



CRÔNICA CONTEMPORÂNEA DO MERCADO DE REAL ESTATE

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. O que exponho nesta carta todos do setor conhecem, poucos reconhecem e muitos pretendem que o tempo possa apagar da memória dos mercados.

Ao apresentar seus dados de desempenho de 2007, um DRI de empresa de capital aberto do setor estendeu seus comentários para uma imagem de futuro do mercado, que aguçou a curiosidade de um jornalista, produzindo-se uma matéria em jornal de São Paulo, que especulava sobre o início de um processo de consolidação no setor, com a possível fusão de algumas empresas de capital aberto, recém integradas ao novo mercado. A premissa é que no Brasil existem 21 empresas listadas na Bovespa, sendo que o mercado americano não lista mais de 10, o que demonstraria um excesso(!).

Outra premissa exposta na entrevista, acentuando um viés de dificuldade para este movimento de consolidação, é que as empresas são muito personalistas o que dificulta que os controladores possam participar de processos mais modernos de gestão, que devem se sustentar na eficácia dos sistemas e na eficiência evidenciada das decisões, nos processos de planejamento dos investimentos e não na sua sensibilidade, ou reserva de conhecimento (experiência).

2. Por meio desta carta (www.realestate.br), desde 2006, quando esse processo de busca voraz de recursos no mercado de capitais para empresas de real estate residencial se acelerou, e de vários artigos expostos em seminários e conferências e que podem ser encontrados no mesmo site, o NRE-POLI tem alertado sobre as distorções de valores e conceitos que fundamentaram as captações de recursos, a sua maioria em IPOs. Nesta carta trato de alguns aspectos derivados dessas distorções, refletidos nos procedimentos pasteurizados de enfrentar o mercado (as evidências são de que todas as empresas percorrem o mesmo roteiro), fazendo uma especulação sobre para onde o estado da economia setorial pode caminhar, não sendo razoável, ainda, fazer uma leitura de crise adiante, pois há tempo e condições para as reflexões que conduzam a uma mudança de comportamento, ainda que perdas sejam inevitáveis.

3. Quando teve início o ciclo das aberturas de capital, o setor do real estate foi apresentado ao “método” dos múltiplos e os que buscaram recursos no mercado se



apaixonaram por ele, porque viram suas empresas multiplicar de valor num estalo. Ainda mais, o setor tem o defeito congênito de correr atrás de parâmetros para, pretensamente, facilitar estudos e planejamento, sacrificando indicadores, de qualidade adequada para análises num nível superior de decisão, mas absolutamente precários para os inferiores. Um exemplo eloquente é o de fazer orçamentos utilizando custo/m², adequado para validação de investimentos, mas impraticável para ser usado abaixo dessa hierarquia.

Os principais atores do mercado de capitais, que levaram as empresas a captar volumes expressivos de recursos, mesmo que a custo elevado de comissões e contas correlatas¹, introduziram aos acionistas controladores das empresas o conceito de que valuation se faz por múltiplos. Uma empresa vale algumas vezes a sua capacidade de gerar EBITDA-A² em regime e a inteligência do mercado acaba produzindo um múltiplo por setor econômico³. Num ciclo de euforia de mercado o múltiplo cresce, porque os investidores pensam mais no longo prazo, logo quem vende especula e, em ciclos inversos, o mercado paga preços a múltiplos desfavorecidos, especulando contra os acionistas das empresas, ou contra elas próprias.

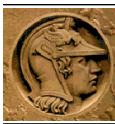
4. O glamour do método é induzir, por meio de DSVs⁴, uma grande alavancagem de valor das empresas. Assim, acaba aceito sem crítica e os que o criticam são rotulados de conservadores ou acadêmicos. A alavancagem fez caixa para os controladores nas colocações secundárias, que ocorreram no primeiro ciclo dos IPOs, e caixa em grandes proporções nas empresas, para sustentar um programa de crescimento acelerado. Há casos de empresas que multiplicaram por mais de oito vezes a sua capacidade de investimento após a colocação da nova tranche de ações. Mesmo no caso das colocações que só contemplaram recursos novos para as empresas, no final do ciclo dos IPOs, o valor das ações estava muito acima do razoável, que se encontraria numa valuation mais cuidadosa e sem viés. Isso permitiu aos controladores deter grande proporção do capital, na maioria das vezes o controle, e ainda ver seu caixa abarrotado de recursos para novos negócios, numa proporção desconhecida para a grande maioria.

¹ Noto que as contas são da empresa, logo penalizam o investidor.

² EBITDA ajustado.

³ Significa dizer que investidores em ações, ao analisar riscos, desconsiderariam riscos próprios da companhia investida, computando somente risco soberano da economia que abriga a empresa e os riscos setoriais.

⁴ Ver em cartas anteriores as discussões sobre vieses em valuation, que denominei DSV, oriundo de “the Dark Side of Valuation”.



5. Vejamos um exemplo muito simples de como se fabrica valor:
- a empresa tem 100 de PL, com 20 de permanente e 80 de capacidade de investimento. O controlador detém a totalidade do capital de valor 100, representado por 100 ações;
 - essa empresa toma 40 de financiamento para aumentar o seu potencial de geração de receita e resultado;
 - a empresa faz um land bank, que, na linguagem “anterior à era dos IPOs” se denominava de portfolio de empreendimentos, 60% em permuta e 40% usando sua capacidade de investimento (80 existentes + 40 financiados). Essa política não agressiva de permutas (algumas empresas preferencialmente operam permutas em 100%) faz comprar 300 de terrenos;
 - terrenos pesam, em empreendimento de renda média para média alta, foco privilegiado de todas as empresas listadas, 20% do preço de venda. Esses 300 corresponderão a 1.500 de VGV;
 - esse VGV pode gerar, em regime, 24% de EBITDA-A, correspondente a 360. Paga-se o financiamento de 40 + juros, restando ~314. O EBITDA-A dos empreendimentos é realizado em média de 2 anos, resultando em 157/ano o desempenho esperado da empresa em regime;
 - tomando a amostra dos 15 primeiros IPOs do ciclo virtuoso, os múltiplos utilizados para valuation vão de 3,4 até 48, com mediana de 12,5 e média de 16,0. O nosso analista conservador usa a mediana para valuation das ações velhas, valor que replicará para as novas. Chega, portanto, a ~1.900 para o valor da empresa, sendo 19,00 por ação;
 - o acionista controlador vende 21% das suas ações e chama um aumento de capital para deter 51% da empresa nova. A emissão será de 56 ações que se somam às 100 antigas, restando com o controlador 79. O mercado subscreve 100 ações novas e compra 21 ações do controlador;
 - o controlador, que tinha uma empresa de PL = 100, encaixa líquidos (depois de despesas), 359 e resta com ações de valor patrimonial 508 e de valor de mercado, pelos 19,00 de subscrição, de 1.501. Alavancou seu patrimônio de 100 para (359+508=867) na hipótese mais conservadora ou para (359+1.501=1.860) ao pretensão valor de mercado das ações.
6. Realizado o resultado pelo controlador e pagas as comissões, resta conviver com a realidade - a empresa e o seu land bank lá estão para serem administrados e, tendo em vista que a premissa é a capacidade de produzir EBITDA-A em regime e crescente, os recursos novos exigem um esforço acentuado para aumentar o portfolio de empreendimentos.



O que mostra a conjuntura de mercado.

- Análises das oportunidades de investimento, validação dos parâmetros dos empreendimentos do portfolio (custos e preços), preparo e aprovação de projetos, rotinas de preparo de lançamentos, impacto ambiental, sustentabilidade, escala de empresa que produz visibilidade que exige cuidados, concorrência agressiva no mercado competitivo, revisão de produtos, busca de nichos de mercado, os inúmeros custos Brasil e os gargalos do crescimento da empresa para uma escala desconhecida pelos executivos - resultam em lançamentos retardados, levando o EBITDA-A para muito mais adiante do que os dois anos utilizados no cenário da valuation.
- Aumento da capacidade de investimento de 80 + 40 (financiados) para 80 + 904 (captação líquida em bolsa). A empresa é 8,2 x maior do que a original. Nessa mudança de escala, os sistemas de gestão e decisão devem ser redesenhados por inteiro, sob pena de descontrole completo⁵.
- Os recursos novos devem ser dirigidos para aumentar o land bank e conseguir “perpetuar, com gradiente de crescimento” a capacidade de geração de EBITDA-A. A valuation que deu apoio ao IPO, ainda que tenha sido feita por múltiplos e continue sendo feita nas transações com as ações, carrega uma premissa implícita de que a capacidade de geração de riqueza cresce, mesmo que em gradientes moderados.
- Todo o mercado está alavancado na capacidade de investir, o que produz uma disputa agressiva pelos terrenos disponíveis nos nichos tradicionais de mercado. Com os preços de terrenos para cima, as permutas são difíceis de se concluir, porque há ofertas alternativas com pagamento em caixa. Não é possível encontrar negócios com o perfil tradicional, que respeitem os parâmetros da valuation. Há que diversificar.
- Espalhar a empresa pelo Brasil é a primeira resposta. As questões que daí emergem são: conhecimento de mercado, administração à distância e novo desenho das estruturas de decisão, gestão e gerenciamento. A empresa passa a decidir mais lento e tende a errar mais. Quanto mais concentrada a decisão de investir, mas sujeita a manipulações ela estará.

⁵ História de descontrole já foi contada no mercado de real estate no Brasil, num passado não tão remoto, pela primeira empresa que se espalhou pelo país e que se orgulhava de ter centenas de canteiros de obra em operação simultânea, com meta de chegar a mil.



- Uma das formas de diversificar, para operar em nichos de maior demanda é migrar esforços para a baixa renda (média baixa quando muito). Ai há duas premissas novas para nortear a decisão de investimento: i-não é possível deslocar geograficamente a demanda e ii-a validação dos empreendimentos passa por engenharia de produto e não mais por marketing de produto. Muda a forma de ser da empresa, porque se altera o peso dos atributos das oportunidades de investimento sob avaliação. A inversão verificada no processo de decisão provoca alteração das rotinas de gestão e gerenciamento.
- Os preços de mercado das ações, com poucas ressalvas estão muito abaixo do valor de lançamento - e a culpa não é do sub-prime. Afinal, o mercado vai aprendendo a separar a fantasia do que é verdadeiramente possível ser produzido de resultado nas empresas do mercado de real estate residencial no Brasil.
- Pode-se dizer que o mercado ainda vai ter que aprender adiante, porque ainda se vê oportunidades de investimento validadas com preços de hoje contra custos virtuais de hoje, validados e aceitos para viger em empreendimentos de ciclo de 2 a 3 anos. As evidências são de que os custos devem subir acima dos índices possíveis de se usar para ajustar preços. Ajustar pelo INCC não é resposta pronta, porque a capacidade de pagar dos mercados não deverá evoluir na proporção dos ajustes setoriais - as empresas, para manter as vendas, deverão absorver parte do ajuste, comprometendo suas margens. Quanto mais para baixo o perfil de renda do mercado alvo, mais se evidenciará esta situação. A validação deve ser feita pelos preços de hoje contra os custos de amanhã, para que a decisão seja tomada com nível de risco adequado.

Sintetizando: ou as empresas passam a refletir sobre como sair do impasse que virá adiante e que, para algumas delas, já está potencializado nos negócios em andamento, ou, a repetir a observação do diretor de empresa citado no início, o mercado se consolidará por compras e fusões. Resta saber se não veremos fusões de pequenos problemas com grandes problemas, para produzir um problema mais complexo.