

QUANTO VALE UMA AÇÃO DE EMPRESA DE NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

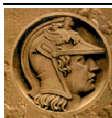
1. Tradicionalmente, os investidores nos negócios de real estate têm aplicado recursos no mercado brasileiro diretamente nos empreendimentos. Ao longo dos anos, para grandes e médios investidores, oportunidades de investimento, tendo como foco os negócios imobiliários, têm sido oferecidas pelos incorporadores para grupos fechados, em sociedade em conta de participação, em sociedade de propósito exclusivo, ou pelo partilhamento dos empreendimentos em unidades, já na sua incorporação. Para os pequenos investidores, comprar imóveis residenciais no lançamento, procurando repassá-los valorizados quando prontos, tem se mostrado um caminho escolhido para investimento conservador, nem sempre bem remunerado, mas revestido de uma sensação de segurança elevada.

Os investimentos em negócios de base imobiliária (imóveis comerciais para renda) têm migrado das compras de escritórios e de flats, para, agora, os fundos de investimento imobiliário e outros produtos derivados da securitização de portfólios, à semelhança do que acontece em economias mais evoluídas, nas quais esses vetores de investimento conservador crescem nos últimos anos a uma velocidade digna de nota.

Algumas importantes empresas de real estate do mercado brasileiro (Cyrela-Brazil Realty, Gafisa, Rossi Residencial e Company) experimentaram oferecer aos investidores do mercado de capitais ações como canal de investimento. Em virtude do sucesso das colocações, em volume expressivo, ainda que tenham ocorrido em momento muito particular do mercado de capitais e da liquidez global, outras empresas de expressão estão se preparando para seguir o mesmo caminho.

Seguindo os modelos tradicionais, o investidor dispõe de meios de comparação até simples para fazer juízo de valor sobre os preços dos imóveis, antes de decidir pelo investimento. Quando deriva para as ações das empresas, o processo de valuation é sofisticado, pode estar submetido a muitos vieses¹ e não há parâmetros de comparação.

¹ Reportamo-nos aos comentários da carta do NRE 2-06 – “The Dark Side of Valuation”



O preço das ações, nesses casos em oferta primária acompanhada de secundária, é definido em faixa pelo vendedor e, tendo em vista as reservas efetivadas por investidores, chega-se a um valor para as transações e confirmam-se as vendas. Muitas das reservas são efetivadas por fundos de investimento, que se admite estejam preparados para fazer julgamento sobre os procedimentos de valuation e seus parâmetros de cenário, expostos nos prospectos de oferta registrados na CVM, de forma que esta carta não pretende julgá-los post facto.

Entretanto reconhecemos que, segregando-se o mercado de atuação das empresas nos negócios imobiliários residenciais e na cidade de São Paulo, é possível fazer uma especulação de quanto pode valer uma ação de empreendedora. Restringindo a tipologia de produto para os apartamentos destinados ao mercado de rendas média e média alta, grande concentração da atuação dessas empresas, consideramos que são capazes de auferir, diretamente dos negócios, rentabilidade semelhante. Isso porque: [i] - terrenos têm preço semelhante e aproveitamento idêntico; [ii] - custos de construção respeitam parâmetros médios de mercado com faixa muito estreita de oscilação; [iii] - contas de gestão são arbitradas até mesmo por benchmark entre as diferentes empresas; [iv] - estruturas de funding respeitam a mesma estratégia de comercialização, o que conduz a custos financeiros muito próximos, quando as operações são financiadas na produção, e a uma necessidade relativa de investimentos semelhante e [v] - os preços relativos do mercado competitivo são muito próximos.

As empresas se diferenciam porque: [i] – as mais ágeis conseguem entrar no mercado com suas ofertas mais cedo, relativamente aos primeiros investimentos, baixando o ciclo operacional e aumentando a eficácia para uma mesma margem de resultado operacional; [ii] – as mais agressivas são capazes de acelerar as vendas, resultando em fluxos de caixa com menor dependência de investimentos, aumentando a eficácia dos investimentos para uma mesma margem operacional; [iii] – aquelas dotadas de sistemas de planejamento e controle mais eficazes podem apresentar ganhos nos custos de produção, vinculados com programas de suprimento mais eficazes; [iv] - as que usam sistemas mais eficazes de planejamento e marketing são capazes de adiantar as tendências dos produtos², fazendo-os mais adequados aos segmentos de mercado alvo (anseios e capacidade de pagar).

Essas diferenças podem provocar que a ação de uma empresa valha mais que de outra, porque a capacidade de geração de riqueza de cada uma sobre a mesma massa

² Depois, se bem sucedida a inserção de mercado, uma grande parte do mercado trabalha por cópia.

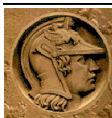


de capital será diferente. Mesmo assim, é possível identificar referenciais paramétricos, tendo em vista, inclusive que, com os grandes volumes de capital disponibilizados para investimento a partir das captações verificadas, o que é mais tangível para ganhar eficácia está disponível para o conjunto das empresas que adotaram a estratégia de ir ao mercado para se capitalizar – há recursos em caixa para dotar a empresa de meios adequados de planejamento e gestão no melhor padrão de qualidade disponível.

O que fazemos nesta carta é a valuation das ações de uma EMPRESA PROTÓTIPO (EPE) atuando no mercado residencial em São Paulo, produzindo apartamentos para público de renda média alta. Seguimos os parâmetros prevalentes do mercado, partindo de um EMPREENDIMENTO PROTÓTIPO (EP), para medir alguns indicadores financeiros e econômicos. Seguimos os parâmetros recomendados para a estratégia de operação da EPE, nova e sem vícios ou oportunidades em carteira, que desenvolve EPs e tem custos de gerenciamento equivalentes ao padrão benchmark cruzado entre as empresas que atuam no mercado. Para cada Real do capital integralizado, esta EPE é capaz, em regime, de gerar um certo resultado anualmente. Arbitrando uma taxa de atratividade adequada para investir nas ações desta empresa, esperando rendimentos e não especulação de preços, que é a única rotina aceita para se promover valuation de uma empresa (ou das suas ações), podemos medir quanto vale cada ação de valor nominal um Real. Esse valor serve para oferta primária ou secundária, ou seja, serve para vender ações novas acima do valor patrimonial, nivelando o valor das ações novas e velhas da empresa, e serve para a oferta secundária, na qual os acionistas que estão na empresa vão a mercado se desfazer de posições, com uma certa alavancagem, considerando que teriam entrado no investimento a valor de face da ação, na origem dessa EPE e que, amadurecida a empresa e comprovada a sua capacidade de fazer renda, saiam da posição de investimento alavancados.

A valuation da EPE poderá mostrar ao leitor um indicador de referência para responder quanto vale uma ação de empresa de negócios imobiliários no Brasil, que pode ser utilizado para verificar, respeitadas as virtudes e defeitos de cada empresa que efetivamente se oferece ao mercado, agora ou adiante, quanto de especulativo, ou que grau de conservadorismo, representará o investimento numa ação aos preços propostos.

2. Formatamos o EMPREENDIMENTO PROTÓTIPO – (EP) cujo cenário referencial de comportamento respeita os parâmetros prevalentes do mercado da cidade de São Paulo, relacionados com custos da implantação (terreno, contas de projeto, despesas legais, planejamento, contas de gerenciamento e obras) e receita líquida de vendas (preços, custos de corretagem, propaganda promoção e marketing



e encargos sobre a receita), considerando que se explora o aproveitamento do terreno no seu máximo.

Consideramos, como é típico no mercado brasileiro, que o EP é desenvolvido segregado numa sociedade de propósito exclusivo – SPE, sob regime de lucro presumido, para efeito tributário³. Consideramos, ainda, que a EMPRESA PROTÓTIPO, que será a EMPREENDEDORA (EPE), deriva recursos de investimento para a SPE na conta de capital, recebendo dividendos isentos de impostos e a devolução do capital, cuja soma representa o fluxo de retorno dos investimentos no empreendimento. Para fazer seu resultado, no ambiente corporativo, a EPE ainda depende suas contas gerais da administração, construindo, contra o resultado dos empreendimentos, seu resultado corporativo, que, levado contra os investimentos, usamos como referência de comportamento do mercado.

Para avaliar as oportunidades e riscos dos negócios imobiliários residenciais sob este formato, medimos o resultado livre de impostos alcançado no ambiente corporativo utilizando-se duas estruturas de funding na produção: uma levando em conta somente o capital da SPE e os recursos líquidos das vendas amealhados no ciclo de produção e outra adicionando um financiamento para produção. Nessa segunda hipótese consideramos que a contribuição das vendas durante o ciclo de produção é mais singela que na primeira. Em ambas hipóteses, consideramos existir financiamento para comercialização, direto aos compradores ou através de geração de instrumentos de investimento ancorados nos recebíveis, que geram caixa para a SPE ao final das obras.

Consideramos que, no ambiente corporativo, a EPE usa uma estratégia conservadora de alavancagem dos recursos de capital que dispõe, fazendo 50% dos seus negócios com financiamento à produção e os demais com funding ancorado em vendas e capital. Utilizando financiamento, a margem de resultado é menor, pois há custos financeiros a computar, mas a taxa de retorno dos investimentos cresce, na medida em que os custos financeiros estão abaixo da rentabilidade dos negócios.

Sob esta estratégia, para cada R\$ 10.000 mil de investimento nos empreendimentos,

³ No Brasil, os parâmetros de imposto sobre a renda mais a contribuição social, para opção pelo regime de lucro presumido nas incorporações imobiliárias, incentivam esse modelo de atuação. De outro lado, para compradores de imóveis em construção e para os financiadores da produção, essa segregação representa uma configuração adequada, no sentido de que os riscos de cada empreendimento não se fundem com os dos demais desenvolvidos pela empresa empreendedora. Os bancos que operam com crédito imobiliário têm incentivado as incorporadoras a usar a modelagem de SPEs, para mitigar os riscos cruzados dos financiamentos.



via SPE, acompanhando o comportamento do cenário referencial espelho do mercado de São Paulo, os indicadores do empreendimento e do investimento estão descritos no quadro1.

Ali notamos que cada Real de investimento produz, 2,437 de vendas, ou 3,047 , quando se faz opção de funding sem e com financiamento na produção.

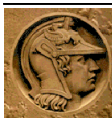
Notamos também que cada Real de capital utilizado produz resultado corporativo de 0,3238 ou de 0,2993 nas duas opções de funding consideradas para a produção.

quadro 1

valores em R\$mil de julho-06	FINANCIAMENTO NA PRODUÇÃO					
	SEM (HIPÓTESE I)			COM (HIPÓTESE II)		
AMBIENTE DAS SPEs POR EMPREENDIMENTO EP						
RECEITA GLOBAL DE VENDAS - RGV	24.370	100,00%	2,437	30.470	100,00%	3,047
INVESTIMENTO	10.000	41,03%	1,000	10.000	32,82%	1,000
RETORNO	13.514			13.248		
MARGEM OPERACIONAL	3.514	14,42%	0,351	3.248	10,66%	0,325
geração do resultado em 3 anos						
AMBIENTE CORPORATIVO da EPE						
CAPITAL UTILIZADO		10.853	100,00%		10.853	100,00%
INVESTIMENTO NOS EMPREENDIMENTOS	10.000			10.000		
CONTAS DA ADMINISTRAÇÃO CENTRAL	853			853		
% RGV	3,50%			2,80%		
RESULTADO SOBRE O CAPITAL - ROE		3.514	32,38%		3.248	29,93%

Esse resultado do investimento se dá em ciclo médio de 3 anos, que foi o adotado como síntese das diversas ações no empreendimento (comprar terreno, aprovar projeto, planejar, financiar, fazer promoção, vender e construir) resultando nos movimentos financeiros utilizados na modelagem de comportamento do empreendimento dentro da SPE. As taxas de retorno, considerando os fluxos financeiros modelados serão de 16,1% ano e 17,2% ano, equivalentes acima do IGP-M, no ambiente corporativo, já líquido dos impostos, respectivamente nas hipóteses I e II. Usando um patamar de inflação de 5% ano e uma taxa CDI bruta de 15% e líquida de 12,75% ano, nominal em Reais, essas taxas de retorno representam multiplicadores do CDI-líquido de 1,265 e 1,346 .

Ao se considerar o ciclo de 3 anos e que os resultados são entregues totalmente aos investidores, retendo-se o capital para repetir o ciclo de negócios, a partir do ano 3 teremos um regime de geração de resultados corporativos equivalentes aos



parâmetros mostrados no quadro1: 32,38% de resultado sobre o capital (I), ou 29,93%(II) caso todos os empreendimentos acompanhem o comportamento segundo o cenário referencial.

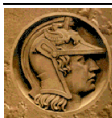
Todavia, há riscos de desempenho, que fazem custos acima do cenário referencial sem contra-partida nos preços e outros que afetam os preços, sem ganhos de produtividade, que encaixem a perda de preço nos custos. Imputando fatores de perturbação aos preços e custos, podemos construir cenários alternativos de comportamento e medir resultados, cuja amostra de laboratório nos conduz à avaliação da distorção de resultado, utilizando os indicadores do quadro2.

Das amostras de laboratório, o intervalo de confiança para a média, com 90% de confiabilidade, indica que o resultado corporativo para um Real de capital investido cai de 0,3238 para o intervalo 0,2371 – 0,2474 (I) e de 0,2993 para o intervalo 0,1965 – 0,2112 (II). Ou seja, o que se pode esperar de resultado anual sobre o capital corporativo aplicado nos negócios das SPES em regime é uma faixa entre 0,2371 - 0,3238 (I) ou 0,1965 – 0,2993 (II), considerando-se adequados os parâmetros do cenário referencial e as fronteiras de distorção arbitradas.

quadro 2

RESULTADO SOBRE O CAPITAL DA EPE EM CENÁRIOS COM PERTURBAÇÃO						
faixas de perturbação	PREÇOS CUSTOS	FRONTEIRAS				
		CONSER- VADORA	AGRESSIVA			
		-5,0%	+1,0%			
		+5,0%	-1,0%			
FINANCIAMENTO NA PRODUÇÃO						
fator de perturbação aplicado sobre	SEM (HIPÓTESE I)			COM (HIPÓTESE II)		
	CUSTOS	RECEITAS	CUSTOS E PREÇOS	CUSTOS	RECEITAS	CUSTOS E PREÇOS
RESULTADO SOBRE O CAPITAL - ROE						
intervalo de confiança	27,79%	27,67%	23,71%	25,63%	23,55%	19,65%
para 90% de confiabilidade	28,41%	28,50%	24,74%	26,42%	25,04%	21,12%
indicador no cenário referencial	32,38%			29,93%		

- 3.** A nossa EPE seguiria o comportamento identificado nos quadros 1 e 2. Pretendendo ir à Bovespa, para uma oferta de ações da EPE, como se conduziria



a valuation do seu capital, admitindo que ela estivesse operando em regime⁴? Uma oferta secundária de ações já integralizadas permitiria a um investidor entrar numa operação em regime e a primária injetaria mais capital na empresa que, em 3 anos, operaria no regime de geração de resultados espelhado nos quadros. Fazendo uma valuation agressiva, para encontrar um valor que responda ao título desta carta, e que seria possível usar como benchmark para a análise do que está acontecendo no mercado brasileiro, desprezamos o ciclo de entrada em regime, dando às ações velhas e novas o valor equivalente a uma operação inteiramente em regime.

O procedimento de valuation exige que se arbitre um horizonte de retenção do investimento e uma taxa de atratividade para investir, além de imputar um valor à ação na saída do investimento.

Impondo uma taxa de atratividade equivalente a 1,25 da taxa CDI para comprar as ações da EPE e um ciclo de retenção do investimento no qual se recebe renda equivalente ao resultado anual gerado, sem perturbações, parte sob a forma de dividendos e a outra parte sendo incorporada ao valor da ação no mercado, para o comportamento segundo o cenário referencial, cada Real do capital teria o valor de 2,9907 (VA). VA é formado, parte pela renda recebida e parte pelo valor de saída do investimento, que, mantendo-se a taxa de atratividade e a condição de fazer a mesma renda sem perturbações, será sempre igual ao valor do investimento. No [gráfico 3](#) ilustramos quanto representam na formação do valor da ação (VA) o fluxo da renda gerada e o valor de saída. Quanto mais se retém o investimento, menor será o risco de perda⁵, porque o investimento fica menos vulnerável a flutuações do valor de saída, que é descontrolado. Como lá se vê, ficando 5 anos no investimento, 42,40% de VA é devolvido pelo fluxo da renda à taxa de atratividade, ficando 10 anos 68,24% e 20 anos 93,57%. Isso significa que o risco de perda cai com o prazo de retenção do investimento, admitindo que a EPE seja capaz de operar no regime do cenário referencial. A vulnerabilidade do investimento, tendo como raiz a volatilidade do mercado de bolsa de valores, afeta menos, quanto menor seja o vínculo da qualidade do investimento ao valor de saída da posição de investimento.

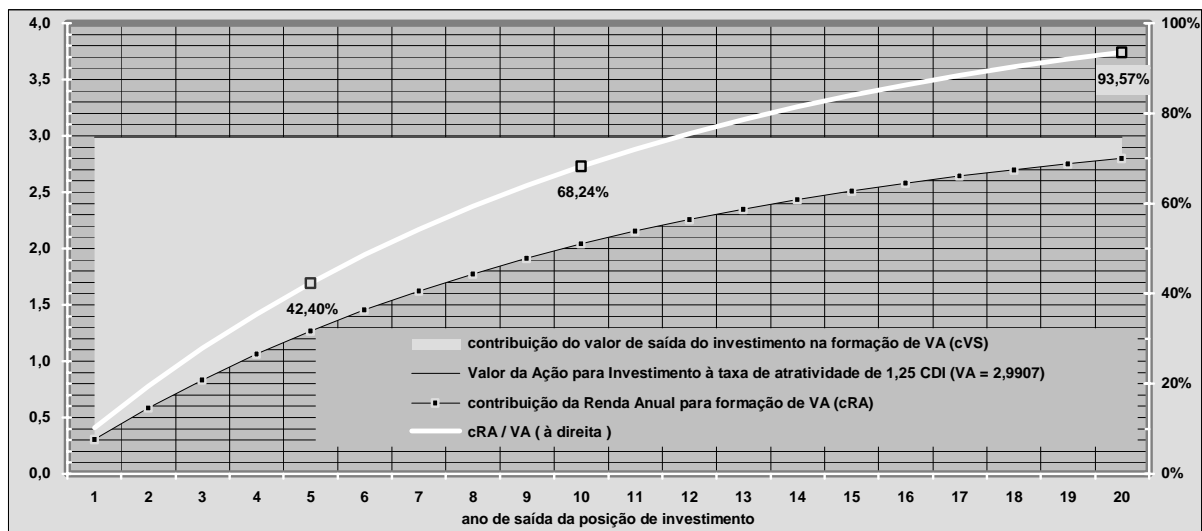
4 Consideramos que a EPE desenvolve 50% dos seus negócios segundo os parâmetros da hipótese I e os outros 50% acompanhando a hipótese II ([quadros 1 e 2](#))

5 Risco de Perda se identifica como o Risco de que o investimento ao valor VA produza uma taxa de retorno inferior à taxa de atratividade arbitrada.



gráfico 3

FORMAÇÃO DO VALOR DA AÇÃO, FUNÇÃO
DO PRAZO DE RETENÇÃO DO INVESTIMENTO



4. O risco global do investimento se mede pela distorção da taxa de retorno alcançada, comprando a ação de 1,00 Real por 2,9907 e não sendo possível alcançar a taxa de atratividade, que impusemos igual a 1,25 da taxa CDI. A depender do ano de saída do investimento, considerando que a EPE pode ter sua rentabilidade distorcida nas faixas do quadro2, o risco do investimento está mostrado no gráfico4. Risco de 100% significa probabilidade de renda zero. Risco maior do que 100% significa probabilidade de prejuízo no investimento.

5. O investidor que entendesse este risco como sendo alto deveria adotar uma rotina para precificar a ação da EPE que contemplasse uma proteção ao risco. Deveria, então:

- balizar uma taxa mínima de rentabilidade suportável - digamos 0,9 da taxa CDI;
- impor uma barreira para que esta taxa seja validada com uma certa confiabilidade - digamos 90% - num certo prazo - digamos 6 anos, igual a dois giros do capital aplicado num EP, cujo payback é próximo de 3 anos -;
- impor uma taxa de atratividade para fazer a valuation da ação, de sorte que essa barreira seja atendida quando ocorrerem distorções de comportamento da EPE.

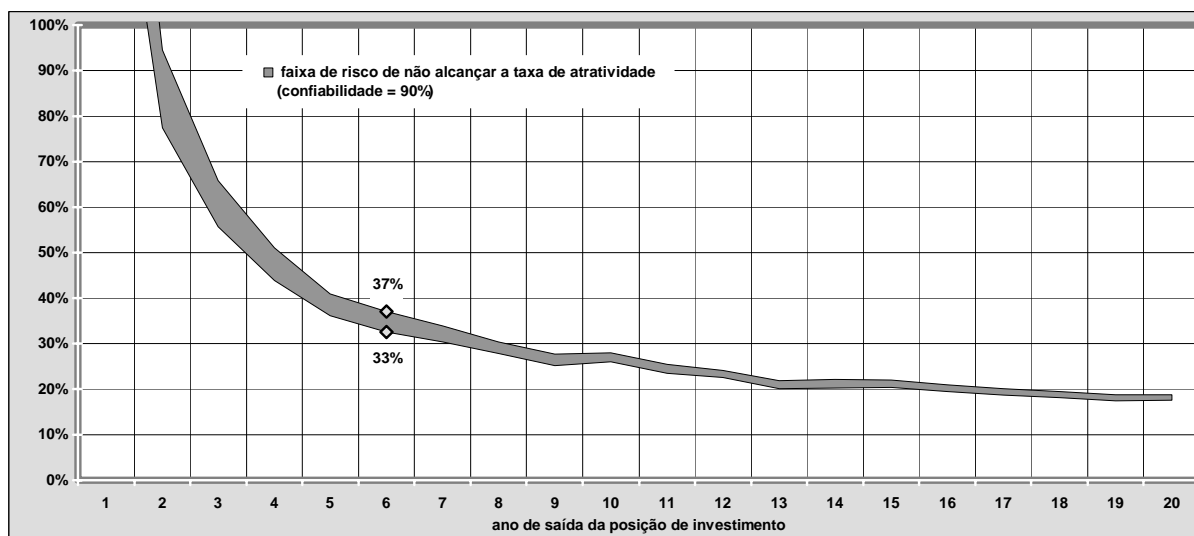
A taxa de retorno para estas premissas pode se distorcer entre 33% e 37% para disponível em www.realestate.br



menos do valor usado para a valuation. Usando uma posição média para cobertura de riscos e a fronteira de 0,9 da taxa CDI, a taxa de atratividade para valuation seria de 1,39 CDI. Nessa taxa, a ação de valor nominal 1,0 Real seria validada como investimento ao preço de 2,5711, em vez dos 2,9907.

gráfico 4

RISCOS DO INVESTIMENTO



6. Nessa conjuntura e respeitando as premissas utilizadas, cada Real do patrimônio líquido da EPE valeria perto de 3 Reais, admitindo o comportamento do cenário referencial, e perto de 2,6 Reais se o investidor se satisfizesse com os parâmetros de proteção aqui indicados. Deve-se acentuar que um procedimento de valuation é técnico e os cenários utilizados não devem conter parâmetros arbitrados sem sustentação. Por exemplo, se utilizássemos a hipótese de que a eficiência da EPE sempre fará crescer os resultados no ciclo de 20 anos, ou que o mercado deverá migrar para patamares de preços mais elevados, mantendo-se os custos, o valor apurado para a ação cresceria. Um procedimento de valuation, é natural, também não incorpora vieses otimistas ou pessimistas sobre o comportamento do mercado de ações, marcando-se exclusivamente pela visão de comportamento da empresa adiante.

Utilizando a nossa EPE como benchmark, é possível fazer uma avaliação crítica sobre a qualidade do investimento proposto nos lançamentos de ações de empresas de negócios imobiliários na Bovespa, para compreender o quanto especulativos podem ser os investimentos aos preços das colocações.