	10	1,6
Dez Maiores	16.110.438.678		95,5
Total	16.890.520.314		100

- 6.2.8. 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.

- 6.2.8.1. No caso da Gaia Securitizadora S.A. (GAIASEC), em que pese a formação de conglomerado com sua controladora GAIASEC LTDA e indiretamente com a Nova

⁴ Disponível em <http://www.uqbar.com.br>

Atlantis, devido ao fato dos demonstrativos financeiros divulgados serem individuais e pelo objeto de interesse da análise ser a securitizadora, o *rating* atribuído é exclusivo para a GAIA Securitizadora S.A.

6.3. PESQUISA CADASTRAL

- 6.3.1. De acordo com as pesquisas cadastrais efetuadas nos sistemas externos e corporativos CAIXA dia 17/11/2015 em nome da GAIA Securitizadora S/A (CNPJ: 07.587.384/0001-30) 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.

Apontamentos	Situação
CADIN	Nada consta.
FGTS	Certidão de Regularidade do FGTS válida até 10/12/2015.
SRFB/PGFN	Certidão conjunta positiva com efeitos de negativa de débitos relativos aos tributos federais e à dívida ativa da União válida até 01/03/2016.
SIJUR	01 registro 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	Nada consta
TST	Certidão Negativa de Débitos Trabalhistas válida até 19/04/2016.
CEIS	Nada consta.

- 6.3.2. Entretanto, orientamos que para a contratação de operações seja efetuada consulta prévia ao Jurídico local quanto a eventuais impedimentos.
- 6.3.3. O Comitê de Classificação de Risco da Austin Rating, decidiu, em reunião realizada no dia 20 de agosto de 2014, afirmar o *rating* de crédito corporativo de longo prazo 'brAA-' para a Gaia Securitizadora S/A (GaiaSec/ Companhia), equivalente à "A" na CAIXA. A perspectiva do *rating* é estável.

7. PROCESSO DE SELEÇÃO DOS CRÉDITOS

- 7.1. Os critérios de seleção de recebíveis da securitizadora foram objeto de avaliação pela GERAC, através do PA 002/2014 de 19/09/2014 com validade de 24 meses. Tal documento faz considerações sobre aspectos relevantes à originação dos créditos dentre os quais destacamos:

- Na análise do Cedente / Originador verificaram-se: ações processuais cíveis, tributários e trabalhistas que envolvam o cedente / originador, as quais são analisadas por escritórios de advocacia terceirizados, acompanhados pela empresa;
- Na análise Jurídica verificam-se os seguintes documentos: certidão de matrícula, escrituras de aquisição dos imóveis, certidão negativa de tributos, certidão de quitação de taxas condominiais, histórico de pagamentos dos imóveis e seus saldos devedores,

apólices de seguros contra danos físicos aos imóveis e de responsabilidade civil, dados cadastrais dos devedores, certidão de habite-se;

- Na análise Jurídico-financeira foram averiguadas: estipulações dos contratos imobiliários, confirmação dos valores de saldo devedor, séries de prestações, prazo e valor financiado, condições de pagamento, indexadores e parâmetros de cobrança, alterações contratuais, projeção do fluxo de recebíveis por unidade e avaliação do padrão de administração da carteira de crédito imobiliário.

7.2. As premissas e as exigências básicas das operações de crédito imobiliárias da carteira de recebíveis imobiliários para emissão de CRI envolvem, dentre outras condicionantes:

- índice *Loan to Value* (LTV) em no máximo 80%;
- atrasos máximos no histórico de pagamentos onde admite-se créditos com duas parcelas em atraso numa faixa de 31 e 60d, uma parcela em atraso na faixa 61-90d e nenhuma parcela com atraso superior a 90d;
- ausências de pendências financeiras superiores a 5% do saldo devedor do financiamento no SERASA;
- prazo mínimo obrigatório de parcelas vincendas do contrato de 36 meses;
- soma das idades do mutuário e coobrigado, se houver, não superior a 75 anos e 6 meses;
- concentração financeira máxima individual não superior a 1,5% sobre o saldo devedor total aprovado na carteira;
- créditos imobiliários de empreendimentos nas regiões metropolitanas;
- percentual máximo de comprometimento da renda utilizado é de 25%.

7.3. Os processos de seleção de créditos imobiliários (aplicáveis principalmente às carteiras pulverizadas) seguem o padrão utilizado pelas principais securitizadoras e agentes financiadores e não apresentou modificação desde a análise anterior.

7.4. A régua de cobrança inicia em D+5 e finalizada em D+50 quando o processo é encaminhado para a empresa terceirizada a fim de iniciar o procedimento administrativo para reaver a posse do imóvel.

8 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA

8.1 Para a análise da GAIASEC, foram utilizados os documentos contábeis individuais apresentados à CVM referentes aos exercícios 2012, 2013 auditados pela Ernst & Young e ao exercício 2014 e balancete de NOV 2015 auditados pela DELOITTE TOUCHE TOHMATSU.

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

Informações Financeiras												
FLUXO DE CAIXA	R\$ mil	2012	AV	2013	AV	AH	2014	AV	AH	3T2015	AV	AH
Receita operacional bruta		1.772	100,00%	1.673	100,00%	-5,59%	1.095	100,00%	-34,55%	-12	100,00%	-101,10%
Receita operacional líquida		1.772	100,00%	1.673	100,00%	-5,59%	1.095	100,00%	-34,55%	-12	100,00%	-101,10%
(-) Custos operacionais		0	0,00%	0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%	
Lucro / Prejuízo Bruto		1.772	100,00%	1.673	100,00%	-5,59%	1.095	100,00%	-34,55%	-12	100,00%	-101,10%
(-) Despesas operacionais		(442)	24,94%	(781)	46,68%	76,70%	(1.192)	108,86%	52,62%	(557)	4641,67%	-53,27%
(-) Depreciação / Amortização / Exaustão do exercício		(0)	0,00%	(0)	0,00%		(0)	0,00%		(0)	0,00%	
(+/-) Outras receitas/despesas operacionais		(3)	0,17%	(206)	12,31%	6766,67%	(233)	21,28%	13,11%	(192)	-1600,00%	-17,60%
Lucro operacional (LAIR/EBIT)		1.333		1.098		-17,63%	136		-87,61%	-377		-377,21%
Margem Operacional	75,23%			65,63%		12,76%	12,42%			3141,67%		
Depreciação do exercício		0	0,00%	0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%	
EBITDA		1.333		1.098		-17,63%	136		-87,61%			-377,21%
Margem EBITDA	75,23%			65,63%		12,76%	12,42%			3141,67%		
IR E CSLL sobre lucro operacional		(1.252)	70,65%	(394)	23,55%	68,53%	(139)	12,69%	-64,72%	(0)	0,00%	-100,00%
Lucro Operacional após IR (EBIDA)		81		704		769,14%			-100,43%			12466,67%
Variação da NCG		0	0,00%	0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%	
Fluxo de caixa operacional (FCO)		81		704		769,14%			-100,43%			12466,67%
(-) Despesas financeiras		(21)	1,19%	(4)	0,24%	-80,95%	(19)	1,74%	375,00%	(4)	-33,33%	-78,55%
(+) Receitas financeiras		(84)	4,74%	(135)	8,07%	60,71%	(207)	18,90%	53,33%	(168)	-1400,00%	-18,84%
Resultado Financeiro		63		131		108			164			
Fluxo de caixa livre (FCL)		144		835		479,86%	185		-77,84%			-215,14%
EBITDA		1.333		1.098		-17,63%	136		-87,61%			-377,21%
Lucro/prejuízo líquido		144		835		479,86%	185		-77,84%	-213		-215,14%
Margem Líquida	8,13%			49,91%		514,17%	16,89%		1775,00%			

- 8.1.2 A Receita Operacional Líquida (ROL) da companhia apresentou redução de 34,5% em 2014 comparado a 2012, com contribuição das despesas operacionais, que se elevaram 52,62% no mesmo período.
- 8.1.3 As despesas financeiras também foram crescentes em 375% ante 53,33% das receitas financeiras no ano de 2014 comparado com 2012.
- 8.1.3.1 Por conta do desempenho financeiro negativo, houve compressão do EBITDA, com queda de 2012 a 2014 e o lucro líquido encerrou 2014 em R\$ 185 milhões, uma diminuição de 77,84% em relação a 2012.

Contas Patrimoniais em R\$ mil												
	2012	AV	2013	AV	AH	2014	AV	AH	3T2015	AV	AH	
Ativo total	0		5.365	100,00%		8.491	100,00%	58,27%	12.681	100,00%	49,35%	
Ativo circulante	0		2.019	37,63%		1.880	22,14%	-6,86%	3.457	27,26%	83,68%	
Ativo circulante financeiro	0		1.779	88,16%		1.565	18,43%	-12,03%	2.951	23,27%	80,56%	
Disponibilidades	0		1.779	88,16%		1.565	18,43%	-12,03%	2.951	23,27%	80,56%	
Ativo circulante operacional	0		240	4,47%		315	3,71%	31,25%	506	3,99%	60,63%	
Clientes	0		215	4,01%		185	2,18%	-13,95%	328	2,59%	77,30%	
Estoques	0		0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%		
Outros	0		25	0,47%		130	1,53%	420,00%	178	1,40%	36,92%	
Ativo não circulante	0		3.346	62,37%		6.611	77,86%	92,55%	9.224	72,74%	39,51%	
Imobilizado líquido	0		214	3,99%		129	1,52%	-39,72%	83	0,65%	-35,66%	
Passivo total	3.119		5.365	100,00%	72,01%	8.491	100,00%	58,27%	12.681	100,00%	49,35%	
Passivo circulante	215		926	17,26%	330,20%	613	7,22%	-33,30%	89	0,70%	-85,48%	
Passivo circulante financeiro	215		926	17,26%	330,20%	613	7,22%	-33,30%	89	0,70%	-85,48%	
Empréstimos e Financiamentos	137		793	14,78%	478,83%	112	1,32%	-85,88%	0	0,00%	-100,00%	
Debêntures e outros títulos de dívida	0		0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%		
Passivo circulante operacional	0		0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%		
Fornecedores	0		0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%		
Passivo não circulante	2.356		3.849	71,74%	63,37%	7.122	83,88%	85,04%	11.936	94,12%	67,59%	
Empréstimos e Financiamentos	0		0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%		
Debêntures e outros títulos de dívida	0		0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%		
Patrimônio líquido	548		590	11,00%	7,66%	756	8,90%	26,14%	656	5,17%	-12,23%	
Necessidade de capital de giro (NCG)	0		240	4,47%		315	3,71%	31,25%	506	3,99%	60,63%	

- 8.1.3.2 O Patrimônio Líquido (PL) apresentou evolução de 28,14% no triênio analisado, representando 8,9% do passivo, conforme segue:

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

Contas Patrimoniais em R\$ mil	2012	AV	2013	AV	AH	2014	AV	AH	3T2015	AV	AH
Ativo total	3.119	100,00%	5.365	100,00%	72,01%	8.491	100,00%	58,27%	12.681	100,00%	49,35%
Ativo circulante	1.323	42,42%	2.019	37,63%	52,61%	1.830	22,14%	-6,88%	3.457	27,26%	83,28%
Ativo circulante financeiro	1.318	42,26%	1.779	33,16%	34,98%	1.565	18,43%	-12,03%	2.951	23,27%	88,56%
Disponibilidades	1.318	42,26%	1.779	33,16%	34,98%	1.565	18,43%	-12,03%	2.951	23,27%	88,56%
Ativo circulante operacional	5	0,16%	240	4,47%	4700,00%	315	3,71%	31,25%	506	3,99%	60,63%
Clientes	5	0,16%	215	4,01%	4200,00%	185	2,18%	-13,95%	328	2,59%	77,30%
Estoques	0	0,00%	0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%	
Outros	0	0,00%	25	0,47%		130	1,53%	420,00%	178	1,40%	36,92%
Ativo não circulante	1.796	57,58%	3.346	62,37%	86,30%	6.661	77,86%	87,54%	9.224	72,74%	39,53%
Imobilizado líquido	216	6,93%	214	3,99%	-0,93%	129	1,52%	-39,71%	83	0,65%	-35,66%
Passivo total	3.119	100,00%	5.365	100,00%	72,01%	8.491	100,00%	58,27%	12.681	100,00%	49,35%
Passivo circulante	215	6,89%	926	17,26%	370,70%	613	7,22%	-33,80%	89	0,70%	-85,48%
Passivo circulante financeiro	215	6,89%	926	17,26%	330,70%	613	7,22%	-33,80%	89	0,70%	-85,48%
Empréstimos e financiamentos	137	4,39%	793	14,78%	478,81%	112	1,32%	85,88%	0	0,00%	-100,00%
Debêntures e outros títulos de dívida	0	0,00%	0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%	
Passivo circulante operacional	0	0,00%	0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%	
Fornecedores	0	0,00%	0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%	
Passivo não circulante	2.354	75,54%	3.849	71,74%	83,37%	7.122	83,88%	85,04%	11.936	94,13%	67,59%
Empréstimos e financiamentos	0	0,00%	0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%	
Debêntures e outros títulos de dívida	0	0,00%	0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%	
Patrimônio líquido	548	17,57%	590	11,00%	7,66%	756	8,90%	28,14%	656	5,17%	-18,27%
Necessidade de capital de giro (NCG)	5	0,16%	240	4,47%	4700,00%	315	3,71%	31,25%	506	3,99%	60,63%

8.1.3.3 CRI emitidos têm como lastro os Recebíveis Imobiliários adquiridos pela companhia, vinculados ao regime fiduciário, os quais ficam excluídos do patrimônio da companhia. O acompanhamento desses CRI é efetuado por agente fiduciário, legitimado a praticar todos os atos necessários à proteção dos direitos dos investidores.

9 FATORES DE RISCO

- 9.1 Com relação à Companhia, 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.
- 9.2 Este cenário em que se insere a Companhia agrava-se pelo desempenho negativo, haja vista o resultado líquido do 3T15.
- 9.3 Com relação aos seus controladores poderá haver interesses conflitantes com os de futuros investidores, inadimplência dos créditos imobiliários, desvalorização do valor de mercado dos imóveis, riscos associados aos prestadores de serviços.
- 9.4 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.
- 9.5 Com relação aos setores de atuação os riscos associados são basicamente a concentração no mercado imobiliário.

- 9.6 Mais detalhadamente, o cenário de queda 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, a liquidez de títulos com lastro em tais créditos.
- 9.7 Pode-se acrescentar alguns riscos aos quais as companhias securitizadoras de créditos imobiliários no Brasil estão expostas, tais como mudanças na legislação que regulamenta as securitizadoras, 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.
- 10 CONSIDERAÇÕES FINAIS
- 10.1 Destaque-se que para aquelas operações que contam com coobrigação do cedente está sendo considerada a existência de forte correlação entre o seu nível de risco e o risco de crédito do ente coobrigado na operação.
- 10.2 Independente do prazo de validade desta avaliação, 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 Júnior
CERIS/SP



ELAINE CRISTINA ALVES DOS REIS
Gerente de Centralizadora
CERIS/SP