



data da ação de rating

04 de setembro de 2020

vigência do rating

agosto de 2021

* Uma classificação SR Rating constitui opinião independente sobre a segurança da obrigação em análise, não representando, em qualquer hipótese, sugestão ou recomendação de compra ou venda. Todos os tipos de obrigação, mesmo quando classificados na categoria de investimento de baixo risco, envolvem um certo nível de exposição ao *default*. Decisões de compra e venda dependerão sempre do cotejo entre risco e retorno esperados pelo próprio investidor. A presente classificação buscou avaliar exclusivamente o risco de *default* da obrigação, segundo confiáveis fontes de informação disponíveis. A SR Rating não assume qualquer responsabilidade civil ou penal por eventuais erros de avaliação atuais ou mudanças supervenientes, ou ainda, por frustração do retorno financeiro esperado.

SR Rating Prestação de Serviços Ltda.

contato: Guilherme Costa

guilherme@srrating.com.br

Rua Duque Estrada, 81 –
Gávea – 22451-090

Rio de Janeiro – RJ – Brasil

Telefone: +55 21 2263.7456

www.srrating.com.br

monitoramento de rating de operação estruturada*

Brazilian Securities Cia de Securitização

292ª série da 1ª emissão de CRI | lastro ALPHAVILLE

nota global: **B+^{SR} (o.e.)**

equivalência "br": **brBBB (o.e.)**

293ª série da 1ª emissão de CRI | lastro ALPHAVILLE

nota global: **CCC^{SR} (o.e.)**

equivalência "br": **brB (o.e.)**

O Comitê de Classificação da SR Rating atribui as notas da 292ª série, denotando risco alto e, no âmbito local e no prazo analisado, a qualidade de crédito é mediana e a vulnerabilidade é significativa mesmo num ambiente de riscos previsíveis, por fatores internos ou do macroambiente. Concomitantemente, também são atribuídas as notas da 293ª série, denotando risco muito alto e, no âmbito local e no prazo analisado, qualidade de crédito é muito fraca e a vulnerabilidade é muito alta, por fatores internos ou do macroambiente.

Os principais fatores a serem considerados na atual classificação decorrem da natureza de *true-sale* desta operação de securitização de recebíveis imobiliários de loteamentos já construídos. Com o preponderante direcionamento do risco à carteira de recebíveis associada, destaca-se a forte presença do risco macroeconômico refletido diretamente na evolução da inadimplência observada e esperada. Dessa forma, a despeito da subordinação atual, as margens de garantia excedente vêm sendo corroídas, de forma a conferir nível insuficiente de fluxo para pagamento das PMTs, situação agravada devido a aceleração da inadimplência ainda que haja possibilidade de reversão através de recompra de créditos e renegociação ou execução de garantias pela cedente, de forma a recuperar a liquidez da carteira.



A emissão de **Certificados de Recebíveis Imobiliários** | a Brazilian Securities Cia de Securitização emitiu em S.A. em novembro de 2012, CRI em duas séries, Sênior e Júnior, no valor de R\$ 149 milhões e prazo de 120 meses. A remuneração aplicável é de IPCA acrescido de 8,75% ao ano, em pagamentos mensais. **Conforme relatório mais recente do Agente Fiduciário e informações da companhia securitizadora, as obrigações referentes ao CRI Sênior vem sendo liquidadas pontualmente.** A amortização do CRI Júnior é condicionada à manutenção de níveis mínimos de garantia.

A emissão é lastreada em recebíveis referentes a contratos de compra e venda em empreendimentos desenvolvidos pela Alphaville Urbanismo S.A., com ou sem parceria. Dessa forma, a qualidade da carteira de crédito histórica dos empreendimentos Alphaville, associada à análise da carteira cedida, é relevante na presente avaliação de risco de emissão de CRI. Destaca-se que, para compor a cessão, os imóveis deverão estar isentos de ônus.

O fluxo da carteira segue sendo insuficiente para honrar com as PMTs, de modo que a adimplência da operação depende da recompra dos créditos por parte da Alphaville. Ademais, recentemente houve alto nível de renegociação com mutuários, ou mesmo execução de garantias, de forma que o fluxo foi majorado, permitindo amortizações extraordinárias. Dessa forma, a partir desses expedientes a cedente vem provendo liquidez ao fluxo, bem como reduzindo o saldo devedor, de forma a manter a operação adimplente.

A fim de aumentar a qualidade dos certificados e fortalecer a segurança aos investidores, a operação conta com intervenientes de qualidade e experiência em suas respectivas atividades. A Brazilian Securities Securitizadora é a responsável pela emissão dos CRIs, e a Pentágono DTVM é o agente custodiante dos CCLs que representam os contratos imobiliários, atuando também como Agente Fiduciário. A estrutura conta ainda com auditoria financeira e jurídica da carteira feita pela Interservicer Serviços em Crédito Imobiliário e *Legal Opinion* pelo escritório PMKA Advogados. Ressalta-se que estes agentes, apesar de sua reputação, não são avaliados formalmente pela SR Rating quanto à qualidade e experiência profissional.

SWOT de riscos | no presente rating da operação estruturada são considerados, em suma, os seguintes fatores relevantes:



Informações relevantes para o monitoramento | este **monitoramento anual** considerou as seguintes informações atualizadas (data base em 31 de julho de 2020):

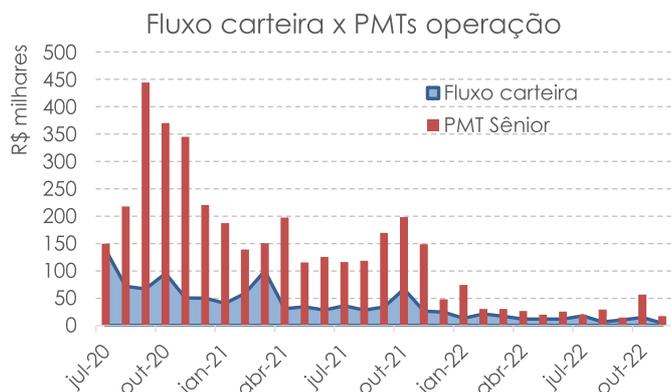
SALDO DEVEDOR DA EMISSÃO: série sênior (292ª) R\$ 3,4 milhões; série júnior (293ª) R\$ 17,2 milhões
 RAZÃO DE GARANTIA POR SUBORDINAÇÃO: 505%
 PRAZO REMANESCENTE: 27 meses (novembro de 2022)
 SALDO DE CONTA CORRENTE + APLICAÇÕES: R\$ 215 mil
 SALDO DEVEDOR FUTURO CARTEIRA (VALOR PRESENTE): R\$ 1,1 milhão
 SALDO DA CARTEIRA VENCIDO EM ABERTO: R\$ 9,1 milhões
 COBERTURA TOTAL (Fluxo futuro adimplente / saldo devedor total): 10,6%
 COBERTURA CRI SÊNIOR (Fluxo futuro/saldo sênior): 32,3%
 COBERTURA TOTAL (Fluxo em aberto/saldo devedor total): 49,5%
 COBERTURA SÊNIOR Fluxo em aberto/saldo devedor sênior): 300%

Imóveis objeto | São imóveis distribuídos em 10 empreendimentos de loteamento desenvolvidos pela Alphaville Urbanismo S.A, com as seguintes características e dados atualizados:

Empreendimento	Cidade	Fluxo futuro nominal (R\$)	% carteira	% vendido	Lançamento
Alphaville Barra	Rio de Janeiro - RJ	125.479,27	10,5%	100,0%	dez/11
Alphaville Eusébio	Eusébio - CE	36.830,45	3,1%	100,0%	set/05
Alphaville Litoral Norte	Camaçari - BA	446.287,33	37,3%	100,0%	ago/06
Alphaville Mossoró	Mossoró - RN	6.000,00	0,5%	100,0%	jun/11
Alphaville Mossoró II	Mossoró - RN	143.395,39	12,0%	100,0%	jun/11
Alphaville Maricá	Maricá - RJ	28.434,39	2,4%	86,5%	mar/13
Alphaville Petrolina	Petrolina - PE	37.242,86	3,1%	100,0%	dez/10
Alphaville Petrolina II	Petrolina - PE	289.901,94	24,3%	99,5%	set/11
Alphaville Pernambuco	Jaboatão dos Guararapes - PE	16.702,05	1,4%	88,7%	mar/11
Alphaville Pernambuco II	Jaboatão dos Guararapes - PE	64.753,00	5,4%	78,2%	dez/11
		1.195.026,68	100%		

Destaca-se que todos os empreendimentos já estão terminados, não restando qualquer risco de construção, ainda que este risco nunca tenha sido considerado alto.

Fluxo da operação e carteira de recebíveis | O acúmulo de distrato e a quitação de alguns contratos fizeram com que a carteira apresentada no presente monitoramento se reduzisse novamente. A carteira de recebíveis a receber (não vencida) é formada, atualmente, por 45 créditos imobiliários, distribuídos por 27 mutuários. O valor médio de saldo devedor por mutuário é de R\$ 44 mil. Em termos de concentração, os 10 maiores mutuários representam 73%, sendo a maior representatividade de 11%. Os outros 17 mutuários concentram em média 2% cada. O movimento de contração da carteira, conforme observado em monitoramento anteriores, trouxe características de baixa pulverização, com tendência de maior concentração.



O valor presente do fluxo futuro da carteira – excluindo as parcelas em atraso – era, no fechamento de junho de 2020, de R\$ 1,2 milhão, provendo, portanto, cobertura de apenas 32% ao fluxo do CRI Sênior, e 5% ao fluxo dos CRIs Sênior e Júnior.

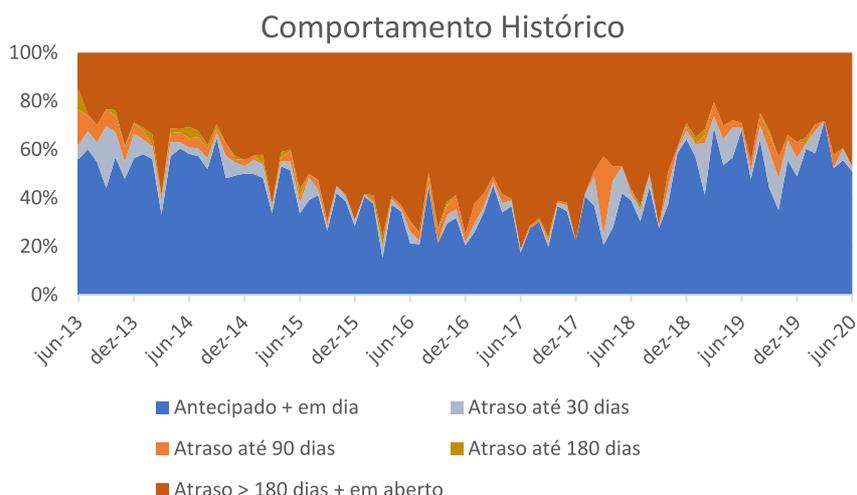
Dessa forma, a carteira a vencer apresenta índices insuficientes de cobertura em relação ao fluxo de pagamento do CRI Sênior, ressaltando-se a necessidade de sucesso na cobrança dos recebíveis em atraso para fazer frente às PMT's, dificultada ainda mais pela situação de pandemia e redução da disponibilidade de renda da população.

A carteira atual apresenta um altíssimo acúmulo de atrasados e não pagos, equivalendo a 47% do valor total já faturado dos recebíveis, e totalizando R\$ 9,1 milhões, dos quais R\$ 8,9 milhões correspondem a parcelas atrasadas há mais de 180 dias.

Parcelas pagas em dia ou antecipadas	Valor Antecipado Em dia	15,9%	26,2%	42,1%
Parcelas quitadas em atraso	Atraso de até 30 dias	5,0%		10,5%
	Entre 30 e 60 dias	2,5%		
	Entre 60 e 90 dias	1,3%		
	Até 180 dias	1,1%		
Parcelas vencidas em aberto	Mais de 180 dias	0,6%		47,4%
	Atraso de até 30 dias	0,3%		
	Entre 30 e 60 dias	0,2%		
	Entre 60 e 90 dias	0,2%		
TOTAL	Até 180 dias	0,5%		100%
	Mais de 180 dias	46,2%		

A base de comparação entre a carteira atual e a apresentada no último monitoramento se alterou, com a saída de um empreendimento situado em Resende e entrada de outro situado em Pernambuco, sem alteração relevante no perfil de crédito da carteira. Muitos contratos foram alvo de distrato além dos contratos quitados também retirados da base. Há perspectivas de substituição, renegociação ou execução dos imóveis garantidores, de forma a buscar um reequilíbrio das margens de garantia esperadas.

A perspectiva de falta de liquidez da carteira de recebíveis se mantém no presente monitoramento, de modo que a amortização integral dos CRI's 'Sênior' e, especialmente, dos CRI's 'Subordinados' dependem do risco de crédito da Alphaville Urbanismo S.A..



Alphaville Urbanismo S.A. | A Alphaville Urbanismo S.A. é uma das maiores empresas de loteamento do país, com foco em clientes de renda média-alta. Em 2019, a Gafisa concluiu o processo de venda da sua participação para a Private Equity AE Investimentos e Participações, que passou a deter 100% da companhia, através de seus fundos de investimento. Após a transação, a PEAE e suas afiliadas realizaram a conversão de 100% das debêntures conversíveis da companhia de sua titularidade.

Em 2020, através de uma AGE, tornou-se permitido o aumento de capital, sem reforma estatutária, de até 418,6 mil ações ordinárias. Além disso, a empresa deu início ao processo de adequação às exigências legais e regulamentares de companhia aberta para ingressar no 'Novo Mercado'. Posteriormente, a empresa informou que o pedido de registro de companhia aberta protocolado junto à CVM foi suspenso em decorrência da pandemia. O pedido de admissão no 'Novo Mercado', que exige níveis de governança elevados, está em andamento.

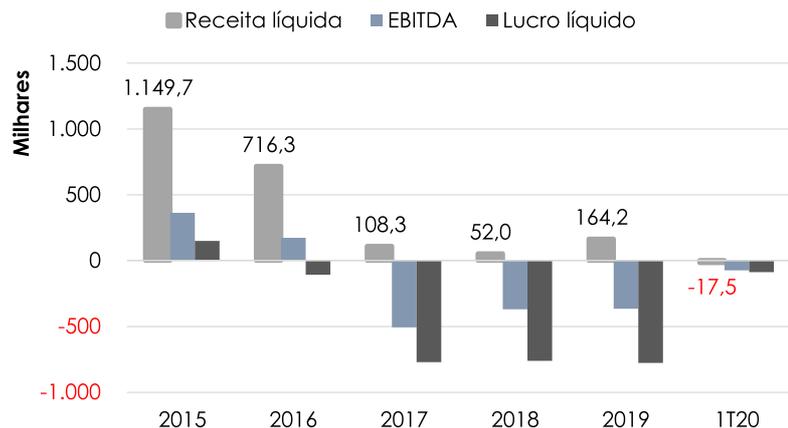
Nesse sentido, O Conselho de Administração foi reformulado em julho de 2020, que aprovou as diretrizes de diversas políticas tais como a de indicação e remuneração de administradores, de divulgação de informações, de gerenciamento de riscos. Além disso, aprovou o código de ética, regimento interno da Diretoria e do próprio Conselho, bem como da auditoria interna e de uma auditoria interna não-estatutária.

Em termos de governança corporativa, portanto, a empresa deu importantes passos de implementação de políticas mais robustas, sendo considerado uma oportunidade de mitigação do risco corporativo. As demonstrações financeiras da companhia seguem sendo auditadas pela KPMG.

Em termos operacionais, em 2019, a companhia apresentou uma tímida retomada nos lançamentos, totalizando quatro empreendimentos, contra nenhum em 2018 e um em 2017. Até março de 2020, a empresa havia lançado apenas um empreendimento, somando cerca de R\$ 222 milhões em custos a incorrer com obras de empreendimentos não performados e um VGV de lançamentos desses mesmos empreendimentos de R\$ 516 milhões.

O ritmo de lançamento segue bem abaixo do apresentado no último ciclo de crescimento do setor imobiliário e o número de distrato continua sendo um grande entrave para a empresa.

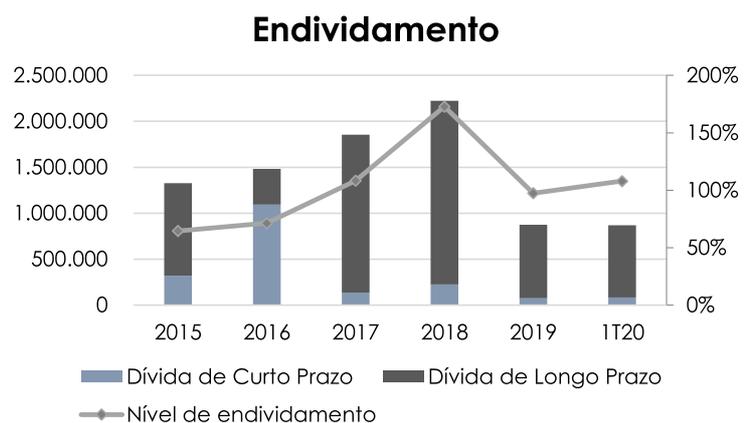
Em decorrência desse movimento de forte desaceleração de lançamentos e vendas, o resultado da empresa caiu de forma acentuada desde 2015, como ilustrado no gráfico ao lado. A receita bem mais reduzida da companhia não é totalmente compensada por uma queda nos custos, devido às ainda pendentes obrigações de construção referentes a lançamentos anteriores ainda não concluídos. A empresa tem, hoje, cerca de R\$ 222 milhões em custo a incorrer em tais obras.



Contrapondo os ativos e passivos, de acordo com balancete não auditado, em março de 2020, a Alphaville possuía uma carteira a receber no curto prazo de cerca de R\$ 780 milhões – dos quais R\$ 450 milhões representados por unidades em estoque, sem liquidez imediata – incidindo o risco de inadimplência e de distrato, ambos ainda elevados no atual momento, afetando fortemente a liquidez desse montante. No lado passivo, além das obrigações de construir, possui R\$ 82 milhões em dívida de curto prazo.

Em dezembro de 2019, foi aprovado o referido aumento de capital via emissão de ações ordinárias, mediante a capitalização de parte das debêntures conversíveis, detidas pelos próprios acionistas da Alphaville, reduzindo o nível de endividamento de 172%, em dezembro de 2018, para 97%, em dezembro de 2019.

A análise dos direitos e obrigações no longo prazo é bastante mais incerta devido ao elevado número de variáveis temporais relevantes. Em dezembro de 2019, empresa possuía R\$ 557 milhões em contas a receber no longo prazo, montante abaixo dos R\$ 801 milhões em dívidas a vencer no longo prazo. Ressalta-se, no entanto, os R\$ 445 milhões em lotes em estoque, valor, portanto, ilíquido, sendo necessária venda e recebimento, incidindo os riscos de mercado e de crédito dos mutuários; ainda assim, somando-se à carteira a receber, os direitos da Alphaville tornam-se significativos, ainda que expostos aos diversos riscos já elencados.



Após o aumento de capital, a empresa encerrou o ano de 2019 com R\$ 596 milhões em capital social. O acúmulo de prejuízo da ordem de R\$ 2,1 bilhões e reserva de capital de R\$ 1,5 bilhão resultou em patrimônio líquido de R\$ 23 milhões, representando uma alavancagem de mais de 6.000%, extremamente alta.

De acordo com o relatório da auditoria financeira, a empresa apresentou um plano de readequação financeira para suportar o período de dificuldades operacionais e macroeconômicas iniciado em 2016. Dentre as ações planejadas, destaca-se aqueles que atuam no sentido de captar recursos financeiros através da realização de

operações de cessão de recebíveis pra fundos de investimentos, novas emissões de certificados de recebível imobiliário, dentre outras ações de cunho operacional e estratégico, não sendo descartada a necessidade de aporte de capital por parte do acionista.

Matriz de riscos | a matriz de risco abaixo, pontua a exposição e intensidade do presente rating aos riscos em evidência.

RISCO MACROECONÔMICO	<p>EXPOSIÇÃO ALTA</p> <ul style="list-style-type: none"> * longo prazo. * economia como viés correlacionado ao desempenho do setor imobiliário. 	<p>INTENSIDADE ALTA</p> <ul style="list-style-type: none"> * elevado impacto da recessão econômica nos investimentos regionais que pode trazer impacto ainda maior na elevação de inadimplência
RISCO INSTITUCIONAL	<p>EXPOSIÇÃO MEDIA</p> <ul style="list-style-type: none"> * risco político. * risco ambiental. * risco regulatório. 	<p>INTENSIDADE BAIXA</p> <ul style="list-style-type: none"> * estágio do empreendimento muito avançado ou terminado, sem a interferência de outros geridos pela Alphaville, além da expertise reconhecida
RISCO DE MERCADO	<p>EXPOSIÇÃO MÉDIA</p> <ul style="list-style-type: none"> * setor imobiliário. 	<p>INTENSIDADE ALTA</p> <ul style="list-style-type: none"> * afetação generalizada sobre os ativos imobiliários, seja por atratividade ou preço. * Necessidade de recuperação da carteira para o pagamento do CRI Sênior * carteira de recebíveis com LTV médio considerado baixo.
RISCO FINANCEIRO	<p>EXPOSIÇÃO MÉDIA</p> <ul style="list-style-type: none"> * aumento dos níveis de inadimplência de forma acelerada *riscos de descasamentos 	<p>INTENSIDADE ALTA</p> <ul style="list-style-type: none"> * renegociações e recompras vem conferindo liquidez ao fluxo * descasamento de valores e taxas tem comprometido manutenção dos níveis de sobregarantia. * necessidade de aporte por parte da Alphaville.

Perspectivas das notas | as notas atribuídas possuem tendência negativa, em decorrência dos seguintes fatores: (i) aumento significativo dos níveis de atraso nos recebíveis garantidores; (ii) alterações no ambiente institucional, político ou regulatório que altere de forma superveniente as condições da Alphaville; (iii) alterações significativas na região, incluindo aspectos econômicos e ou demográficos, que influenciem na qualidade de crédito dos recebíveis; e (iv) agravamento do descasamento de taxas de forma a corroer os níveis de sobregarantias, sem a devida recomposição da carteira.

(página intencionalmente deixada em branco)

informações sobre o processo de análise

- ♦ As notas foram atribuídas pelo Comitê de Classificação de Risco da SR Rating.
- ♦ Esta avaliação foi realizada em consonância com a metodologia de classificação de riscos de Certificados de Recebíveis Imobiliários e riscos de carteira de recebíveis imobiliários, cuja versão mais recente é datada de 30 de julho de 2015, devidamente validada pelo Comitê de Classificação da SR Rating.
- ♦ A SR Rating não atesta e nem audita qualquer informação utilizada neste trabalho, a despeito do cuidado e criticidade empenhados sobre as mesmas, no intuito de prover a maior qualificação possível nas análises. Nossas fontes de informações foram: (i) relatório de acompanhamento da emissão de CRI emitido pela companhia securitizadora; (ii) informações da carteira de recebíveis prestadas pela Alphaville Urbanismo; e (iii) informações financeiras e corporativas prestadas pela Alphaville Urbanismo.
- ♦ Conforme Resolução CVM nº 521 / 2012, e conforme previsto nas regras e procedimentos da SR Rating, informamos que não houve qualquer indício de conflitos de interesse, presentes ou potenciais, neste processo de atribuição de classificação de risco.
- ♦ Na qualidade de contratante, a Brazilian Securities possui outras classificações de risco junto SR Rating, não havendo concentração relevante no faturamento.

histórico da classificação de risco

- ♦ Em 11 de dezembro de 2012, foi emitido o relatório definitivo desta emissão de CRI, com atualizações em bases anuais.
- ♦ Em 04 de setembro de 2019 foi disponibilizado o último relatório de monitoramento, sem qualquer contestação ou observação relevante.

Recomendamos que os leitores acessem nosso website (www.srrating.com.br) para maiores informações sobre as notas classificatórias, seus alcances e limitações, bem como sobre as metodologias e procedimentos.



Copyright©2020 SR Rating Prestação de Serviços Ltda.