



ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE CONSTRUÇÃO CIVIL
GRUPO DE ENSINO E PESQUISA EM REAL ESTATE

NÚCLEO DE REAL ESTATE
REAL ESTATE RESEARCH GROUP

Texto para Coluna do NRE-POLI
da Revista Construção e Mercado – Pini – Novembro 2007

**LANDBANK DAS EMPRESAS DE
REAL ESTATE LISTADAS NA BOVESPA**
Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

Os segmentos de mercado na economia, em determinados ciclos, motivados por razões do momento, válidas ou artificiais, podem criar vícios, que se disseminam, podendo até se transformar em falsas verdades, cuja origem se perde na história.

Na era atual, marcada pelos IPOs das empresas de real estate focadas em empreendimentos residenciais, algumas verdades foram propostas pelos estruturadores, num certo momento histórico, e vem sendo copiadas, da mesma maneira que os prospectos pasteurizados, sem que sejam criticadas. É possível sustentar algumas dessas verdades, porque servem para fazer do setor um segmento mais preparado para i. planejar suas ações de mercado, ii. validar seus investimentos, por meio da leitura mais cuidadosa das suas qualidades e riscos, iii. e implementar sistemas de gestão da produção e dos empreendimentos sob rotinas mais avançadas e dotadas de meios mais eficazes de controle de desempenho e qualidade e de mitigação de riscos. Outras, todavia, utilizadas como alavancas na valuation, parecem criadas com o objetivo de precificar para cima as posições acionárias dos controladores que abriram o capital das suas empresas, inflacionando determinadas contas das projeções



de resultado, para alcançar os múltiplos desejados. Precificação por múltiplos significa utilizar parâmetro de benchmarking como se fosse indicador de qualidade, o que é uma distorção, que, para certos players do mercado de capitais não convém desvendar. Exemplificando por meio de parâmetros mais conhecidos do setor, precificar por múltiplos é equivalente a orçar custos de produção através de parâmetro relacionado com m² de área privativa, sem validar cuidadosamente a representatividade da amostra utilizada, misturando empreendimentos com áreas privativas equivalentes (dimensão e acabamentos), mas em terrenos com diferentes taxas de ocupação. Extrair essa medida para comparar com preços de venda praticados no mercado, ou para medir margem, é útil para fazer benchmarking. Mas, medida correta não é necessariamente indicador adequado para hierarquizar ou precificar.

Nessa linha, divulgar o landbank pelo seu potencial de geração de receita (VGV) e utilizar esse potencial para precificação é medida, que pode tanto representar valor para a empresa e para o acionista, como traduzir riscos, cujo impacto deveria ser explorado e precificado. VGV de landbank é medida, mas não é indicador de qualidade.

1. A estruturação do landbank O estoque de terrenos para desenvolvimento de empreendimentos imobiliários (landbank) pode ser formado:

- i. imobilizando capital de giro,
ou, nas operações mais agressivas, ser ativado por meio de parcerias com os proprietários, sem imobilização de recursos de investimento, sendo aí gravado
 - ii. por permutas contra área a ser construída no local ou
-



iii. por permutas contra parte da receita de vendas a ser produzida.

Há toda sorte de combinações entre estes três vetores. Adiante discuto as situações fronteira.

A primeira evidência a destacar é que a referência de atratividade para investir em empresas é a sua capacidade de gerar resultado e de entregar retorno para os acionistas, por meio de dividendos ou da valorização das suas ações. Empresas não valem mais que outras por serem capazes de gerar mais receita, mas pela sua eficácia na geração de resultado e eficiência sistêmica de, adiante, reproduzir ou fazer crescer os resultados gerados. Landbank e seu VGV potencial dão uma face da medida da geração de resultado, mas este depende dos contrapontos de: i. custos de produção e vendas, ii. condição de inserção no mercado do produto potencial estocado no landbank, seja quanto à intensidade de demanda que regula a velocidade de vendas, como à adequação dos preços contra a capacidade de pagar do mercado alvo, iii. custos associados à estrutura de funding, iv. e outras variáveis associadas aos sistemas de gerenciamento da empresa e ao cenário produzido para o andamento da economia e dos preços competitivos adiante.

A segunda evidência, é que a construção de um landbank com posições muito concentradas, seja regionalmente, seja na dimensão específica dos empreendimentos que dele resultarão, pode redundar num potencial de oferta desequilibrado com a intensidade da demanda. Tome-se aqui o exemplo dos estoques paralisados das fases sucessivas de loteamentos de luxo para lazer oferecidos para o mercado de São Paulo, cujo esgotamento da demanda é notória. Esses estoques, que poderão estar precificados ao valor de m² de lote, em verdade permanecerão por longo tempo com



valor de referência de alqueire, mesmo que isso seja frustrante para os empreendedores que os detém.

2. O landbank formado com recursos de investimento. Recursos de capital de giro transformados em estoques de terra para empreender esterilizam capacidade de investimento, enquanto não se transformam em produtos para venda. As taxas de retorno dos empreendimentos, tomadas pela atratividade percebida no mercado, e as projeções de resultado, que sustentam as precificações das ações, levam em consideração prazos de maturação, que envolvem os procedimentos de montagem dos empreendimentos até que estejam prontos para a comercialização, praticada de forma agressiva no mercado brasileiro, sempre antes da implantação. Num terreno do landbank que, pela escala da oferta, tenha que se desenvolver em fases, parte dos recursos imobilizados no terreno estará congelada por um ciclo mais longo do que o prazo de maturação. Nesse ciclo de congelamento, só se valida a imobilização se o cenário de decisão indicar que é possível estimar a valorização do estoque a taxas compatíveis com a taxa de retorno esperada do investimento no empreendimento. Essa não é a hipótese mais provável, tendo em vista que, em mercados equilibrados, investimento em terrenos é de risco menor do que empreender, de sorte que os preços de mercado dos terrenos tendem a crescer num gradiente inferior ao das taxas de atratividade percebidas. Os preços de terrenos só tenderão a crescer acima das taxas de atratividade do investimento nos empreendimentos em cenários de escassez, ou em ciclos virtuosos da economia, nos quais os preços de residências crescem acima dos custos de produção, induzidos por desequilíbrios de demanda, sempre que exista poder de compra no mercado para comprar a preços crescentes. Crescimento acentuado de demanda, associado com



crescimento de preços, pode também ocorrer tendo como fundamento a ampliação da oferta de crédito, como se verificou no ciclo da recente bolha do mercado residencial americano, cujo impacto da reversão é o destaque deste momento da economia mundial.

Ou seja, fazer landbank com capital de giro só se recomenda quando a decisão estiver apoiada num cenário esperado de preços de imóveis crescendo acima dos custos, combinado com escassez de terrenos e com demanda de residências compatível com o potencial de oferta abarcado pelo landbank.

Se os preços de terrenos subirem numa velocidade equivalente à taxa de atratividade de referência da empresa, o landbank denso é um fator positivo, ainda que não seja um indicador de qualidade para se comparar empresas ou para precificar ações. No sentido inverso, se os preços dos terrenos se mantiverem estabilizados ou em regime moderado de crescimento, a tendência é que essa imobilização se traduza em resultados modestos para a empresa.

Se o landbank compreender empreendimentos, cuja escala possa se inserir no mercado adiante de modo competitivo (preços e volume da oferta), o landbank não representa riscos, mas se o mercado competitivo for agressivo, de modo a ser necessário manter os terrenos em estoque por prazo muito largo, para esperar um ciclo virtuoso de mercado, o landbank representará um expressivo ônus para a empresa.

3. O landbank formado com contratos de parceria pura Esse modelo compreende contratar com o proprietário do terreno uma sociedade, para este de risco limitado à queda de preços do mercado e à velocidade de comercialização lenta,



pelo desajuste entre os atributos e preços do produto oferecido e o perfil da demanda. Em geral, contratos de parceria pura correspondem a permutas por área construída ou por fração da receita. Poucos são os contratos de parceria no resultado. Contratos de permuta gravam o fluxo da receita, pelos recebíveis ou pelo estoque de unidades à venda, com um custo de terreno de proporções fixas.

O proprietário do terreno toma riscos de variação de preços das residências no mercado, cuja tendência mais conservadora é de manutenção de um certo patamar, com pequena possibilidade de queda. Nesse sentido, a história de comportamento do mercado brasileiro não registra quedas de preços em ciclos longos e mesmo os mercados das economias evoluídas registram quedas de preços de imóveis residenciais somente como rescaldo de bolhas especulativas, mas, numa tendência de médio e longo prazo, registram alta de preços.

A empresa parceira toma os mesmos riscos de mercado, mas a permuta deixa a empresa com todos os riscos de custos de produção, mais o que representa o peso fixo do terreno no preço de venda. A eventual compressão das margens do mercado competitivo, menos preço e mais custo, tende a provocar, pelo menos, uma estabilização de preços dos terrenos disponíveis para venda, o que faz o custo relativo do terreno do landbank constituído por meio de permutas estar acima do patamar de mercado, fazendo com que a empresa tenha ainda menos margem do que a percebida no mercado competitivo.

Inversamente, um landbank constituído com grandes terrenos tomados em permuta representa a oportunidade de organizar a ação de mercado da empresa por um ciclo longo, o que pode oferecer ganhos de produtividade e eficiência sistêmica nas



contratações de suprimentos, nos sistemas de produção e gerenciamento e nos custos de comercialização. Esse landbank trará reflexos positivos também nas situações de alargamento das margens do mercado, pela fixação do impacto do preço do terreno.

Os riscos apresentados pelo landbank assim constituído são menores dos que os formados com investimento nos terrenos.

4. Precificação de Ações de Empreendedoras Reflexos positivos ou negativos da manutenção de um landbank só serão verificado quando os terrenos estiverem sob exploração e os empreendimentos competindo para venda das unidades e as obras em produção. Sua formação deve seguir uma visão de cenário adiante e suas fronteiras estressadas, relativamente ao comportamento das margens, para ser possível medir, por simulação, a qualidade e os riscos de cada operação internada no landbank. As técnicas mais modernas de análise de investimentos trabalham com modelos que fazem amostras de laboratório para extrair essas medidas.

O que não parece adequado é precificar as ações das empresas desenhando uma expectativa de resultado adiante, usando margens de Ebitda atuais e as perpetuando sobre o VGV virtual estocado nos landbank. A busca ansiosa de múltiplos para simplificar e inflacionar a valuation de empresas pode, por via indireta, acabar criando uma daquelas verdades que só levam riscos ao processo decisório nas empresas.
