



EFEITOS PERVERSOS NA VALUATION DE AÇÕES DE EMPRESAS DE NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. Na carta NRE-4-06 do terceiro trimestre de 2006, tratamos de Quanto Vale uma Ação de Empresa de Negócios Imobiliários no Brasil. Nesta carta retomamos o assunto, a partir de um comentário inserido no item 6 da NRE-4-06: *“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 crescerá.”*

2. As ofertas públicas de ações são sustentadas por “prospectos de oferta”, cujo objetivo deve permitir ao investidor interessado analisar a qualidade do negócio que lhe é proposto, para que possa elucidar três questões: [i] – o preço da oferta é adequado?; [ii] – a renda esperada do investimento a esse preço é atrativa? e [iii] – os riscos do negócio estão evidenciados e seu impacto medido?

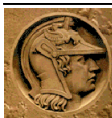
As rotinas de valuation exigem:

[i] a imposição de um ciclo, dentro do qual se considera que um investidor, com visão de longo prazo, manterá seu investimento¹. É necessário considerar um prazo longo, para retirar do cenário referencial da análise efeitos de especulação de curto prazo, arbitragens por simetria de rentabilidade com investimentos em ações de empresas de outros segmentos de mercado e até por efeitos de preços com viés, sustentados por bolhas induzidas;

[ii] nesse ciclo adiante, a arbitragem de um cenário referencial de comportamento para a empresa, que permite medir a expectativa de resultado para o acionista;

[iii] a imposição de um critério para arbitrar o valor da ação no final do ciclo, valor que sempre será muito vago, exigindo medidas de risco e indicadores

¹ Não há meios de fazer valuation em cenário de especulação. O que é válido produzir tecnicamente é valuation para investimento com foco em renda. Quanto mais longo o ciclo, menos a valuation depende do valor de saída, que é o de arbitragem mais vaga, logo de maior risco. A recomendação técnica é utilizar 20 anos de ciclo de análise.



complementares, para apoiar a decisão de investimento;

[iv] a imposição de uma taxa de atratividade.

Dispondo desses elementos, calcula-se um valor referencial da ação, na oferta.

Considerando que o cenário referencial não reflete uma verdade de comportamento, mas uma hipótese arbitrada, a rotina de valuation exige que se avaliem efeitos de perturbações de comportamento, para medir valores em outros cenários, utilizando técnicas adequadas. Esse procedimento leva à indicação de uma faixa de valor, dentro da qual estará contido o valor referencial.

O preço da ação acaba, em geral, sendo definido dentro da faixa, por meio do sistema usual de fazer reservas condicionais durante um certo período e, em função da demanda observada, propor um preço de transação e, daí, esperar as confirmações.

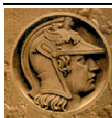
Cumprida esta rotina, admite-se então que as respostas às três questões iniciais foram encontradas pelos investidores: [i] – preço adequado e renda esperada atrativa constituem um binômio, sendo que ao preço da transação corresponderá, segundo o comportamento no cenário referencial, uma taxa de retorno, que deveria estar expressa nos documentos da análise da qualidade do investimento do prospecto; [ii] – risco, em geral é descrito no capítulo de “fatores de risco” dos prospectos, sem medida de impacto, verificando-se alguns casos em que medidas de impacto aparecem na análise da qualidade do investimento.

Porém, poderá ter se insinuado algum vírus na valuation - *Dark Side of Valuation* (carta NRE-2-06 do primeiro trimestre de 2006). Tratemos de dois *DSVs* muito frequentes.

3. A valuation da empresa protótipo (*EPE*), que produzimos na carta NRE-4-06, chegava, para cada 1,0 Real do patrimônio líquido, a um valor protegido de 2,57, ou de 2,99, este sem proteção para perturbações de comportamento versus o cenário referencial. A taxa de atratividade que utilizamos era a de [1,25 x] a taxa CDI de 15% ano, nominal, para uma expectativa de inflação de 5% ano². Fazendo um patamar de inflação para o ciclo operacional de 4,00% e a taxa CDI de referência de 13,25%³, os valores estarão em 2,54 e 2,87, respectivamente. Mantendo essa

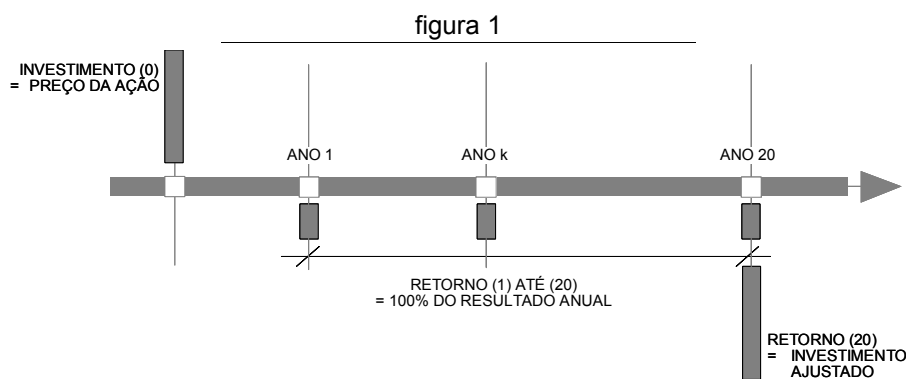
² Notar que os cálculos levam em conta sempre a taxa CDI líquida de IRenda, já que a taxa de retorno auferida com a ação já tem imposto descontado, porque o retorno compreende os dividendos corporativos, sendo os impostos pagos sob lucro presumido nas SPE dos negócios da EPE.

³ Inflação e taxa CDI variam combinadas. A taxa do curto prazo (CDI) tem vínculo com a expectativa de inflação adiante.



inflação e essa CDI, o investimento no preço original de 2,99, terá taxa de retorno correspondente a 1,20 CDI. Esses valores e essas taxas de retorno do investimento contemplam o fluxo [investimento x retorno] espelhado na [figura1](#). A premissa de medida é que a empresa está em regime e aplica os recursos captados com a colocação de ações, obtendo um resultado anual depois dos impostos, que distribui inteiramente para o acionista. Ao final do ciclo de 20 anos, a premissa é que a ação vale o **PL** da EPE⁴.

Tanto ao preço de 2,87, como de 2,99, o payback do investimento ocorre no ano 10.



4. Na rotina de valuation, a técnica adequada impõe a premissa de que o todo o resultado produzido seja distribuído, como mostramos na [figura1](#). Essa premissa, em geral, está dissociada da estratégia operacional da empresa, mas é uma exigência técnica, de sorte que a imagem operacional para valuation pode ser virtual, utilizando o espelho de fluxo de retorno da [figura1](#). Usando outro procedimento, mergulhamos no *DSV-1*.

DSV-1 se a valuation utilizar para cálculo um fluxo de 20 anos no qual parte dos resultados não é distribuída sendo reaplicada nos negócios, o valor da ação na base crescerá.

Entretanto, a mais valia produto da reaplicação de parte dos resultados não é do “acionista que sai da empresa”, mas do “acionista novo”⁵, porque os resultados de recursos reaplicados ocorrem adiante e são recursos do patrimônio do acionista novo

⁴ Arbitrando o valor da ação na saída com a mesma alavancagem da entrada, o valor cresce perto de 10%, para a taxa de atratividade utilizada neste exemplo.

⁵ Na valuation de ações, a imagem é que as ações serão vendidas, trocando-se o acionista velho pelo novo. Para valuation de ágio em aumentos de capital, a imagem não se altera, porque o acionista novo compra ações pelo valor patrimonial acrescido do ágio, que agrega valor às “ações velhas”.



que são reinvestidos nos negócios em vez de derivados para dividendos. O produto da reaplicação dos resultados não pode incrementar o preço da ação na base.

Não se trata de uma sutileza, mas de uma condição real. O dono do resultado adiante é o acionista que comprou a ação na base e não o que vendeu a oportunidade de investimento. Dessa forma, o recurso reinvestido e não distribuído como dividendo é do acionista novo, cabendo a ele o resultado da alavancagem produzida com o seu reinvestimento.

Ou seja, a estratégia operacional de distribuição de dividendos não pode afetar a valuation, cujo método deverá usar sempre a hipótese virtual de distribuição da totalidade dos resultados gerados no ciclo de 20 anos.

Com os dados paramétricos da EPE e [i] - utilizando o procedimento de atribuir ao acionista que vende a mais valia que não é dele (*DSV-1*), [ii] - considerando que no ciclo de 20 anos a empresa distribui dividendos correspondentes a parte do resultado e [iii] - que o valor da ação cresce pelo aumento de patrimônio correspondente aos resultados não distribuídos, ilustramos no [gráfico2](#) qual seria o valor medido para a ação da EPE de R\$ 1,00 na base zero⁶.

Exemplo: considerando distribuir somente 25% dos resultados como dividendo e utilizando o *DSV-1* para a valuation, o valor de 2,87 salta para 15,88, sendo o valor de saída responsável por 66% da valuation, quando, na rotina adequada, o valor de saída é responsável por 6% da valuation. Verificam-se dois desvios expressivos: [i] – o valor com *DSV-1* está muito acima do valor da ação e [ii] – o valor com *DSV-1* tem um componente de alto risco, que indica que 66% desse valor só se valida com o evento de um valor de saída, arbitrado para o ano 20.

Utilizando esse *DSV-1*, as ações são sobre-avaliadas, pelo uso de procedimento inadequado na valuation, que parte da imposição de uma premissa falsa: a apropriação em favor de quem vende a ação de valores futuros, cuja propriedade será de quem compra, porque decorrem do reinvestimento de resultados. No [gráfico3](#) ilustramos como fica o payback dos investimentos nos cenários *DSV* utilizados no cálculo dos valores do [gráfico2](#).

⁶ Essas medidas utilizam o mesmo critério para o valor de saída do investimento – a ação vale o seu PL. Se utilizarmos alavancagem, o valor cresce numa faixa entre 10% e 14% para esta taxa de atratividade, sendo maior o crescimento, quanto menor for a parcela de resultado distribuída como dividendos.



gráfico 2

VALUATION DA AÇÃO DA EPE NA BASE ZERO,
USANDO O *DSV-1* DE APROPRIAR RESULTADOS
DERIVADOS DE INVESTIMENTOS FUTUROS

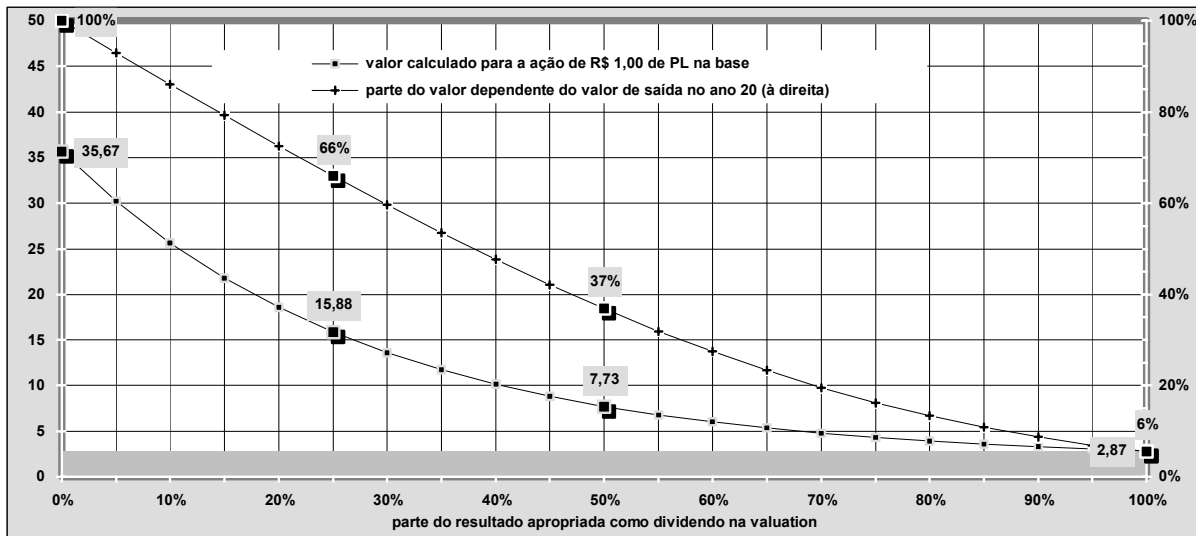
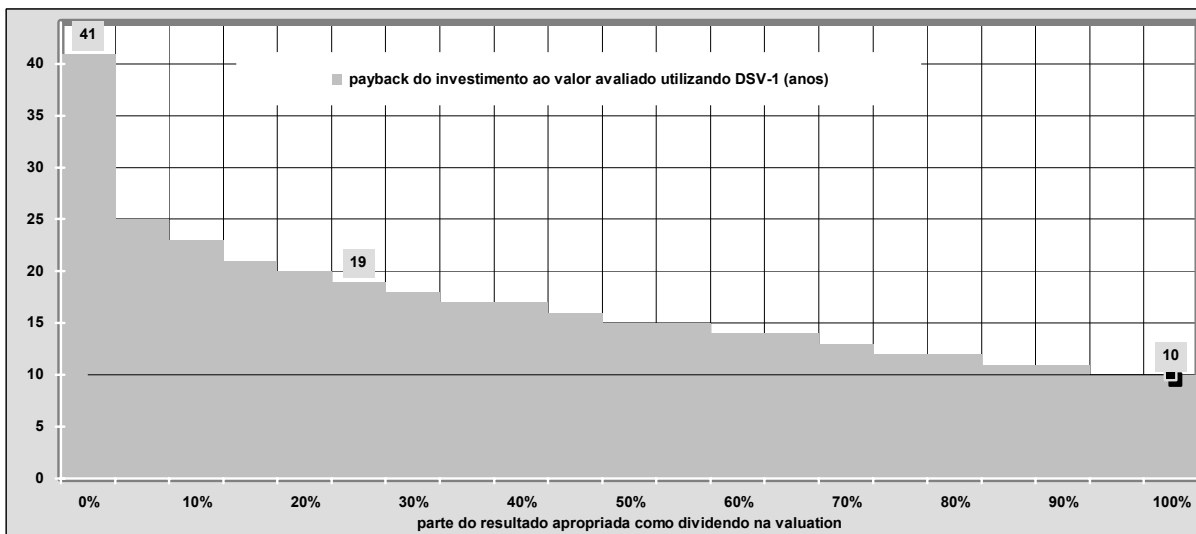
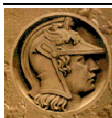


gráfico 3

PAYBACK DO INVESTIMENTO NA AÇÃO DA EPE,
CUJA VALUATION NA BASE ZERO,
UTILIZOU O *DSV-1* DE APROPRIAR RESULTADOS
DERIVADOS DE INVESTIMENTOS FUTUROS





5. O desenho do cenário referencial para estabelecer a valuation estará fundamentado na capacidade da empresa de produzir resultados operacionais, percorrendo uma rotina de avaliar a sua história e os parâmetros de mercado relacionados aos preços de terreno, custos de construção e de outras contas operacionais, como também dos preços de mercado para venda de unidades. A história permitirá indicar os padrões de eficiência da empresa, cujas ações estiverem sob valuation. De outro lado, sempre é necessário entender o estado do mercado, com respeito aos custos e preços praticados, porque em empreendimentos imobiliários as empresas pouco podem fugir de um benchmark cruzado, para manter sua competitividade.

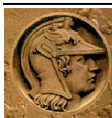
Nesse sentido, a margem operacional (preço de venda contra custos diretos da produção) dos competidores é sempre muito próxima, sendo cada empresa capaz de gerar resultados diferenciados (mais eficazes do que a média) em faixas estreitas, que refletem custos e sistemas de gerenciamento e a agilidade de comercialização, que pode incrementar a alavancagem dos recursos de investimento disponíveis.

Os valores relacionados com a EPE consideram uma capacidade de geração de resultado estável relativamente aos recursos de investimento disponíveis. Estão baseados numa margem operacional nos empreendimentos de 33,8% dos investimentos e num resultado, depois das contas da administração central, de 31,2% dos investimentos.

Esse resultado de 31,2%, sob impacto de distorção de preços e de custos (até 2% a menos para preços e a mais para custos), estudado numa amostra de laboratório adequada, pode oscilar na faixa 26,7% ~ 27,1%. Se considerarmos preços estáveis e custos passíveis de queda de até 5%, o resultado poderá oscilar na faixa 37,7% ~ 38,4%. Com custos estáveis e preços passíveis de crescimento de até 5%, o resultado poderá oscilar na faixa 37,1% ~ 38,0%. Com as duas variáveis oscilando só em sentido favorável (preços em alta de até 5% e custos em queda de até 5%), a faixa de resultado ficará em 44,7% ~ 46,0%. Ou seja, estabelecendo expectativas de ganho de eficácia, as margens sobem sensivelmente, gerando impacto no valor da ação na base.

DSV-2 verificam-se casos nos quais a valuation se apóia num cenário referencial que considera margens de resultado crescentes no ciclo de 20 anos, num ritmo recorrente. O que se estará fazendo é formatar um cenário referencial otimista, pois admite que desajustes conjunturais no mercado se perenizam, transformando-se em padrões estruturais.

Quando se configura um estado equilibrado de competitividade no mercado, os



custos e preços vigentes (sempre muito próximos entre empresas do real estate) estão numa relação que indica uma taxa de retorno para os investimentos aceita como adequada para pagar os prêmios de riscos setoriais e dos negócios. Crescimento sistêmico da taxa de resultado numa determinada empresa significa prêmio maior, que só acontecerá se os preços descolarem dos custos, pelo seu crescimento relativo, ou pelo decréscimo dos custos.

Cenários com esta lógica estrutural pertencem ao reino da fantasia. Entretanto, podem ser verificadas valuations que preceituam cenários com taxa de crescimento do resultado no ciclo operacional, para refletir um “certo ganho moderado de eficácia no tempo”. Esse é um *DSV* perverso, porque:

[i] do ponto de vista dos parâmetros de mercado, não reflete uma condição possível, na medida em que espelharia uma desarrumação conjuntural no mercado competitivo, perenizada na valuation. Se o descolamento acontecer, as taxas de retorno dos negócios superam as marcas de atratividade prevalentes, de forma que competidores mais agressivos vão reacomodar a sua matriz de custos contra preços, conduzindo o mercado a se ajustar nos padrões originais;

[ii] se o descolamento vier a acontecer por conta de ganhos nos sistemas da empresa, será verificada uma condição tópica e não recorrente. Mesmo assim, se traduzem em ganhos que cabem ao acionista que entra e não ao que sai, pois se trata de ganho adiante, associado aos sistemas que se fizeram mais eficazes sob nova configuração da empresa, ou do mercado, que não podem repercutir em preço da ação na base.

O reflexo da utilização desse *DSV-2* é mostrado no [gráfico4](#).

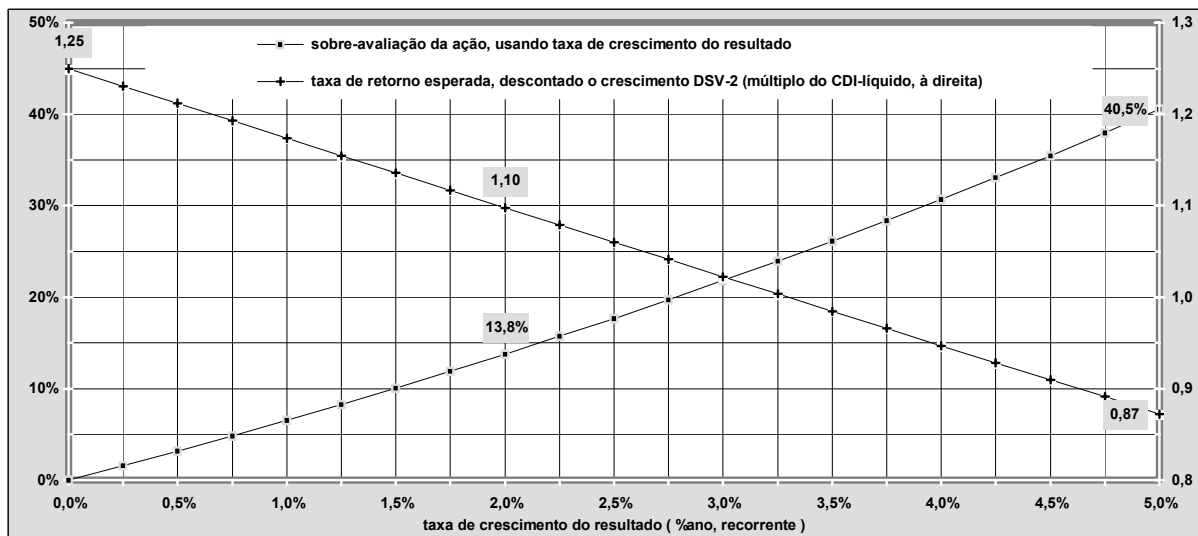
A aplicação desse *DSV-2*, introduzindo um “efeito moderado” de ganho de eficácia, pode passar ao largo da crítica, na medida em que pequenas taxas de variação tendem a parecer inofensivas. Todavia quando se verificam os valores do [gráfico4](#), percebe-se que o impacto conduz a acréscimos de valor sem lastro.

Exemplo: usando os parâmetros da EPE, quando se usa uma taxa de 2% ano de crescimento recorrente do resultado, o valor da ação na base é acrescido de 13,8%. Esse acréscimo, considerando que o otimismo não venha a se confirmar, indica taxa de retorno, que, atrativa a 1,25 CDI, cai para 1,10 CDI, fugindo do prêmio do risco do investimento prevalente no segmento.



gráfico 4

SOBRE-AVALIAÇÃO DA AÇÃO
USANDO *DSV-2* DE ARBITRAR CRESCIMENTO
RECORRENTE NOS RESULTADOS FUTUROS



6. Ao leitor sugerimos que faça um exercício de valuation sobre colocação secundária de ações ocorrida em dezembro de 2006, usando os seguintes extratos do prospecto: [i] - total de ações 48 milhões; [ii] - valor do capital R\$ 104 mil; [iii] - resultado acumulado de fim de maio a fim de setembro de 2006 R\$ 4.062 mil, somando o patrimônio líquido R\$ 4.166 mil; [iv] - história das antecessoras da empresa no mercado, projetando resultados anuais de R\$ 32.476 mil no cenário mais otimista diante dos dados do prospecto; [v] - com a ressalva do prospecto de que as despesas da empresa, agora de capital aberto, podem crescer de até R\$ 8,3 milhões/ano, essa projeção de resultado cairia para perto dos R\$ 24,0 milhões/ano.

Para o exercício, considerar que o preço da colocação foi fixado em R\$ 20,00/ação, o que produz uma valuation de R\$ 960 milhões para os que investiram na empresa.