

Rating**brA(sf)**

Obrigações protegidas por elevadas margens de cobertura para o pagamento de juros e principal. Obrigações suportadas por garantias seguras. A capacidade de pagamento é forte. O risco de crédito é baixo.

Data: 09/jan/2019

Validade: 22/jun/2019

Sobre o Rating**Perspectiva:** Estável**Observação:** -**Histórico:**

Jan/19: Atribuição 'brA(sf)'

Set/18: Indicação 'brA(sf)(p)'

FUNDAMENTOS DO RATING

O Comitê de Classificação de Risco da Austin Rating, em reunião realizada no dia 09 de janeiro de 2019, atribuiu o rating de crédito de longo prazo '**brA(sf)**', com **perspectiva estável**, para a 148ª Série da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs/ Emissão) emitidos pela Ápice Securitizadora S/A (Ápice Securitizadora/ Emissora).

Os CRIs são lastreados em uma Cédula de Crédito Imobiliário (CCI/ Créditos Imobiliários) fracionária emitida com base em fluxo de aluguel (Diretos Creditórios) decorrente de um Contrato de Desenvolvimento de Unidade Comercial, Construção sob Encomenda e Locação (Contrato de Locação/ Contrato Lastro) firmado entre a BTS XV Empreendimentos Imobiliários S/A (Locadora/ Cedente/ BTS XV SPE), proprietária do imóvel, e a ISCP – Sociedade Educacional Ltda. (ISCP Educacional/ Locatária/ Devedora). O Contrato de Locação tem por objeto o desenvolvimento e implementação de um centro educacional sob medida e de acordo com as necessidades específicas (*Build-to-Suit*) para utilização pela Locatária pelo prazo mínimo de 20 anos, iniciado em jan/18, data da entrega do imóvel e edificações nas condições acordadas.

A BTS XV SPE foi constituída com o propósito de desenvolver o imóvel objeto de locação. O Contrato de Locação aponta que os aluguéis devidos não se configuram mera contraprestação pelo uso do imóvel pela Locatária, mas também pelo investimento realizado na construção da edificação feita sob medida para atender necessidades específicas.

A Austin Rating informa que, em set/18, indicou o rating de crédito preliminar 'brA(sf)(p)' para a 148ª Série da 1ª Emissão de CRIs da Ápice, com base na minuta do Termo de Securitização (TS) e demais instrumentos que formalizaram a transação. A atribuição de uma classificação final idêntica na presente data reflete a confirmação dos fundamentos considerados no momento da indicação daquela opinião preliminar.

Conforme definido no TS, foram emitidos 160 CRIs com valor nominal unitário de R\$ 102,1 mil, cada, perfazendo um principal total de R\$ 16,3 milhões. Os CRIs são remunerados à taxa de 7,61% ao ano e atualizados anualmente pelo IGP-M. O valor do Contrato Lastro é de R\$ 29,2 milhões e corresponde ao valor devido pelo prazo de 120 meses. Como garantia ao cumprimento das obrigações assumidas, foi constituída alienação fiduciária do imóvel objeto de locação (Alienação Fiduciária de Imóvel) e da totalidade das ações de emissão da Cedente (Alienação Fiduciária de Ações), esta que também declara-se coobrigada pela adimplência da Devedora nos termos do Contrato de Locação.

O Contrato de Locação tem prazo e cláusulas de juros e correção monetária alinhados aos compromissos firmados com os titulares dos CRIs. Em decorrência da celebração da cessão de créditos (Contrato de Cessão) firmada entre a Locadora/ Cedente e a Locatária/ Devedora, os Direitos Creditórios serão transferidos a uma conta corrente aberta especificamente para a operação, de titularidade da Emissora (Conta Centralizadora). A estrutura também conta com reforço de liquidez proporcionado por um fundo (Fundo de Liquidez) que a Emissora constituirá com recursos do principal emitido e que deverá cobrir uma parcela mensal (PMT).

O rating 'brA(sf)' atribuído a 148ª Série da 1ª Emissão de CRIs da Ápice Securitizadora traduz, na escala nacional da Austin Rating, um baixo risco de crédito relativo a emissões e emissores nacionais (Brasil), fundamentando-se na capacidade de pagamento autônoma da ISCP Educacional e na cobertura proporcionada pela garantia real imobiliária representada

Analistas:

Ricardo Lins
Tel.: 55 11 3377 0709
ricardo.lins@austin.com.br

André Messa
Tel.: 55 11 3377 0713
andre.messa@austin.com.br

Austin Rating Serviços Financeiros
Rua Leopoldo Couto Magalhães,
110 – conj. 73
São Paulo – SP
CEP 04542-000
Tel.: 55 11 3377 0707
Fax: 55 11 3377 0739
www.austin.com.br

pelo imóvel onde está localizado o campus da Universidade Anhembi Morumbi (UAM). Os recursos captados foram destinados à quitação da dívida original de curto prazo contraída pela BTS XV SPE para a construção do imóvel, dessa forma, alinhando a capacidade de geração de caixa decorrente do fluxo de pagamento de aluguéis ao cronograma de amortização dos CRIs.

A UAM é controlada pela Laureate Educacional, Inc (Grupo/ Grupo Laureate), instituição que atua no segmento de educação universitária, presencial e ensino à distância (EAD). No total, são mais de 850,0 mil alunos matriculados em 38 instituições presentes em 10 países das Américas, Europa, Ásia-Pacífico, África e Oriente Médio, já considerando as operações descontinuadas ao longo de 2018. No Brasil, o Grupo Laureate iniciou seus investimentos em 2005, quando comprou 51,0% de participação da UAM. Hoje, o Brasil já representa parcela relevante dos investimentos do Grupo Laureate, onde já adquiriu 13 faculdades e conta com 293,7 mil alunos. Em números fechados de 2017, o Brasil foi responsável por US\$ 765,7 milhões em receita – 17,5% da receita total do Grupo Laureate – acusando crescimento anual de 10,8%, e EBITDA Ajustado de US\$ 134,2 milhões, 40,7% superior ao apresentado em 2016, o equivalente a 16,1% do EBITDA Ajustado total reportado no ano. Em 2018, apesar do crescimento, o resultado no Brasil está sendo impactado pelo efeito cambial.

O Grupo passa por um processo de reformulação do seu portfólio com o objetivo de monetizar ativos e aumentar liquidez para fazer frente às obrigações financeiras em um momento que apresenta endividamento total de US\$ 2,6 bilhões. Em 2018, até setembro (3T18), as vendas de participações em instituições na Europa, Ásia e África impactaram positivamente o resultado do Grupo Laureate em US\$ 311,9 milhões e sua posição de caixa. No mesmo período, o desempenho global de novos alunos matriculados em muito se deveu ao forte crescimento nas instituições de ensino no Brasil, notadamente no segmento de EAD. Sua administração vem reforçando publicamente o foco de atuação na Espanha, Portugal, Estados Unidos e alguns países da América Latina, com destaque especial dado ao Brasil.

O desempenho do Grupo no Brasil é refletido na Rede Internacional de Universidades Laureate Ltda. (Rede), que consolida o resultado das faculdades adquiridas desde a sua entrada no Brasil, em 2005, até a mais recente aquisição, as Faculdades Metropolitanas Unidas Educacionais Ltda. (FMU), em 2014. A ISCP Educacional, objeto de análise, reflete somente o resultado dos oito *campi* da Universidade Anhembi Morumbi, além dos polos de EAD. A Rede vem passando por um processo de reorganização societária que visa centralizar as operações para obter maior eficiência e escala nas atividades operacionais, administrativas e financeiras. Além de simplificar a estrutura administrativa, tal processo também consiste em padronizar materiais didáticos e a metodologia de ensino nas diferentes regiões onde atua, entre outros investimentos em tecnologia e inovações. Entretanto, tal processo vem impactando negativamente o resultado e as margens consolidadas ao longo dos últimos anos. A Rede reportou prejuízo de R\$ 553,7 milhões em 2015 e muito embora tenha revertido esse resultado para lucro líquido de R\$ 263,0 milhões em 2016, dado mais recente disponível, tal resultado foi impactado positivamente pelo efeito cambial decorrente do empréstimo com partes relacionadas que ocasionou uma receita contábil de R\$ 264,9 milhões. A Rede possuía ativos totais de R\$ 3,5 bilhões e, em que pese sustentar endividamento relativamente reduzido, de R\$ 289,2 milhões, boa parte com vencimento em 2019, os saldos com partes relacionadas somados às obrigações ainda em aberto por conta das aquisições contabilizaram R\$ 2,1 bilhões em dez/16.

A ISCP Educacional, por sua vez, apresentou crescimento no número de alunos ativos e consequente evolução na receita ao longo dos últimos três anos terminados em 2017. Entretanto, esse desempenho ainda não se traduziu em melhores resultados no período, muito em função do impacto do aumento dos custos e despesas decorrentes do processo de reestruturação já mencionado. O resultado antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA) reduziu de R\$ 91,5 milhões, em 2015, para R\$ 39,0 milhões, em 2017, e ficou negativo em R\$ 665,0 mil no 1S18, contra R\$ 10,2 milhões positivos no 1S17. A margem EBITDA observada no referido período passou de 16,7% (2015) para 6,4% (2017). Não obstante a deterioração nas margens observadas desde 2015, a ISCP Educacional é geradora de caixa operacional, o que lhe permitiu sustentar os investimentos realizados no período e ainda oferecer um fluxo de caixa livre para a empresa (FCFF) de R\$ 22,9 milhões, em 2015, R\$ 13,3 milhões, em 2016 e de R\$ 15,8 milhões, em 2017. Tais aspectos evidenciam a folga de caixa que pode ser direcionado tanto para as atividades operacionais, quanto para a realização dos investimentos necessários (CAPEX e OPEX). Em que pese a situação atual, a continuidade na deterioração nos resultados que torne a empresa dependente de aportes da Rede deverá ensejar um rebaixamento do rating.

A ISCP não possui endividamento relevante, somente operações com partes relacionadas, ainda assim, em volume reduzido. Tal condição lhe é permitida pela opção dos controladores em não se alavancar por meio das sociedades investidas, mas através da *holding* que aporta os recursos de acordo com as necessidades específicas de investimentos. Os índices de cobertura de juros observados nos últimos anos evoluíram de 80,6x, em 2015, para 4,0x, em 2017, e o índice dívida líquida/ EBITDA, de 0,18x (2015) para 0,04x (2017). O primeiro indicador foi negativamente impactado mais pela deterioração do resultado do que por aumento do endividamento. A Austin Rating espera que a retomada das margens como reflexo dos ganhos de escala decorrentes da sinergia obtida somente em 2019, uma vez que o resultado no 1S18 ainda não refletiu tal tendência. No fechamento do 1S18, a ISCP Educacional apresentou R\$ 310,6 milhões em ativos totais, resultado operacional negativo de R\$ 15,9 milhões e prejuízo de R\$ 23,6 milhões.

A garantia real imobiliária proporcionada pela Alienação Fiduciária do Imóvel atua, na visão da Austin Rating, como um elemento de incentivo à vontade de pagar e reduz sensivelmente a expectativa de perda do principal corrigido após eventual *default* da Locatária (*loss given default* – LGD). O imóvel foi avaliado pela Colliers International do Brasil Consultoria Ltda. (Colliers/ Avaliadora) por R\$ 24,2 milhões, o equivalente a R\$ 4.157,70/ m². Considerando o valor apontado, a cobertura proporcionada pela garantia real a valor de mercado é de 140,6% em relação ao valor do principal emitido ou, inversamente, o *Loan to Value* (LTV) observado é de 71,1%. O relatório da Avaliadora (Laudo de Avaliação) não aponta um valor de liquidação forçada para o imóvel. Considerando o cenário de consolidação do segmento e as características da edificação sob medida, a Austin Rating entende que o imóvel apresente perfil de liquidez e atratividade não desprezíveis. Adicionalmente, a possibilidade de perda de um ativo com valor superior à dívida tende a estimular a Locadora, ainda que em situação de eventual incapacidade autônoma, a se esforçar em levantar fundos para honrar suas obrigações.

Ainda em relação ao imóvel, a classificação está considerando a obrigação de contratação de seguro de risco patrimonial para o imóvel às expensas da Locatária. Cumpre ressaltar a exigência de renovação da apólice até o término do Contrato de Locação. O seguro terá como único e exclusivo beneficiário o Locador e prevê a cobertura de eventuais custos de reconstrução no valor de até R\$ 15,0 milhões e de perda de aluguel durante o período de 18 meses.

Sem prejuízo das garantias supracitadas, os acionistas alienaram 100,0% do capital social da Cedente, representadas por 8.001.000 ações. Em caso de execução, as ações da Cedente deverão passar por avaliação e não será admitida a alienação por valor inferior ao do saldo devedor da Emissão. Mais recente avaliação realizada pela Colliers apontou valor justo (*“fair value”*) de R\$ 10,7 milhões para as ações da BTS XV SPE, o equivalente a 65,7% do principal emitido. Todavia, importante mencionar que o imóvel objeto de locação, bem como parte do fluxo de aluguel, são ativos que agregam valor à BTS XV SPE, conforme mencionado acima.

Os créditos imobiliários representados pela CCI, as garantias e a conta corrente serão segregados do restante do patrimônio da Emissora mediante instituição de regime fiduciário e constituirão o Patrimônio Separado que será administrado pela Securitizadora. Muito embora o Termo de Securitização que dá origem ao CRI parta do pressuposto de que tais créditos estejam isentos de qualquer ação ou execução por parte dos credores da Emissora, tal prerrogativa não produzirá efeito quando se trata de débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista contra a Ápice.

No que diz respeito aos riscos transmitidos pelas demais partes envolvidas, a nota está assumindo que a Oliveira Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S/A (Oliveira Trust/ Agente Fiduciário), na prestação dos serviços fiduciários, exercerá suas atividades com boa fé, transparência e lealdade para com os titulares dos CRIs e terá plena capacidade de verificar a regularidade da constituição das garantias e demais enquadramentos previstos nos Instrumentos. Adicionalmente, como parte fundamental para a mitigação de risco, a Conta do Patrimônio Separado deverá ser constituída no Banco Itaú Unibanco S/A, cujo risco transmitido (risco de *settlement*) é considerado quase nulo.

Perspectiva e Fatores de Sensibilidade do Rating

A perspectiva estável indica que a classificação não deverá sofrer alterações no curto prazo. Contudo, o rating desta emissão poderá ser elevado ou rebaixado, a qualquer momento, caso os fundamentos considerados no momento de sua atribuição se alterem de forma substancial. Dessa forma, a classificação será revista em caso de alienação da participação detida pelo Grupo Laureate na Devedora. Eventual alteração em qualquer condição estabelecida no Contrato de Locação e, principalmente, na Locatária e principal devedora da operação, também deverá motivar revisões na classificação. A

continuidade na deterioração nos resultados que torne a ISCP Educacional dependente de aportes da Rede e caso o controlador reconsidere sua estratégia de financiamento das atividades que impacte de forma substancial em seu endividamento são fatores que ensejarão um rebaixamento do rating. Por outro lado, a retomada das margens como reflexo dos ganhos de escala decorrentes da sinergia obtida somente em 2019 poderá sensibilizar positivamente.

CARACTERÍSTICAS DA EMISSÃO

Instrumento:	Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI);
Emissora:	Ápice Securitizadora S/A;
Série:	A 148ª Série da 1ª Emissão de CRI da Emissora;
Emissão:	Os Certificados de Recebíveis Imobiliários da 148ª Série da 1ª Emissão da Emissora;
Devedora:	ISCP – Sociedade Educacional Ltda.;
Cedente:	BTS XV Empreendimentos Imobiliários S/A;
Agente Fiduciário/ Custodiante:	Oliveira Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S/A;
Assessor Legal:	CaselliNavarro Advogados;
Escriturador:	Itaú Corretora de Valores S/A;
Banco Liquidante:	Itaú Unibanco S/A;
Conta Centralizadora:	A conta corrente do Banco Itaú Unibanco S/A, de titularidade da Emissora, na qual serão recebidos os Créditos Imobiliários;
Fundo de Liquidez:	O montante equivalente a R\$ 172.289,90 (cento e setenta e dois mil, duzentos e oitenta e nove reais e noventa centavos), na data de Emissão, ou uma parcela de pagamento dos CRI;
Quantidade de CRIs:	160 (cento e sessenta);
Valor Nominal Unitário:	R\$ 102.117,12 (cento e dois mil, cento e dezessete reais e doze centavos);
Valor Global da Emissão:	R\$ 16.338.738,74 (dezesesseis milhões, trezentos e trinta e oito mil, setecentos e trinta e oito reais e setenta e quatro centavos), na data de emissão;
Data de Emissão:	20 de setembro de 2018;
Data de Vencimento Final:	24 de setembro de 2030;
Atualização Monetária:	Anual, pelo IGP-M/ FGV;
Juros Remuneratórios:	Os juros remuneratórios correspondentes a 7,61% (sete inteiros e sessenta e um centésimos por cento) ao ano, com base em 360 (trezentos e sessenta) dias, calculados de forma exponencial e cumulativa <i>pro rata temporis</i> por dias corridos, incidentes sobre o Valor Nominal Unitário Atualizado dos CRI, a partir da data de emissão, conforme fórmula prevista no Termo de Securitização (TS);
Periodicidade de Pagamento:	Os pagamentos da amortização e dos juros remuneratórios ocorrerão nas datas de pagamento identificadas no TS, sendo o primeiro pagamento em 24 de outubro de 2018 e o último pagamento na data de vencimento;
Prazo:	144 (cento e quarenta e quatro) meses;

Créditos Imobiliários:

A totalidade dos créditos imobiliários detidos pela Cedente em face da Devedora, sendo que tais créditos abrangem todos e quaisquer aluguéis, direitos, garantias, privilégios, preferências, prerrogativas, multas, penalidades, reajuste monetário e ações inerentes ao Contrato de Locação relacionados à Locação, incluindo todos e quaisquer outros valores, presentes e futuros, principais e acessórios, indenização (conforme definida abaixo e no Contrato de Locação) e demais encargos contratuais e legais previstos no Contrato de Locação, a ser paga pela Devedora na hipótese de rescisão antecipada da locação, juros, penalidade e demais acessórios eventualmente devidos durante o período de vigência do Contrato de Locação. Para fins do conceito de Crédito Imobiliário, não serão considerados direitos creditórios advindos do Contrato de Locação que sejam vinculados diretamente ao imóvel e não sejam diretamente vinculados à Locação, como por exemplo indenizações por custos incorridos pela Cedente na qualidade de proprietário do Imóvel;

Destinação dos Recursos:

Os recursos captados serão destinados à quitação da dívida original de curto prazo, contraída para a construção do imóvel;

Garantias:

Para garantir o integral e pontual cumprimento das Obrigações Garantidas a Cedente outorgou em favor da Emissora, a Alienação Fiduciária de Imóvel, sendo certo que nos termos do Contrato de Alienação Fiduciária de Imóvel e do Contrato de Cessão, poderá, desde que já tenha ocorrido o efetivo registro do Contrato de Alienação Fiduciária de Imóvel perante o Cartório de Registro de Imóveis, cumulado com a conclusão satisfatória da Regularização Imobiliária devidamente comprovada mediante apresentação ao credor-fiduciário da matrícula do imóvel atualizada com o registro da Alienação Fiduciária de Imóvel, a qualquer momento e sem prévia aprovação da Securitizadora ou dos titulares dos CRI, ocorrer a transferência do controle acionário da Cedente para um fundo de investimento imobiliário. Adicionalmente o FIP Barão Vermelho e a Carlu, na qualidade de acionistas titulares da totalidade de ações do capital social da BTS XV outorgarão em favor da Emissora, a Alienação Fiduciária de Ações, que vigorará (i) até o integral adimplemento das Obrigações Garantidas ou, conforme o caso, até (ii) o efetivo registro do Contrato de Alienação Fiduciária de Imóvel, livre de quaisquer outros ônus ou gravames, perante o Cartório de Registro de Imóveis, mediante a regularização do imóvel, nos termos e condições do Contrato de Alienação Fiduciária de Imóvel. Adicionalmente, a Cedente, assumiu a condição de coobrigada por qualquer obrigação assumida no Contrato de Locação.

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS COMPLEMENTARES

1. O Comitê de Classificação de Risco que decidiu pela classificação de risco de crédito da 148ª Série da 1ª Emissão de CRIs da Ápice Securitizadora S/A (Ápice/ Securitizadora), com lastro em CCI representativa de créditos imobiliários decorrentes do Contrato de Desenvolvimento de Unidade Comercial, Construção sob Encomenda e Locação (Contrato de Locação) firmado entre a BTS XV e a ISCP Educacional, reuniu-se na sede da Austin Rating, no dia 09 de janeiro de 2019, compondo-se dos seguintes membros: Ricardo Lins (Analista Sênior), Jorge Alves (Analista Sênior), André Messa (Analista Pleno) e Maurício Carvalho (Analista Júnior). Esta reunião de Comitê está registrada na Ata Nº 20190109-1.
2. A classificação atribuída está contemplada na “Escala Nacional de Ratings de Crédito”, disponível em: <http://www.austin.com.br/escalas>.
3. A classificação de risco de crédito decorre da utilização da metodologia genérica comumente aplicada por essa agência em suas classificações de Securitização de Recebíveis, disponível em: <http://www.austin.com.br/metodologias>.
4. Não é a primeira vez que a Austin Rating classifica essa espécie de ativo. Essa agência já atribuiu anteriormente classificações de risco de crédito de CRIs.
5. As classificações de risco de crédito atribuídas pela Austin Rating estão sujeitas a diversas limitações, conforme descrito no final deste documento (*Disclaimers*).
6. As fontes de informações foram consideradas confiáveis pela Austin Rating. Os analistas utilizaram informações provenientes da V2 Investimentos Ltda. (Estruturador) e do Grupo Laureate.
7. As informações obtidas pela Austin Rating foram consideradas suficientes para a indicação de uma classificação de risco de crédito.
8. Após a atribuição da classificação final, esta será revisada, pelo menos, anualmente. No entanto, poderão ser realizadas ações de rating a qualquer tempo, dentro do período de vigência do contrato de prestação de serviços, que se estenderá até **22 de junho 2019**.
9. A Austin Rating adota políticas e procedimentos que visam mitigar potenciais situações de conflitos de interesse que possam afetar o desempenho da atividade de classificação de risco e seus resultados. O presente processo de classificação de risco está isento de situações de potencial conflito de interesses, incluindo aquelas previstas na Instrução CVM Nº 521/2012.
10. Na presente data, a Austin Rating havia atribuído ratings de crédito para diversas séries de Certificados de Recebíveis Imobiliários emitidas pela Ápice Securitizadora, cujos relatórios estão disponíveis ao público em: <http://www.austin.com.br/Ratings-CRIs.html>. Há que se destacar, contudo, que aquela companhia securitizadora não é a fonte de pagamento direta pelos serviços prestados por essa agência, já que os valores dos contratos são debitados da conta do patrimônio separado de cada série pelos Devedores ou Originadores/ Cedentes. Nesta data, a Austin Rating possui ratings de crédito para diversas emissões em que a Oliveira Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S/A (Agente Fiduciário/ Oliveira Trust) participa, porém, esta agência não presta qualquer serviço de rating a esta empresa e a seus sócios e funcionários.
11. O serviço de classificação de risco foi solicitado em nome da Emissora pelo Estruturador. Desse modo, houve compensação financeira pela prestação do serviço.
12. A classificação foi comunicada ao Contratante, via e-mail, no dia 09 de janeiro de 2019. A versão original do relatório (Draft) foi enviada a essas partes, também via e-mail, na mesma data. Não foram realizadas alterações relevantes no conteúdo deste e nem tampouco promovida alteração na classificação indicada inicialmente em razão dos comentários e observações realizados pelo contratante.
13. Este documento é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao que dispõe o artigo 16 da Instrução CVM Nº 521/2012.