



Texto para Coluna do NRE-POLI
na Revista Construção e Mercado – Pini – Dezembro 2012

**UM EXERCÍCIO SOBRE RESULTADOS
E ESTOQUES DE EMPRESAS DE REAL ESTATE**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

Validação de Investimentos. Decisões de investimento sobre empreendimentos imobiliários residenciais são tomadas com base em estudos denominados "análise da qualidade do investimento" (| AQI |). | AQI | deve mostrar indicadores relacionados com: i. capacidade de penetração no mercado (produto contra o seu mercado alvo e produto contra a oferta competitiva); ii. validação financeira (equação de fundos); iii. indicadores de resultado (margem = resultado sobre vendas e taxa de retorno dos investimentos do empreendedor no empreendimento); iv. medidas tomadas sob um cenário referencial e, adiante, tomadas novamente em cenários estressados, para ilustrar os riscos do investimento.

Indicadores econômicos. Margem e taxa de retorno são os indicadores mais utilizados para dar suporte à decisão de investimento. Sempre é bom ressaltar que margem não é indicador de qualidade, mas de suporte ao risco de quebra de preços ou de crescimento de custos não repassados aos preços, como, por exemplo, o descolamento dos custos da construção para o Incc, que é o deflator de moeda mais utilizado nas | AQI | no Brasil. Todavia, margem pode ser lida e controlada, com o acompanhamento adequado dos custos (incorridos e orçados) e da receita de vendas



(contratada e esperada). Um indicador universal de margem, para o conjunto dos negócios de uma companhia, pode ser extraído dos seus balanços e é, na maioria das vezes, a principal informação de desempenho da qual os analistas se utilizam, para projetar comportamentos adiante e para comparar a qualidade de diferentes companhias.

Taxa de retorno, por sua vez, é a medida de desempenho do investimento mais eficaz, no sentido de que mostra resultado, por meio da velocidade da geração do resultado, permitindo comparar alternativas com clareza. Taxa de retorno não é medida final para a decisão, pois, pelo fato de mostrar uma velocidade média, a curva de formação da taxa, a curva de devolução da capacidade de investimento e a duration, são informações complementares necessárias para sustentar de forma adequada a validação de uma oportunidade de investimento. A questão é que taxa de retorno não aparece no balanço e nem mesmo pode ser extraída dele em caráter global para a companhia. Dai vem a tendência de usar a taxa de retorno para decidir e a margem para controlar. Não é uma solução perfeita, mas é a mais simples para ser implementada.

Resultados. A margem sobre a receita (resultado / receita bruta), já na sua leitura final (depois de impostos em SPE-LP) tem uma medida diferente na | AQI | comparada com aquela usada para controle.

A | AQI | é estruturada segundo uma moeda de base, em geral associada à variação do Incc . A estrutura da | AQI | apresentará a qualidade adequada quando expuser as diferenças de crescimento de custos de construção contra o que o índice captura na sua visão macroeconômica, bem como deverá fazer considerações, já no cenário



referencial ou no capítulo de riscos, sobre a manutenção da competitividade do empreendimento quando se admite corrigir os preços de venda a cada mês seguindo a variação do Incc .

A margem medida na | AQI | relacionará resultado e receita na moeda da base. Entretanto, para controle ou para leitura via balanço, a medida da margem se faz em reais nominais, no correr do desenvolvimento do empreendimento. Cada conta mensal de receita não contém uma proporção homogênea da margem, porque os fluxos de receita e custos não são harmônicos. O fluxo do custeio acompanha uma lógica escolhida para a produção e o fluxo da receita bruta acompanha a forma de receber o preço, com grande concentração no repasse nos empreendimentos financiados (grande maioria). Desta forma, o impacto dos ajustes de valor pelo Incc é proporcionalmente maior na receita do que no custeio. Então, a margem medida para controle será maior do que a margem medida na moeda da base na | AQI |.

Utilizando um protótipo de empreendimento imobiliário residencial para exercício, com as características desta conjuntura (custos de implantação, do terreno às obras, preços competitivos e financiamento para produção e repasse), chegamos a uma taxa de retorno esperada de 21% ano-equivalente, efetiva acima do Incc para a margem de 20% medida na | AQI |. Projetando os fluxos no horizonte do empreendimento protótipo e utilizando uma variação do Incc compatível com as tendências desta conjuntura, a margem medida ao final do empreendimento, considerando os reais manejados (receitas contra custos, gerando resultado), verificaremos a margem de 24,8%. A empresa não ganhou eficiência - a base referencial é outra.

Lançamento. A lógica de que a empresa não deve carregar estoques de imóveis

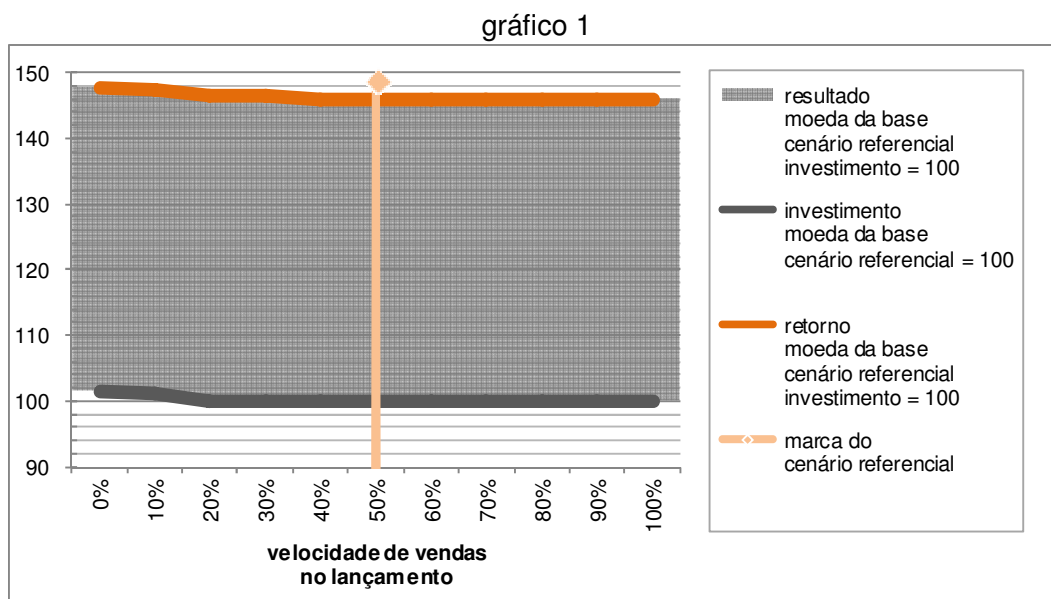


tende a ser feita sem base na leitura de indicadores expostos na | AQI |. Não é de se criticar o conceito de vender o mais rápido possível - a lógica é perfeitamente sustentável. Admitindo a premissa de que a empresa se considera confortável com as margens de segurança inferidas na formação do preço, vender o mais rápido possível se fundamenta em três princípios: i. aproveitar o momento no qual o produto é francamente competitivo, porque ao longo do ciclo de implantação pode aparecer oferta competitiva, sempre fora do controle do empreendedor; ii. o empreendedor não faz necessariamente hedge com produto não vendido, porque só se garante contra explosões de custos que afetam o setor, mas não a sua obra particular e, mesmo assim, para que o hedge se manifeste é necessário admitir que a competitividade do mercado e o poder de compra do público alvo permitirão que os preços futuros se acomodem aos custos que descolaram e iii. uma empresa não faz posições especulativas, de modo que a leitura da qualidade dos empreendimentos é feita "caixa contra caixa", ou seja, "investimentos contra retorno em caixa" e mais, o bloqueio de caixa em imóveis de estoque recrudescer a necessidade de investimentos ou atrasa o fluxo de retorno, gerando custos de capital de giro, ou, no mínimo, não renda dos capitais imobilizados.

No exercício com o empreendimento protótipo admitimos 50% das unidades vendidas no ciclo de lançamento (6 meses) e os demais 50% até o final das obras (24 meses). Essa velocidade de absorção é que indica a taxa de retorno de 21% ano e a margem de 24,8%, medida em moeda nominal. Qual é o efeito econômico e financeiro deste cenário de velocidade de vendas? Velocidade mais baixa no lançamento levanta a necessidade de investimentos (impacto financeiro) e baixa a taxa de retorno (mais investimentos para a mesma margem).



O gráfico 1 ilustra o que acontece com a necessidade de investimentos (medida em moeda da base, com índice 100 no cenário referencial de velocidade de absorção 50% no lançamento e o saldo até o final das obras). Ali vemos que entre os extremos temos investimentos de índice 101,71 (zero de vendas no lançamento) e 99,96 (100% de vendas no lançamento), para 100 no cenário referencial (50% de vendas no lançamento). Essa variação é desprezível diante dos graus de incerteza presentes em uma | AQI |. Conclui-se que, do ponto de vista financeiro (equação de fundos), a velocidade de absorção impacta suavemente.



Quanto à margem, medida em moeda da base na | AQI |, não há variação porque variando a velocidade de vendas, não se faz variar receita ou custeio. Em moeda nominal no final do empreendimento, as variações fruto da composição da velocidade de vendas (parte no lançamento e saldo no ciclo de construção) são igualmente suaves,

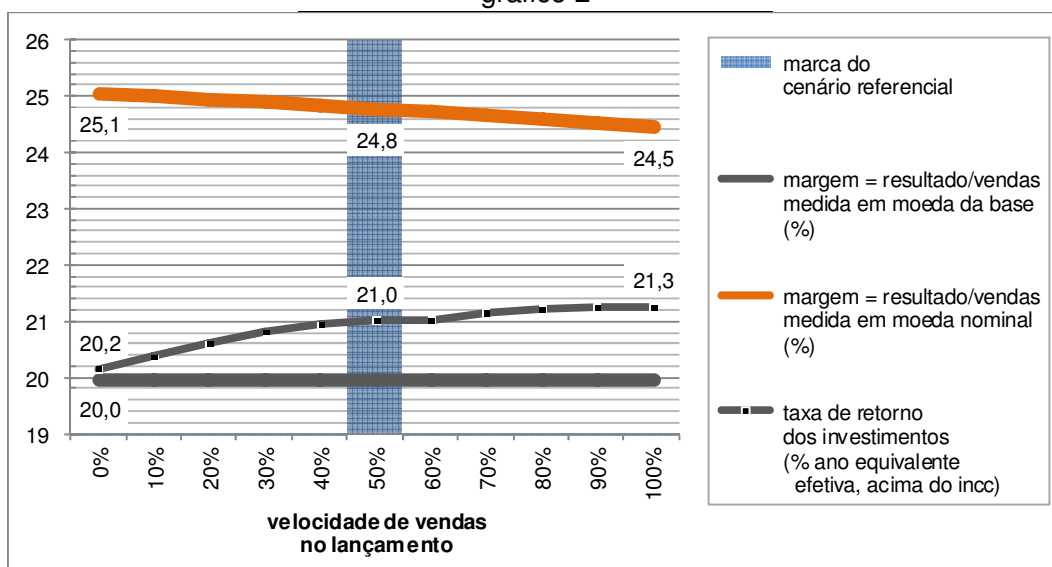


mesmo que variando o fluxo da receita se altere o montante de recursos recebidos, expressos em reais nominais, como está ilustrado no gráfico 2.

O gráfico 2 mostra também a variação de taxa de retorno (21% no cenário referencial), que acima dos 50% de velocidade de absorção é desprezível, porque os recursos recebidos servem para amortecer o fluxo de investimentos, e abaixo tem impacto mais intenso, ainda que suave, porque provoca o aumento mais relevante no fluxo dos investimentos, mais cedo.



gráfico 2



Estoque de imóveis prontos.

O impacto de estoque de imóveis prontos é igualmente mais relevante do ponto de vista da equação de fundos do que de taxa de retorno, ainda que, neste aspecto, a perturbação seja mais agressiva do que fazendo variar a velocidade de vendas dentro do ciclo do empreendimento (lançamento seguido da construção).

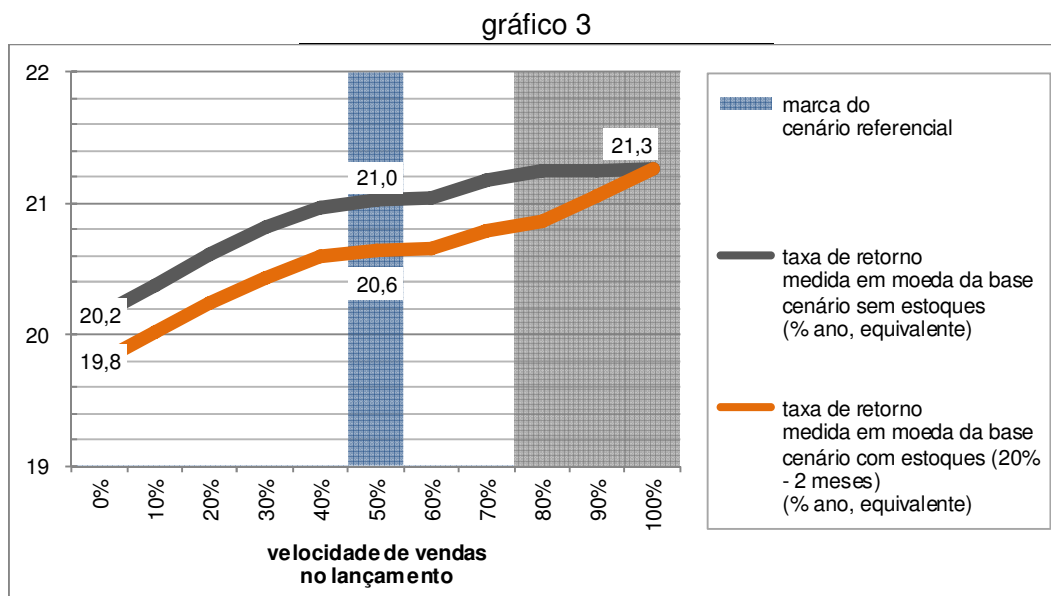
Se a margem está perto de 20% da receita, um estoque próximo de 20% das unidades bloqueia o resultado do investimento em ativos sem liquidez, comprometendo o giro da companhia e o seu resultado no longo prazo. Ou seja, a equação de fundos do novo ciclo de empreendimentos estará mais dependente de recursos de terceiros, encarecendo o custo do capital de investimento da companhia.

Quanto ao aspecto econômico, é a medida da taxa de retorno que poderá ilustrar as quebras de qualidade provocadas pela manutenção de estoques de imóveis prontos, o



que está mostrado nos gráficos 3 e 4.

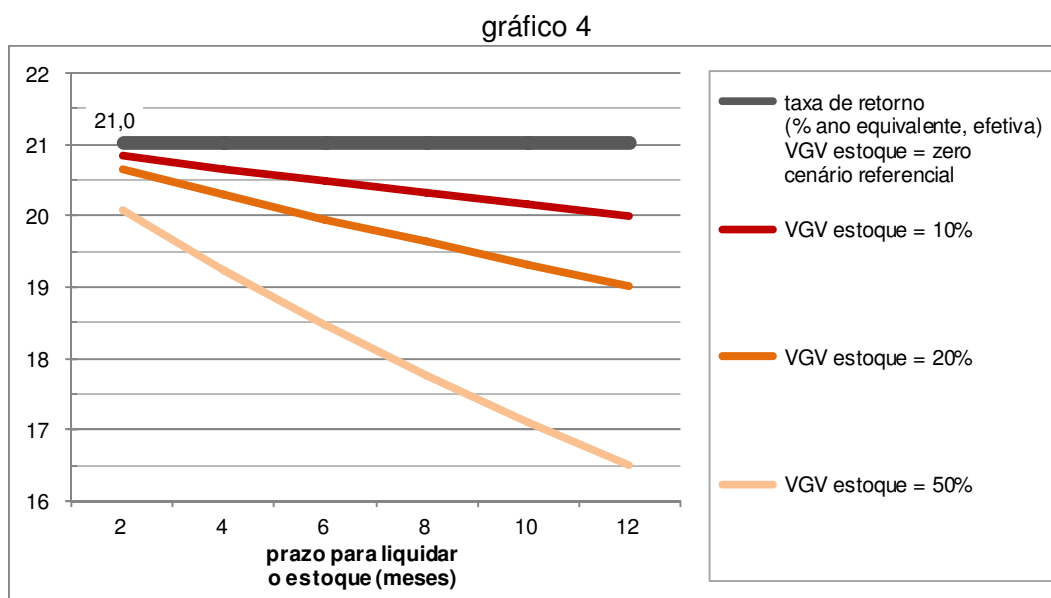
No gráfico 3 formatamos um cenário com 20% de imóveis em estoque, que se liquida em 2 meses depois de terminada a implantação. Vemos que a taxa de retorno sai de 21% ano para 20,6% ano no cenário referencial de vendas no lançamento (50%) e que esta taxa flutua com uma pequena quebra contra a curva sem estoques.



No gráfico 4 as curvas de taxa de retorno estão desenhadas para os cenários de 50% de velocidade de vendas no lançamento, diferentes posições de estoque (uma em cada curva), sendo o saldo vendido no ciclo da implantação. As curvas mostram taxas de retorno para diferentes prazos de desmobilização dos estoques de imóveis prontos. Essa imagem, levando a condição estressada para patamares mais agressivos (no limite: 50% de estoque e 12 meses para liquidá-lo), mostra o quanto o resultado dos investimentos pode ser prejudicado nos empreendimentos residenciais



financiados (produção e repasse), se o produto é mal desenhado e não ganha condição competitiva no seu mercado. No cenário do gráfico 4 consideramos que não há queda de preços para "sair" dos estoques, evidenciando-se que o prejuízo na taxa de retorno será maior se considerarmos mais essa variável estressada.



Observações. 1. Fundamentar a decisão de investimento em empreendimento imobiliário residencial com cenários conservadores de velocidade de vendas não prejudica a escolha quanto aos indicadores econômicos e apresenta impacto singelo nos financeiros. 2. É sempre conveniente lembrar que a leitura da margem pelo balanço mascara a qualidade, tendo em vista que, por associar moeda de poder de compra diferente (diferentes meses em economia sob inflação) e porque os fluxos de receita são concentrados no final do ciclo de implantação (repasse), a margem em moeda nominal será sempre maior do que a medida em moeda da base. 3. É sempre



conveniente estressar a velocidade de vendas, para suportar estratégias de venda mais agressivas, que poderão apresentar custos mais altos de promoção, porque a única vantagem expressiva de vender rápido é "sair" do estoque e garantir "caixa contra caixa" desde muito cedo na implantação de empreendimentos, tendo em vista que na equação de fundos e na taxa de retorno os impactos são leves ou muito leves.
