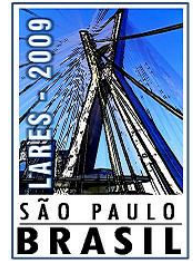




9ª Conferência Internacional da LARES REAL ESTATE E OS EFEITOS DA CRISE FINANCEIRA



A capacidade de recuperação dos preços das ações das empresas de real estate cotadas na Bovespa

The share prices recovery capacity of real estate companies in Bovespa

João da Rocha Lima Jr ¹, Carolina Andrea Garisto Gregório ²

¹ Escola Politécnica da Universidade de São Paulo - EPUSP - Núcleo de Real Estate, Av. Prof. Almeida Prado - Trav. 2, 83 – Brasil, São Paulo - rocha.lima@poli.usp.br

² Escola Politécnica da Universidade de São Paulo - EPUSP - Núcleo de Real Estate – carolina.gregorio@poli.usp.br

Palavras-chave: real estate, valuation, ações, margem operacional, alavancagem, especulação.

ABSTRACT

Due to the real estate sector positive outlook between 2005 and 2007, the IPOs of real estate companies was looked as a good investment opportunity and all the offers placed in Bovespa was absorbed by the market in the volume and prices offered in IPOs. This attractiveness was a result of valuations produced by an optimistic and speculative view. What happened from the dates the IPOs were placed to the end of 2008 was a significant drop in shares prices, registering that the cumulative drop for the real estate companies shares had been considerably superior than the fall of Ibovespa (as observed by IRE - Real Estate Index published monthly by the Real Estate Research Group of USP). Considering this context, this article presents the valuation of these shares companies' taking into account the behavior parameters based on data from financial statements published in post-IPO cycle, assessing leverage parameters of in which these companies must operate to recover the peak prices observed between 2007 and 2008. With the findings from the valuation, done without any speculative bias, we concluded that the capacity of these companies to generate results by investors is not able to reproduce the peak prices, and either high levels of leverages, not observed in the real estate sector, or other major behavior changes of these companies, or even other speculative movements, would be able to reproduce those prices.

RESUMO

Perspectivas positivas para o setor, função da existência de uma demanda até então não atendida pelas empresas brasileiras de real estate residencial (segmento de classe média/baixa) e das novas condições para as linhas de crédito aos mutuários, suportadas, ainda, pelo cenário de alta liquidez global da economia, são fatores que se encadearam para produzir a atratividade do investimento nas ações das empresas de real estate nas IPOs, entre os anos de 2005 e 2007, que foi um ciclo de captação intensiva. Essa atratividade é evidência clara da dicotomia entre a utilização de perspectivas promissoras do setor para produzir valuation com viés otimista e o que é adequado analisar a partir de métodos de valuation validados. O que ocorreu a partir das datas das ofertas foi uma queda expressiva nos preços de mercado destas ações, registrando-se que a queda acumulada para as ações das empresas de real estate é sensivelmente maior do que a queda do Ibovespa (conforme IRE – Índice de Real Estate publicado mensalmente pelo Núcleo de Real Estate da EPUSP). Tendo em vista esse cenário, este artigo apresenta as precificações destas ações a partir de parâmetros de comportamento construídos com base nos dados

dos demonstrativos financeiros apresentados no ciclo pós-IPO, avaliando em quais padrões de alavancagem as empresas deveriam operar para recuperar os picos de preços observados entre 2007 e 2008. Com os dados da precificação, feita sem qualquer viés especulativo, concluímos que a capacidade de gerar resultados destas empresas não reproduz os picos de preços praticados naquele período, e somente condições de alavancagens elevadas e não observadas no setor econômico em questão, ou outras grandes mudanças de comportamento destas empresas, ou, ainda, outros movimentos especulativos, seriam condicionantes capazes de reproduzir aqueles preços.

1. A QUESTÃO DO VALOR DAS AÇÕES NOS IPO E A DEBACLE QUE SE SEGUE

Um tema conhecido e debatido, inclusive em diversos artigos dos autores¹, é que, passado o ciclo de exuberância irracional do mercado de capitais brasileiro, entre os anos de 2006 e 2008, no qual diversas empresas foram à Bovespa, abrindo seu capital para ganhar envergadura, agregando capacidade de investimento, houve uma debacle nos preços das ações do segmento de real estate, em nada tributável à crise internacional, refletida no mercado de capitais desde meados de 2008.

A grande maioria destes processos se fundamentou em criar valor de forma artificial, com apoio na montagem de land banks (bancos de terrenos), comprados às pressas e sem a adequada validação dos empreendimentos projetados sobre eles, sob qualquer ponto de vista: inserção de mercado, equação de funding, geração de resultado e riscos. Os terrenos foram adquiridos privilegiadamente por permuta, para promover a menor pressão financeira na construção desses land banks, ou utilizando recursos de financiamentos ponte, providenciados pelos bancos líderes dos IPOs, que foram liquidados depois da captação.

Desprovidas de decisões fundamentadas em planejamento estratégico, mas agindo ao sabor da especulação daquele ciclo, a maioria das empresas veio a apresentar problemas de comportamento, alguns não superados, gerando as primeiras vítimas do açodamento, por meio de ocorrência de fusões ou troca de controle. As operações já conhecidas pelo mercado, destinadas a solucionar os problemas derivados da visão incorreta de planejamento incensada pelos consultores dos IPOs, foram tomadas de controle acionário a preços de oportunidade e sensivelmente abaixo do valor das empresas, quando medido em conceito de fair value, tendo como base os parâmetros de comportamento evidenciados nos balanços pós-IPO.

Quando as ações foram precificadas para entrar na ciranda da Bovespa, o “método” consistiu em projetar sobre o land bank, num ciclo curto, a capacidade de geração de resultados, por meio de margens Ebitda evidenciadas nos dados de comportamento passado de cada empresa, ou por meio de múltiplos percebidos no mercado de capitais, no setor econômico de referência. Expressivo volume de terrenos (empreendimentos), resultando em VGVs² grandiosos, sobre os quais se aplicam margens Ebitda otimistas, provoca a especulação de capacidade de geração de resultados futuros nunca vistos pelas próprias empresas. Esses resultados produzem, a taxas de atratividade calibradas pela percepção de comportamento em mercado especulado, valores das ações em patamares altos, com múltiplos pela casa das dezenas do valor patrimonial das companhias.

Nesse círculo, virtuoso de um lado, ganham muito os acionistas controladores, ao levar a empresa à Bovespa, seja em operações secundárias, que aconteceram e, ao final da ciranda já não mais eram aceitas pelos fundos de investimento internacionais, como em operações primárias, tendo em vista que o acionista novo entra no capital diluído, por pagar os grandes ágios produzidos na precificação das ações. Os estruturadores ganham honorários estonteantes. Do

¹ Rocha Lima e Gregório (2006), Rocha Lima e Gregório (2008), Rocha Lima (2006), Rocha Lima (2007), Rocha Lima e Alencar (2007), Rocha Lima e Alencar (2008).

² VGV é o termo usado no meio como Valor Geral de Vendas.

outro lado, perdem os donos dos recursos investidos, que pagam preços inadequados, sendo os vitimados pela especulação. Nesse sentido, destaca-se que os fundos de investimento estrangeiros, que tomaram posições nos IPOs, amealharam perto de 70% das ofertas, sendo fundos do mesmo perfil, ou os mesmos, dentre aqueles que destruíram poupanças com os investimentos nos títulos sub-prime emitidos sob precificações falsas, fruto de securitizações de mortgages do mercado residencial norte-americano.

Os primeiros balanços apresentados pós-IPO mostram a fragilidade das empresas, tão maior quanto menos tradicionais no mercado. Os preços caem vertiginosamente, inclusive os das ações das companhias administradas sob princípios mais sólidos e é fácil entender a generalização que o mercado faz da qualidade das empresas do setor - todas se expõem ao mercado exaltando os mesmos atributos, que são, em verdade, as falhas de estratégia, que induzem à desconfiança sobre a capacidade gerencial do meio:

- grandes land banks, espalhados pelo Brasil, desequilibrados contra a demanda e o grau de competitividade da oferta, o que pode provocar estoques perniciosos se os empreendimentos forem levados a mercado a qualquer custo, ou perda de valor, se as empresas forem obrigadas a desmobilizar ativos;
- falta de planejamento da equação de fundos para implantar os empreendimentos, tendo em vista que: [i]. o capital internado nos IPOs foi consumido nos terrenos e preparo dos empreendimentos, [ii]. crédito imobiliário se restringe a uma parte das contas da produção, [iii]. receitas de venda têm pouca influência na formação do funding para produção, porque a competitividade é forte e uma parte cada vez maior dos preços deve ser financiada em prazo longo, [iv]. capital de giro financiado é caro e escasso porque o sistema financeiro está arredo de suprir o mercado de real estate e [v]. a desconfiança do mercado de capitais sobre o comportamento das empresas não permite colocar instrumentos de dívida;
- incapacidade de decidir adequadamente sobre a qualidade dos empreendimentos, seja porque os sistemas de informação para decisão são tecnicamente pobres, construindo as avaliações para validação com apoio em cenários determinísticos e não disponibilizando análises de riscos, ou porque o processo decisório à distância permite manipulação;
- incapacidade de gerenciar à distância, o que conduz à idéia, espalhada pelo setor sem crítica, de que as operações fora da base da empresa são melhor administradas quando se formam parcerias de investimento com empresas menores, mas “locais”. Esse procedimento tem se mostrado gravoso, porque faz diluir a taxa de retorno dos negócios, já que a grande empresa se obriga a financiar os investimentos do parceiro a custo próximo da taxa básica de juros, consumindo seu capital de giro a uma taxa de retorno que faz resultado muito abaixo da margem Ebitda do empreendimento;
- risco nas parcerias, quando falta crédito, o que exige retomar as posições dos parceiros, para “salvar” os empreendimentos a um custo desconhecido;
- risco nas parcerias e no espalhamento das decisões de gestão para hierarquias inferiores da companhia, sem a implantação de adequados sistemas de controle, o que faz disparar os custos de produção, consumindo as margens;
- mergulho cego no segmento econômico do real estate residencial. Este é outro mundo. As empresas devem saber transitar de princípios de gerenciamento com foco em marketing de produto para engenharia de produto e isso não se faz criando marcas isoladas para atuar nesse segmento de mercado ou comprando empreendedoras, que atuam em escala reduzida.

O juízo de valor das ações das companhias de real estate saiu da euforia ingênua para a descrença, sendo que o otimismo alienado incensado pelo lançamento do programa de incentivo à aquisição de habitações pelos segmentos de mais baixa renda já fez alguma alavancagem no início de 2009, em rápida reversão.

Neste artigo, analisamos os preços praticados para ações de quatro companhias no período 2007-2008 e avaliamos a capacidade demonstrada pelas mesmas de gerar resultado para o acionista.

Construindo cenários baseados nos parâmetros de comportamento evidenciados no ciclo pós-IPO, procuramos precificar as suas ações sem viés especulativo e mostramos quanto mais alavancadas deveriam ser para atingir os picos de preço verificados naquele período.

As empresas alvo são as mais antigas na Bovespa, Cyrela, Gafisa e Rossi e uma empresa focada em produtos para segmentos de renda mais baixa, MRV, justamente para fazer um contraponto, ilustrando os parâmetros diferenciais com as líderes, cuja maioria dos produtos é dirigida para os segmentos de renda média.

2. PATRIMÔNIO , EBITDA E COTAÇÕES

O Quadro1 mostra o patrimônio líquido das empresas, conforme o balanço de dezembro-2008, bem como os valores praticados no mercado nas transações das suas ações.

Relativamente ao valor patrimonial da ação de cada empresa na data desse balanço, denota-se, por meio dos múltiplos no Quadro1, que os movimentos dos preços das suas ações apresentam correlações no sentido da tendência, o que pode ser creditado a movimentos do mercado na Bovespa, mas as variações não são equivalentes, notando-se ações mais penalizadas, ou mais especuladas que outras.

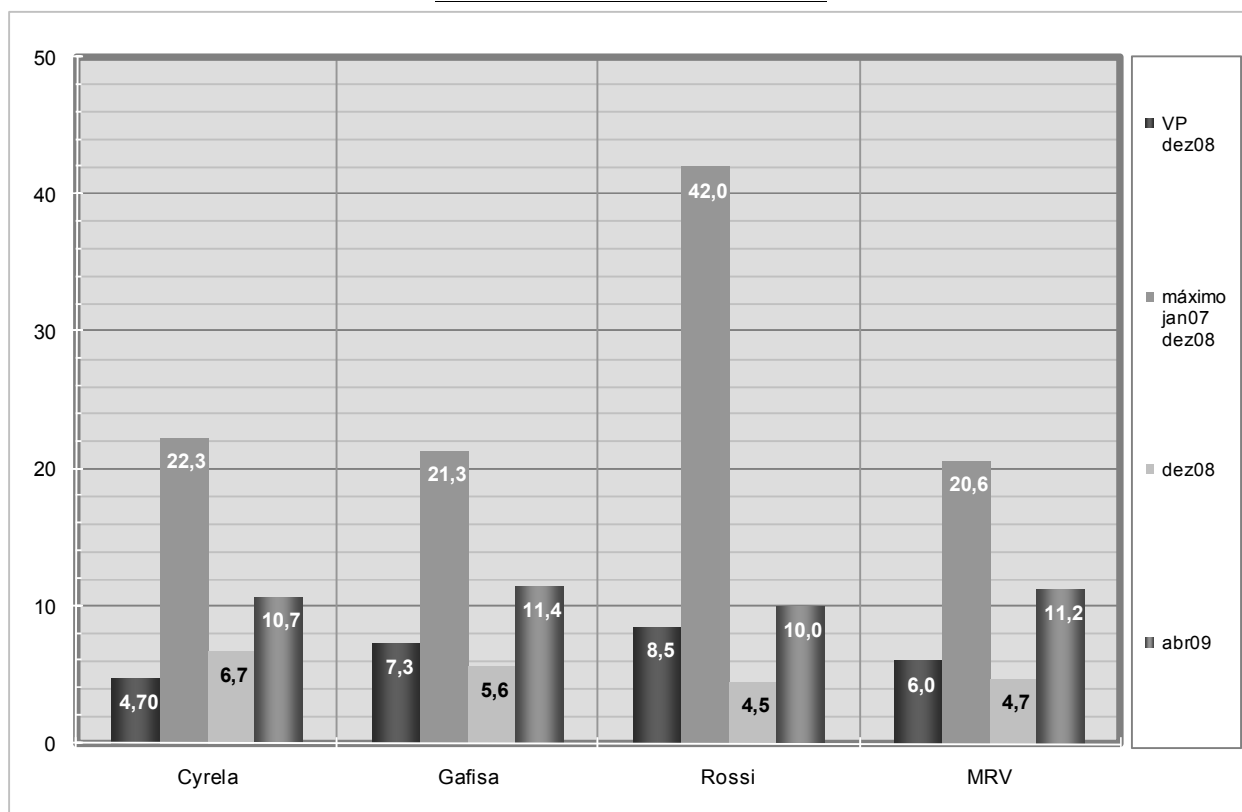
O desempenho relativo das empresas dessa amostra pode ser comparado medindo-se a relação entre o Ebitda gerado e o seu patrimônio líquido. O conjunto das 4 empresas faz uma margem Ebitda contra o PL do conjunto de 16,5% ano, sendo que, isoladamente, a maior margem é de 21,3% e a menor de 11,7%, o que indica que a estratégia de alavancagem das empresas é bastante diferente.

Relativamente ao Ebitda demonstrado nos mesmos balanços, esses valores se situam segundo os múltiplos mostrados no Gráfico2.

Quadro 1

companhia	Patrimônio Líquido	ações emitidas	valor patrimonial das ações	Ebitda verificado	cotações verificadas				
					jan-07 até dez-08			dez-08	abr-09
					ativo	máximo, no mês de			
	R\$ mil dez-08			R\$ mil dez-08	R\$ nominais cotação / VP		R\$ nominais cotação / VP	R\$ nominais cotação / VP	
Cyrela	2.120.949	355.730	5,96	452.775	Cyre3	28,36	nov-07	8,55	13,61
						4,76		1,43	2,28
Gafisa	1.612.419	133.088	12,12	220.841	Gfsa3	35,31	mai-08	9,28	18,98
						2,91		0,77	1,57
Rossi	1.238.372	192.186	6,44	144.912	Rsid3	31,70	jan-08	3,43	7,55
						4,92		0,53	1,17
MRV	1.551.761	135.993	11,41	257.731	Mrve3	39,08	dez-07	8,89	21,25
						3,43		0,78	1,86

Gráfico 2
VALOR DAS AÇÕES,
EXPRESSO EM MÚLTIPLO DO EBITDA DE DEZ-08



3. COMPORTAMENTO DAS EMPRESAS E DESEMPENHO

Dos balanços publicados, relativos a 2007 e 2008, podemos extrair os indicadores de comportamento e desempenho das empresas, como mostrado no Quadro 3. Esses indicadores permitirão traçar cenários de comportamento das empresas adiante, para servir de fundamento à análise de valor das ações das companhias:

- o indicador [contas da administração/produção] mostra a carga que as contas gerais da administração (CGA) produzem sobre as contas de implantação dos empreendimentos. Empresas com índices elevados produzem resultados mais baixos, se a relação preço/custo for aderente aos padrões médios do mercado. Indicadores mais altos não significam, necessariamente, desperdícios ou baixa produtividade, se as CGA acima dos padrões de mercado estiverem atreladas a sistemas capazes de propiciar melhor produtividade no gerenciamento e no controle, que repercutam sobre os custos, ou que, na visão estratégica da companhia, mitiguem riscos da operação;
- o indicador [receita de vendas/PL] mostra a alavancagem da operação. Indicadores mais altos ilustram que a companhia usa estruturas de funding mais agressivas na composição dos recursos de terceiros, seja por meio de financiamentos, emissão de títulos de dívida ou receita de vendas;
- o indicador [Ebitda/receita de vendas] mostra a qualidade implícita dos empreendimentos que a empresa opera, pois relaciona os resultados dos negócios, independentemente do custo

do funding (i do Ebitda) para desenvolvê-los;

- o indicador [resultado/receita de vendas] mostra o que interessa diretamente ao acionista - quanta renda a companhia pode produzir no desenvolvimento dos seus negócios, seja ela distribuída ou não. O resultado reflete diretamente no valor da ação, seja porque produz dividendos, ou porque aumenta o PL da companhia.

Quadro 3

Parâmetros de Comportamento e Desempenho Verificados, para Fundamentar o Cenário Referencial						
	contas da administração / produção			Receita de Vendas / PL-ajustado		
	2007	2008		2007	2008	
Cyrela	11,16%	12,58%	+ 12,76%	1,11	1,42	+ 27,83%
Gafisa	15,10%	14,89%	-1,35%	0,84	1,15	+ 36,27%
Rossi	12,82%	14,36%	+ 11,99%	0,70	1,06	+ 51,27%
MRV	48,73%	12,15%	-75,06%	0,34	0,85	+ 154,08%
	Ebitda-ajustado / Receita de Vendas			Resultado-ajustado / Receita de Vendas		
	2007	2008		2007	2008	
Cyrela	20,07%	18,41%	-8,25%	18,60%	12,52%	-32,71%
Gafisa	10,37%	12,89%	+ 24,32%	7,32%	6,75%	-7,79%
Rossi	13,15%	11,38%	-13,47%	10,11%	9,32%	-7,89%
MRV	1,41%	21,81%	+ 1452,11%	4,88%	19,67%	+ 303,25%

4. VALUATION DAS AÇÕES

4.1. Conceito de Fair Value

Valuation se procede arbitrando fair value³. Conceito também explorado por outros pesquisadores como em Damodaran (2001), Damodaran (2002) e Hamelink e Hoesli (2004). Fair value de um ativo é entendido como o valor pelo qual ele pode ser transacionado no mercado (preço do ativo), sem que comprador ou vendedor estejam submetidos a pressões na decisão de investir ou de liquidar o investimento. Pressões podem ser as derivadas das fantasias especulativas, incensadas artificialmente ou não, as que resultam dos medos pela percepção de que ativos do mesmo segmento de mercado, ou da economia, passam por um ciclo de baixa, ou ainda provocadas pela ansiedade de comprar ou pela necessidade de vender.

Fair value se mede no conceito de *value at risk*⁴, o que produz não uma resposta determinística, mas um intervalo de valor. Para essa medida são necessários:

- modelos tecnicamente preparados para operar com múltiplos cenários de comportamento, com o objetivo de construir amostras de laboratório das quais se extrai o intervalo de valor;
- cenários de comportamento, marcados por fronteira mais conservadora e outra agressiva,

³ Acompanhamos a recomendação do Núcleo de Real Estate da Poli-USP, de usar fair value do inglês, por não se reconhecer um termo na língua portuguesa tão enfático e preciso.

⁴ Valor de transação de um ativo que protege o investidor do efeito de riscos de comportamento, mantendo a sua renda no patamar de atratividade arbitrado na precificação.

cuja arbitragem deve ter sustentação em comportamentos observados da companhia, ajustados por meio de inflatores, ou redutores, relacionados com expectativas de evolução do comportamento, que promovam reflexos sobre os negócios da companhia para melhor ou para pior, tendo como causas fatores do ambiente econômico, do segmento de mercado, ou de estratégias e metas divulgadas pela companhia;

- avaliação do desempenho, na geração de renda para os investidores, dos ativos semelhantes ao que está sob valuation, e de outros ativos cujo risco seja de outro nível, para buscar a percepção de como se estruturam os binômios [atratividade x riscos] evidenciados no mercado, no sentido de poder arbitrar a taxa de atratividade setorial para o segmento de mercado e a taxa de atratividade que pode marcar o investimento no ativo sob valuation. Taxa de atratividade também se identifica por intervalos, porque os diferentes binômios [atratividade x riscos] não tem raiz determinística.

Os modelos de valuation cumprem uma função técnica, mas cenários de comportamento e taxas de atratividade são resultado de arbitragem, na valuation. Assim, o intervalo de valor só pode ser descrito, quando se faz *disclosure* completa das variáveis de cálculo.

O valor (intervalo) é medido como sendo o “valor da oportunidade de investimento (VOI)”, que será aquele preço do ativo, cuja rentabilidade esperada num determinado ciclo de investimento (da compra até a liquidação) seja a taxa de atratividade arbitrada na valuation. O ciclo de investimento da valuation deverá ser longo, porque deve contemplar o investidor que busca renda. Não há como fazer valuation para especulação de curto prazo, ainda que a medida de longo prazo auxilie desenvolver estratégias de arbitragem, quando os ativos estão sendo transacionados fora do intervalo de valor adequado. Algumas operações de tomada de controle verificadas no mercado atual foram oportunistas nesse sentido, porque os investidores perceberam o descolamento do preço de transação contra o fair value do ativo.

4.2. Cenário de Comportamento

Para análise de valor desse conjunto de empresas, fazemos o cenário de comportamento como está no Quadro 4. Notamos que as transformações da MRV transfiguradas no balanço de 2008 contra 2007, nos levam a conceber fronteiras muito abertas de comportamento, o que gera instabilidade na medida do valor. Para as demais companhias, que vêm operando em regime há mais tempo, encontra-se um padrão, o que permite mais conforto no desenho dos cenários de comportamento, conferindo maior estabilidade ao intervalo de valor calculado.

Quadro 4

Cenários de Comportamento para Arbitragem de Valor <i>conceito de intervalos de comportamento</i>									
	Receita de Vendas / PL			Ebitda / Receita de Vendas			Resultado / Receita de Vendas		
	conser vadora	agressiva	intervalo	conser vador	agressivo	intervalo	conser vador	agressivo	intervalo
Cyrela	1,313	1,416	+ 7,82%	18,41%	20,46%	+ 11,11%	12,52%	13,17%	+ 5,26%
Gafisa	1,047	1,149	+ 9,74%	11,70%	12,89%	+ 10,21%	6,75%	7,11%	+ 5,26%
Rossi	0,937	1,057	+ 12,74%	11,38%	12,64%	+ 11,11%	9,32%	9,81%	+ 5,26%
MRV	0,680	0,852	+ 25,34%	12,15%	21,81%	+ 79,59%	12,46%	19,67%	+ 57,82%

4.3. As diferenças na valuation

O Quadro5 contém os parâmetros do cenário focando a atratividade. O cenário conservador - I é próprio para o primeiro semestre de 2009, no qual as empresas de real estate estão desacreditadas, o que faz o investidor exigir um prêmio maior (taxa de atratividade) para entrar no risco do investimento, cuja percepção é alta, a se considerar o ciclo não virtuoso que as companhias vêm apresentando, tendo ainda a prejudicar o anticlímax criado contra os preços de fantasia dos IPOs. O cenário com atratividade mais moderada, nesse conceito, será agressivo, porque levanta os valores nos intervalos de preço.

Para ilustrar as grandes diferenças que podem aparecer na valuation das ações das companhias com apoio nos cenários de atratividade mais baixa, que implicam numa visão de menor risco do investimento, mostramos no Quadro6 os intervalos para o ativo cyre3 utilizando os dois cenários do Quadro5. Outras informações notáveis neste Quadro6 são:

- arbitrando ciclo de 20 anos ou de 10 anos para retenção do investimento na valuation, no cenário conservador os intervalos de valor estão muito próximos, porém o valor de saída do investimento ganha influência em ciclos mais curtos, o que aumenta o risco do investimento. A recomendação técnica para valuation de ativos é que se use um ciclo de investimento na ação equivalente a um múltiplo do giro médio dos negócios típicos da companhia, entre 3 e 4, para garantir a compensação de perdas e ganhos frente aos cenários que trabalham com protótipos de comportamento;
- a diferença entre os intervalos, quando se usam taxas de atratividade mais baixas é grande. Assim, se admitirmos que a taxa de juros referencial na economia brasileira vai se estabilizar muito abaixo dos padrões atuais (notar que vale a taxa efetiva [cdi x inflação], ou seja, a taxa nominal descontada a inflação) é provável que os preços de ações cresçam sensivelmente, porque as taxas de atratividade de todos os segmentos de investimento deverão cair, acompanhando a taxa referencial.

Quadro 5

	para a taxa de juros referencial			
	cenário conservador - I		cenário agressivo - II	
taxa CDI	11,00		10,00	
<i>%ano, nominal</i>				
inflação pelo IPCA	4,50		4,50	
<i>%ano, equivalente</i>				
atratividade para investir nas empresas de real estate (intervalo)	1,50	2,00	1,25	1,50
<i>múltiplo de taxa CDI equivalente</i>				

Quadro 6

Valores Adequados para Investir em Cyre3 taxa de atratividade dentro dos cenários				
	cenário conservador - I		cenário agressivo - II	
arbitragem para ciclo de investimento de 20 anos				
intervalo de valor conceito de fair value	8,76	9,21	14,66	15,21
<i>R\$ dez08</i>				
influência do valor da ação ao final de 20 anos	11,7%		26,4%	
<i>% do fair value</i>				
intervalo da taxa de retorno do investimento	1,69	1,74	1,34	1,37
<i>múltiplo de taxa CDI equivalente</i>				
arbitragem para ciclo de investimento de 10 anos				
intervalo de valor conceito de fair value	8,67	9,22	14,50	15,22
<i>R\$ dez08</i>				
influência do valor da ação ao final de 10 anos	34,1%		51,4%	
<i>% do fair value</i>				

nota: Valor e Taxa de Retorno são medidos em amostras de laboratório diferentes.

Nesse sentido, as fronteiras dos intervalos não representam pares de valores.

4.4. Valor das ações no conceito de fair value

Utilizando somente o cenário conservador - I, mais adequado para esta conjuntura e os cenários de comportamento para o conjunto de empresas (Quadro4), chegamos aos intervalos de valor das ações, no conceito de fair value (Quadro7).

Quadro 7

Valores Adequados para Investir nos Ativos em Análise taxa de atratividade dentro dos cenários									
cenário conservador - I	Cyre3		Gfsa3		Rsid3		Mrve3		
arbitragem para ciclo de investimento de 20 anos									
intervalo de valor conceito de fair value	8,76	9,21	7,69	8,09	5,17	5,41	9,23	10,10	
<i>R\$ dez08</i>									
influência do valor da ação ao final de 20 anos	11,7%		11,6%		11,6%		11,5%		
<i>% do fair value</i>									
intervalo da taxa de retorno do investimento	1,69	1,74	1,68	1,75	1,62	1,70	1,68	1,75	
<i>múltiplo de taxa CDI equivalente</i>									

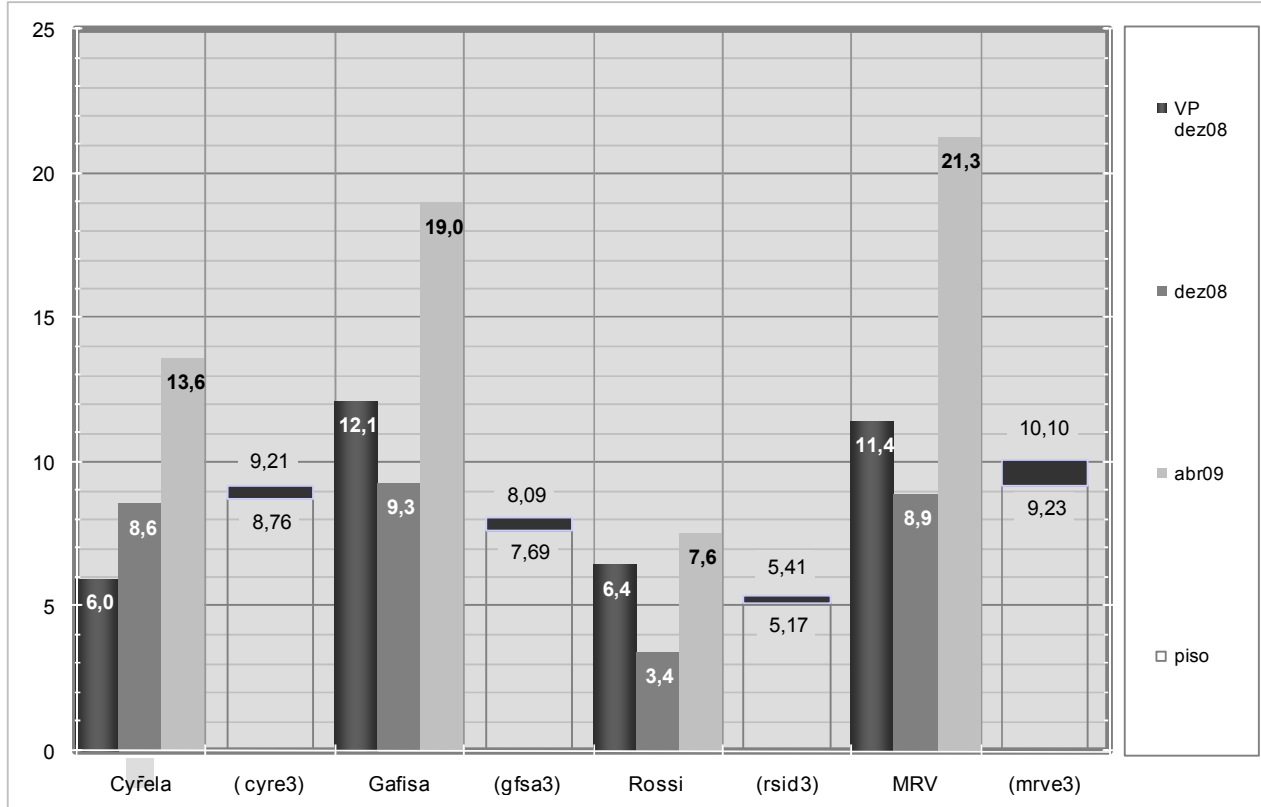
nota: Valor e Taxa de Retorno são medidos em amostras de laboratório diferentes.

Nesse sentido, as fronteiras dos intervalos não representam pares de valores.

O Gráfico8 ilustra o conjunto de valores até aqui verificados para os ativos:

- o valor patrimonial da ação, que é uma referência fria, tendo em vista que não arbitra qualquer mais valia para a capacidade de geração de renda internada na companhia, fruto do conhecimento e da cultura nela acumulados, medindo somente valor como se seus ativos fossem liquidados a valor contábil, pagando-se o passivo exigível. Em geral, o fair value de uma ação é maior do que o seu valor patrimonial, sendo menor em casos particulares de investimentos em ativos que se mostram incapazes de produzir receita e renda compatíveis com o custo do investimento. Esse descompasso pode ocorrer em empresas industriais ou de serviços, mas dificilmente se verificará numa empresa de real estate, para as quais o valor patrimonial tende a representar um piso. Todavia, se a companhia carregar estoques de terrenos (*land bank*) para operação num horizonte longínquo, o seu fair value fica penalizado, porque os estoques em excesso não produzem renda, o que acontece hoje com algumas empresas do segmento;
- o preço da ação em dezembro-2008, quando todo o segmento do real estate estava penalizado na Bovespa, verificando-se que, nesta amostra, somente o ativo cyre3 estava precificado acima do seu valor patrimonial;
- o preço da ação de abril-2009, já incensado pela visão de que os resultados das empresas podem crescer como resultado do plano de habitação para baixa renda do Governo Federal. Entretanto, é objetivo verificar que o crescimento de preços é determinado por movimento especulativo, já que o potencial de crescimento de resultados das companhias não está ainda evidenciado, mesmo por meios indiretos (julgamento de qualidade de novas estratégias e metas levadas ao conhecimento do mercado);
- o valor da ação, medido no conceito de fair value, indicado no gráfico pela média do intervalo, ilustrando que alguns preços de dezembro sugeriam investimentos oportunistas (especulação), que os de abril estão especulados e que, para 3 das companhias, os preços de dezembro já estavam adequados aos resultados que vem demonstrando.

Gráfico 8
PREÇO DAS AÇÕES EM DIFERENTES MOMENTOS,
VALOR PATRIMONIAL E FAIR VALUE
expressos em Reais de dez-08



5. CONCLUSÃO: OS PREÇOS DO CICLO ESPECULATIVO PODEM VOLTAR A SER REFERÊNCIA?

Para essas quatro companhias, concluímos avaliando “em quais circunstâncias operacionais, os preços máximos verificados entre jan-07 e dez-08 seriam validados, fora de conjunturas especulativas”.

Valor mais alto está associado ao potencial de geração de renda em patamar mais elevado, significando que as empresas deveriam alavancar sua escala de produção. Não é possível gerar muito mais renda, como se verifica é necessário para validar aqueles preços, praticando margens Ebitda extravagantes. Admitindo que a capacidade gerencial das empresas mantém a eficácia demonstrada, fazer mais volume de renda, mantendo a margem Ebitda, somente com mais vendas, o que significaria operar com os fatores de alavancagem do Quadro9. A agressividade na alavancagem justificaria a validação dos preços máximos verificados no ciclo especulativo, como sendo o fair value dos ativos.

Quadro 9

Grau de Alavancagem da Produção, contra Valor taxa de atratividade dentro dos cenários				
cenário conservador - I	Cyrela	Gafisa	Rossi	MRV
arbitragem para ciclo de investimento de 20 anos				
alavancagem para alcançar o valor máximo atingido entre jan07-dez08	6,39	6,05	5,60	4,39
<i>Receita de Vendas / PL (RvplAGR)</i>				
alavancagem média do Cenário de Valuation	1,36	1,10	1,00	0,77
<i>Receita de Vendas / PL (RvplCEN)</i>				
agressividade na alavancagem (fator AAL)	4,70	5,50	5,60	5,70
<i>RVplAGR / RvplCEN</i>				

Os fatores de alavancagem são enfáticos para ilustrar que aqueles preços não são razoáveis para este conjunto de empresas. Admitir uma agressividade na alavancagem, relativamente à observada, de 4,7 para Cyrela até 5,7 para MRV, com 5,5 e 5,6 para Gafisa e Rossi, significa desenhar outras empresas, com outra estrutura de gerenciamento e uma penetração de mercado muito mais intensa, além de elevar seus patamares de capitalização ou seu endividamento de um múltiplo equivalente. Isso está nos espectro das metas de curto prazo das empresas?

Não vislumbramos a oportunidade de que estes preços sejam validados. Para outros graus de alavancagem, acima dos atuais verificados, que, para padrões do setor em economias mais avançadas, são moderados, podemos reconhecer a condição de elevação dos preços das ações destas companhias, como mostram os Gráficos 10 até 13 seguintes. Nestes gráficos, o que mostramos é o intervalo de preço das ações das companhias, no conceito de fair value, adotando os mesmos cenários para a atratividade do investimento e para a geração de resultado das empresas, mas alterando a alavancagem (Receita de Vendas / PL) para os diferentes níveis mostrados nos gráficos.

Gráfico 10
FAIR VALUE DO ATIVO CYRE3
 CONTRA INCREMENTO NA ALAVANCAGEM - FATOR AAL do Quadro9
expressos em Reais de dez-08

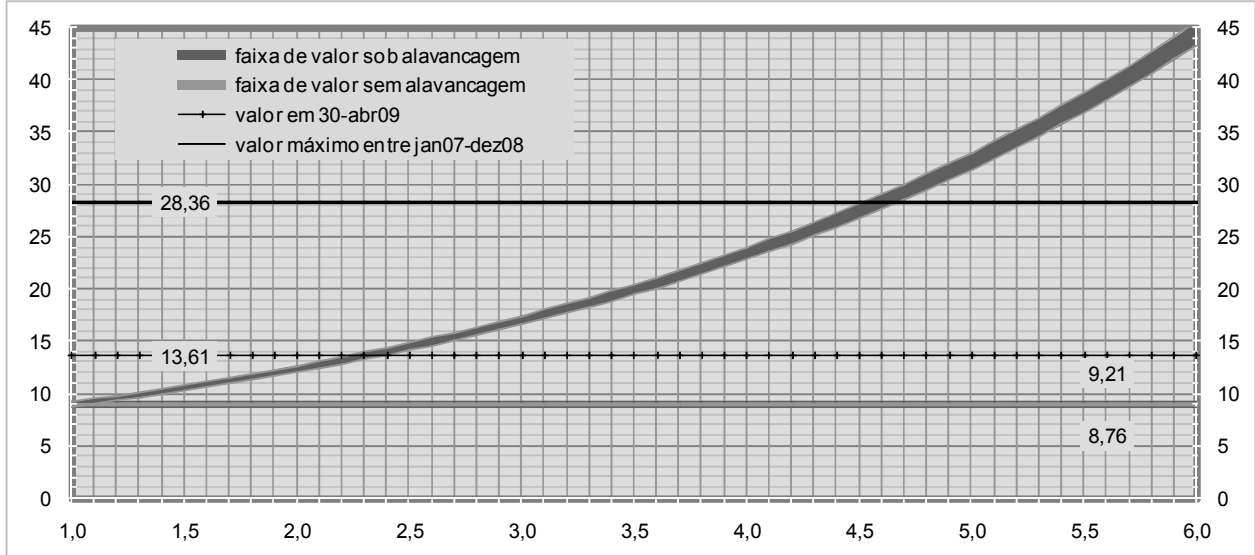


Gráfico 11
FAIR VALUE DO ATIVO GFS3
 CONTRA INCREMENTO NA ALAVANCAGEM - FATOR AAL do Quadro9
expressos em Reais de dez-08

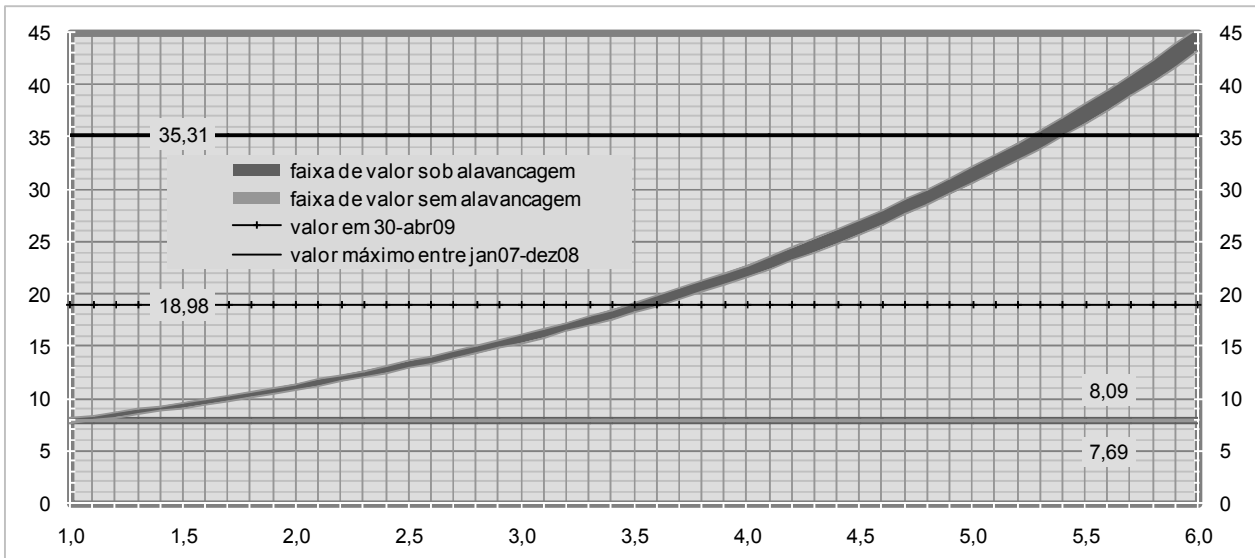


Gráfico 12

FAIR VALUE DO ATIVO RSID3
 CONTRA INCREMENTO NA ALAVANCAGEM - FATOR AAL do Quadro9
expressos em Reais de dez-08

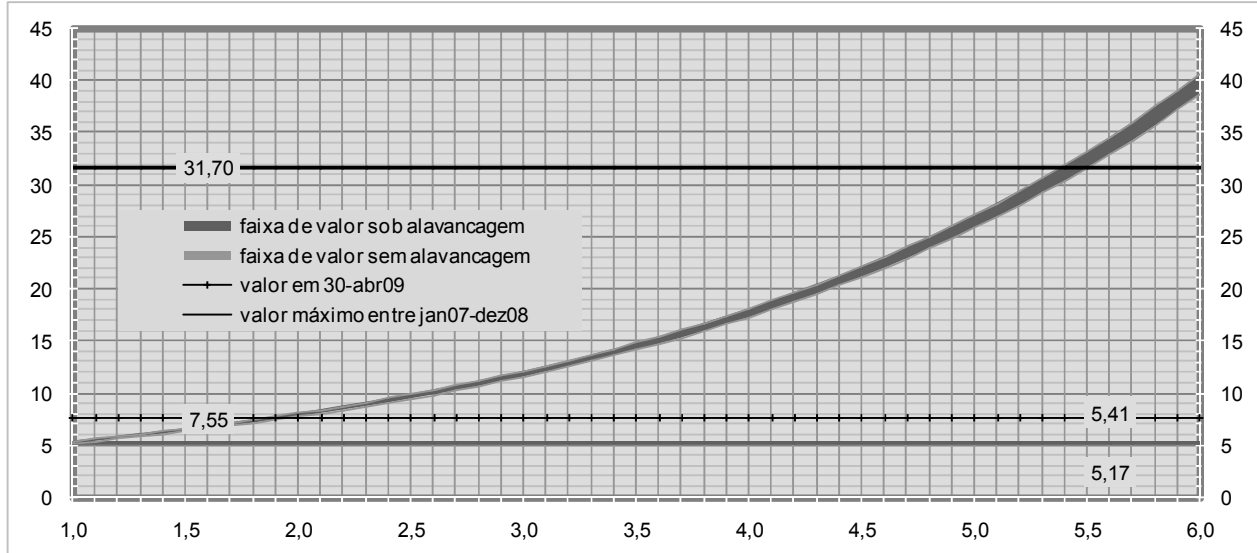
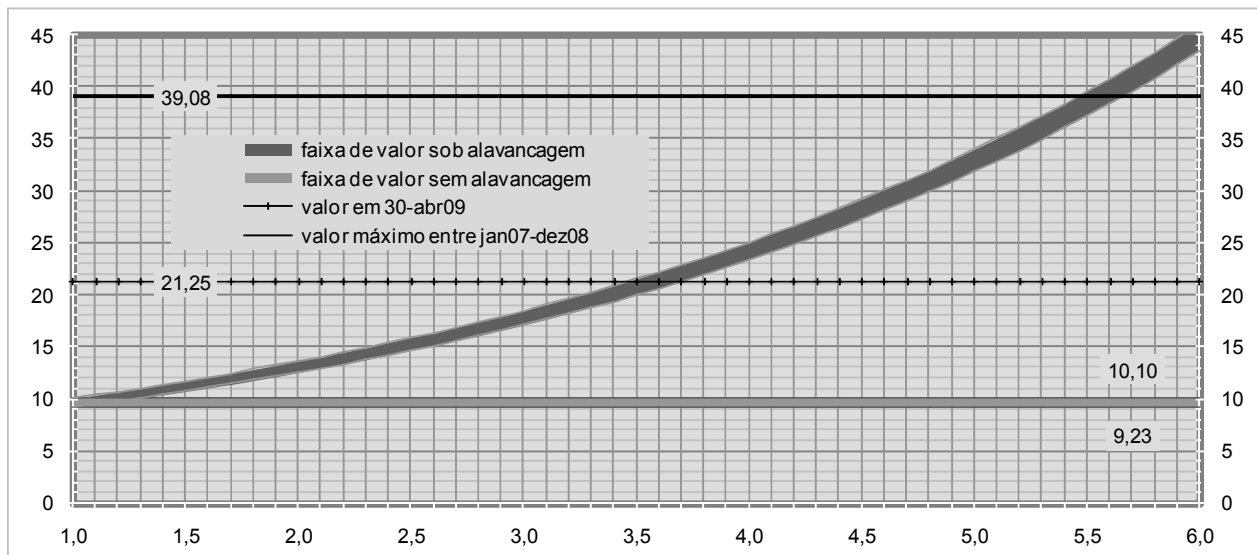


Gráfico 13

FAIR VALUE DO ATIVO MRV3
 CONTRA INCREMENTO NA ALAVANCAGEM - FATOR AAL do Quadro9
expressos em Reais de dez-08



6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BUTTNER, R. J., HYLAND, D. C. and SANDERS, A. B. *REITs, IPO Waves and Long-Run Performance*. 2005. V33 1: pp. 51–87. Real Estate Economics.
- DAMODARAN, A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Wiley Finance, 2nd edition, 2002.
- DAMODARAN, A. *The Dark Side of Valuation*. Editora Prentice Hall, 2001.
- DIMOVSKI, W. and BROOKS, R. *The Pricing of Property Trust IPO's in Australia*. 2006. V32: pp. 185-199. Journal of Real Estate Finance and Economics.
- HAMELINK, F e HOESLI, M. *What Factors Determine International Real Estate Security Returns*. 2004. V32: pp. 437-462. Real Estate Economics.
- LIM, L. C, MCGREAL, S. e WEBB, J. R. *Perception of Real Estate Investment Opportunities in Central/South America and Africa*. 2006. V12: 3, pp. 261-276. Journal of Real Estate and Portfolio Management.
- LIOW, K. H. *Property Company Stock Price and Net Asset Value: A Mean Reversion Perspective*. 2003. V27: 2, pp. 235-255. Journal of Real Estate Finance and Economics.
- ROCHA LIMA Jr., J. e ALENCAR, C. T. *Comportamento de Ações de Empresas de Real Estate na Bovespa*. 2007. V: abril/junho, no.7-07. Carta do NRE-POLI.
- ROCHA LIMA Jr., J. e ALENCAR, C. T. *Foreign Investment and the Brazilian Real Estate Market*. Napier University, Edinburgh-Scotland, United Kingdom. June, 2008, V.2, n.12, p.109-123. International Journal of Strategic Property Management.
- ROCHA LIMA Jr., J. e ALENCAR, C. T. *O Grau de Investimento e os Preços das Ações das Empresas de Real Estate Listadas na Bovespa*. 2008. V: julho/setembro, no.12-08. Carta do NRE-POLI.
- ROCHA LIMA Jr., J. e ALENCAR, C. T. *O Valor das Empresas de Real Estate no Novo Mercado*. 2008. V: outubro/dezembro (II), no.14-08. Carta do NRE-POLI.
- ROCHA LIMA Jr., J. e GREGÓRIO, C. A. G. *Investimento em Real Estate por Meio de Ações no Brasil*. São Paulo, 2006, 16 e 17 de novembro, 9p. Anais em CD-ROM. VI Seminário Internacional da LARES – Latin American Real Estate Society.
- ROCHA LIMA Jr., J. e GREGÓRIO, C. A. G. *Valuation e Investimento nas Ações das Empresas de Real Estate no Brasil: Cenário do Ciclo de Captação Intensiva (2005-2007)*. São Paulo. Setembro, 2008, 12p. Anais em CD-ROM. VIII Seminário Internacional da LARES – Latin American Real Estate Society.
- ROCHA LIMA Jr., J. *Efeitos Perversos na Valuation de Ações de Empresas de Negócios Imobiliários*. 2007. V: janeiro/março, no.6-07. Carta do NRE-POLI.
- ROCHA LIMA Jr., J. *Especulação, Pânico e a Busca de Antídoto*. 2008. V: outubro/dezembro (I), no.13-08. Carta do NRE-POLI.

ROCHA LIMA Jr., J. *IPOs das Empresas Brasileiras de Real Estate: a Questão da Valuation*. São Paulo, 2007, 25 e 26 de outubro, 19p. Anais em CD-ROM. VII Seminário Internacional da LARES – Latin American Real Estate Society.

ROCHA LIMA Jr., J. *Quanto Vale Uma Ação de Empresa de Negócios Imobiliários no Brasil*. 2006. V: julho/setembro, no.4-06. Carta do NRE-POLI.