



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

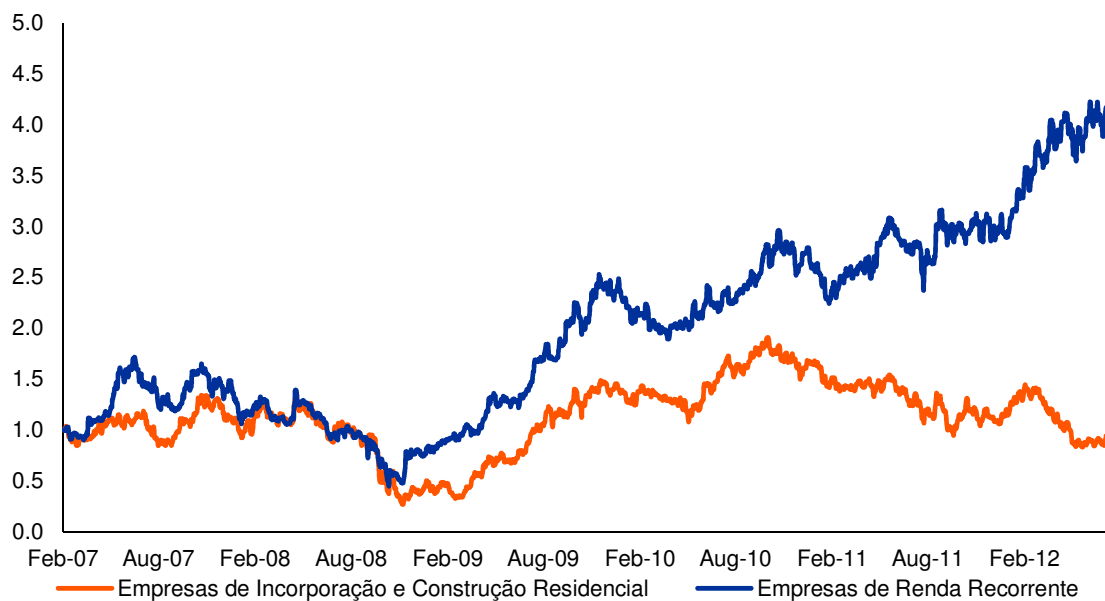
A Percepção dos Investidores Sobre as Ações das Companhias Brasileiras de Incorporação e Construção Residencial

David Lawant, da Área de Pesquisa de Renda Variável do Banco Itaú BBA

O mercado de ações brasileiro, assim como em outros países, divide o setor de *real estate* em dois grandes segmentos: o das empresas de incorporação e construção residencial e o das empresas de renda recorrente (operadoras e desenvolvedoras primordialmente de *shopping centers*, lajes corporativas e galpões). Esses dois segmentos claramente tem dinâmicas de negócios muito diferentes, mas, além disso, nunca viveram momentos tão antagônicos em termos de percepção dos investidores e, por consequência, de desempenho de suas ações. Enquanto nos últimos 18 meses as empresas de incorporação e construção residencial amargam perdas em relação a todos os índices amplos de mercado (Ibovespa, IBX, MSCI, etc.), as empresas de renda recorrente batem recordes atrás de recordes e já concentram as três maiores empresas do setor de *real estate* medindo-as por capitalização de mercado. Esse artigo tem por objetivo principal discorrer sobre a percepção de investidores de ações sobre o grupo das empresas brasileiras de incorporação e construção residencial (deixando o segundo grupo para uma futura oportunidade). Correndo o risco de generalização excessiva, também se discute algumas diferenças entre investidores locais e estrangeiros em relação ao setor.



Comparação de Desempenho das Ações das Incorporadoras e Construtoras Residenciais Versus Empresas de Renda Recorrente (base 1.00 em Fevereiro de 2007)



Fonte: Bloomberg e Itaú BBA.

Uma diferença que deve ser levada em consideração entre o investidor estrangeiro e o investidor local vem da importância do setor de *real estate* em seus índices de referência de desempenho. Enquanto muitos investidores locais tem como índice de referência o Ibovespa, os estrangeiros costumam se basear no MSCI. No índice Ibovespa as incorporadoras tem uma participação de 9.0%. Já no índice *MSCI Emerging Markets Latin America*, o peso das incorporadoras é de apenas 1.3%. De maneira simplificada, essa diferença existe porque o Ibovespa é baseado em liquidez das ações enquanto o MSCI se baseia em tamanho da capitalização de mercado (e de *free float*) de cada uma das empresas. Portanto, enquanto para o investidor local o setor de *real estate*, em especial o segmento das empresas de incorporação e construção, o posicionamento



correto em relação ao setor pode ser chave para definir seu desempenho contra o índice de referência em um determinado período, isso acontece num grau de magnitude muito menor para o investidor estrangeiro.

O segmento de incorporação e construção residencial figura entre os de pior desempenho do mercado de ações brasileiro nos últimos dezoito meses. Essa situação é resultado de i) uma deterioração significativa de margens operacionais ao longo dos últimos anos principalmente devido a problemas de execução de obras; ii) uma frustração em relação à expectativas de geração de fluxo de caixa operacional positivo esperada desde o final de 2011; e, principalmente, iii) incerteza por parte dos investidores em relação a quando esse quadro pode mudar.

Quando a maioria das empresas de incorporação e construção se tornou públicas (principalmente em 2007), o setor era visto como um dos de maior potencial de crescimento no Brasil. Isso se baseava principalmente no grande potencial da demanda reprimida ao longo de mais de vinte anos que a partir de então começaria a ser atendida com o aumento do volume de crédito imobiliário concedido pelos bancos. Realmente essa premissa estava correta e o volume de lançamentos das empresas cresceu de algo perto de R\$2 bilhões em 2004 para quase R\$40 bilhões em 2011.

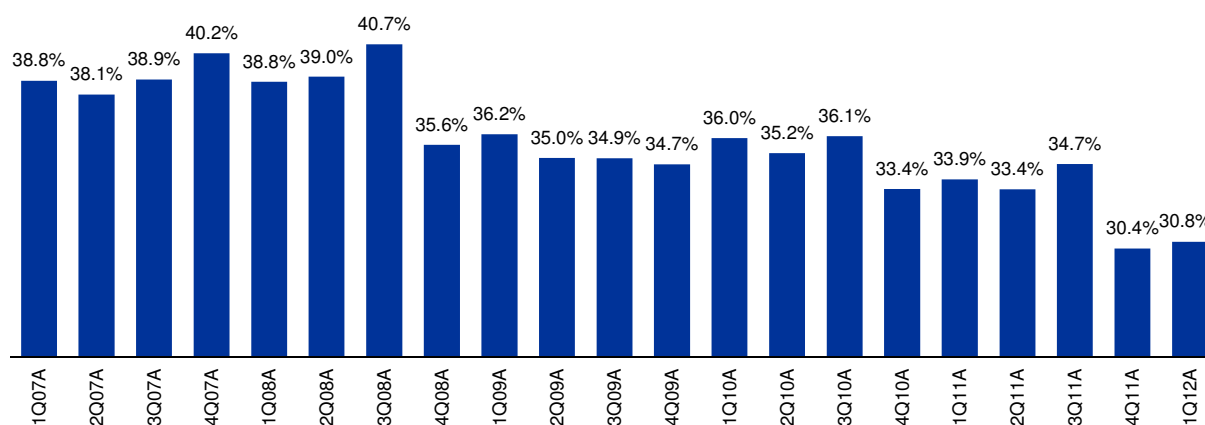
De maneira simplificada, o que não estava claro na época é que as dificuldades de execução (em termos de prazo, qualidade e aderência aos orçamentos inicialmente feitos) de um volume de obras crescendo nessa magnitude, num setor em que as economias de escala são limitadas (e talvez até negativas a partir de determinado tamanho), resultariam em resultados muito abaixo do que se esperava na época. Em



busca de crescimento de lançamentos, muitas empresas buscaram novos mercados (via novas regiões de atuação ou novos segmento de renda, principalmente o de baixa-renda), não raro via parceiras, sem necessariamente ter uma estrutura adequada para suportar esse crescimento de lançamentos e vendas com a rentabilidade inicialmente esperada.

Dessa maneira, a partir de então, um movimento consistente de deterioração de margem bruta ocorreu nas maiores empresas do setor. No entanto, nesse momento formaram-se dois grupos muito distintos: o das empresas que cresceram além do que era desejável e o das que cresceram em patamares mais sustentáveis, não diversificaram tanto a sua atuação e por consequência tiveram uma deterioração de rentabilidade muito menor, ou até nula em alguns casos.

Evolução da Margem Bruta Ajustada* das Empresas Listadas de Incorporação e Construção Residencial



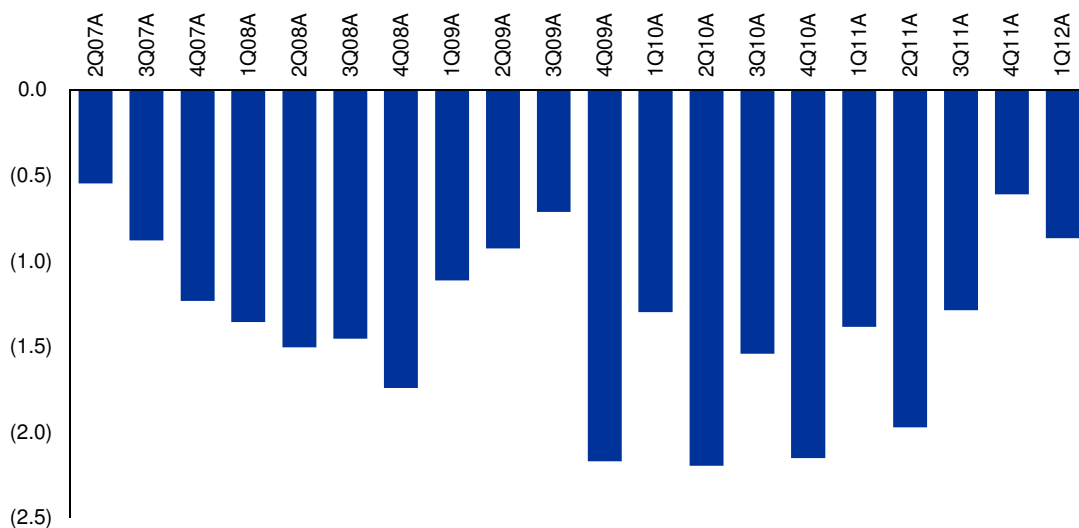
Fonte: Relatório das Empresas e Itaú BBA. * A margem bruta ajustada exclui despesas financeiras relativas a financiamentos a construção de projetos que são incluídas no custo do produto vendido (CMV) para refletir melhor a margem puramente operacional de venda de imóveis.

Tão importante quanto o movimento de deterioração de margens, as maiores empresas de incorporação e construção também frustraram expectativas de geração de



fluxo de caixa positivo. As dificuldades de execução da obra não só afetaram somente as margens operacionais como também o ciclo do produto se provou mais longo do que o inicialmente esperado. Como o ciclo de recebimento no negócio de incorporação residencial é muito concentrado após a entrega das chaves do imóvel (principalmente no segmento de média e alta renda), com uma desaceleração no ritmo de crescimento de lançamentos é razoável esperar que o fluxo de caixa seja positivo em determinado momento. Devido a atrasos de obra em alguns casos e dificuldade no processo de repasse de financiamento para os bancos em outros, o ponto de inflexão de geração de caixa que era esperado para o final de 2011 foi adiado para o final de 2012. Também nesse ponto foram as empresas com maior volume de lançamentos e atuação mais diversificada que desapontaram mais do que as empresas menores e com execução mais controlada.

Evolução do Fluxo de Caixa Livre* Agregado das Empresas de Incorporação e Construção (em R\$ Bilhões)



Fonte: Relatório das Empresas e Itaú BBA. * Fluxo de caixa livre calculado como fluxo de caixa operacional descontado o resultado financeiro. Esse indicador não contempla aumento ou redução de dívidas, pagamentos de dividendos e capitalizações realizadas.



Nesse ponto vale ressaltar outra diferença relevante entre investidores estrangeiros e locais. Dado que não raro os investidores estrangeiros administram um volume de recursos mais elevado, esse grupo muitas vezes costuma exigir um volume de liquidez das ações mais alto para poder posicionar-se em determinada empresa. Como em geral as empresas que conseguiram manter rentabilidade nos últimos anos foram as que têm liquidez mais baixa (em alguns casos por ter um acionista controlador que concentra grande parte das ações e não as negocia no mercado), a troca de ações de empresas mais líquidas pela de menos liquidez é um movimento de implementação mais difícil para os investidores estrangeiros do que para os locais. Aliado ao fato comentado acima que as empresas de incorporação também não têm um peso tão relevante nos índices de referência usados pelos investidores estrangeiros, muitos deles simplesmente reduziram exposição no setor como um todo em favor de outras opções em outros setores além do de incorporação e construção.

Olhando para frente, existem motivos para acreditar em uma potencial melhora de retornos para os acionistas (usando a medida de retorno sobre o patrimônio líquido) na inflexão da curva de queima de caixa. Enquanto os re-orçamentos de custos que afetaram de maneira relevante o setor, segundo a maioria das empresas, vem principalmente da safra de lançamentos de 2007 e 2008, os projetos lançados e vendidos após 2010 tem expectativa de margens mais saudáveis. Entre os motivos, vale a pena destacar que a partir de 2010: i) os projetos foram vendidos a preços substancialmente mais altos e estão sendo construídos por plataformas de construção muito mais robustas, com um maior nível de controle e orçamentos mais precisos depois dos problemas enfrentados em safras anteriores; ii) o crescimento de VGV (valor geral de vendas) dos lançamentos cresceu mais de aumento de preços por



metro quadrado (segundo a tendência de aumento de preços de imóveis residenciais a partir de 2010) e menos do aumento do número de metros quadrados em si, o que também tende a estabilizar a execução de obras. Caso essa expectativa se materialize, conforme os projetos das safras mais antigas dão lugar aos mais novos rentáveis pode-se esperar uma expansão de margens operacionais consolidadas das empresas.

O grande problema é que a visibilidade quanto à magnitude e ao tempo para essas expectativas se materializarem ainda são muito baixas. Além disso, essa melhora possivelmente será muito gradual, dado o longo ciclo dos projetos desenvolvidos pelas empresas (entre lançamento e entrega pelo menos de dois a três anos). A contabilidade complexa do setor, que se baseia no método de *percentage of completion* (ou seja, de reconhecimento das receitas e custos do projeto dependendo da sua curva de vendas e construção) e falta de visibilidade dos resultados por safra de lançamento contribuem de maneira negativa para os investidores que queiram antecipar esse movimento. Além disso, gera mais incerteza o fato de que a administração de algumas empresas tomou um tempo relativamente longo para reconhecer os problemas de custos das obras passadas em seus demonstrativos financeiros, processo esse foi feito principalmente ao longo de 2011 e do primeiro semestre de 2012 como reflexo da revisão de custos projetos lançados há três ou mais anos atrás. Até então, muitos investidores se sentem mais confortáveis esperando para ter mais visibilidade em relação a retornos e geração de caixa futura antes de aumentar exposição ao setor de maneira significativa ao setor de incorporação e construção brasileiro.
