



## **Fitch Atribui Rating 'A+(exp)sf(bra)' à Proposta de Emissão da 344ª Série de CRIs da Brazilian Securities Companhia de Securitização**

11 Set 2014 18h29

Fitch Ratings - São Paulo, 11 de setembro de 2014: A Fitch Ratings atribuiu o Rating Nacional de Longo Prazo 'A+(exp)sf(bra)' (A mais(exp)sf(bra)) à proposta de emissão da 344ª série de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs seniores) da Brazilian Securities Companhia de Securitização (BS), no montante nominal de BRL24,0 milhões. A Perspectiva do rating é Estável.

A emissão será lastreada pela cessão definitiva de 100% dos aluguéis mínimos das lojas do Maringá Park Shopping Center (Maringá Park). Além disso, a transação contará com a cessão fiduciária dos aluguéis adicionais e com um contrato de locação complementar, alienação fiduciária sobre 100% do imóvel e coobrigação dos cedentes.

A 344ª série será acompanhada pela 345ª série (CRIs subordinados), em montante de BRL10,0 milhões, não avaliada pela Fitch. Os CRIs subordinados serão detidos pelos proprietários do shopping center e se beneficiarão dos fluxos excedentes ao pagamento dos CRIs seniores.

O rating reflete a expectativa de pagamento integral do principal investido, corrigido pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), e acréscimo de juros de 9,0% ao ano, até o vencimento final da emissão, em setembro de 2024.

A atribuição do rating considera a forte geração de caixa do empreendimento, que já se encontra maduro, e apresenta baixa vacância, além de inadimplência controlada. O rating está baseado também na alavancagem conservadora da operação, representada por um loan-to-value (LTV) de 40,4%, quando considerado o valor atribuído ao imóvel pela Fitch, de BRL59,4 milhões.

### **Principais Fundamentos do Rating**

#### **Forte Geração de Caixa**

O Maringá Park está localizado na cidade de Maringá, noroeste do Estado do Paraná. O empreendimento foi inaugurado em 1996, com o nome de Aspen Park Shopping Center. Em 2008, foi adquirido pela Kadima Empreendimentos e Participações S.A. (Kadima), que reformou o imóvel e o reinaugurou com o nome atual. Em 2008, também foi inaugurada a expansão do shopping, que pertence à MGF Promoções e Eventos Ltda. (MGF). A Kadima e a MGF são Sociedades de Propósito Específico (SPEs) da Skipton S.A. (Skipton), grupo que possui investimentos em outros shopping centers e hotéis.

Com um tráfego de aproximadamente 300 mil pessoas ao mês, o foco do Maringá Park é o público de renda média e alta. O empreendimento é considerado maduro, com um mix de locatários estável e baixa vacância, em média 1,5% no período de 12 meses encerrado em maio de 2014. No mesmo período, a inadimplência bruta foi, em média, de 11,1%, e a líquida, de 3,3%. Apesar de a inadimplência líquida estar em linha com o mercado, o comportamento recente sugere alta neste indicador.

O resultado líquido operacional (Net Operating Income – NOI) tem crescido nos últimos anos, reflexo do estágio de maturação do empreendimento, e atingiu BRL6,8 milhões no período de 12 meses encerrado em maio de 2014.

Além dos aluguéis mínimos, a operação se beneficia da cessão fiduciária dos aluguéis adicionais, cobrados em proporção ao volume de vendas das lojas. A transação conta, ainda, com um contrato de locação complementar, firmado entre a Kadima e a MGF, na qualidade de locadoras, e a MPSC Administradora e Locadora de Bens Ltda. (MPSC), outra SPE da Skipton. Sempre que uma loja do Maringá Park ficar vaga, a MPSC será responsável por alugá-la, pagando o mesmo aluguel mínimo que o locatário anterior. Os valores pagos pela MPSC serão cedidos fiduciariamente à operação, bem como as receitas referentes às sublocações das lojas pela MPSC.

Para esta análise, a Fitch considerou uma inadimplência líquida de 5% e vacância de 3%, que resultam em um NOI anual estabilizado de BRL5,9 milhões. Desta forma, o índice de cobertura do serviço da dívida (DSCR) estimado

pela Fitch é de 1,65 vez, medido por meio da razão entre o NOI e o serviço da dívida dos CRIs seniores, de BRL299,5 mil mensais. As parcelas de amortização dos CRIs seniores serão constantes ao longo da vida da operação.

A estrutura da operação determina um índice de cobertura mínimo de 1,6 vez, porém, medido pela razão entre os aluguéis recebidos, incluindo aqueles pagos pela MPSC, e o serviço da dívida dos CRIs seniores. Na opinião da Fitch, este índice mínimo não protege os investidores, uma vez que o gatilho só será acionado caso a MPSC fique inadimplente com o próprio grupo. Ainda assim, a agência acredita que a geração de caixa do shopping center é forte e que o DSCR esperado, mesmo quando desconsiderada a receita de locação complementar, é condizente com o rating atribuído.

#### Alavancagem Conservadora

A operação conta com alienação fiduciária sobre 100% do shopping center. A Fitch derivou um valor de BRL59,4 milhões para o imóvel, com base no NOI estabilizado de BRL5,9 milhões e em uma taxa de capitalização (cap rate) de 10% ao ano. Considerando a emissão de BRL24,0 milhões dos CRIs seniores, chega-se a um LTV inicial de 40,4%, considerado conservador para o rating atribuído.

#### Disputa Judicial

Atualmente, o segundo pavimento do Maringá Park está sob disputa judicial, cuja origem consiste em uma ação de execução contra a antiga proprietária do shopping center, que resultou em penhora de parte ideal do empreendimento. Esta penhora foi registrada antes da aquisição do imóvel pela Banestado Leasing S.A. – Arrendamento Mercantil (Banestado), que posteriormente o vendeu à Kadima. Esta, no entanto, obteve uma liminar para que o registro da aquisição do imóvel pelo Banestado prevalecesse à penhora. Portanto, há risco de reversão desta decisão, o que afetaria a propriedade de parte do imóvel. O valor da penhora é de aproximadamente BRL25,2 milhões, ou aproximadamente 18,6% da receita anual de aluguel do Maringá Park. Enquanto não houver um julgamento definitivo, a Kadima e, conseqüentemente, a operação, continuará a se beneficiar da totalidade dos aluguéis.

Quando excluída esta parcela da receita gerada pelo shopping center, o DSCR esperado para a operação é reduzido para 1,34 vez e o LTV inicial passa para 49,8%. Este LTV está em linha com o rating atribuído, porém o DSCR é inferior ao observado em outras operações classificadas na mesma categoria de risco de crédito. Entretanto, a Fitch acredita que uma decisão definitiva não ocorrerá a curto prazo, e que a chance de reversão é baixa. Durante este período, a alavancagem será reduzida, o que contrabalança a eventual redução do DSCR.

#### Boa Administração

A Nacional Shopping Planejamento e Reestruturação de Shopping Center Ltda. (Nacional) responde pela administração do Maringá Park. Além deste empreendimento, a empresa tem em seu portfólio outros dez empreendimentos. Porém, durante o período da operação, a Interservicer – Serviços em Crédito Imobiliário Ltda. (Interservicer) assumirá a cobrança dos aluguéis, calculando os valores devidos, emitindo boletos e fazendo a cobrança amigável dos valores em atraso. A Nacional continuará sendo a responsável pela gestão comercial e operacional do shopping center.

A administradora vem desenvolvendo um bom trabalho na readequação do mix de locatários e gestão da propriedade, bem como no posicionamento estratégico do shopping center.

Os recursos da emissão serão utilizados para a liquidação antecipada de empréstimos tomados pelas cedentes, o que permitirá a liberação da alienação fiduciária existente sobre o shopping center e o registro da garantia em favor da emissão.

#### Sensibilidade do Rating

O rating atribuído está atrelado principalmente ao desempenho dos aluguéis cedidos a esta transação. Assim, uma deterioração significativa no DSCR, resultante da redução dos volumes recebidos, devido à queda dos valores arrecadados de aluguel, à elevação da inadimplência ou da vacância, poderá resultar em rebaixamento do rating. Por outro lado, caso a disputa judicial seja resolvida de forma favorável à Kadima, ou ocorra melhora significativa no

desempenho das vendas do empreendimento, resultando em maiores valores arrecadados de aluguel, desde que sejam mantidos baixos índices de vacância e de inadimplência, o rating poderá ser elevado, à medida que aumente o fluxo de recebíveis à operação e, conseqüentemente, do DSCR.

#### Contatos:

Analista principal

Mirian Abe

Diretora

+55-11-4504-2614

Fitch Ratings Brasil Ltda.

Alameda Santos, 700, 7º andar, Cerqueira César

São Paulo - SP - CEP: 01418-100

Analista secundário

Robert Krause

Diretor

+55-11-4504-2211

Presidente do comitê de rating

Jayne Bartling

Diretor sênior

+55-11-4504-2602

Relações com a Mídia: Jaqueline Ramos de Carvalho, Rio de Janeiro, Tel.: +55-21-4503-2623, E-mail: jaqueline.carvalho@fitchratings.com.

A presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Instrução CVM nº 521/12.

As informações utilizadas na análise desta emissão são provenientes da Skipton e Banco ABC Brasil S.A.

A Fitch utilizou, para sua análise, informações financeiras até a data-base de 31 de maio de 2014.

#### Histórico dos Ratings

Data da primeira publicação de rating em escala nacional: 11 de setembro de 2014.

A classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou partes a ela relacionadas.

Informações adicionais disponíveis em 'www.fitchratings.com' ou 'www.fitchratings.com.br'.

O rating acima foi solicitado pelo, ou em nome do, emissor, e, portanto, a Fitch foi compensada pela avaliação do rating.

Metodologia Aplicada e Pesquisa Relacionada:

-- "Metodologia Global de Rating de Finanças Estruturadas", 4 de agosto de 2014.

TODOS OS RATINGS DE CRÉDITO DA FITCH ESTÃO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR AS LIMITAÇÕES E OS TERMOS DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADICIONALMENTE, AS DEFINIÇÕES E TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com), ASSIM COMO A LISTA DE RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH; A POLÍTICA DE CONFIDENCIALIDADE E CONFLITOS DE INTERESSE; A POLÍTICA DE SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL), COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO "CÓDIGO DE CONDUTA".

A Fitch Ratings Brasil Ltda. e a Fitch Ratings Ltd. tiveram todo o cuidado na preparação deste documento. Nossas informações foram obtidas de fontes que consideramos fidedignas, mas sua exatidão e seu grau de integralidade não estão garantidos. A Fitch Ratings Brasil Ltda. e a Fitch Ratings Ltd. não se responsabilizam por quaisquer perdas ou prejuízos que possam advir de informações equivocadas. Nenhuma das informações deste relatório pode ser copiada ou reproduzida, arquivada ou divulgada, no todo ou em partes, em qualquer formato, por qualquer razão, ou por qualquer pessoa, sem a autorização por escrito da Fitch Ratings Brasil Ltda. Nossos relatórios e ratings constituem opiniões e não recomendações de compra ou venda. Reprodução Proibida.

Ao atribuir e manter ratings, a Fitch se baseia em informações faturais recebidas de emissores e underwriters e de outras fontes que a agência considere confiáveis. A Fitch realiza uma investigação adequada apoiada em informações faturais disponíveis, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém uma verificação também adequada destas informações de outras fontes independentes, à medida que estas estejam disponíveis com certa segurança e em determinadas jurisdições. A forma como a Fitch conduz a análise dos fatos e o escopo da verificação obtido de terceiros variará, dependendo da natureza dos títulos e valores mobiliários analisados e do seu emissor; das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou o emissor esteja localizado; da disponibilidade e natureza das informações públicas relevantes; do acesso à administração do emissor e seus consultores; da disponibilidade de verificações de terceiros já existentes, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros; da disponibilidade de verificação por parte de terceiros independentes e competentes com respeito àqueles títulos e valores mobiliários em particular, ou na jurisdição do emissor, particularmente, e de outros fatores.

Os usuários dos ratings da Fitch devem entender que nem uma investigação faturai aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros pode assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe relativas a um rating serão precisas ou completas. Em última análise, o emissor e seus consultores são responsáveis pela exatidão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao apresentar documentos e outros relatórios. Ao atribuir ratings, a Fitch deve se apoiar no trabalho de especialistas, inclusive dos auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e de consultores jurídicos, com relação aos aspectos legais e tributários. Além disso, os ratings são, por natureza, prospectivos e incorporam assertivas e prognósticos sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser comprovados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação dos fatos atuais, os ratings podem ser afetados por eventos futuros ou por condições não previstas por ocasião da atribuição ou da afirmação de um rating.

Copyright © 2014 Fitch Ratings Brasil Ltda.

Praça XV de Novembro, 20 - Sala 401 B, Centro - Rio de Janeiro, RJ - CEP 20010-010. Tel.: 55-21-4503-2600 – Fax: 55-21-4503-2601

Alameda Santos, 700, 7º andar, Cerqueira César - São Paulo, SP - CEP: 01418-100 - Tel.: 55-11-4504-2600 – Fax: 55-11-4504-2601

[Código de Conduta](#) | [Termos de Uso](#) | [Política de Privacidade](#)