



Texto para Coluna do NRE-POLI  
na Revista Construção e Mercado – Pini – Março de 2010

**PRINCÍPIOS E CONCEITOS PARA AVALIAR UMA EMPRESA DE REAL ESTATE LISTADA  
NA BOLSA**

Carolina A. G. Gregório – Doutoranda do Núcleo de Real Estate da Poli-USP

O tema sobre valuation das empresas de real estate listadas na Bovespa tem sido discutido pelo NRE-POLI desde o início das IPOs do setor<sup>1</sup>. Nos artigos publicados pelo NRE-POLI foram discutidos sobre os efeitos que podem estar embutidos no processo de precificação, os quais induzem os preços das ações das empresas para cima de forma insustentável e sem fundamento lógico. Também foram discutidos premissas e conceitos de valuation visando arbitrar o fair value das empresas, ou seja, o intervalo de valor pelo qual se pode transacionar as ações das empresas no mercado, sem que investidor ou vendedor estejam submetidos a pressões na decisão de investir ou de vender<sup>2</sup>.

Avaliar uma empresa listada na Bovespa implica na supressão de efeitos que podem insustentavelmente levar os preços para baixo ou para cima, razão pelo qual se procede valuation com ciclo longo de análise, eliminando ou minimizando da

---

<sup>1</sup> Estas publicações podem ser encontradas no site do Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica, [www.realestate.br](http://www.realestate.br).

<sup>2</sup> Estas pressões derivam de movimentos especulativos, ansiedade de comprar ou vender, causados por fatores da economia e mercados de real estate, que levam à percepção de movimentos de alta e baixa nos preços das ações.

---



avaliação de valor das empresas os efeitos danosos de distorções causados por especulações de curto prazo.

Os movimentos de queda acentuada dos preços das ações das empresas de real estate no ciclo pós-crise, que levaram os preços das ações para abaixo dos seus valores patrimoniais, não foram na sua essência tributáveis à crise financeira mundial. As ações já sofreriam forte queda em razão de procedimentos artificiais usados para precificar os preços das ações nas IPOs, em patamares altíssimos de valor, bem acima do fair value das empresas.

Este texto tem como propósito apresentar de forma sucinta e objetiva os principais artifícios e efeitos usados e aproveitados pelos estruturadores das ofertas para inflar os preços das ações, bem com, apresentar os princípios e conceitos necessários para avaliar uma empresa de real estate em seu fair value.

Alguns momentos da economia e mercados de real estate são favoráveis para motivar investimentos em ativos relacionados ao setor de real estate, configurando-se condições propícias para especulações e crenças otimistas. O ciclo de maior captação das empresas, por meio das IPOs (2005-2007), ocorreu em um momento do ciclo da economia mundial, com alta liquidez e taxas de atratividade menores nas economias mais evoluídas, que aguçaram o interesse de investidores no mercado brasileiro, não somente para ativos relacionados ao real estate, mas também para outros tipos de ativos. Haja vista que a maior parte do volume colocado nas ofertas das ações das empresas de real estate foi absorvida por investidores estrangeiros, em condições de preços bem superiores ao fair value dos ativos.

Além de aproveitar ondas especulativas para colocar as ações em preços superavaliados, os estruturadores utilizam algumas artimanhas para justificar os altos

---



preços, criando valor de forma artificial:

[i] Projetar VGV grandiosos sobre o banco de terrenos (landbank) da companhia, sem análise adequada de condições de preço, permuta e mercado para negociar estes terrenos, tampouco sem um planejamento financeiro da empresa para suportar as necessidades de caixa na implantação dos empreendimentos, considerando o volume de recursos já direcionados à compra dos terrenos e despesas pré-operacionais;

[ii] Projetar margens paramétricas de Ebitda sobre o VGV dos empreendimentos do item [i] acima dos parâmetros de comportamento observados na companhia, como se a capitalização trouxesse maior amadurecimento às empresas e, assim, ganho de eficiência na produção dos empreendimentos;

[iii] Calcular por meio de múltiplos do Ebitda o valor das ações a partir dos parâmetros de cálculo encontrados nos itens [i] e [ii], em ciclo amostral muito curto, com benchmarking buscado no mercado por prevalência.

A maior parte das empresas multiplicou sua capacidade de investimento em grande escala e em curto intervalo de tempo. Seria importante constar nos prospectos os planos de negócios, fatores gerenciais e ganhos de eficiência esperados para operar na nova escala operacional.

Tratando-se dos métodos usados pelos estruturadores para avaliar as empresas, vale citar algumas observações e conseqüências relevantes à análise de valor:

[i] VGV não é receita garantida, e sim potencial de receita, que só acontece se houver mercado para os produtos.

[ii] A questão econômica privilegiada em detrimento a questão financeira é outra imperfeição dos métodos usados. Não se faz resultado sem completar a produção.

---



Não foi feito para os empreendimentos planejados no landbank das companhias a equação de fundos necessária para implantação dos empreendimentos. Esta falta de planejamento financeiro é um viés na análise de valor da empresa, pois admite a disponibilidade de recursos para produção a custos financeiros adequados durante todo o ciclo de análise. Esta postura adotada por todas as empresas listadas levaram a perda de liquidez e incapacidade de continuar a produção nos terrenos adquiridos. Condição ainda mais agravada pela crise e falta de crédito no mercado. Estudo feito pelo NRE-POLI<sup>3</sup> com intuito de analisar a capacidade de recuperação dos preços das ações no ciclo pós-crise, indicou que o fator de alavancagem (geração de receita/patrimônio líquido) das empresas da amostra analisada, deveria estar com agressividade de alavancagem na ordem de cinco vezes acima do praticado historicamente pelas empresas, para que os picos de preços das ações observados entre 2007 e 2008 se reproduzam.

[iii] Margens Ebitda (Resultado Operacional/VGV) estáveis ou crescentes também levam para uma superavaliação das empresas. Esta premissa de crescimento do resultado no ciclo operacional é de difícil ocorrência para um mercado competitivo equilibrado, já que a relação de preço de venda e custo de construção é bem próxima entre as empresas de real estate, conferindo taxas de atratividade semelhantes para o prêmio de risco do setor e dos negócios. Este ganho de eficiência só se daria com redução de custos e/ou crescimento relativo (preço crescendo mais do que custos), que dificilmente ocorreria, ou seria uma condição tópica que não poderia ser perenizada na valuation.

---

<sup>3</sup> Artigo publicado na 9ª Conferência da Lares em outubro de 2009, com título: “A capacidade de recuperação dos preços das ações das empresas de real estate cotadas na Bovespa”.

---



[iv] O uso dos múltiplos extraídos de amostras do mercado de ações do mesmo setor para avaliar empresas é inadequado, uma vez que iguala em um único vetor de avaliação a capacidade das empresas e, ainda, projeta essa condição homogeneizada para adiante. Este procedimento só se justifica para investimentos em ativos que representam certa homogeneidade quanto à geração de resultados, como compra de empreendimentos para renda. Ainda assim, é uma forma de simplificar os cálculos servindo apenas como medida de benchmarking e não como indicador de qualidade no processo de análise de valor. O investimento na empresa implica em conhecer a sua qualidade gerencial, estratégias de atuação, planos de negócios, que diferenciam a capacidade da empresa em empreender produtos adequados ao mercado, com margens operacionais e administrativas compatíveis ao volume de produção, conferindo assim qualidade distinta para uma empresa em relação à outra e, assim, maior ou menor valor na valuation.

[v] Outra premissa adotada por alguns estruturadores para criar maior valor às ações é a reaplicação de parte dos resultados, não distribuídos como dividendos, nos negócios da companhia. Porém, os resultados não distribuídos reaplicados nos negócios não podem incrementar o preço da ação na base, pois os resultados de recursos reinvestidos ocorrem adiante e são recursos do patrimônio do acionista novo. Essa reaplicação pode multiplicar o valor da ação em cinco vezes considerando, por exemplo, distribuição de 25% dos resultados como dividendo e o restante sendo reaplicado (ciclo de 20 anos). O valor da ação infla, sendo boa parte deste valor (~60%) advinda do valor de saída (venda), o que representa alto risco ao investimento. Estes mecanismos criam valor de forma artificial e insustentável no médio e longo prazo. Daí a importância de conhecer os conceitos e princípios para avaliar uma

---



empresa antes de decidir pelo investimento nas ações.

O método adequado de valuation é aquele em que se arbitra o fair value do ativo, tendo como resposta um intervalo de valor no qual o ativo deveria ser transacionado.

Avaliar uma empresa arbitrando seu fair value requer os seguintes preceitos:

[i] Seguir uma rotina de medida de valor diante de cenários de comportamento arbitrados de forma fundamentada. Como não deixa de ser uma expectativa de comportamento, a valuation só se valida com as análises de distorções do valor medido, impondo perturbações de comportamento, em cenários estressados, motivo pelo qual se encontra como resposta um intervalo de valor que protege o investidor de condições de risco que podem ocorrer.

[ii] As arbitragens dos parâmetros de comportamento, que configuram o cenário referencial da valuation, não apresentam raiz determinística, ou seja, os parâmetros de cálculo são também considerados em intervalos de valor.

[iii] Os parâmetros de comportamento e desempenho devem ser desenhados de acordo com os planos estratégicos evidenciados, e, na sua ausência, em padrões de comportamento e desempenho baseados em amostras de desempenhos históricos<sup>4</sup> da companhia sob valuation, tomando parâmetros médios setoriais para benchmarking. Para tanto, a valuation é simulada em modelos tecnicamente preparados para operar com múltiplos cenários de comportamento, apontados por fronteira mais conservadora e outra agressiva, com o objetivo de construir amostras de laboratório das quais se extrai o intervalo de valor da empresa.

---

<sup>4</sup> Este histórico, se possível, contempla os dados de comportamento e desempenho de um ciclo de análise correspondente ao giro dos negócios da empresa (~3 anos para empresas de real estate).

---



[iv] Os parâmetros de comportamento e desempenho, tais como: Receita de Vendas/Patrimônio Líquido, Resultado Operacional/Receita de Vendas, entre outros, resultam na capacidade esperada da companhia em gerar resultados aos acionistas no fluxo do horizonte de análise.

[v] O horizonte de análise deve ser compatível com o ritmo dos negócios que a empresa desenvolve. Empreendimentos de real estate são de ciclo longo, por isso o horizonte de análise deve ser longo, até para se evitar perturbações advindas de momentos tópicos da economia ou mercados de real estate na arbitragem dos parâmetros de comportamento adiante. Isto não significa afirmar que a valuation neste conceito só tem validade para um investidor que retém o investimento por longo prazo. A ação pode ser transacionada durante o ciclo de análise, sem que isso perturbe seu valor no conceito de lastro e de capacidade de geração de riqueza.

[vi] Projetada a capacidade de gerar resultado aos investidores no horizonte de análise, é necessário para se definir o valor da empresa a imposição de uma taxa de atratividade prevalente no mercado para o investimento ofertado.

[vii] A partir da avaliação do desempenho, na geração de renda aos investidores, de ativos semelhantes ao que está sob valuation, e de outros ativos cujo risco seja distinto, busca-se a percepção de como se estruturam os binômios [atratividade x riscos] evidenciados no mercado, para se arbitrar a taxa de atratividade setorial para o segmento de mercado e a taxa de atratividade para o investimento no ativo sob valuation. Taxa de atratividade também se identifica por intervalo, porque os diferentes binômios [atratividade x riscos] não têm raiz determinística, definindo-se uma taxa mais agressiva para aquele investidor que aceita menor prêmio pelo risco de investir na empresa e, outra mais conservadora, para investidores mais avessos ao

---



risco de investir nas empresas do setor (condição mais adequada para o ciclo pós-crise, em que as empresas do setor estavam desacreditadas).

[viii] O valor de saída do investimento é de arbitragem complexa e de maior risco, que se reduz quanto mais tempo o investidor ficar posicionado no ativo.

[ix] Com o fluxo de resultados no horizonte de análise e a taxa de atratividade definida, formula-se um preço, numa faixa que leva em conta cenários estressados contra o referencial, tomando posições mais agressivas e mais conservadoras para o investimento a depender do perfil de cada investidor.

Vale ressaltar que os modelos de valuation cumprem a função técnica, enquanto cenários de comportamento e taxas de atratividade são resultado de arbitragem. Assim, o intervalo de valor do ativo só pode ser descrito com *disclosure* das variáveis de cálculo.

Já se observa neste ano uma recuperação acelerada dos preços das ações das empresas do setor. Entende-se que está rápida recuperação seja fruto de especulações causadas pelo novo programa habitacional do Governo Federal (Minha Casa, Minha Vida), já que nada foi divulgado sobre as estratégias e ganhos de eficiência das empresas, os quais confeririam melhor desempenho das empresas adiante na geração de resultados.

Um procedimento de valuation é técnico, natural e não incorpora vieses otimistas ou pessimistas sobre o comportamento do mercado de ações, marcando-se unicamente pela visão de comportamento da empresa adiante.

Pode-se chegar a valores para um ativo em fronteiras bem abertas de variação somente manipulando os parâmetros no procedimento de valuation, sem que isso fique evidente. Por isso, para investir ou vender um ativo é indicado que a valuation apresente todas as premissas e variáveis utilizadas no processo de precificação.

---