

IPOs of Real Estate Brazilian Companies: the Matter of Valuation

IPOs das Empresas Brasileiras de Real Estate: a Questão da Valuation

João da Rocha Lima Jr.

Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da USP - Professor Titular
Cidade Universitária – São Paulo – SP – Brasil – rocha.lima@poli.usp.br
Julho de 2007

Palavras Chave: IPO, real estate, valuation.

ABSTRACT

Companies or stocks valuation must follow routine that measures value under behavior scenario, supported by adequate data, verified from the company operations in the past and the projected performance for the future. This measured value has to be criticized, analyzing the effect of behavior disturbances in stressed scenarios. The Brazilian capital market has been experimented an expressive number of IPOs of real estate local corporations, with core business in residential developments to sale. The offering memos of these IPO's have no information about the valuation parameters although the offering stock prices include expressive value premiums against its book value. What is known is that the offerings use parameters to multiply the EBITDA and than pricing the stock. These parameters are found in the market, as the prevalent, the average, or the speculated as feasible to sell the stocks. One investor, that has a conservative attitude, has to analyze himself the investment quality, design scenarios and measure, at least, the expected IRR, the expected stock value along the investment cycle, and the investment risks. This article shows indexes and market biases and, using an actual IPO offer, produces and criticizes the most relevant indicators, to show the quality and risks of the proposed investment. The objective is illustrate routines for analyze and offer market data for critics.

RESUMO

Valuation de empresa segue rotina de medida de valor diante de cenário de comportamento fundamentado e de análise de distorções do valor medido, impondo perturbações de comportamento em cenários estressados. O mercado brasileiro tem experimentado um número expressivo de ofertas de ações de empresas de real estate focadas em empreendimentos residenciais para venda, sem nenhuma indicação dos parâmetros utilizados para valuation, todas elas com grandes prêmios relativamente ao valor patrimonial verificado. O que se conhece no mercado é que as ofertas têm-se fundamentado em multiplicadores do EBITDA verificado em ciclo amostral muito curto, parâmetros estes buscados no mercado por prevalência, média, ou mera especulação cruzada. O investidor conservador, para aplicar seus recursos, terá que fazer sua análise da qualidade do investimento, encontrando a taxa de retorno esperada no valor da oferta, o valor de sustentação da ação no longo prazo e os parâmetros de risco do investimento, avaliando a distorção daqueles indicadores sob perturbações de comportamento. O especulador poderá fazer uma leitura mais simples, fazendo benchmarking pela mesma via dos multiplicadores. Este artigo mostra índices e vieses de mercado e, usando uma oferta ocorrida, faz

alguns dos tópicos mais relevantes da análise da qualidade do investimento, para ilustrar rotinas e para oferecer dados para crítica.

1. INTRODUÇÃO

A questão da valuation de empresas para ofertas públicas de ações (iniciais-IPO ou, genericamente, para venda de ações, com ou sem aumento de capital-OPA) e para ofertas privadas (compras de empresas ou mesmo ofertas hostis) tem sido tratada por diversos autores, com acento no seu enfoque metodológico. Nesse sentido, evidenciam-se as publicações de Damodaran A., especialmente o livro *Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (1994), ou ainda *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (2002) de Copeland T. e outros autores.

Damodaran publica ainda um livro de título instigante, *The Dark Side of Valuation* (2001), tratando de princípios para analisar valor de empresas cujo ativo de maior expressão é a sua capacidade de gerar riqueza para o acionista, “bem” intangível, expondo conceitos que se aplicam às empresas de real estate, em particular ao grupo das empreendedoras imobiliárias residenciais, às quais restrinjo o âmbito deste artigo.

No mercado brasileiro, de setembro 2005 até abril de 2007, treze empresas do setor, focadas em empreendimentos residenciais, essencialmente na cidade de São Paulo, fizeram 15 diferentes ofertas de ações, 10 em IPOs, levantando R\$ 8,3 bilhões para seu caixa operacional e R\$ 2,9 bilhões para aumentar a riqueza de seus controladores, em ofertas secundárias, casadas com as primárias. Ocorreram outras OPAs de empresas de serviço e patrimoniais de empreendimentos de base imobiliária, que estão fora do foco deste artigo.

Nenhum prospecto de oferta expõe com transparência o procedimento de valuation das ações, muito menos discute a qualidade do investimento, quando aplicado aos valores ofertados. Algumas ações entraram no mercado e sustentaram os preços da colocação, não se sabe a que custo, derivado de contratos de estabilização de preços, outras ganharam valor e outras perderam. Aparentemente, fora os procedimentos de estabilização, a flutuação dos preços vem ocorrendo ao sabor do acaso, ou de viés especulativo.

Os prospectos de oferta, como mandam as instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no Brasil, compreendem um conjunto de informações sobre o passado das empresas e um compreensivo capítulo descrevendo os riscos do investimento nas ações. Entretanto, como se sabe, o comportamento passado pode ser indicador de produtividade ou capacidade de geração de riqueza, especialmente para empresas do real estate, mas não é indutor de parâmetros de comportamento, que se perpetuam e garantem resultados adiante, neste ou naquele patamar. De outro lado, uma coisa é descrever riscos, cumprindo exigência formal das instruções da CVM, outra é mostrar o impacto destes na perda de resultado, conseqüentemente na renda e no valor do investimento perpetrado na ação da empresa.

Com as informações constantes dos prospectos de oferta é possível produzir uma valuation, ou uma análise da qualidade do investimento (AQI) aos preços da oferta, completada com uma avaliação do impacto dos riscos na qualidade do investimento. Sendo assim, qualquer investidor que conheça métodos e técnicas de AQI pode se valer dos dados disponíveis e desenvolver seu estudo. A questão de se um estudo devesse estar contido no prospecto ultrapassa o âmbito técnico, logo não discuto neste artigo.

Com respeito à valuation de ações de empresas de real estate, em duas cartas publicadas pelo Núcleo de Real Estate da EPUSP, trabalhei com o assunto, além do artigo *Investimento em Real Estate por Meio de Ações no Brasil*, em co-autoria com Gregório, C., apresentado no VI Seminário Internacional da Lares (2006).

- Na carta NRE-4-06 do terceiro trimestre de 2006, trato de Quanto Vale uma Ação de Empresa

de Negócios Imobiliários no Brasil. O objetivo era colocar foco sobre como se vem praticando a valuation nas ofertas de ações de empresas de real estate no Brasil.

- Na carta NRE-6-07 do primeiro trimestre de 2007, discuto a influência de procedimentos viesados para fazer valuation de ações, que podem provocar grandes distorções, levando o investidor, nas OPAs, a uma posição muito mais especulativa, do que se faz ele acreditar quando lê a valuation. Exalto alguns dos mais frequentes procedimentos do que denomino Dark Side of Valuation (DSV), parafraseando o Prof. Damodaran.
- No artigo Investimento em Real Estate por Meio de Ações no Brasil, utilizamos dados verificados para uma amostra de empresas que foram à Bovespa com OPAs, para formatar uma empresa virtual, a mais eficaz seguindo os parâmetros de comportamento das empresas da amostra, e fizemos a valuation desta empresa virtual.

Numa OPA, a exposição da valuation, ou de uma AQI aos preços da oferta, completada pela análise de impacto dos riscos listados no capítulo “fatores de risco” dos prospectos, é informação mais valiosa para o investidor, do que balanços auditados, ou documentos formais sobre a emissão das ações objeto da oferta. No Brasil, as ofertas públicas seguem diretrizes da CVM, hoje por meio da Instrução 400. Um dos seus artigos tangencia a apresentação formal da valuation, ou da AQI, quando fala da obrigatoriedade de apresentação de um estudo de viabilidade econômico-financeira, relacionado com o investimento no valor mobiliário registrado para oferta pública. Como o termo viabilidade e o texto são vagos e, ainda mais, o referido estudo só é devido dentro de certas hipóteses, envolvendo a empresa emissora, os prospectos de oferta não apresentam a valuation, porque as emissoras pedem e a dispensa é concedida. Tecnicamente, este estudo deveria mostrar a rentabilidade esperada pelo investidor ao fazer a compra da ação pelos diferentes preços oferecidos (faixa da oferta), seja num cenário referencial que traça as expectativas de geração de resultado da emissora no ciclo da valuation (em geral 20 anos), como em cenários estressados do estado das variáveis de comportamento, que influenciam o desempenho da emissora (preços, custos, inflação diferencial, velocidade de vendas, taxas de juros, etc.). Um estudo com este formato seria uma valuation “invertida”, pois mostraria a taxa de atratividade com a qual foi produzida a valuation, mas, mais importante, exigiria a ilustração dos cenários de comportamento arbitrados na valuation, ficando evidenciados DSVs. Mas, o que ocorre é que as empresas declaram que as informações disponibilizadas no prospecto permitem ao investidor fazer sua análise da qualidade do investimento no preço da oferta, eximindo-se de expor os DSV utilizados e que, em alguns casos, a análise crítica permite concluir que são utilizados à larga e têm influência para fazer mais valor do que a companhia tem.

Na falta de suporte da valuation por meio de estudos compreensivos e críticos, o mercado acaba produzindo indicadores paramétricos sobre o que é adequado como preço da ação e o mais comum é falar do valor da empresa como um multiplicador do EBITDA. Nesse sentido, ocorreram colocações de ações baseadas num multiplicador do EBITDA perto de 40. Depois do rescaldo de alguns insucessos, ora se fala que o multiplicador está bem mais baixo. Esses números são vagos, para caracterizar a adequação de um preço aos ativos, reais e intangíveis, que definem a capacidade de geração de resultado de uma companhia e que devem estar refletidos no preço da ação. Para se entender qual multiplicador poderia ter sentido universal, é necessário trabalhar cenários e produzir uma valuation apoiada em protótipo capaz de representar o setor. Ainda assim, isso serviria somente para dar uma visão do setor, no sentido de benchmarking, sendo que cada empresa teria seus parâmetros próprios.

O EBITDA é a MARGEM OPERACIONAL de uma empresa de real estate antes dos impostos e de contas marginais à operação, como as despesas financeiras, os impostos e as contas não operacionais, depreciação e participações de minoritários no resultado. É possível compreender o comportamento de um setor econômico por meio da busca de uma relação do valor de mercado

(VM) para o EBITDA, encontrando uma relação VM/EBITDA prevalente, que serve, colateralmente, para indicar quanto uma empresa se afasta dos parâmetros de desempenho do setor em que compete. VM/EBITDA médio, por exemplo, não tem o menor valor como informação, sendo aceitável o prevalente para mostrar o estado do mercado, indicado por uma faixa, nunca num ponto. Estender um VM/EBITDA prevalente para indicar quanto vale uma empresa, representa uma falta de compromisso com técnicas adequadas de valuation, tangenciando a irresponsabilidade na tomada de decisão de investimento. Universalizar parâmetros para valuation é procurar uma simplificação incompatível com a natureza complexa da decisão de investir numa empresa. Até para um investimento especulativo, parâmetros universais são perigosos.

Não há AQIs disponibilizadas nos prospectos, para que os investidores usem seus indicadores, com objetivo de sustentar a decisão de investimento nas ações das OPAs. Não estão disponíveis, portanto, no mercado brasileiro, rotinas reconhecidas de como devem estar estruturadas estas AQIs, para cumprir esta função de apoio. Este artigo destaca elementos vitais, que devem estar presentes, numa rotina de AQI, apoiando-se em dados de uma emissão colocada em abril de 2007, para melhor ilustrar, seja a forma, como as rotinas de análise e os vetores de informação para apoio da decisão de investimento.

2. O CENÁRIO REFERENCIAL E OS CENÁRIOS ESTRESSADOS

A análise de um investimento em ações deve produzir indicadores adequados para o investidor manipular, com o objetivo de identificar: [i] - a rentabilidade esperada do investimento num ciclo longo e [ii] - os riscos do investimento, sejam no sentido de perda de renda, como de perda de valor.

2.1. O ciclo de análise é longo, porque: [i] - a tendência das empresas é demonstrar resultados consolidados em periodicidade anual; [ii] – os negócios de real estate residencial para venda têm ciclo de maturação entre 3 e 4 anos, excluindo-se o financiamento do preço pós-entrega, de forma que, em períodos intermediários, as imagens da formação da renda são distorcidas por estoques ainda não comercializados e por custos de implantação ainda em orçamento; [iii] - análises de investimento em ações em ciclos curtos provocam que a rentabilidade seja formada com maior influência do preço de saída do investimento do que do fluxo da renda, o que produz riscos do investimento não monitoráveis. As AQI são construídas utilizando ciclos de 20 anos de manutenção do investimento. As AQI devem também mostrar a qualidade esperada e os riscos quando o investidor sai do investimento em qualquer ponto do ciclo de 20 anos.

Não se deve confundir o ciclo usado na AQI para valuation das ações, com a estratégia de quem faz o investimento. A AQI faz a valuation, que deve se basear na capacidade de geração de riqueza da empresa. De outro lado, sempre é possível fazer investimentos especulativos em qualquer ativo, especialmente os que apresentam alta liquidez, como as ações negociadas em bolsa de valores, mas a qualidade desses investimentos de curto prazo não pode ser previamente analisada em função do comportamento esperado da empresa, na geração de riqueza. Os movimentos de preço no curto prazo são fundamentados em expectativas vagas, derivadas de notícias de eventos macro-econômicos que possam repercutir sobre o mercado de atuação da empresa ou outras vinculadas com o planejamento estratégico da própria empresa. Entretanto, não há como precificar impactos macro-econômicos no valor de uma ação no curto prazo, tendo em vista que a influência sempre será no longo prazo, sendo a variação de preços do curto prazo provocada pela agressividade ou passividade dos investidores na busca de ganhos especulativos. AQI serve para investidor, não para especulador ou hedging fund.

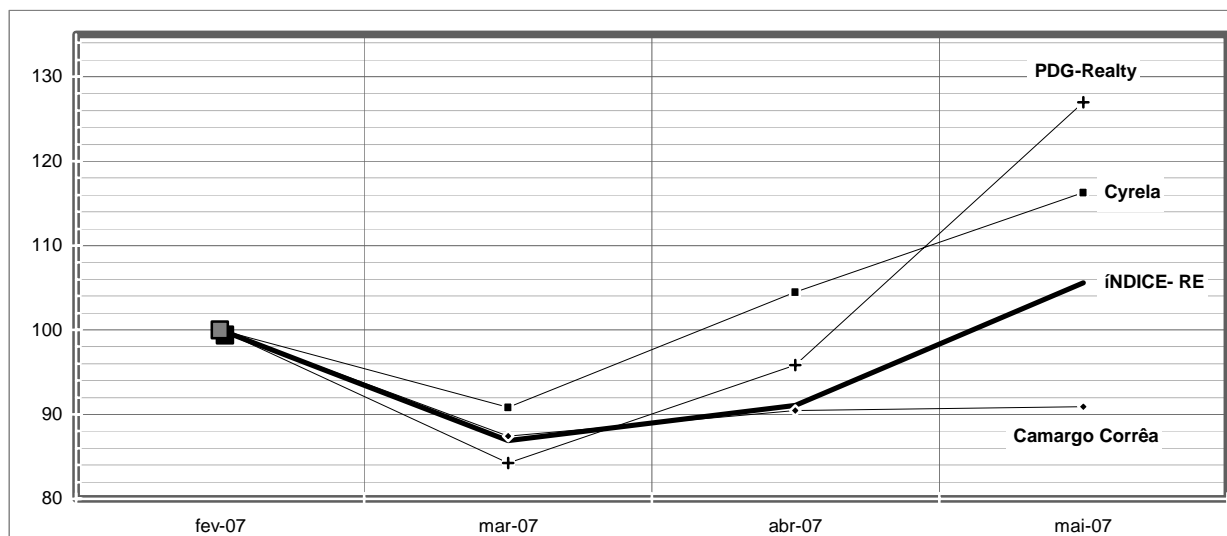
Para reforçar a visão de que os movimentos do curto prazo são desvinculados de avaliações

sobre o comportamento da empresa, mas se apóiam em fundamentos vagos, que os agentes do mercado manipulam para decidir, faço três imagens sobre preços praticados na Bovespa sobre ações do segmento do real estate:

- gráfico 1: número índice de preços de ações selecionadas no ciclo curto e mesmo movimento virtual do Índice-Real Estate, medido pelo NRE-POLI. Noto que uso valores médios de cada mês e que as perturbações seriam mais acentuadas e percebidas como ondas, se ilustrasse os movimentos dia a dia dentro de cada ciclo.

gráfico 1

*Movimentos de preços de ações selecionadas na Bovespa:
Variações dentro de cada ciclo mensal*



No gráfico 1: as três ações selecionadas tiveram quedas expressivas de preço em março-07, acompanhando o índice setorial, Cyrela mais amortecido (- 9,2%) e PDG-Realty mais agressivo (- 15,8%), para uma queda no índice de 13,1%. Há uma recuperação do índice em abril-07 (+ 4,8%) e uma forte recuperação em maio-07 (+ 16,0%), com as três ações mantendo comportamentos bastante diversos, ainda que subindo como o índice. Não se poderá creditar a estes movimentos nada mais do que especulação, vinculada a percepções não fundamentadas de impactos de outros movimentos da economia sobre as ações de empresas do real estate. Nada ocorreu que fizesse valorizar ou desvalorizar estas empresas, com essa voracidade e em tão curto prazo.

- gráfico 2: compara o Índice-RE (IRE) com o Índice-Bovespa (IBV), pelos preços médios do mês, num ciclo de 12 meses. Considerando que o IBV deve refletir a atitude dos agentes do mercado quando à qualidade dos investimentos nas companhias abertas brasileiras, ou, num entendimento mais abrangente, refletir virtudes e defeitos vislumbrados no curto prazo sobre o andamento da economia, os preços na Bovespa crescem 45,8% no ciclo e o setor do real estate cresce 45,0%. Pode-se concluir que o mercado não destaca o setor da economia, considerando ainda que o ciclo de 12 meses é curto para enxergar variações de eficácia na geração de renda para o acionista nas corporações de real estate. Entretanto, de agosto-06 a fevereiro-07 o IRE anda fortemente descolado do IBV, fazendo contraponto ao grande volume de lançamentos verificado no ciclo, como se vê no gráfico 3.
- gráfico 3: IRE medido no seu descolamento para o IBV contra o volume de ações lançado no período (volume expresso em % do total captado nas ofertas públicas no ciclo junho-06 até maio-07).

gráfico 2

Índices de Preço de junho-06 até maio-07

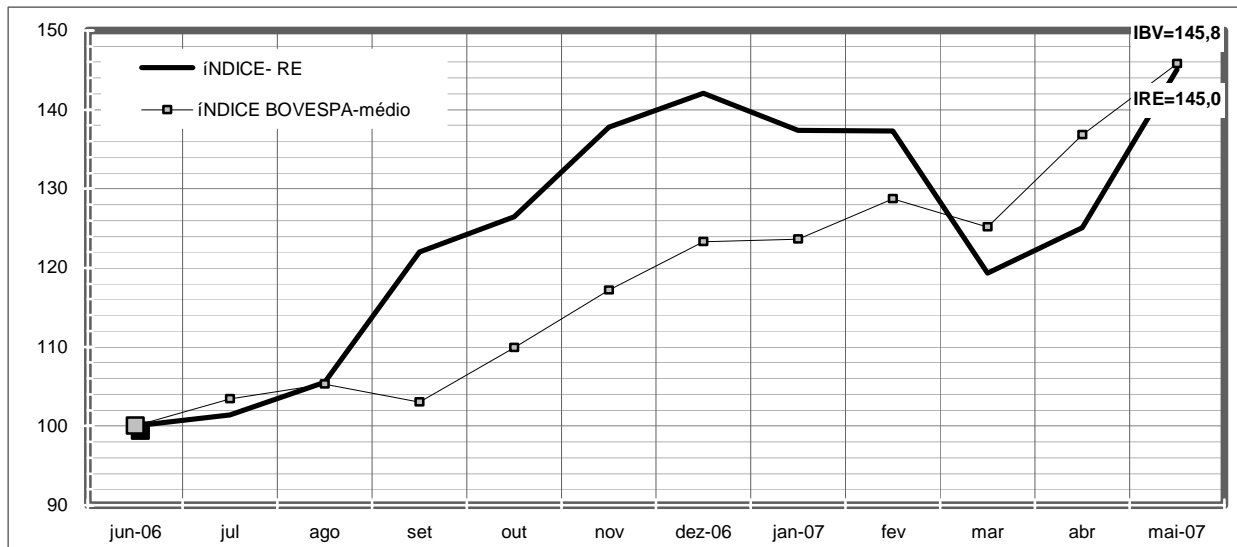
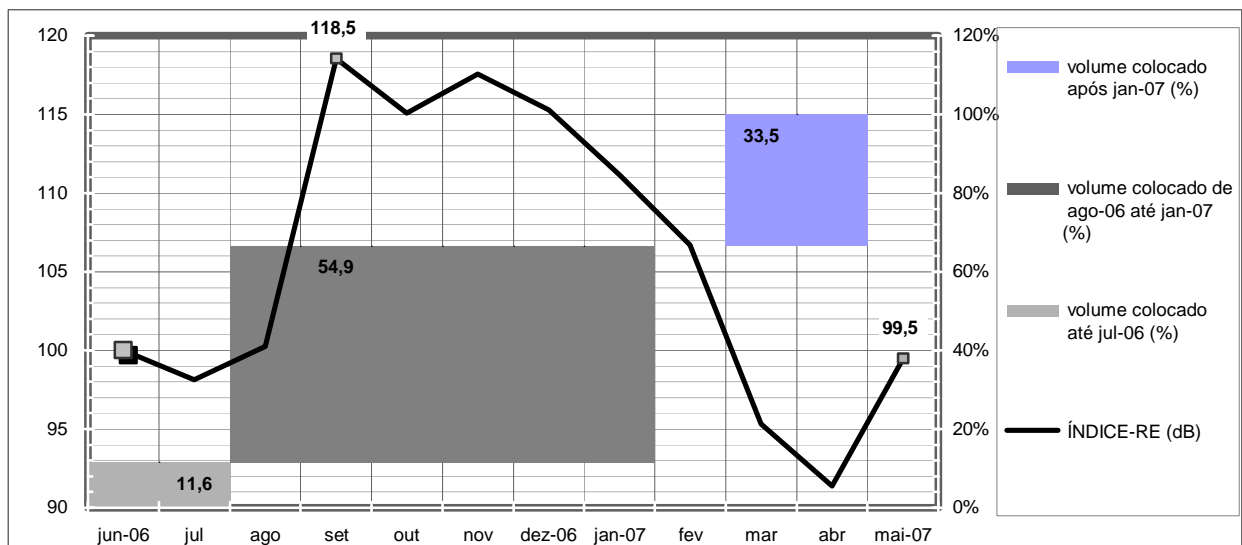


gráfico 3

IRE deflacionado pelo IBV e volumes relativos das ofertas públicas de junho-06 até maio-07



Tratando o investimento em ações de empresas de real estate como investimento de longo prazo, com expectativa de renda contínua e sustentada e valor com baixa flutuação, o que poderia provocar oscilação de preços no curto prazo só seriam eventos, do ambiente ou sistêmicos das empresas, com inequívoca repercussão na capacidade de geração de renda dentro do ciclo longo, marcado na AQI para permanecer investido. Acentuo que utilizar ciclo de investimento adequado segundo o ritmo dos negócios que a empresa desenvolve, e os empreendimentos de real estate são de ciclo longo, não significa que a análise só tem validade para um investidor que retém o investimento por longo período. A ação pode “trocar de mão” indefinidas vezes dentro do ciclo longo da análise, o que não deveria perturbar seu valor no conceito de lastro e de

capacidade de geração de riqueza. As flutuações, fruto exclusivo de movimentos especulativos, não podem ser objeto de análise, na valuation.

2.2. Além do ciclo, que é imposto, outros parâmetros compõem os cenários que sustentam a valuation. Esses estão associados às expectativas de comportamento das variáveis que resultarão na medida da renda a ser gerada dentro do ciclo de investimento. Renda esperada é resultado esperado da empresa, descontadas as reservas de segurança. A renda esperada corresponde ao que se denomina resultado disponível para o acionista (RDA).

Para especulação sobre o patamar de geração de RDA consideram-se:

[i] - a capacidade de investimento da empresa, incrementada com a captação pela via da OPA;
 [ii] - a capacidade de endividamento da empresa, impondo-se um nível de alavancagem dos negócios. Este nível pode: [a] - estar apoiado num histórico de comportamento; [b] - ser imposto como parte da estratégia operacional adiante; [c] - ou ser arbitrado aderente aos padrões prevalentes no mercado competitivo, que a empresa deveria seguir para ajustar sua relação preço de venda contra custos de implantação àquela praticada no seu mercado. Nesse sentido, entendendo-se que o custo do financiamento para produção de habitações está abaixo da taxa de retorno possível de se alcançar fazendo funding somente com recursos próprios de investimento, num mercado competitivo, a tendência das empresas será buscar o patamar máximo de alavancagem, para aumentar a margem sobre o investimento e, que, na competição, pode ser comprimida mantendo uma taxa de retorno adequada frente a uma menor massa de investimentos;

[iii] - a expectativa de receitas e custos, num portfolio virtual de empreendimentos, compatível com a capacidade de investimento e a estratégia de comercialização, ou utilizando o land bank disponível. A estratégia de comercialização lançada na análise (política de vendas, tabelas de preços e velocidade de comercialização) permite identificar o terceiro componente do funding da produção. Tendo em vista que as vendas se superpõem com o ciclo de produção, são feitos recursos livres, para usar na produção, ou, na hipótese da empresa utilizar recursos financiados num volume que supre os custos da produção, fazer retorno dos investimentos. Preços devem estar apoiados em padrões de mercado, bem como os custos diretos da implantação (terreno e obras). Os custos do gerenciamento e da administração e os da comercialização devem estar apoiados nos padrões operacionais da empresa e podem ter como base de avaliação amostras de comportamento, completadas com custos resultado de estratégias de ação inovadoras para o ciclo de investimento.

Capacidade de investimento, de endividamento, estratégia de comercialização e velocidade de vendas proporcionam a indicação da escala de produção dentro do ciclo da análise. Preços e custos esperados dentro do mesmo horizonte permitem identificar a capacidade de geração de RDA.

2.3. Geração de RDA pode resultar: [i] - de exploração de cenários de comportamento apoiados em parâmetros prevalentes do mercado, [ii] - ou em imagem sustentada em amostra de desempenho da empresa.

[i] - A primeira rotina é mais complexa, entretanto mais adequada, pois contempla diretamente os reflexos dos movimentos do mercado sobre o desempenho da empresa. Por exemplo, em maio de 2007 identifica-se atuando no mercado da cidade de São Paulo empresas capitalizadas via as OPAs, financiamentos para produção em oferta acima da demanda, preços de terreno para cima, custos de construção para cima e uma previsão de que pode se verificar adiante a ocorrência de preços para baixo, não porque se constituirá uma bolha, mas porque a

competição sem disciplina¹ provocará desequilíbrio entre oferta e demanda, com as empresas se obrigando a mostrar resultados para seus acionistas (as OPAs), não sendo coerente carregar estoques².

Utilizando esta rotina, os únicos parâmetros históricos que se pode usar do comportamento da empresa são os que se referem ao seu nível de alavancagem, porque refletem uma estratégia operacional, e o impacto relativo das contas da administração nas contas da produção, porque refletem o custo dos seus sistemas de gerenciamento³. Os demais elementos do cenário de análise serão os prevalentes de mercado para o curto prazo e a sua projeção para o longo prazo, seguindo uma determinada visão sobre o mercado, que deve estar explícita.

[ii] - A segunda rotina, por sua vez, é mais cômoda de aplicar, ainda que, em certas situações, seja claramente inadequada, ou até incorreta. Todavia, é a mais usada. É estabelecida matriz paramétrica de comportamento, com base em amostra representativa do comportamento da empresa. Os parâmetros são utilizados para sustentar a medida da capacidade de geração de RDA, adiante, tendo em vista a nova dimensão do capital de giro da empresa, com o ingresso dos recursos líquidos da OPA⁴. Sob esta rotina, admite-se que a empresa mantém seus custos proporcionais à receita, de sorte que RDA será sempre uma mesma fração da receita operacional. Partindo da capacidade de investimento da empresa antes da OPA e associando a receita a essa capacidade, admite-se um padrão de alavancagem também estável, de forma que se encontra um padrão de comportamento que relaciona RDA com capacidade de investimento.

Sintetizando: o cenário referencial para avaliar a capacidade de geração de RDA da empresa no horizonte do ciclo de investimento de 20 anos será estabelecido:

[i] - por meio da exploração de uma configuração de mercado e desempenho da empresa, sustentados pela arbitragem de um padrão de eficiência sistêmica e de competitividade de mercado adiante, ou

[ii] - pela imposição de parâmetros de comportamento, fundamentados numa amostra do passado.

2.4. Cenário referencial não é verdade de comportamento, mas expectativa, cujas premissas devem ser aceitas pelo investidor, no sentido de usar as informações que daí resultam para decidir sobre o valor da ação e os riscos do investimento, cujo impacto estará representado por renda abaixo da esperada e perda de valor.

Qualquer valuation tem como resposta uma faixa de valor. A análise da qualidade de um investimento num certo valor da ação tem como resposta uma faixa dentro da qual pode estar a rentabilidade. As faixas de resposta se encontram quando se providenciam cenários estressados, em contraponto com o cenário referencial. Como as fronteiras de stress não estão presentes nas informações divulgadas pelas empresas nas OPAs, é de se admitir que o investidor, além de

¹ E não se verifica nenhuma disciplina!

² Em geral, no mercado residencial, não é válido carregar estoques, mesmo em mercado estabilizado. Dificilmente se verificam preços que crescem em taxa superior ao custo virtual do carregamento do estoque, que é a taxa de retorno esperada para os investimentos, o que recomenda vender com a maior velocidade possível e retomar o ciclo de produção.

³ Mesmo assim, é necessário considerar a mudança de escala com o ingresso dos recursos captados dos novos acionistas.

⁴ Ressalte-se que há custos elevados de captação. O custo declarado médio das captações listadas na amostra citada foi de 4,06% (parte do custo aparece orçada nos prospectos em números arredondados). Sabe-se que há outros custos não transparentes, como prêmios, taxas de financiamentos ponte e outros indiretos, como bônus de subscrição a preços abaixo da colocação da OPA.

analisar a qualidade do seu investimento, formatando um cenário referencial de comportamento para a empresa, deverá ser capaz de estudar impactos de desvios de comportamento (riscos) na geração de RDA e no valor de mercado da ação, fazendo estudos apoiados em cenários estressados desenhados pelo próprio investidor.

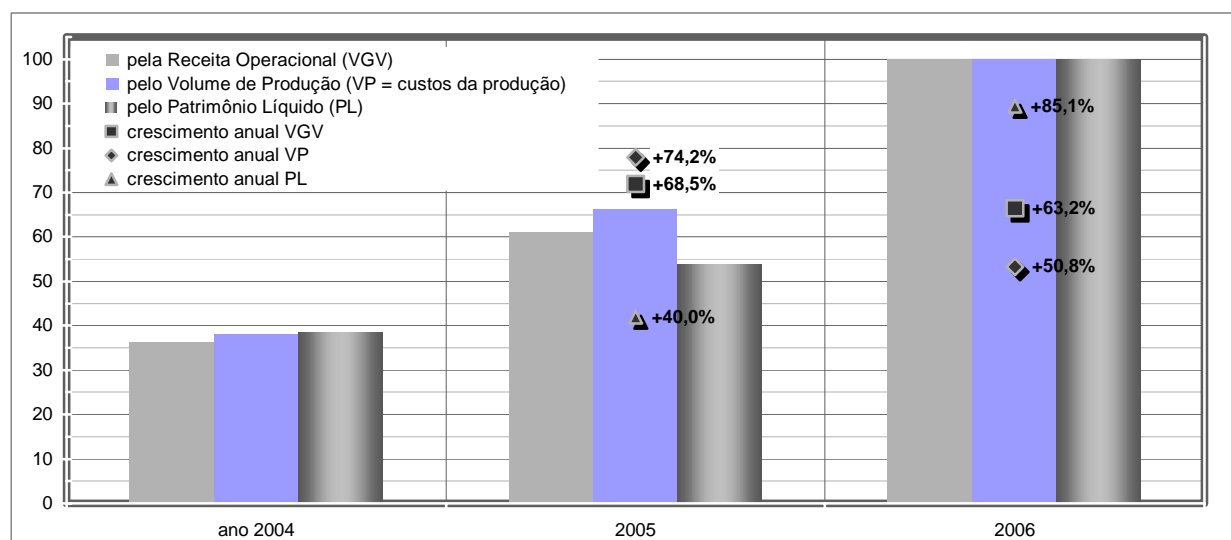
3. A EMPRESA E A SUA OFERTA PÚBLICA

Tomo os dados de empresa que procedeu a uma OPA em abril-07, vendendo ações a R\$ 8,50 e captando R\$ 727 milhões na colocação de ações novas da sociedade, ocorrendo também uma colocação secundária, cujos recursos, portanto, não ingressam na empresa. Com estes elementos, recolhidos do prospecto da oferta, promovo algumas rotinas de análise, como investidor, que poderiam estar contidas no “estudo de viabilidade” que a CVM dispensou ser apresentado no prospecto. Faço as rotinas, respondendo questões que, certamente, vêm à mente do investidor interessado na qualidade do investimento - renda e valor no longo prazo – e que, para o especulador de curto prazo, também convém sejam respondidas, tendo em vista que só é possível desfrutar ganhos no curto prazo, havendo liquidez e expectativa de ganho de valor no longo prazo.

3.1. Como é o histórico de comportamento da empresa?

Os três últimos balanços (2004-05-06) mostram um vertiginoso crescimento, da produção e das vendas, como se percebe no gráfico4. Para um índice da receita operacional bruta⁵ no patamar 100 em 2006, ela era 61,3 em 2005 e 36,4 em 2004. Esse crescimento de mais de 60% a cada ano, não permite produzir um cenário referencial para a projeção de 20 anos utilizando uma curva de tendência, porque é evidente que a empresa não poderá crescer, de forma sustentada, a essas taxas. O volume de produção, identificado pelos custos de produção, cresce no ciclo em curva semelhante.

gráfico 4
Índices de VGV, VP e PL (base 100 em 2006)
taxas de crescimento dos índices



⁵ que o mercado “apelidou” de VGV (volume global de vendas, ou, para alguns, volume geral de vendas!)

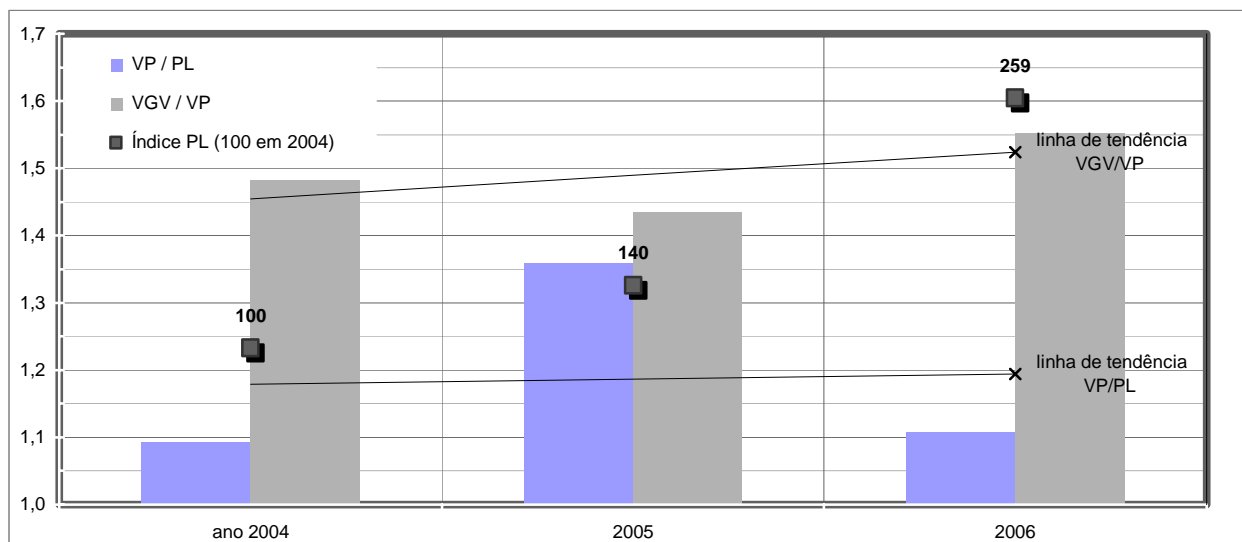
A evolução da capacidade de produção em relação aos recursos disponíveis (VP/PL) é indicador da política de alavancagem adotada pela empresa. Quanto maior a relação, maior volume de recursos de terceiros (vendas e financiamentos) contribuem para o funding da produção, contra os recursos próprios investidos na produção. A relação entre vendas e produção (VGV/VP) ilustra o comportamento da margem bruta, a diferença indicando o espaço para cobertura das contas gerais da administração e o EBITDA.

O gráfico5 mostra a evolução destes indicadores, associados ao índice 100 do PL em 2004. Como se verifica, os indicadores de comportamento não são estáveis e as linhas de tendência não indicam uma correlação entre a evolução do PL e os índices de comportamento, a ponto de configurar uma característica da corporação.

O que se percebe é que o histórico de comportamento, tendo em vista o crescimento da companhia nesse ciclo curto de três anos, não produz uma imagem que permita a construção de um cenário referencial para os 20 anos adiante, com base em tendências verificadas nas informações disponíveis.

gráfico 5

*Indicadores VP/PL, VGV/VP e
PL (PL base 100 em 2004)*



A capacidade de geração de resultado da empresa no ciclo das informações disponíveis está indicada no quadro6. Nesse quadro, os indicadores da escala de operação da companhia estão com base 100 no ano 2006 e, em cada ano, a base 100 está na receita operacional bruta (VGV), tendo em vista que o que se procura avaliar são indicadores de desempenho operacional, sempre com o objetivo de sustentar a construção de um cenário referencial para explorar a capacidade de geração de RDA no ciclo de 20 anos adiante.

Explorando os indicadores do quadro6, é possível construir os índices do gráfico7. Com estes indicadores de desempenho se percebe um padrão mais estável, do que se encontrou para os da produção (gráfico5).

Pretendendo-se construir um cenário referencial com base em indicadores de comportamento e desempenho verificados na história da empresa, esta razoável estabilidade pode indicar uma

rotina.

Um cenário referencial inteiramente apoiado nesses indicadores, que, no caso, se apresentam com fronteiras de distensão não muito “abertas”, propaga a história adiante, mas fica a questão de esta história estar ou não associada a eficiência sedimentada, capaz de garantir a mesma eficácia adiante.

quadro 6

	2006	2005	2004
Escala da Operação			
. pelo Patrimônio Líquido (PL)	100,00	54,01	38,59
. pela Receita Operacional Bruta	100,00	61,27	36,36
. pelos Custos da Produção (VP)	100,00	66,31	38,07
Desempenho Verificado			
+ Receita Operacional Bruta (VGV)	100,00	100,00	100,00
- deduções da receita	(3,88)	(4,49)	(4,93)
= Receita Operacional Líquida	96,12	95,51	95,07
- Custos de Produção (VP)	(64,42)	(69,72)	(67,44)
= Margem Operacional Bruta	31,70	25,79	27,63
- Contas Gerais da Administração (CGA)	(15,12)	(10,35)	(12,14)
= Resultado (Margem) Operacional = EBITDA	16,58	15,44	15,49
- Resultado Financeiro Líquido e Não Operacional	(4,43)	(2,97)	(2,48)
- Depreciações	(0,26)	(0,18)	(0,07)
= Resultado da Empresa	11,89	12,29	12,94
- IRenda e CSocial	(1,80)	(2,70)	(3,35)
- Participações	(0,36)	(0,36)	(0,01)
= Resultado Disponível para o Acionista (RDA)	9,73	9,23	9,58
Indicadores da Produção e Vendas			
VP / PL	1,1074	1,3595	1,0925
VGV / VP	1,5522	1,4342	1,4827

gráfico 7A

indicadores EBITDA / PL e EBITDA / VGV

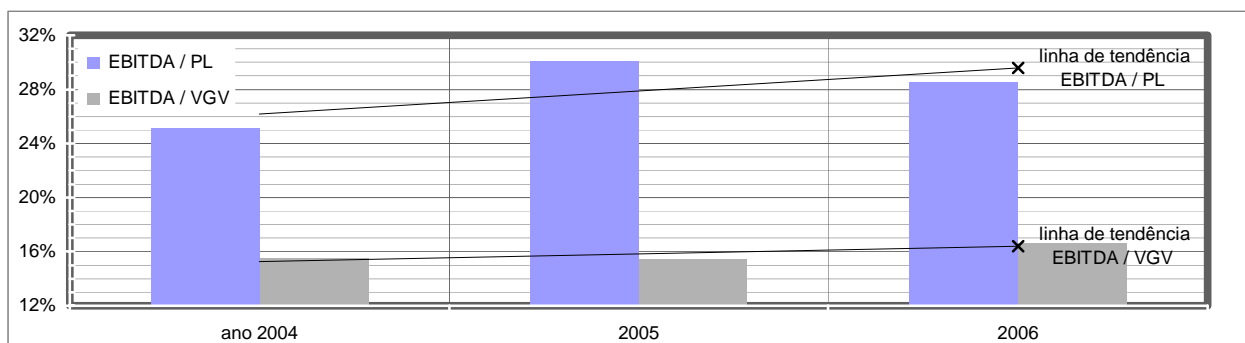
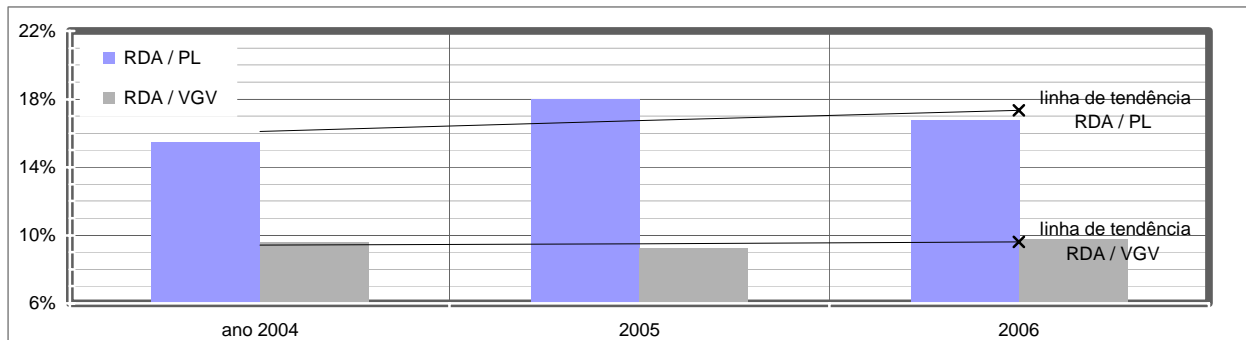


gráfico 7B
indicadores RDA / PL e RDA / VGV



3.2. O cenário referencial de comportamento da empresa no ciclo de 20 anos

Ainda que a empresa tenha mudado de escala nesses três anos de informações disponibilizadas no prospecto, seria possível extrair indicadores de comportamento, na sua capacidade de gerar riqueza para os acionistas, como se verifica nos dados manipulados no item 3.1.

Entretanto, para o ciclo de investimento adiante, o ponto de partida acontece com outra empresa, que só guarda a razão social e o currículo da original. O PL da empresa, após a captação, passou a ser praticamente 8 vezes o anterior. Isso faz crescer a capacidade de produção numa razão ainda maior do que 8×1 e exige uma estrutura de gestão completamente diferenciada: os sistemas, processos e as rotinas da administração têm relação com a escala e não se expandem inercialmente. Pensemos na escala dos suprimentos, nas rotinas de controle de custos de obras, no conjunto de novos profissionais necessários para as tarefas da administração multiplicadas por mais de 8 vezes. Pensemos, especialmente, nos processos de análise e decisão de novos negócios e na geração de informações para controle. Pensemos na competitividade e no quanto ela pode comprometer preços e custos. Pensemos nas decisões estratégicas para fugir da competição predatória, no eventual alargamento da base geográfica de atuação, que exige a implementação de rotinas de gestão e de desconcentração da decisão totalmente novas para a empresa.

O investidor compreenderia a empresa e melhor o risco representado pelo investimento nas ações, se o prospecto contivesse declarações sobre como a empresa se prepara para o novo degrau operacional. Mas essas declarações poderiam comprometer o sigilo operacional necessário para disputar espaço no mercado competitivo e não figuram no prospecto, ou ali estão de forma vaga.

Se a empresa é outra, como falar dos números com base no passado? O cenário deve ser desenhado seguindo premissas que se apoiem na estratégia e na estrutura da empresa na sua nova dimensão operacional. Fazer um cenário referencial simplificado, usando RDA/PL ou RDA/VGV extrapolados das tendências mostradas no [gráfico 7](#) é prático, mas não se sustenta.

Podemos nos valer dos indicadores mais detalhados da história de comportamento, ainda de que de outra empresa (a escala), para encontrar as informações do [quadro 8](#).

quadro 8

	2004-2006 mais con- servador	2006 espelho	2004-2006 tendência	2007 e ciclo de investimento de 20 anos			
				Referencial		Parâmetros para cenários estressados	
	I	II	III	arbitragem de escolha	IV 795,68	fronteiras em perda desvio extrema	
Escala da Operação pelo PL	ano 2006 = 100						
Indicadores da Produção e Vendas							
VP / PL	1,0925	1,1074	1,2014	III	1,2014	4,5%	9,1%
VG / VP	1,4342	1,5522	1,5593	III	1,5593	0,3%	8,0%
+ Receita Operacional Bruta (VGV)	100,00	100,00	100,00		100,00		
- deduções da receita	(4,93)	(3,88)	(3,38)	II	(3,88)		
= Receita Operacional Líquida	95,07	96,12	96,62		96,12		
- Custos de Produção (VP)	(69,72)	(64,42)	(64,17)	III	(64,17)	0,2%	8,6%
= Margem Operacional Bruta	25,35	31,70	32,44		31,95		
- Contas Gerais da Administração (CGA)	(15,12)	(15,12)	(15,52)	II	(15,12)	1,5%	2,6%
= Resultado (Margem) Operacional = EBITDA	10,23	16,58	16,93		16,83		
- Resultado Financeiro Líquido e Não Operacional	(4,43)	(4,43)	(5,24)	III	(5,24)		
- Depreciações	(0,26)	(0,26)	(0,36)	III	(0,36)		
= Resultado da Empresa	5,54	11,89	11,32		11,22		
- IRenda e CSocial	(3,35)	(1,80)	(1,07)	II	(1,80)		
- Participações	(0,36)	(0,36)	(0,59)	II	(0,36)		
= Resultado Disponível para o Acionista (RDA)	1,83	9,73	9,66		9,06		

3.3. O que pode esperar o investidor?

O investidor entra na ação da empresa pelo preço do bookbuilding, de R\$ 8,50 por ação do capital da empresa, cujos reflexos no PL e na repercussão deste no valor patrimonial da ação são identificados nos valores do quadro 9. Como é usual, as ações são colocadas a mercado por um preço acima do seu valor patrimonial, porque a valuation leva em conta os ativos da empresa adicionados ao seu ativo intangível, representado pela capacidade de geração de RDA⁶. O acionista novo paga um prêmio para o que já está na empresa e tem, de imediato, uma perda virtual, entre o preço que paga e o valor patrimonial apurado após ser completada a subscrição das novas ações e pagos os custos do IPO.

quadro 9

	acionista	
	antigo da empresa	novo no IPO
Distribuição das Ações, pós-IPO	45,94%	54,06%
Valor da Ação pelo PL		
. antes IPO	1,39	
. pós IPO	5,07	265%
. preço de colocação das Ações		8,50
		40% perda

O que interessa ao investidor⁷, então, é identificar a taxa de retorno do seu investimento no preço que pagou, tendo uma expectativa de geração de RDA, dentro de um certo cenário

⁶ Lembro dos DSV que podem ser imputados nessa valuation.

⁷ Os parâmetros de análise para um investimento especulativo, de ciclo curto, não são técnicos, mas derivados de um benchmarking entre valores relativos de ações de empresas do mesmo segmento de negócios.

referencial. Completam os indicadores adequados para tomar a decisão de investimento uma análise de valor da ação no longo prazo (suporte do investimento) e os riscos de que a taxa de retorno fuja do esperado e que o valor caia em relação à sua valuation no longo prazo.

Para estas medidas há procedimentos técnicos, que se iniciam pela caracterização, por arbitragem, do cenário referencial. Neste caso, pós-IPO a empresa salta para uma escala 8 vezes maior e não disponibiliza informações sobre como vai montar sua nova estrutura de gerenciamento (custos) e aplicar os recursos tomados dos investidores no mercado (margem operacional) com um grau de detalhamento que autorize a construção do cenário referencial e das fronteiras estressadas para calcular tais indicadores.

O investidor só poderá, então, fazer um cenário referencial com apoio no comportamento da empresa ainda numa escala muito menor, verificado nos dados disponíveis dos balanços de 2004 até 2006. Uma de tantas hipóteses de fazer esse cenário referencial é usar as arbitragens contidas no quadro8. Lá estão: [i] - o cenário mais conservador, utilizando os piores indicadores intermediários de desempenho no ciclo indicado (cenário I); [ii] – o cenário espelho 2006 (cenário II), via o qual se arbitraria que a empresa mantém no ciclo de investimento adiante, os padrões de eficácia vigentes em 2006, mesmo com a mudança de escala; [iii] – o cenário III, resultado de uma imposição técnica de aceitar automaticamente a amostra 2004-2006 como válida para calcular índices de desempenho pela curva de tendência dos mesmos no período amostral.

Faço o cenário referencial (cenário IV) utilizando alguns indicadores de comportamento, que entendo podem ser tomados por tendência, como os de produção e vendas, relacionados ao PL, e outros de desempenho, por tendência, ou usando o espelho 2006, como anoto no quadro8. Da formatação do cenário IV, alguns destaques:

- a relação entre custos e preços (VP/VGV) mostra uma condição de gerenciamento, mas também reflete configuração do mercado competitivo. Pode-se pretender espelhar uma hipótese de mercado com menores margens, mais custos, porque a demanda de insumos e serviços cresce, tendo em vista o grande volume de recursos captados pelo segmento do real estate, que pode desequilibrar a oferta e menos preços, porque a competitividade vai conduzir o mercado de imóveis para um estado com viés de oferta. Não há dados macroeconômicos disponíveis, que permitam fazer esse cenário, só especulações. Então, se o investidor pretender proteções para esses riscos, deverá comprimir a margem, em cenários estressados, para calcular dentro de que espectro de compressão a taxa de retorno esperada ainda se encontra no seu campo de atratividade e validação do investimento na ação;
- a relação CGA/VGV foi arbitrada pelo espelho de 2006, tendo em vista que é de se esperar que essa conta possa até ser comprimida na mudança de escala, tendo em vista sinergias e ganhos de produtividade. A empresa não informa como vai fazer sua estrutura, de forma que conservador aqui é trabalhar com o cenário espelho.

Dos parâmetros para cenários estressados, só interessa avaliar situações em perda: comportamento mais frágil e custos mais elevados para o mesmo nível de receita. Estabelecemos duas fronteiras (quadro8): [i] – desvio trabalha com as distorções (desvios) no trato da amostra disponível (2004-2006) e [ii] - extrema trabalha com a posição mais agressiva nos indicadores selecionados de comportamento e desempenho⁸.

A manipulação deste cenário IV permite medir indicadores adequados para apoiar a decisão de investimento:

- investindo na ação ao preço de R\$ 8,50 e a empresa operando dentro dos padrões do

⁸ Indicador de comportamento reflete escala operacional e indicador de desempenho reflete resultado operacional.

cenário IV no ciclo de 20 anos, a taxa de retorno esperada pelo investidor será de 9,91% ano, equivalente, efetiva acima do IGP-M, livre de impostos e encargos, já que é resultante da contraposição do fluxo RDA contra o preço do investimento;

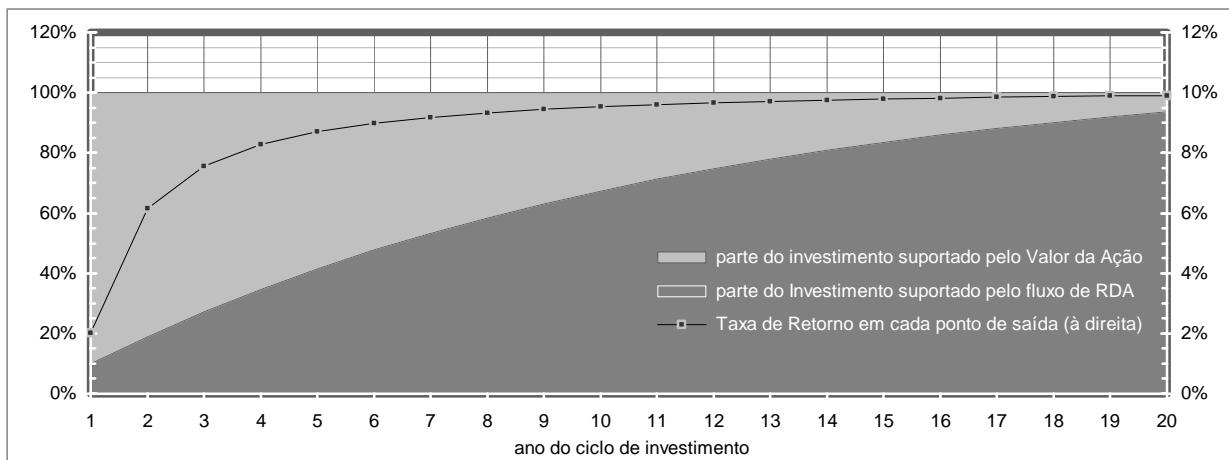
- marcando a taxa de atratividade em 1,60 CDI para fazer a valuation da ação ao final do ciclo de investimento, esta taxa de retorno de 9,91% ano, que equivale a [1,49 x taxa CDI-líquida de encargos], se compõe de 7,82% ano resultante do fluxo de 20 anos de RDA, sendo o saldo de 2,09% devido ao valor de saída do investimento⁹.

Tendo em vista estes indicadores, confirma-se que o investimento na ação é de resultado conservador, mas devido aos riscos, será um investimento conservador? Taxas de retorno elevadas só poderão ser alcançadas como resultado de movimentos especulativos de curto prazo, que acontecem com frequência em bolsas de valores.

Considerando a saída do investimento em qualquer ponto do ciclo de investimento, a taxa de retorno alcançada será função do valor de saída do investimento (valor da ação) e do fluxo RDA, que têm sua importância invertida ao longo dos 20 anos. Nos primeiros anos, a taxa de retorno depende mais do valor de saída (sustentação do valor da ação) e nos seguintes importa mais a capacidade de empresa de apresentar histórico de geração de RDA nos padrões de desempenho do cenário referencial. As imagens dos gráficos 10 e 11 esclarecem o andamento da importância de valor do ativo (a ação) e da renda ao longo do ciclo de 20 anos.

gráfico 10

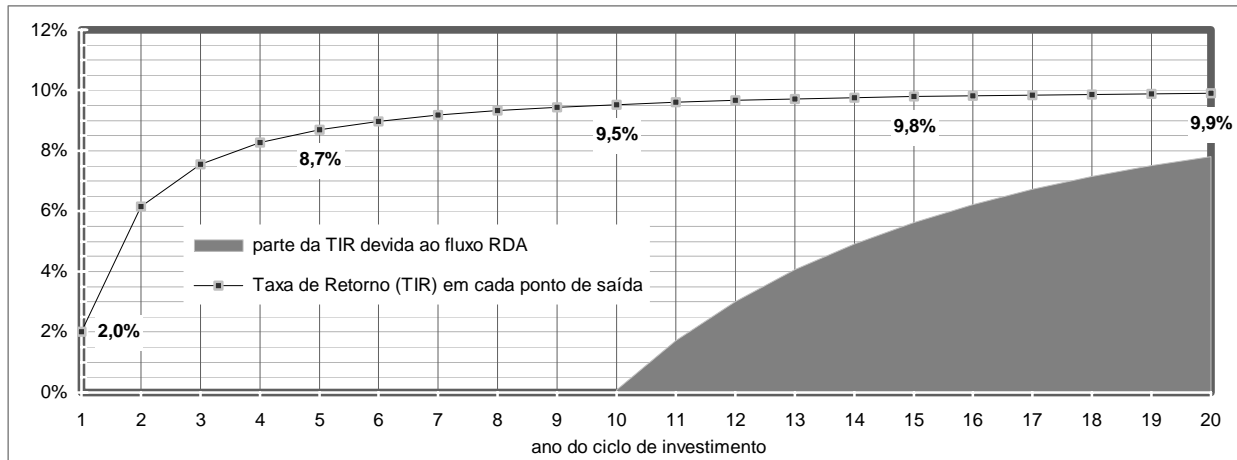
*sustentação do investimento na ação pelo valor do bookbuilding,
para saída em qualquer ponto do ciclo de 20 anos*



⁹ CDI bruto de 11,5% ano e taxa de inflação pelo IGP-M de 4,25% ano. Encargos de 15% sobre rendimentos financeiros em títulos de longo prazo.

gráfico 11

*formação da taxa de retorno do investimento na ação pelo valor do bookbuilding,
para saída em qualquer ponto do ciclo de 20 anos*



Trabalhando com o cenário referencial (IV) e com cenários estressados, nos quais ocorrem distorções de comportamento limitadas às fronteiras de perda descritas no [quadro 8](#), podem-se montar amostras de laboratório para encontrar indicadores que reflitam o risco do investimento.

Os riscos de perda de renda têm reflexo na qualidade do investimento, porque o ativo do investidor (a ação) perde valor, por perder atratividade e porque a renda do ativo fica abaixo da esperada. A medida de riscos se faz identificando a razão de distorção dos indicadores taxa de retorno e valor do ativo, como fruto de impactos de perturbações no fluxo RDA produzido pela empresa. O impacto de perturbações vai sendo mitigado, quanto maior o ciclo do investimento, ou seja quanto mais tempo investidor reter o investimento.

- As amostras de laboratório da taxa de retorno alcançada e do valor do ativo em qualquer ponto de saída dentro do ciclo de 20 anos, considerando como limite de perturbação a fronteira desvio do [quadro 8](#), conduzem às informações nos [gráficos 12](#) e [13](#).
 - [gráfico 12](#) mostra a faixa de distorção da taxa de retorno, com 90% de confiabilidade, conforme seja o ponto de saída do investimento. Ali se vê que, para saída passados 2 anos do investimento, está na faixa dos 40% a intensidade de perda na taxa de retorno esperada (9,91%);
 - [gráfico 13](#) mostra a faixa de distorção do valor da ação, com 90% de confiabilidade, conforme seja o ponto de saída do investimento. Ali se vê que, admitindo cenários com stress moderado, o valor deve ter boa sustentabilidade no ciclo.

gráfico 12

*risco de perda de taxa de retorno
perturbando o cenário IV até a FRONTEIRA DESVIO*

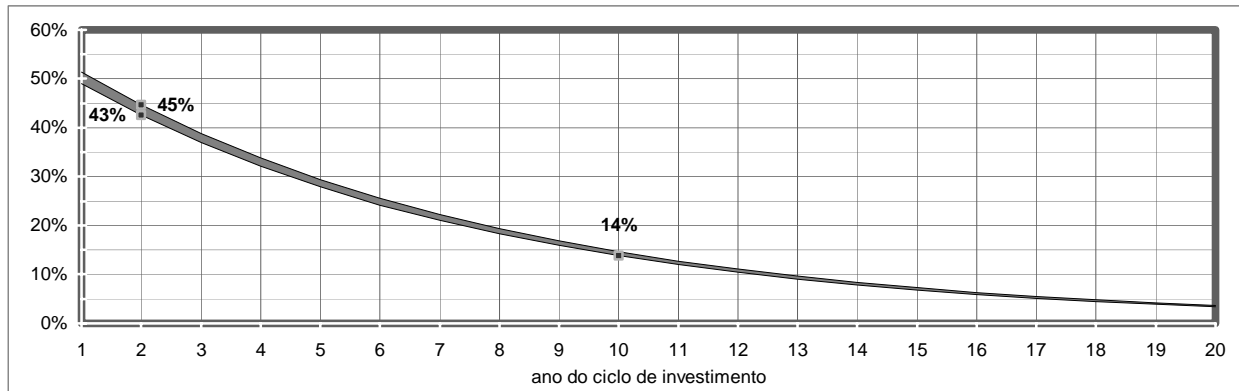
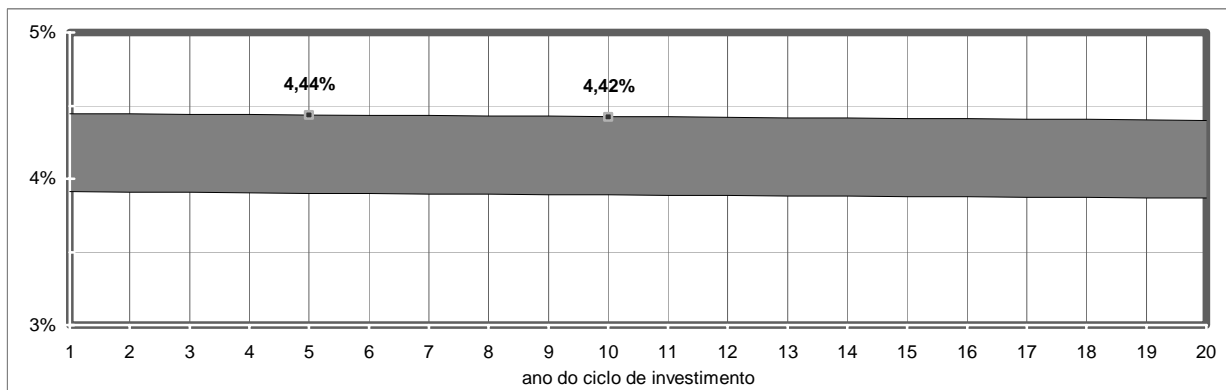


gráfico 13

*risco de perda de valor da ação
perturbando o cenário IV até a FRONTEIRA DESVIO*



- As amostras de laboratório da taxa de retorno alcançada e do valor do ativo em qualquer ponto de saída dentro do ciclo de 20 anos, considerando como limite de perturbação a fronteira extrema do quadro8, conduzem às informações nos gráficos 14 e 15.
 - gráfico14 mostra a faixa de distorção da taxa de retorno, com 90% de confiabilidade, conforme seja o ponto de saída do investimento. Ali se vê que, até os anos 7 e 8 existe a probabilidade de perda integral da taxa de retorno (100% de perda) e até de prejuízo no investimento (mais do que 100% de perda), ficando a condição de risco sempre muito elevada;
 - gráfico15 mostra a faixa de distorção do valor da ação, com 90% de confiabilidade, conforme seja o ponto de saída do investimento. Ali se vê que, admitindo cenários com stress mais agudo, o valor deve ter baixa sustentabilidade no ciclo.

gráfico 14
risco de perda de taxa de retorno
perturbando o cenário IV até a FRONTEIRA EXTREMA

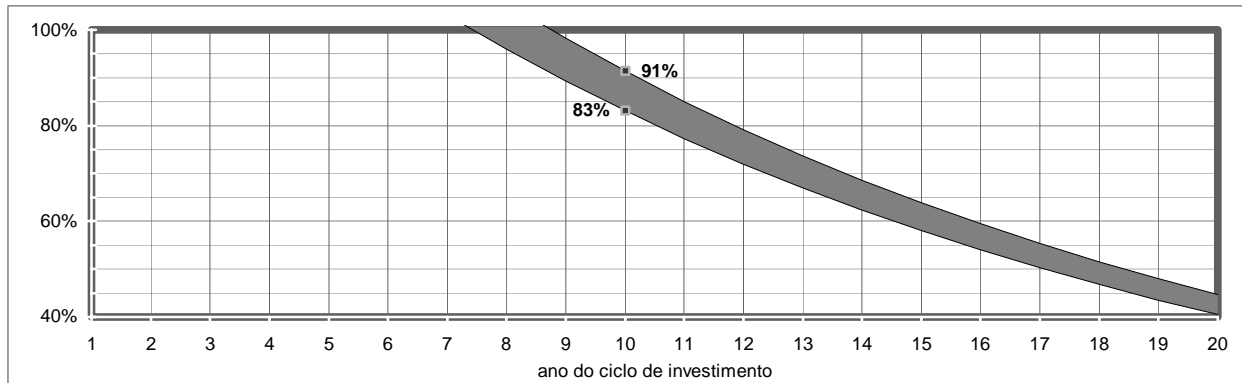
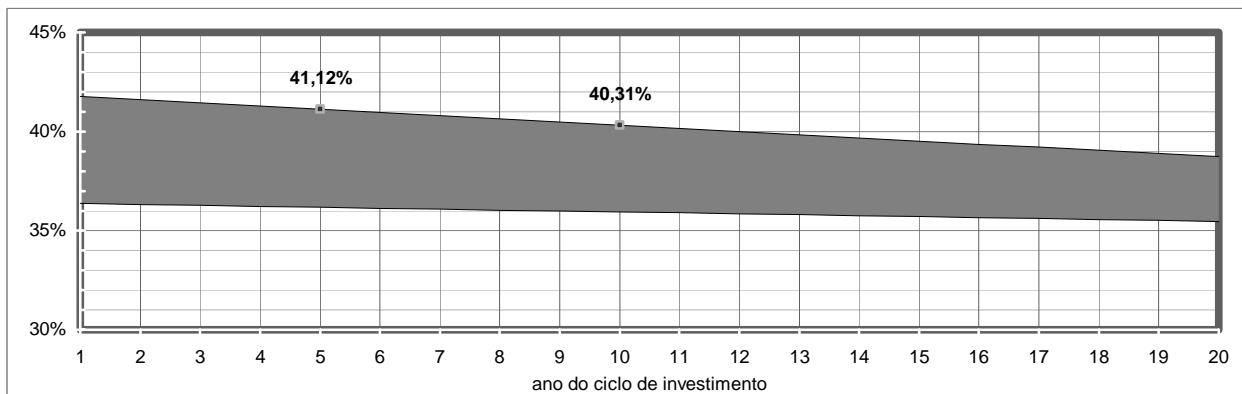


gráfico 15
risco de perda de valor da ação
perturbando o cenário IV até a FRONTEIRA EXTREMA



4. CONCLUSÃO

O exemplo vivo utilizado neste artigo tem como objetivo realçar alguns dos aspectos da valuation de ações para lançamento em oferta pública, que devem estar cobertos por análises, que o investidor preocupado com riscos deve produzir. Investimentos especulativos não são sustentados por decisões diante de indicadores formais, mas de especulação sobre tendências de comportamento dos agentes de mercado.

Investimentos não especulativos em ações de empresas de real estate no Brasil têm um caráter que pode ser espelhado pelos indicadores encontrados na avaliação da qualidade do investimento produzida no item 3 deste artigo. Destaco que, na prática da oferta de investimentos, a análise deve se aprofundar, usando dados mais detalhados do comportamento da empresa e, especialmente, de seu plano estratégico no uso dos recursos captados dos investidores no mercado, o que exige fazer o cenário referencial mais amplo, bem como aprofundar as análises de risco, enveredando pela análise do efeito de perturbações em outras variáveis do ambiente (inflação, taxa de juros, velocidade de vendas, preços competitivos) e sistêmicas da corporação (custos de produção, gerenciamento e alavancagem).

O exemplo vivo permite concluir que as taxas de atratividade utilizadas na precificação das ações são baixas, tendo em vista o risco do investimento, pagando os investidores um prêmio para investir incompatível com o risco do ativo ofertado. É natural que esse comentário só pode ser estendido do exemplo para todas as ofertas impondo a premissa de que a precificação das ofertas vem sendo feita utilizando múltiplos paramétricos da geração de EBITDA, o que nivela o mercado, aparentemente única premissa que explica a ausência de valuation nos prospectos das ofertas.

REFERÊNCIAS

- Damodaran, A (1994). Security Analysis for Investment and Corporate Finance. **John Wiley & Sons, Inc.**
- Damodaran, A (2001). The Dark Side of Valuation. **Prentice Hall, Inc.**
- Damodaran, A (2002). Investment Valuation. **John Wiley & Sons, Inc.**
- Hamelink , F e Hoesli, M. (2004). What Factors Determine International Real Estate Security Returns. **Real Estate Economics 32**, 437-462.
- Rocha-Lima, J (2006). Notas Sobre Valuation de Empresas e Empreendimentos-The Dark Side of Valuation. **Carta do NRE-POLI-2-06** disponível em <<http://www.realestate.br>>
- Rocha-Lima, J (2006). Quanto Vale uma Ação de Empresa de Negócios Imobiliários no Brasil. **Carta do NRE-POLI-4-06** disponível em <<http://www.realestate.br>>
- Rocha-Lima, J e Gregório, C (2006). Investimento em Real Estate por Meio de Ações no Brasil. **VI Seminário Internacional Lares-2006** disponível em <<http://www.realestate.br>>
- Rocha-Lima, J (2007). Efeitos Perversos na Valuation de Ações de Empresas de Negócios Imobiliários. **Carta do NRE-POLI-6-07** disponível em <<http://www.realestate.br>>
-