



Texto para Coluna do NRE-POLI
na Revista Construção e Mercado – Pini – Novembro 2008

**INVESTIMENTO EM AÇÕES DAS EMPRESAS DE
REAL ESTATE LISTADAS NA BOVESPA**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

Preâmbulo. Este artigo se encaixa no cenário de um ciclo crítico da economia e do setor (final de agosto até 14 de outubro), período marcado pela soma dos medos, que, de positivo, serve para incitar à reflexão sobre os exageros de comportamento de agentes de mercado no anticiclo, o de exploração da soma das fantasias. Os IPOs do setor foram pautados por valores muito além do razoável, como insistimos em alertar em artigos nesta mesma revista, em palestras e em mais de uma das cartas trimestrais do Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da USP. Depois da queda do último trimestre de 2007, de janeiro até maio de 2008 o índice IRE (índice de preços das ações das empresas de real estate publicado pelo NRE-POLI) recuperou-se em parte e daí vem em queda acentuada até a segunda semana de outubro. O NRE mede a variação absoluta do IRE e os seus movimentos descontando o andamento do IBovespa, estes para auxiliar a leitura do componente do comportamento das ações do setor função dos seus próprios atributos. O IRE descontado o IBovespa está em queda. Ou seja, as ações do setor caem mais do que o mercado, o que poderia significar um paradoxo, tendo em vista que o setor, por se concentrar em produtos de investimento conservador e não trabalhar com margens especulativas, deveria ser lido pelos investidores como mais protegido ao desequilíbrio

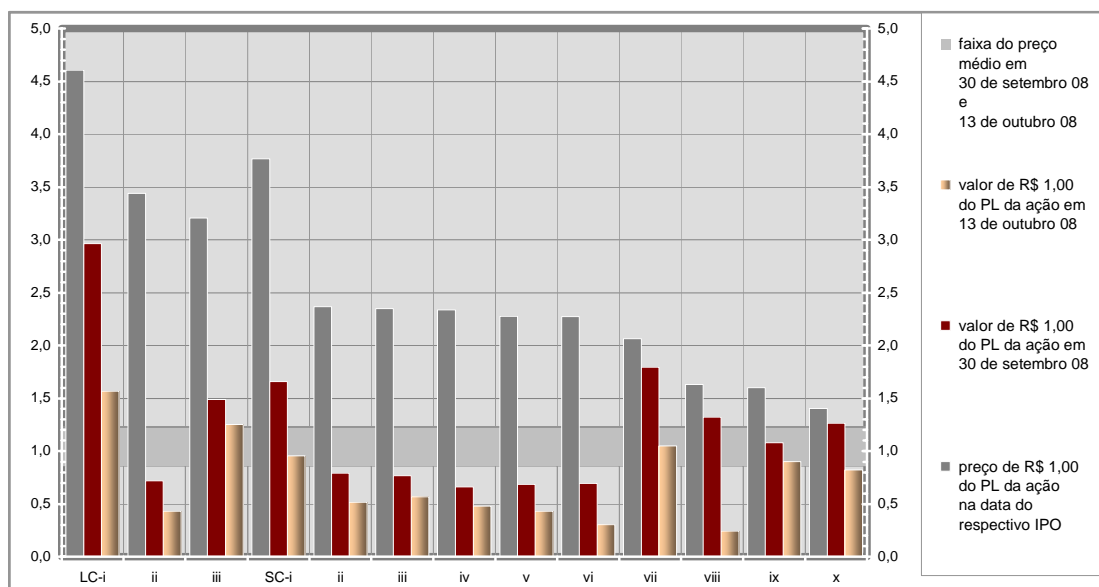


verificado na economia mundial. Um analista tenderia a considerar que o IRE, descontado o IBovespa, deveria crescer e não cair, mas não é o que se verifica. A razão pode vir dois vetores: i. os preços dos IPOs só teriam sustentabilidade se os mercados apresentassem crescimento exuberante e consistente por um ciclo longo, o que manteria uma expectativa de ganhos futuros numa curva crescente, possível desde que as empresas aumentassem sua alavancagem e ii. a leitura da qualidade das empresas tem sido feita por meios impróprios, precificando-se as ações pela sua capacidade virtual de produção, com a utilização de indicadores inadequados, e não pela sua capacidade explícita de fazer resultado, que é o que interessa ao acionista. As empresas vêm declarando uma meta operacional mais modesta do que a prometida nos prospectos, por incapacidade de conduzir um sistema de desenvolvimento de negócios na escala declarada e por não encontrar credibilidade e crédito para alavancar seus negócios. Diante desse quadro, analistas mudam o viés de avaliação das empresas, passando a julgar por meio de outros parâmetros, para justificar a baixa aguda nos “preços alvo” divulgados, num circuito inconsistente, que acentua o descrédito, ora generalizado contra o setor, mas que, de resto, era o resultado esperado da reversão da exuberância irracional que orientou a imposição dos preços nos IPOs.

Em final de agosto o jornal Valor dizia: “Choque de realidade nas ações das construtoras (otimismo exagerado)”, falando das quedas espetaculares de preços das ações desde os IPOs, mostrando que a perda de valor do conjunto de 21 empresas, do final de 2007 até aquela data, superava em muito o valor captado nas emissões, sugerindo que tudo o que foi investido nessas empresas valeria zero ao final de agosto (mais de R\$ 12 bilhões).



Em gráfico vemos o comportamento de preços de um conjunto selecionado de ações de empresas de real estate, as 3 LC que estão no IBovespa e outras 10 SC. A média dos preços de cada R\$ 1,00 do patrimônio líquido da empresas estava cotado em 30 de setembro um pouco acima de R\$ 1,00, em 10 de outubro, no auge da crise, a R\$ 0,73 e em 13 de outubro, no rescaldo da semana crítica anterior, a R\$ 0,82. Isso representa uma penalização no pólo oposto da exuberância dos preços dos IPOs, porque a maior contrapartida do PL de empresas de real estate está em ativos reais (os empreendimentos, ou os imóveis), cujos preços têm se mantido estáveis ou até crescentes nesse período.



A escala. A condução do planejamento estratégico e das questões operacionais das empresas aparenta ainda se sustentar em estruturas frágeis para as necessidades da escala nunca antes vivida por elas. Entretanto, esse novo quadro ainda não pode ser percebido por inteiro, tendo em vista os prazos em que as diferentes ações ocorrem nos negócios do real estate, mais longos do que o intervalo



decorrido desde os IPOs das companhias. O investimento nas ações das companhias de real estate é de longo prazo, porque o ciclo de maturação dos negócios é longo (3 a 4 anos). A esse prazo se deve somar o ciclo de busca e contratação dos novos negócios para aplicar os recursos internados, o período de implantação da nova estrutura de gestão e dos sistemas de gerenciamento, com o natural impacto dos ajustes, para só então vislumbrar uma operação em regime. O cenário utilizado nas precificações dos IPOs foi o de admitir um comportamento em regime, ou crescente, com desempenho crescente, sem adotar a segurança de marcar o prazo longo de ajuste e amadurecimento até o novo regime.

A conjuntura. A conjuntura já vem recomendando prudência às empresas desde o segundo semestre de 2007. Era de se esperar por um ciclo recessivo, iniciando em 2008, repercutindo em empregos e salários, o que reduz a demanda por residências. Era de se esperar que a competição nos diferentes segmentos de mercado, se levada aos extremos da capacidade de investimento das empresas, via os IPOs e os *guidance* exóticos traçados para os lançamentos, provocaria a formação de estoques, que é o maior sorvedor de lucros nos negócios imobiliários.

Quando algumas empresas, já tarde, mas sabiamente, anunciaram que baixariam as metas de lançamentos, a reação dos investidores deveria ter sido positiva. É correto mitigar os riscos da formação de estoques e da falta de crédito para produção, além de mitigar o risco de produzir para ter prejuízo, tendo em vista que não está claro qual é extensão do ciclo recessivo, nem quando voltará o sistema a operar com custo adequado dos financiamentos. Admitindo-se que os governos das economias evoluídas, preocupados com a recessão, instrumentem planos e medidas cujo reflexo seja desconstrair o crédito, incentivando a produção e a geração de empregos e renda, a



recessão será menos acentuada e o setor poderá produzir olhando para o seu horizonte de 3 a 4 anos de complementação dos empreendimentos, quando a economia já deverá apresentar um estado mais equilibrado.

Mas os analistas reagiram furiosamente contra as empresas do setor. O mesmo roteiro usado para superavaliar serve para subavaliar. O tema do *dark side of valuation* volta à discussão com sentido invertido. São fartos os exemplos para demonstrar o engodo em que mergulharam empresários com histórias de sucesso, que passaram a usar a *novilíngua* do setor, abraçando as premissas que apaixonaram o setor nos últimos dois anos. Nesse período, princípios de planejamento consolidados foram abandonados, em troca das novidades que só serviram para os propósitos de agentes na colocação das ações no mercado. Aparentemente, agora se percebe que estas novidades não podem servir de princípios de planejamento estratégico e de gestão. Os empresários mais argutos saem à busca de conhecimento adequado de planejamento estratégico, sistemas e procedimentos de gestão, para produzir na escala em que se encontram, porque a eles, e não aos analistas, cabe alcançar desempenho para colocar valor nas suas empresas e nas suas ações. Para os investidores com carteiras aplicadas a preços irrealistas para o que as empresas são capazes de fazer, resta realizar prejuízo, ou manter os títulos por alguns anos, porque o crescimento orgânico daquelas empresas que são gerenciadas sob fundamentos sólidos, as fará, adiante, fortes o suficiente para valerem preços mais coerentes, quem sabe os dos lançamentos.

Falemos de alguns termos da *novilíngua* e do seu uso.

Landbank e VGV No IPO, para fazer as empresas maiores do que eram e ai valorizar as ações acima do razoável, a âncora foi ler a sua qualidade pelo landbank e o



conseqüente VGV internado. Esse modelo de alavancagem de escala permitiu que, pela média, empresas acordassem da data da liquidação das subscrições oito vezes maiores do que no dia anterior, quando lidas pela sua capacidade de investimento.

Tomando financiamentos vinculados à liquidação da colocação das ações e aplicando os recursos em terrenos, com quanto mais de permuta melhor, porque aqui aparece um efeito multiplicador, faz-se um portfolio de terrenos (o landbank), que deverá se transformar num portfolio de empreendimentos. Aumentando o landbank com a utilização das captações nos IPOs e fazendo a leitura do portfolio de empreendimentos pelo seu potencial de geração de receita (número de unidades multiplicado pelo preço de venda médio esperado) mostra-se o VGV (volume de vendas) internado. Fazendo uma leitura paramétrica de quanto Ebitda gera cada Real de VGV, histórico da empresa ou por arbitragem de protótipos de mercado, transforma-se VGV em resultado operacional. Fazendo outra leitura paramétrica ou arbitrando uma margem de resultado líquido, saímos do Ebitda para o resultado disponível para o acionista. Deflacionando um fluxo de resultados futuros assim calculados, a uma taxa de atratividade conveniente, se calcula um valor de ação. Nada de discutir procedimento técnico, lógica ou riscos, porque não convém.

Esse procedimento não se defende de críticas elementares. VGV não é receita, mas somente potencial de vendas. A receita só acontece se houver mercado para o produto. Da compra do terreno até o lançamento do empreendimento a mercado decorre pelo menos um ano, isso sem tratar dos terrenos que foram internados nos landbank para fazer metas para o futuro. Quando o empreendimento encontra seu mercado competitivo, o produto é aquele da compra do terreno no afogadilho do ciclo do IPO? O empreendimento, cujo VGV fez parte da valuation da empresa, pode



não caber no mercado como produto ou como volume de oferta. Isso vem ocorrendo com a maioria das empresas.

Alguns analistas deram como referencial de qualidade de empresas a existência de um landbank para cumprir metas de vários anos. Aparentemente, ora se percebe que isso tende a ser um ônus, tendo em vista que o terreno passivo no portfolio da empresa, além de produzir custos de manutenção e propriedade, pode girar à taxa de retorno zero, e, em algumas situações, sem se valorizar nem ao menos para cobrir a inflação no ciclo de esterilização.

Para o investidor na ação o que interessa é resultado. Receita potencial não interessa, porque nada garante que vai ocorrer e que cada unidade de receita, se ocorrer, levará consigo uma unidade homogênea de resultado. Certamente, VGV não significa nada, porque é potencial, ou até ônus. Empreendimentos lançados, cujos estoques não escoam por falta de demanda, provocam ônus ainda maior. Os investidores, quando precificam as ações de uma montadora de automóveis cada vez mais para baixo, lêem a capacidade de produção do seu parque industrial (VGV), ou os resultados apresentados? Se uma montadora alegar que tem aço comprado e estocado (steelbank) para produzir automóveis pelos próximos 5 anos, a sua ação sobe ou cai?

Ebitda por margem paramétrica. Para superavaliar, se usou margem Ebitda (resultado operacional/vendas) estável ou crescente na maioria dos casos. Para subavaliar, agora se usa a margem Ebitda muito menor, que vem ocorrendo pelos ajustes de escala, e estável. O setor do real estate e o mercado de capitais têm amor indisfarçável por múltiplos. Indicador desse tipo é conveniente para benchmark, mas totalmente inadequado para planejamento e se torna um perigo quando usado em valuation. Numa aplicação seqüencial de múltiplos e parâmetros, se vai do VGV ao



valor da ação. Para alguns analistas, o multiplicador do Ebitda se traduz num fundamento de valuation. Essa conta em regra de três é perversa, porque catapulta preços ou os reduz, à conveniência do que precisa ser provado, ou criado.

No ciclo dos IPO, o cenário de mercado era de expectativas de demanda crescente. Essa demanda poderia ser suportada por uma oferta agressiva, com muitas empresas capitalizadas, crédito imobiliário para produção em grande monta e crédito para aquisição com juros para baixo e prazos para cima. Essa conjunção faz do País um canteiro de obras. Se ainda se considerar o mercado não atendido de renda média baixa e o PAC, mais expansão de produção pela frente. Para precificar, margem Ebitda para cima, ou seja, mais lucro embarcado nos preços.

Entretanto, sob estas premissas e considerada a nova escala, as exigências de controle e o maior conservadorismo das decisões de empreender, a tendência é de que a margem Ebitda seja para baixo, nem homogênea, nem muito menos crescente. Há mais outro fator de compressão da margem, tendo em vista que a demanda de insumos faz os custos de construção crescerem acima dos índices de custo de vida, que, de alguma forma, balizam o crescimento das rendas e dos preços.

Equações de Fundos.

O viés de fazer a leitura da qualidade de empresa pelo seu VGV internado carrega a imperfeição de admitir que ela sempre terá acesso a recursos para produzir os empreendimentos a custos adequados. A questão financeira é privilegiada relativamente à econômica - não se faz resultado sem completar a produção. Sem contar com o investimento no terreno, nos produtos para classe média, ~20% do funding se faz com a receita de vendas durante o ciclo de produção, ~60% com financiamento à produção e os ~20% com investimento. Não se faz empresa de real estate investindo somente no terreno e financiando todo o



restante dos recursos exigidos para produzir, seja com crédito ou vendas. Forçadas pela competitividade agressiva, as empresas terão um fluxo de vendas mais lento, ou menos receitas durante a produção, por facilitar o pagamento do preço, o que recrudescer a necessidade de investimentos para equacionar o funding. Empresas capitalizadas via IPO que internaram recursos em terrenos para longo prazo têm capital de giro insuficiente para completar o funding dos negócios. Taxa de juros alta para financiar capital de giro consome margem de resultado acima do previsto, margem que já foi pressionada pelos custos que crescem acima dos preços.

A decisão de tomar menos recursos a juros caros e produzir menos é adequada, tendo em vista o estreitamento agressivo das margens, mas violenta o *guidance* de VGV (meta de lançamentos) do IPO e estica o horizonte no qual o investidor pode perceber sua ação voltando ao patamar do valor investido.

A empresa, diante desse cenário, poderia comprimir mais ainda suas margens, para aumentar o volume de resultado. Sobem riscos, além do que podem recomendar princípios de planejamento estratégico e de governança adequados a uma companhia de capital aberto.

Há outras questões emergentes, como os negócios montados em parcerias, cuja divisão desproporcional de resultados e riscos em detrimento das grandes companhias tende a provocar perdas imprevistas adiante. A gestão à distância, para aqueles que se espalharam pelo Brasil, também é uma questão de riscos, cuja repercussão é na margem Ebitda. Há muito sobre o que refletir para conduzir o setor para fora desta enrascada, mas o primeiro passo é voltar aos princípios de planejamento que enxergam o setor pela sua lógica particular, não por aproximação dos setores de produção seriada.
