



O VALOR DAS EMPRESAS DE REAL ESTATE DO NOVO MERCADO

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.
Prof. Dr. Cláudio Tavares de Alencar

1. Desde a publicação da Carta NRE-13 passaram-se 50 dias, nos quais se verificaram medidas agressivas dos governos das principais economias do planeta, no sentido de devolver condições de funcionamento dos mercados sob maior tranquilidade, com a tentativa de retirar o componente de pânico que incensa a maioria das decisões. A mídia e alguns colunistas de economia reverberam a palavra crise sob os mais diferentes matizes, mantendo aceso e vibrante o clima de insegurança e pânico.

Quanto ao comportamento das ações das empresas de real estate no mercado brasileiro, objeto de análise nesta Carta, identifica-se que os investidores rotularam o setor como marginal para investimentos seguros e os preços caem sem parar, até uma fronteira que não aparenta ser razoável. O valor praticado nas transações das ações, ainda que deva ser analisado isoladamente diante da qualidade de cada empresa, no geral, parece muito abaixo do que recomendaria uma análise técnica, mesmo que o valor seja medido com grandes reservas de proteção ao investimento.

Utilizando os parâmetros prevalentes de comportamento do setor, é possível estabelecer uma faixa dentro da qual as ações das empresas deveriam estar precificadas e o que verificaremos nesta Carta é que todas elas se encontram sensivelmente abaixo da fronteira inferior, indicando que o setor permanece penalizado em razão dos exageros cometidos nos IPOs e dos inadequados critérios de gestão subsequentes, nesses dois últimos anos.

Parece também que as empresas não têm procurado se mostrar ao mercado utilizando os valores do setor, insistindo em dialogar por meio de indicadores que não são capazes de denotar qualidade e capacidade de geração de resultados adequados à sua dimensão e ao seu valor patrimonial.

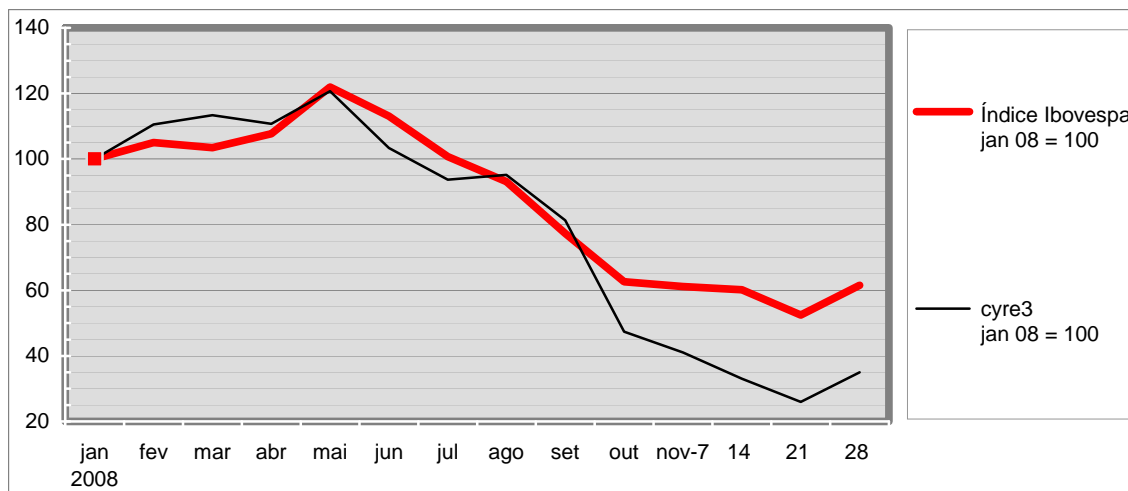
Para exemplificar como o setor vem sendo penalizado, mostramos nos gráficos 1 e 2 o comportamento de cyre3, a ação ordinária da Cyrela, maior empresa do setor e sempre destacada como um exemplo de eficácia na geração de resultados. Notamos



que o valor de mercado da empresa no último dia de novembro equivale a 1,19 do seu valor patrimonial. Notamos também que o conjunto das 21 empresas do setor¹, que atuam no mercado imobiliário residencial, para venda, apresenta valor de mercado equivalente a 0,60 do seu valor patrimonial, sendo que a posição mais confortável é das ações da Cyrela, com o fator 1,19, e a mais comprometida é a da InPar, com fator 0,21, muito próximo de Abyara, Agra e Tenda.

gráfico 1

COMPORTAMENTO DAS AÇÕES DA CYRELA,
NO ANO DE 2008 ATÉ FINAL DE NOVEMBRO E
SUA RELAÇÃO COM O COMPORTAMENTO DO IBOVESPA



A imagem do gráfico 2 exemplifica como o mercado vem penalizando as empresas do setor, a partir do momento em que, na exposição para o mercado dos resultados do segundo trimestre e na indicação das metas adiante, foram bruscamente reduzidas as metas de produção e vendas para 2008. Essa redução se explica e é natural, forçada pela conjuntura, mas também porque as metas lançadas no passado continham um viés de fantasia, ou de especulação embarcada para fazer preços exuberantes nos IPOs².

Como o gráfico 2 ilustra, quando se desconta a variação do Ibovespa, que representa o

¹ A partir de dezembro 20, com a incorporação da Company pela Brascan.

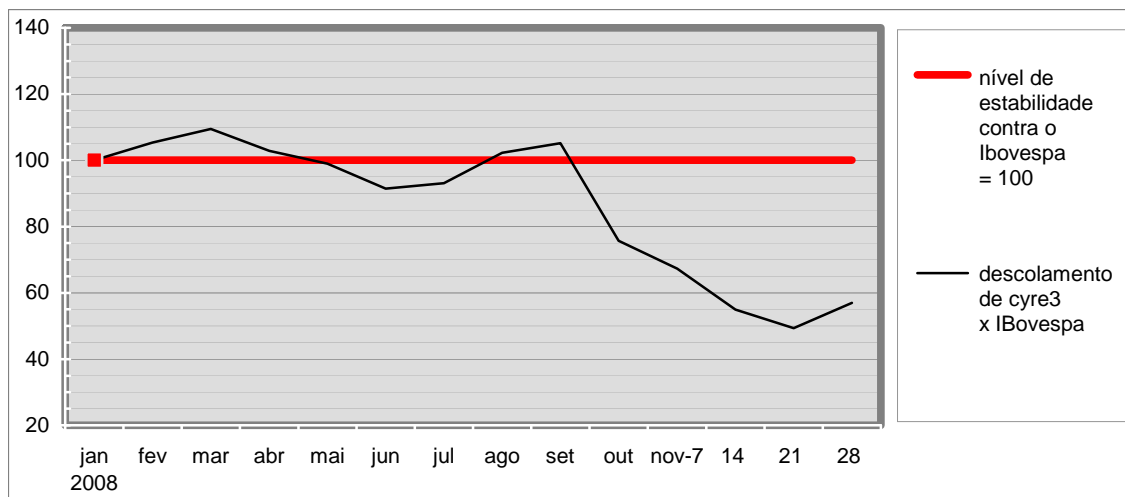
² Para o conjunto das empresas, a redução das metas foi de aproximadamente 20%, sendo mais acentuada nas empresas de médio porte. A nossa visão é que, diante da contração da economia e da restrição de crédito, essa faixa de redução é moderada, devendo, mais adiante, ser revista para mais.



efeito espelho da conjuntura, as ações caem com muita força a partir de setembro. O efeito no conjunto do setor pode ser lido com detalhes pela evolução do índice IRE (índice de preços das ações das empresas de real estate, publicado pelo NRE-POLI e encontrado em www.realestate.br).

gráfico 2

COMPORTAMENTO DAS AÇÕES DA CYRELA,
NO ANO DE 2008 ATÉ FINAL DE NOVEMBRO
DESCONTANDO O EFEITO DO IBOVESPA



3. O conjunto das empresas chega a novembro 2008 com valores de transação das suas ações todas abaixo do valor patrimonial, excluindo Cyrela - [gráfico 3](#).

Isso significa uma depreciação muito agressiva, tendo em vista que a tese que suporta esses valores indicaria que, mesmo liquidando cada uma das empresas, o produto resultante para cada acionista seria maior do que o preço de transação vigente. No caso de InPar, por exemplo, a mais penalizada nesse sentido, a relação é de R\$ 4,82 de patrimônio líquido para cada R\$ 1,00 de valor de mercado. Empresas como Gafisa e Rossi, cujo volume de transações e respeitabilidade as tem posicionado no Ibovespa, apresentam patrimônio líquido de R\$ 1,49 e R\$ 2,19, respectivamente, para cada R\$ 1,00 do seu valor de mercado ao final de novembro.

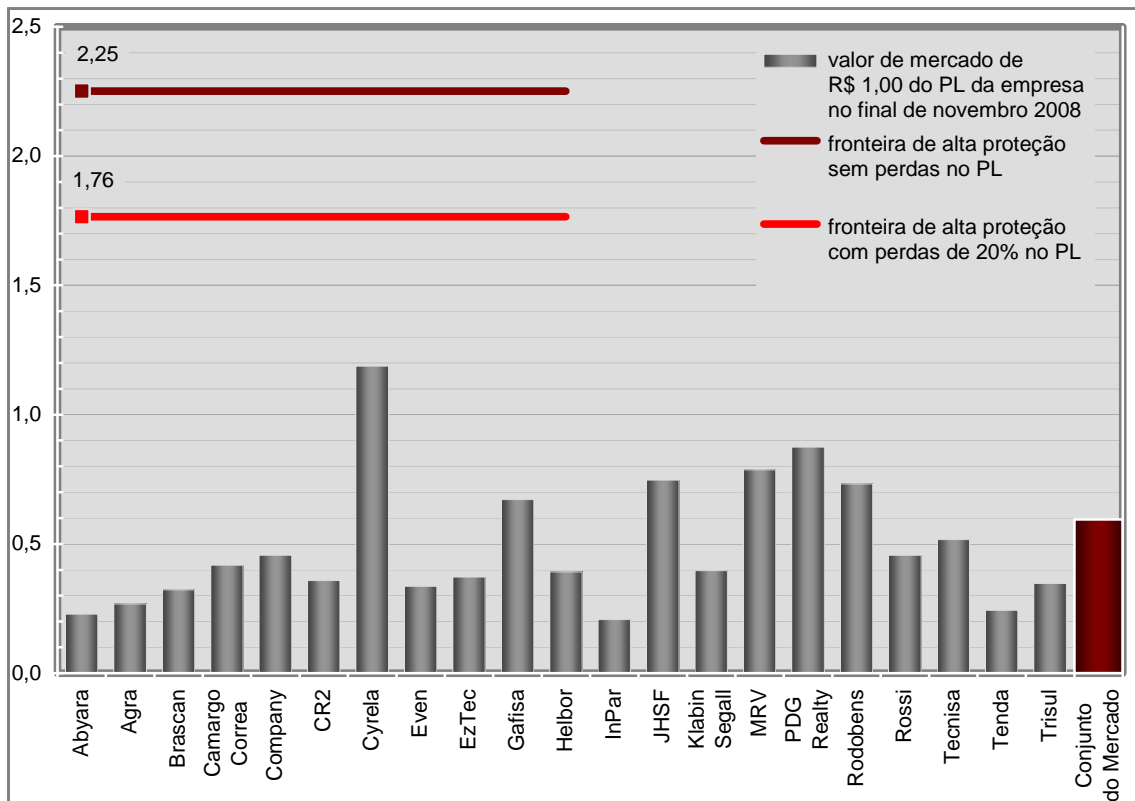
3.1. Usando parâmetros prevalentes no mercado e formatando um portfólio de negócios virtual, para uma empresa protótipo do mercado, encontraríamos um preço ideal de transação acima de 2,25 o PL da ação.



A ansiedade de comprar terrenos, para fazer um landbank que daria a credibilidade para sustentação da empresa no mercado, seguindo a novíngua, que, estranhamente, ainda não foi abandonada, levou a comprar caro, ou, pior, a comprar terrenos cujos produtos foram programados sem os necessários: planejamento, estudos econômicos de boa qualidade e reflexão sobre os riscos antes de decidir, de sorte que agora não são validados. Isso pode indicar que o patrimônio real de algumas empresas seja depreciado, ao se refazer a avaliação de seus ativos, já que pode haver uma perda potencial embarcada nos terrenos do estoque. Admitindo um grau agressivo de desvalorização de 20% do patrimônio líquido dessa empresa virtual, ainda assim encontraríamos um preço ideal de transação acima de 1,76 o PL da ação.

gráfico 3

RELAÇÃO ENTRE O VALOR DE MERCADO
PELO PREÇO DE TRANSAÇÃO DAS AÇÕES
NO FINAL DE NOVEMBRO 2008 E
O PATRIMÔNIO LÍQUIDO DAS EMPRESAS DE REAL ESTATE
RESIDENCIAL LISTADAS NA BOVESPA

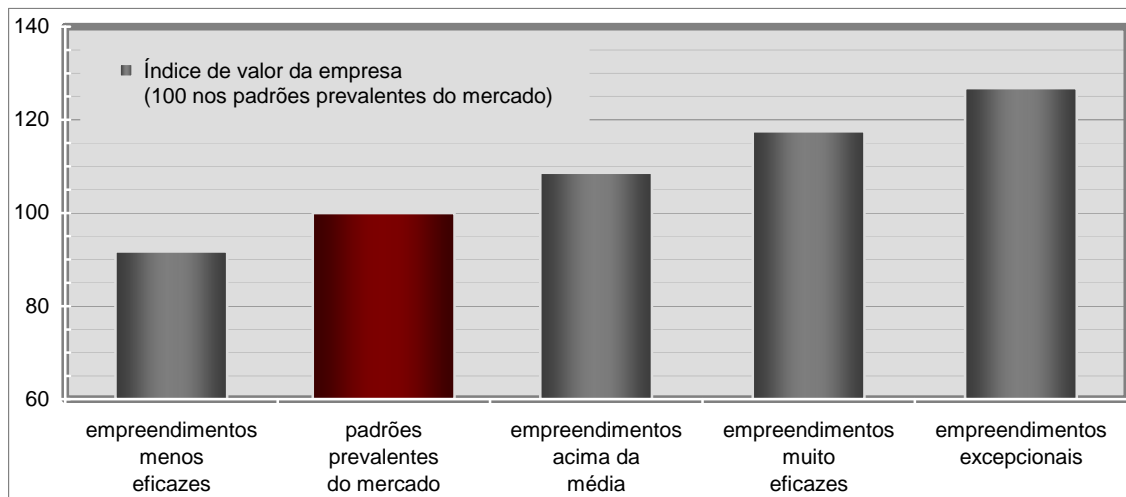




4. Essa configuração de parâmetros prevalentes, que conduzem à medida das fronteiras tecnicamente recomendadas para os preços das ações do setor, por meio dos múltiplos que encantam os analistas (2,25 e 1,76), se faz observando amostras de empreendimentos ofertados e que se encontram em estudos para validação. Para um valor de empresa de índice 100, que só desenvolvesse os empreendimentos cujos parâmetros de comportamento (custos, preços, velocidade de vendas e financiamento à produção) são os mais correntes do mercado, esse valor se alteraria, para os índices enunciados no gráfico 4, quando consideramos empreendimentos com margens mais apertadas (menos eficazes) e outros em se pode praticar preços com maior margem, atingindo nichos de mercado.

gráfico 4

ÍNDICE DE VALOR PARA A EMPRESA
COM PORTFOLIOS DE EMPREENDIMENTOS
TÍPICOS DO SETOR DO REAL ESTATE RESIDENCIAL NO BRASIL



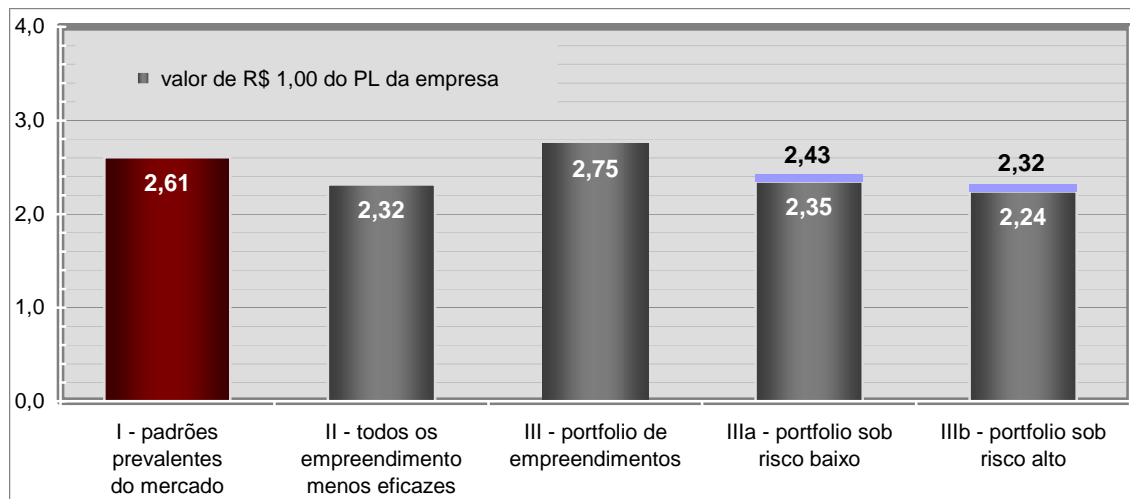
Construindo uma empresa protótipo de mercado, que desenvolve um portfólio de empreendimentos, com 50% deles nos padrões prevalentes do mercado e os demais igualmente distribuídos entre os empreendimentos com perfil diferenciado, chegamos ao valor de 2,75, para cada 1,00 do PL, que cairia para 2,61 se todos os empreendimentos da empresa fossem os de comportamento prevalente do mercado, e para 2,32 se todos os empreendimentos da empresa fossem menos eficazes.

Submetendo o comportamento do portfólio de empreendimentos a perturbações de preços, custos e impacto de descolamento da inflação de custos contra a evolução dos preços, as faixas de valor para cada 1,00 do PL estão mostradas no gráfico 5.



gráfico 5

VALO DE CADA R\$ 1,00 DO PL DE EMPRESA TÍPICA
COM PORTFOLIOS DE EMPREENDIMENTOS
DO SETOR DO REAL ESTATE RESIDENCIAL NO BRASIL



5. O comportamento histórico da relação entre valor de mercado (VM) e patrimônio líquido (PL) para o conjunto das empresas do mercado de empreendimentos residenciais e as *property companies*, nos últimos 12 meses, está ilustrado nos [gráficos 6 e 7](#).

Os dados do [gráfico 6](#) têm a seguinte leitura³:

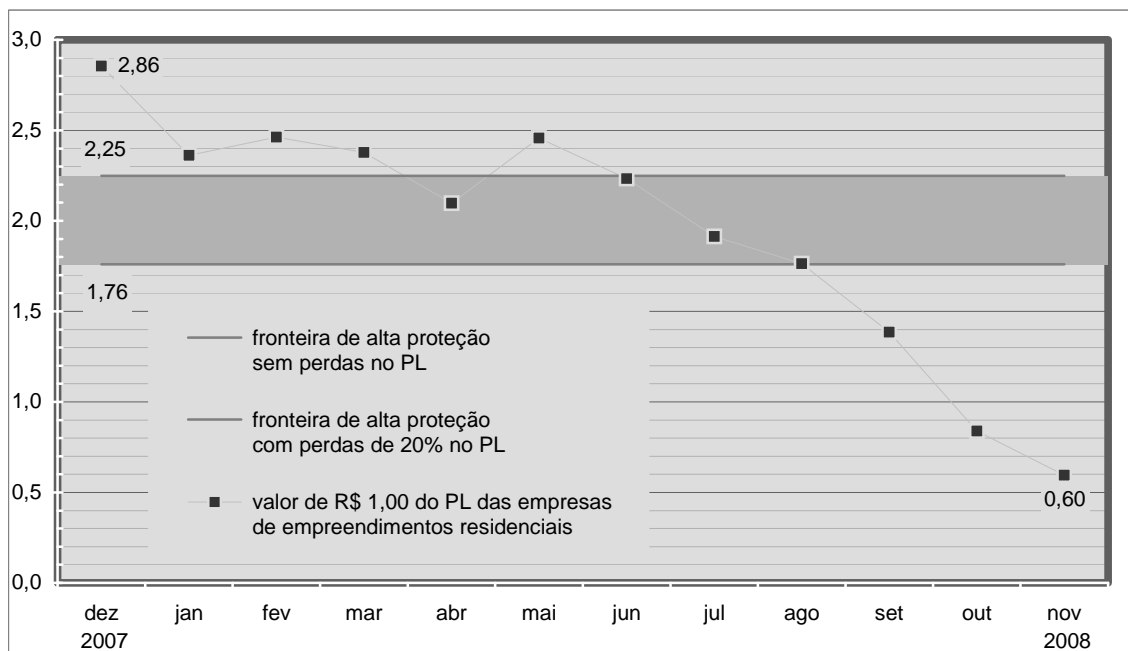
- em dezembro de 2007 o valor de mercado do conjunto das empresas brasileiras de real estate residencial do Novo Mercado da Bovespa equivalia a R\$ 54.074 milhões, para um valor patrimonial, de acordo com os balanços publicados, de R\$ 18.862 milhões, o que aponta para uma relação entre valor de mercado (VM) e patrimônio líquido (PL) do segmento de 2,86, acima da fronteira da alta proteção;
- a relação VM/PL no segmento oscila entre os valores de 2,10 e 2,46 nos meses de janeiro a maio de 2008, e a partir junho, quando as primeiras reduções de metas foram divulgadas, decresce acentuadamente até alcançar em novembro o menor patamar histórico de 0,60, com o conjunto das empresas do segmento tendo um valor na Bovespa de R\$ 11.350 milhões;

³ Todos os valores nesta Carta estão expressos em R\$ de novembro de 2008.



gráfico 6

RELAÇÃO ENTRE PATRIMÔNIO LÍQUIDO E VALOR DE MERCADO
DO CONJUNTO DE EMPRESAS DO SETOR
DE REAL ESTATE RESIDENCIAL NO NOVO MERCADO
NOS ÚLTIMOS 12 MESES



- em agosto de 2008 a relação **VM/PL** no segmento alcança o patamar de 1,76, na fronteira inferior de alta proteção, respeitando a conceituação e parâmetros aqui empregados;
- as perdas de valor das empresas acumuladas no período atingem cerca de R\$ 42.699 milhões, enquanto se verifica um decréscimo no valor do patrimônio líquido do segmento de R\$ 284 milhões.

Para o conjunto das empresas que mantém portfólios de imóveis arrendados (*property companies*), os efeitos de desvalorização não são tão agudos, mas são muito mais acentuados do que o grau conservador desse tipo de investimento recomenda, como mostramos no [gráfico 7](#). Notamos que vários fundos de investimento imobiliário, cujas características de investimento são muito semelhantes às das *property companies*, não apresentaram sensíveis perdas de valor nesse mesmo ciclo.

Esse [gráfico 7](#) mostra que:

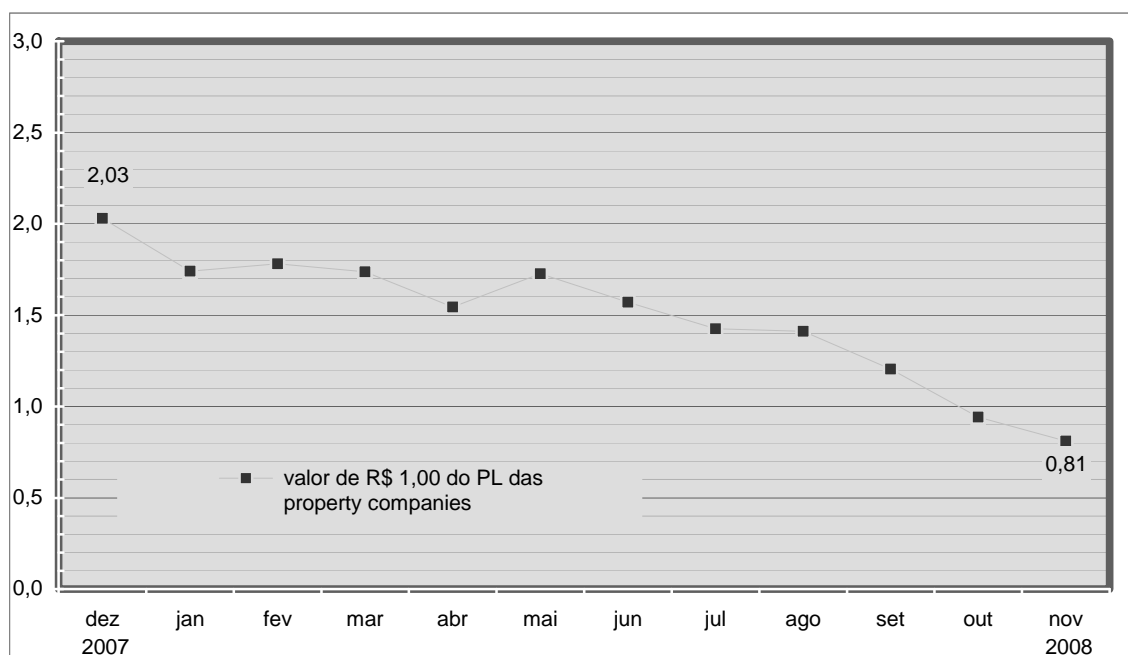
- no início desse ciclo, dezembro de 2007, as *property companies* de capital aberto



e com transações na Bovespa tinham patrimônio líquido que perfazia R\$ 6.403 milhões, conforme balanço referente ao último trimestre do ano. Nesse mesmo mês o valor de médio de mercado do conjunto alcançou na Bovespa o patamar de R\$ 12.998 milhões, resultando numa relação **VM/PL** do segmento de 2,03;

gráfico 7

RELAÇÃO ENTRE PATRIMÔNIO LÍQUIDO E VALOR DE MERCADO
DO CONJUNTO DE EMPRESAS DO SETOR
DAS *PROPERTY COMPANIES* NO NOVO MERCADO
NOS ÚLTIMOS 12 MESES



- no período que compreende os meses de janeiro a maio de 2008, o quociente **VM/PL** no segmento flutua de 1,55 a 1,78. De junho até o final do período decai intensamente até alcançar em novembro o menor patamar histórico de 0,81, para um valor de mercado das empresas de R\$ 4.743 milhões;
- as perdas acumuladas no valor de mercado das empresas ao longo dos últimos 12 meses totalizam R\$ 8.255 milhões, montante superior, tanto do próprio valor atual de mercado, quanto do patrimonial de todas as *property companies* brasileiras com ações negociadas em bolsa. Registra-se no período, de acordo com os balanços publicados pelas companhias, uma redução no **PL** do segmento de cerca de R\$ 537 milhões.

6. A recuperação de confiança dos investidores nas empresas de real estate



residencial envolve fatores complexos, até porque “a prova” só será produzida em consonância com o ciclo de maturação dos empreendimentos, que é longo. A avaliação de que o investimento nessas ações é de baixa qualidade só se reverterá com as empresas mostrando resultados consistentes e recorrentes.

Quando o setor mergulhou na Bovespa não havia histórico a apresentar e o momento era dominado pelo conjunto das fantasias. Isso permitiu impor valuations para os IPOs e praticar valores no ciclo de formação de mercado sob múltiplos (VM/PL) de 5 e até de 8. A conjuntura atual digere o anticlímax daqueles momentos, a ponto de penalizar os preços muito além do razoável, como mostramos nos valores expostos nesta Carta.

A passividade visível da maioria das empresas não sugere que, no curto prazo, os investidores venham conferir a confiança necessária para suplantar esse marasmo, ainda mais quando se divulgam, continuamente, fatos negativos relacionados com suas estratégias. O mercado toma conhecimento dos estoques de imóveis prontos e não vendidos de uma empresa, dos problemas de baixa velocidade de vendas de empreendimentos de outra, da concentração de oferta em algumas capitais do norte e nordeste, dos problemas de gerenciamento à distância, que, ingenuamente, algumas empresas admitiram que nunca ocorreriam, assegurando que a operação pela via das parcerias era coerente e não apresentava riscos. Os investidores tendem a somar os problemas isolados de determinadas empresas e projetar para o conjunto do setor, com grande incentivo da conjuntura, além do pânico catalisado pela mídia.

Encerramos repetindo os últimos parágrafos da Carta NRE 13-08, que esta complementa:

“Há muito sobre o que refletir para conduzir o setor para fora desta enrascada, sendo o primeiro passo voltar aos princípios de planejamento que enxergam o setor pela sua lógica particular, não por aproximação dos setores de produção seriada.

Não há novidade a contar. Antídotos válidos contra o pânico que, necessariamente, sucede um grau de especulação na intensidade que se viu ocorrer, são os capazes de devolver a confiança ao investidor. Silêncio obsequioso ou meia informação, que fazem a opção pela via do esquecimento, não servem. Para fora da empresa, interlocutores com o mercado cuja confiabilidade seja inabalável. Para dentro, atores de gestão com postura inovadora, nas rotinas de decisão e métodos de gerenciamento, operação e controle, focados nas finanças e na geração de resultado, fazem o diferencial necessário. A questão não é de marketing pela promoção, mas pela credibilidade”.