

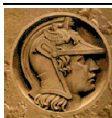
COMPORTAMENTO DAS AÇÕES DE EMPRESAS DE REAL ESTATE NA BOVESPA

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

1. No ciclo de 12 meses (junho 2006 até maio 2007), os movimentos de ações de empresas de real estate na Bovespa alcançam um destacado patamar. Considerando somente o conjunto das empresas empreendedoras, seja de empreendimentos imobiliários como de base imobiliária, o movimento médio mensal no ciclo superou R\$ 1,4 bilhões. Nesse período aconteceram diversos IPOs, o que muda a base relativa do estrato de mercado do real estate: a média dos últimos 6 meses de transações cresceu para R\$ 1,9 bilhões e a dos últimos dois meses para R\$ 2,1 bilhões. Usando uma amostra dinâmica, durante o ciclo que cada ação esteve na Bovespa nesse período de 12 meses, chegamos a um volume médio de R\$ 2,3 bilhões. No segundo trimestre do ano, duas novas colocações estão ocorrendo e as informações disponíveis indicam que o próximo trimestre ainda termina com novas empresas abrindo seu capital na Bovespa. A imagem de médio prazo indica que o setor poderá movimentar, em média mensal, perto de um dia de Bovespa, o que é relativamente significativo, a se considerar que o setor de real estate tende a apresentar oscilações moderadas de preços das suas ações, tendo em vista o caráter conservador da atividade econômica setorial. Movimentos especulativos tendem a fazer com que muitas ações troquem de mão, aumentando a presença relativa do setor.

2. O NRE-POLI foi concebido dentro da Escola Politécnica para interagir com o meio: [i] - divulgando pesquisa aplicada; [ii] - prestando serviços especializados que exijam ambiente de pesquisa avançada, ou conhecimentos ainda não adequadamente dispersos no setor, resultado dos avanços do conhecimento que acontecem na academia e que percolam com certa lentidão para o meio, quando se utilizam somente os canais de transmissão pelo ensino e pelos artigos publicados e [iii] - divulgando informações que possam contribuir para melhorar o processo de decisão do meio.

Nesse sentido, estamos construindo uma base de dados, com apoio de pesquisadores, para produzir e divulgar, em médio prazo, índices de preços de mercado, primeiro para edifícios comerciais e, a seguir, para residenciais. Isso exige um procedimento



de sedimentação de sistemas de classificação de empreendimentos, para hierarquizá-los e daí divulgar comportamento de preços, por faixas de qualidade, sem o que o índice seria vago e mostraria tendências tão gerais, que não serviriam de informação qualificada para decisão no meio.

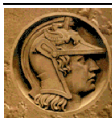
Outro índice que publicaremos regularmente, a partir de próxima carta (terceiro trimestre de 2007) reflete o comportamento das ações do setor na Bovespa, tendo em vista que a Bovespa oferece acesso a uma base de dados muito bem estruturada que auxilia a pesquisa e permite construir o sistema de geração da amostra com mais velocidade. Tendo em vista a dimensão do setor de real estate na Bovespa, o índice trabalhará não com uma amostra de transações, mas com o seu universo, fazendo o índice mais eficiente. Em paralelo à publicação do índice, comentaremos destaques de comportamento.

Existe uma questão de opção técnica na demonstração dos movimentos de preços do mercado, refletidos em números índices. Uma hipótese é adotar a mecânica utilizada pela Bovespa para elaborar o índice regularmente publicado: a Bovespa monta uma amostra de ações mais representativas num ciclo quadrimestral, levando em conta volume de transações e número de negócios, e trata esta amostra como fixa no ciclo, evidenciando o comportamento do mercado pelo movimento virtual de valor desta amostra. Outra hipótese, que o NRE-POLI adotará para o índice setorial do real estate, é mais adequada quando se trabalha com o universo e ainda considerando que este universo está em franca mutação, pela quantidade de empresas que entram em negociação¹: a imagem sobre a qual se avalia o movimento virtual de preços é dinâmica (móvel), levando em conta a presença relativa das ações no conjunto das transações no mês de referência do índice de preços a ser medido. A variação de preços do mercado de mês para mês (o índice setorial será publicado pela média mensal – não será diário) leva em conta que a dimensão do mercado é a do mês de referência, cujos preços individuais das ações oscilam entre o preço médio do mês anterior e o do mês de referência.

3. Com relação aos movimentos de ações do setor no ciclo junho-06 – maio-07, destacamos alguns indicadores úteis para o investidor.

- Das ações que compreendem o setor na Bovespa, seis delas (universo de quinze em maio-07) são responsáveis por 2/3 do movimento apresentado, o que significa uma concentração, que distorce a visão do comportamento setorial para o desse conjunto de ações, com um

¹ No mês de junho-06 eram 5, em maio-07 contamos 15 e no próximo trimestre serão, pelo menos mais duas, já divulgadas.

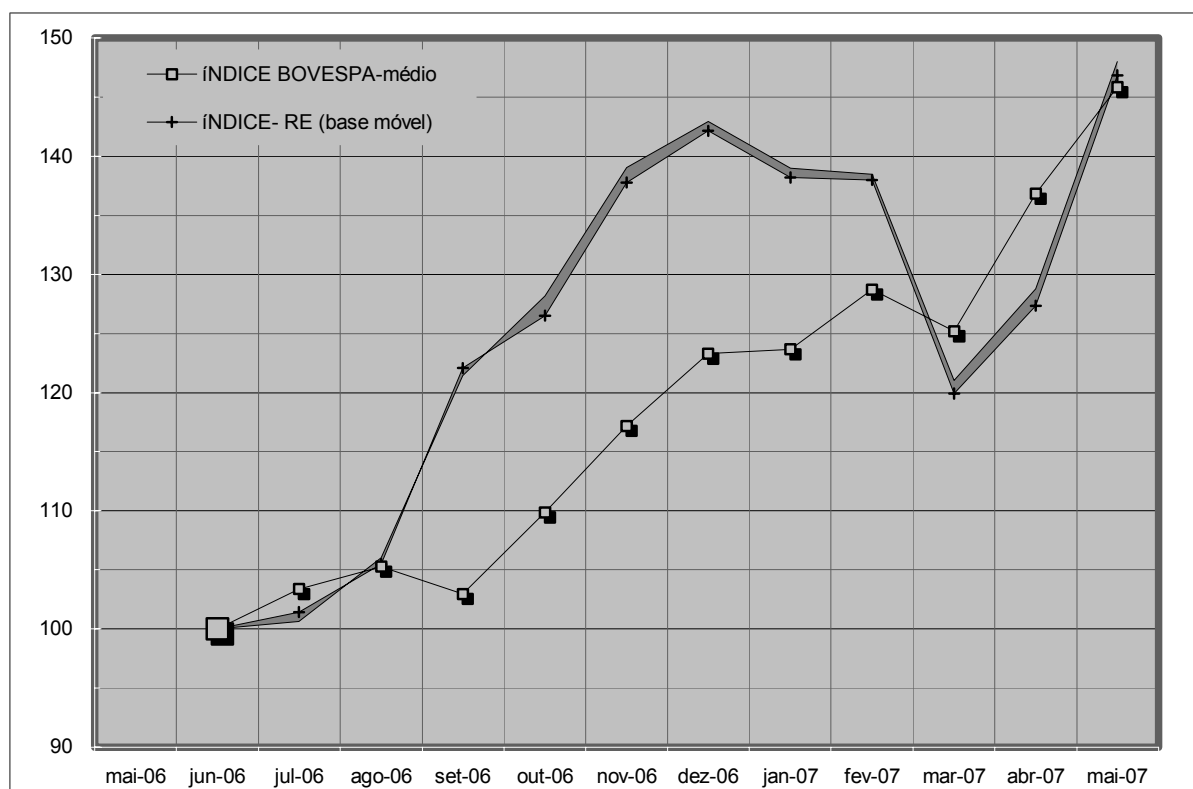


agravante de que algumas delas, como se percebe por meio de índices adiante, foram objeto de movimentos especulativos relevantes no ciclo, o que foge da característica estrutural do setor de real estate²;

- O gráfico1 mostra o comportamento do índice setorial, ÍNDICE RE, contraposto com o ÍNDICE BOVESPA (pelos preços médios do final de cada mês).

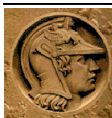
gráfico 1

COMPORTAMENTO DOS ÍNDICES NO CICLO



A faixa no entorno do ÍNDICE-RE (base móvel) denota a diferença de valor, quando se altera o critério de construção da amostra. Como se

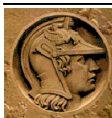
² O negócio das empresas, maturando em ciclos de médios para longos, não permite que se verifiquem, no curto prazo, tendências de ganhos ou perdas expressivos de eficácia na geração de EBITDA. Por essa razão, movimentos acentuados de preços de ações de real estate tendem a ser não sustentados por razões estruturais, mas frutos de especulação.



percebe, adotando uma amostra dinâmica, fixada em junho-06, com a inclusão das ações dos IPOs que ocorreram no período, ou uma amostra móvel, que é o procedimento que usaremos na publicação do índice setorial, temos uma faixa muito estreita, indicando que a escolha do procedimento é conservadora.

No ciclo setembro-dezembro-06 o índice setorial descola fortemente do ÍNDICE BOVESPA, voltando a se acomodar ao índice geral ao final dos 12 meses. Não vemos justificativa econômica para esse comportamento atípico, seja para cima, como da volta. O mercado de real estate no Brasil tende a incrementar seu dinamismo com o poder crescente de investimento das empresas, por meio específico desses IPOs, e com o crescimento substantivo da oferta de financiamentos, especialmente para empreendimentos residenciais. O aumento da oferta de financiamentos para a produção indica que as empresas poderão se alavancar mais, a custos inferiores à taxa de retorno dos negócios, o que significa mais poder de geração de resultado. De outro lado, a competitividade agressiva ora verificada pode trazer os preços residenciais mais para baixo, ou, pelo menos, fazê-los estagnar diante do já reconhecido aumento de custos de produção (terrenos e insumos para as obras). Essa combinação de menor margem operacional (EBITDA para baixo) pode ser compensada com mais alavancagem (EBTDA para cima), mas a questão é que isso faz mais oferta para um mercado já muito disputado, ou faz ociosidade no capital de giro das empresas, recolhido por meio dos IPOs. A real compensação entre esses fatores só será percebida no segundo semestre de 2007 e em 2008 e refletida nos balanços desses dois anos. A subida de preços das ações e o recuo posterior podem ter sido fruto da disseminação da percepção de que o avanço dos resultados, esperado pelo crescimento da oferta de financiamentos, pode ser comprometido pela reorganização das margens e por uma certa ociosidade dos capitais de giro, imobilizados em land-banks de geração de resultado mais lenta e valorização não evidenciada.

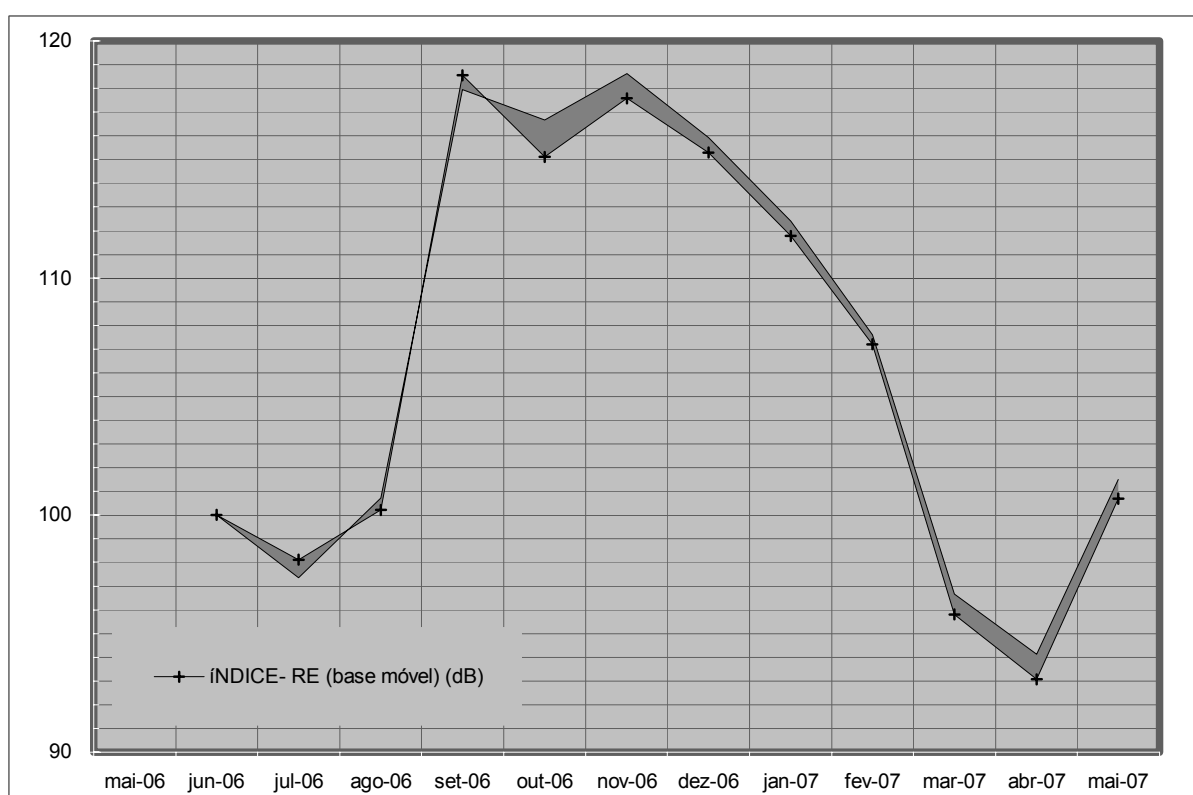
- O gráfico2 mostra o comportamento do índice setorial, ÍNDICE RE, deflacionado contra o comportamento do ÍNDICE BOVESPA, com evidência para os descolamentos, de avanço e recuo relativos. Comparando-se os movimentos de preços das ações do setor, o índice relacionado ao Bovespa, sai de uma paridade em junho-06, sofre expressivas flutuações, para, enfim, retornar à paridade em um ano. É possível que os administradores de investimentos tenham reagido diante



da novidade (o setor de real estate), para, enfim, reconhecer a sua lenta dinâmica para encaixar movimentos de preços e custos, cuja percepção só promove reflexos no médio e longo prazos.

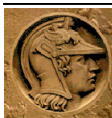
gráfico 2

COMPORTAMENTO DOS ÍNDICES NO CICLO



- As ações das empresas Cyrela, Gafisa e Rossi são as “mais antigas” do mercado e correspondem a um volume de transações sempre representativo, compreendendo, na média desse ciclo de análise, mais do que 42% do volume transacionado³. Pela sua representatividade, isolamos os seus índices de preços e produzimos um índice próprio do conjunto. Notamos nos gráficos seguintes que estas ações acompanham, com alto grau de correlação, o que acontece como imagem do setor, e

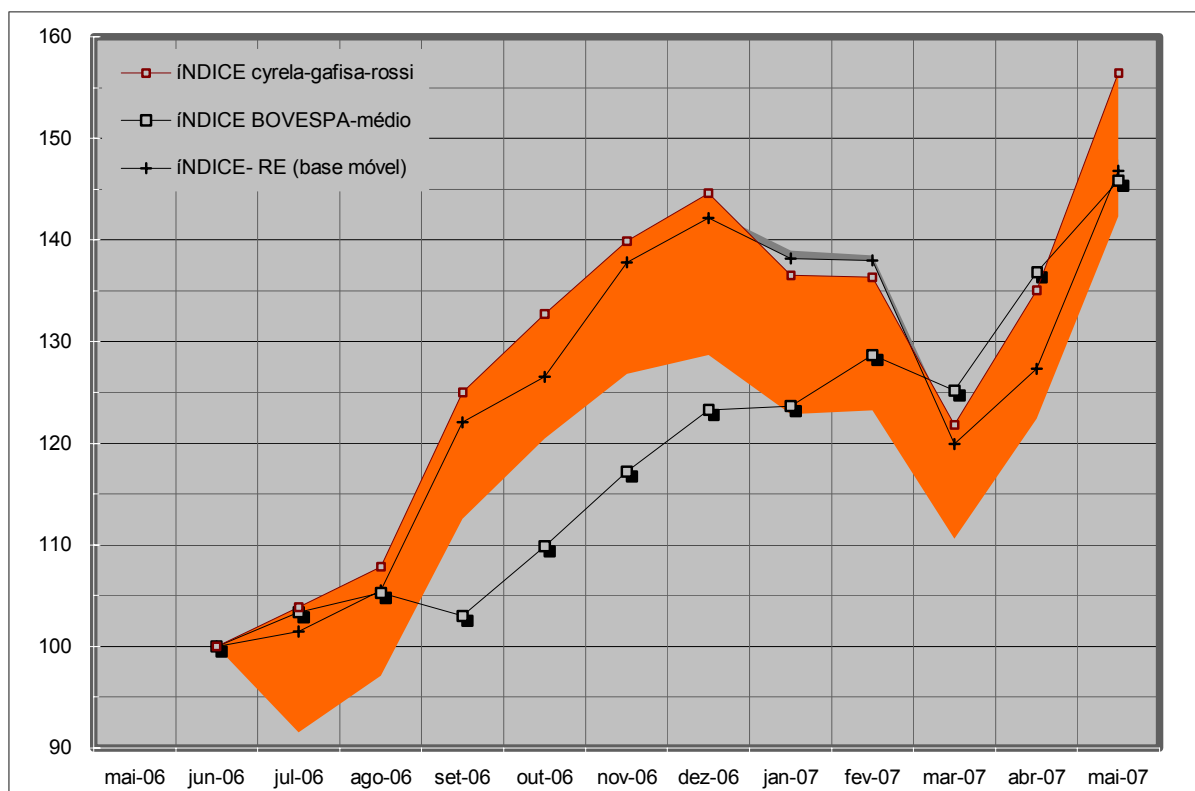
³ Essas três ações e mais Tecnisa correspondem a mais de 50% das transações, na média mensal.



dada a sua representatividade, pode-se inferir que sejam indutoras das flutuações verificadas no índice setorial no ciclo de análise.

gráfico 3

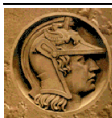
ÍNDICE CGR CONTRA
ÍNDICE BOVESPA E ÍNDICE SETORIAL



A faixa representa o intervalo para o ÍNDICE CGR quando se faz a amostra com critério fixo ou móvel. No ciclo de 12 meses, a correlação do ÍNDICE CGR com o ÍNDICE RE é significativa

No gráfico4 mostramos o comportamento do índice de cada uma das ações no seu descolamento para o ÍNDICE BOVESPA (MÉDIO). Plotando, no mesmo gráfico, o ÍNDICE RE, mostrado no seu descolamento para o ÍNDICE BOVESPA, evidenciam-se as correlações entre o comportamento das empresas de mais tempo de presença no mercado com o comportamento dos preços das ações do setor:

[i] - Cyrela acompanha o comportamento do índice e é a sua principal



ação formadora;

- [ii] - Gafisa manteve-se sempre acima do índice (pequeno desvio para baixo em julho-2006), voltando a se ajustar no final do ciclo analisado;
- [iii] - Rossi oscila, mas mantém a correlação. As posições de abril e maio podem ser atípicas, o que verificaremos ao analisar o terceiro trimestre do ano de 2007.

gráfico 4

ÍNDICE CGR CONTRA
ÍNDICE SETORIAL, NO DESCOLAMENTO
PARA O ÍNDICE BOVESPA

