

## 2. O Mercado Imobiliário Brasileiro

Para entendermos o funcionamento do mercado imobiliário nos dias atuais, devemos fazer uma breve análise das últimas transformações ocorridas nesse setor. Nos últimos anos, o mercado da construção civil passou por transformações como metodologia de gestão empresarial e captação de recursos.

Também são analisados os principais *players* do mercado imobiliário e o índice IMOB. Este último é a representação unificada do mercado na bolsa de valores de São Paulo.

### 2.1. Histórico

Até a década de 70, tínhamos um cenário do Brasil com o setor verticalizado. Isso significa que a empresa se especializava nas atividades em torno de sua tarefa principal, sendo responsável por grande parte do processo de produção. Em resumo, o empresário comprava o terreno, definia o produto junto à sua própria equipe de arquitetos e engenheiros, desenvolvia o produto e projetos, fazia os estudos, atuava no marketing de vendas, preparava o terreno, construía desde as fundações até o acabamento e, por fim, entregava as unidades incorporadas. Salvo algumas exceções, mesmo os caminhões e máquinas faziam parte dos ativos da empresa.

Esta estratégia apresentava algumas vantagens como independência de terceiros e domínio tecnológico. Porém, as desvantagens se sobressaíram:

- **Custos fixos elevados:** em decorrência de uma estrutura inflada de ativos e mão-de-obra;
- **Falta de *know-how*:** equipes trabalhavam sempre na mesma empresa, não tendo trocas de experiências com demais nichos do mercado. O *know-how* deveria ser criado internamente e não contratado fora, como ocorre na terceirização;
- **Falta de flexibilidade da produção:** custos muito elevados em contratações e demissões, assim como compra e manutenção de máquinas e equipamentos.

Com o acirramento da concorrência, a situação foi sendo modificada até se transformar por completo por volta dos anos 80. A indústria passou a assumir outro perfil. Assim, foi consolidado o momento da terceirização.

Podemos dizer que a terceirização se implantou no setor de tal maneira que provavelmente nunca deixará de ser praticada. Os serviços são contratados de acordo com a qualidade e custo que viabilizam o projeto.

A construção propriamente dita é o exemplo mais real da dimensão da terceirização no setor. Pode parecer um pouco sem sentido, contratar no mercado a construção (considerado o coração da atividade da empresa) quando a empresa tem total infra-estrutura para realizá-la. Mas isso acontece. E pode acontecer por duas razões. A primeira é a necessidade de *know-how*, como para a construção de estruturas não convencionais. A segunda é a concorrência pelo custo. O projeto precisa dar lucro, estar dentro das margens estipuladas pela Cia, caso o departamento interno da empresa não esteja competitivo o suficiente para garantir o resultado, o serviço é contratado fora. Simples assim.

A situação acima nos leva a pensar na última e mais importante transformação do setor. As construtoras tornaram-se incorporadoras. O coração do setor é realmente a construção? Não mais. A prioridade também não é mais é ter o maior número de lançamentos, Volume Geral de Vendas (VGV), o maior *Land Bank* (banco de terrenos), nem a maior dispersão nacional ou mais m<sup>2</sup> construídos. O foco passou a ser o resultado. Surgiu então a necessidade de captação de recursos no mercado financeiro.

## **2.2.Opinião – declínio e ascensão**

No tópico anterior, estava sendo tratado o histórico das transformações ocorridas no setor imobiliário. Depois de tantas transformações, foi moldada uma indústria voltada para o resultado.

Porém, o que se viu ao longo de 2008 é que muitas das empresas que fizeram IPO (*Initial Princing Offer* – sigla para abertura de capital na bolsa de valores) não absorveram essa transformação de imediato. Elas não completaram totalmente o ciclo de evolução e acabaram ofuscando-se por conceitos secundários.

Isso se deu, pois alguns analistas financeiros, ao examinar o potencial das

empresas do setor imobiliário, levavam em consideração quase que exclusivamente o VGV lançado e o *Land Bank*. Para serem bem avaliadas pelo mercado, as empresas recheadas de capital em decorrência do IPO, compraram enormes volumes de terreno e estipularam *Guidances* (meta de VGV a lançar) altíssimos sem uma avaliação mais apurada dos rumos do mercado e de seu próprio caixa. Não demorou muito para que os problemas viessem à tona.

A “corrida” pelos terrenos fez com que os preços dos ativos inflacionassem. O terreno é visto como a grande matéria prima do ramo imobiliário, dado que sem ele, não é possível nem se pensar em qualquer tipo de produto. Não é como, por exemplo, um tipo de esquadria, que pode ser substituída por uma mais cara, caso falte a mais barata. Ou mesmo como o cimento, que pode ser reduzido em uma eventual escassez, mudando-se o conceito construtivo para alvenaria estrutural. Sem o terreno, simplesmente não há incorporação. Com isso, a compra de mais e mais terrenos era justificada. As negociações com os proprietários dos lotes ficaram enfraquecidas, já que o mercado estava com capital abundante sedento por “matéria prima”. Terrenos não muito bons foram comprados a preços acima do mercado, normalmente em dinheiro. Teria sido melhor comprar terrenos competitivos, a preços competitivos e o máximo possível em permuta, protegendo assim, o capital adquirido no IPO para o giro da produção.

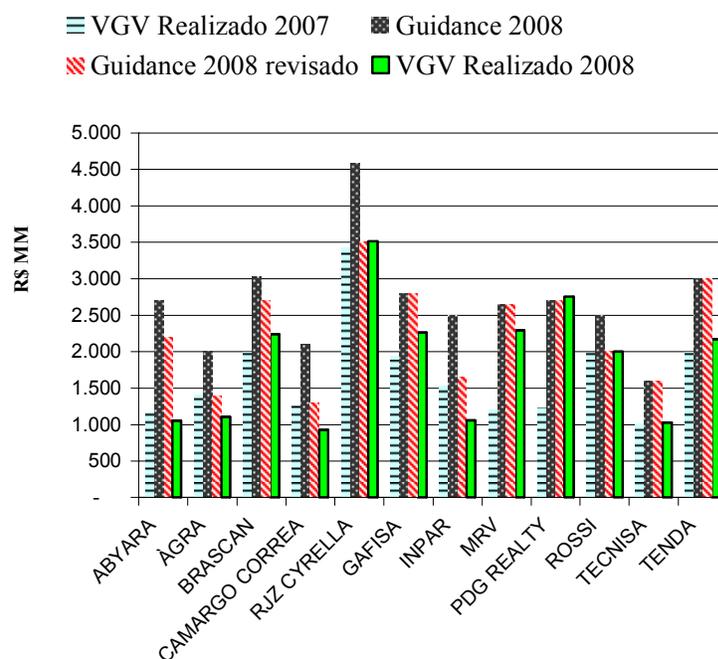
Também buscando uma boa avaliação pelo mercado financeiro, altos *Guidances* foram estipulados. As metas de lançamentos foram consideradas audaciosas por muitos analistas. Porém, os analistas financeiros não foram balizadores para que as empresas estipulassem seus *Guidances*. As empresas olharam para dentro da suas organizações. Tinham o potencial em terrenos para os lançamentos e assumiram que o mercado absorveria essa grande oferta de imóveis novos.

O fato é que o mercado não correspondeu às expectativas do setor imobiliário. Poucos foram os empreendimentos que tiveram as velocidades de vendas conforme havia sido previsto nos estudos de viabilidades. Além disso, outros fatores externos que incorporam o risco da incorporação imobiliária influenciaram para que os *Guidances* fossem em geral revistos para baixo.

Foi então que os analistas começaram a perceber algo de errado no setor. Não bastava ter terreno. O terreno deveria ser comprado em condições de pagamento que não prejudicassem o estudo ou caixa da empresa. Caso o terreno

tivesse sido comprado muito caro, o preço de venda das unidades oferecidas ao mercado ficava inflacionado. Caso as condições de pagamento do terreno fossem muito agressivas, como o desembolso de grandes quantias em dinheiro, e não negociação em permuta, por exemplo, o incorporador era forçado a antecipar o lançamento o quanto antes, para que o resultado a Valor Presente não ficasse prejudicado pelo custo de oportunidade decorrente. Lançamentos ocorreram com preços elevados e sem a chamada “pressão de venda”. Por fim, não bastava lançar, tinha que lançar e vender.

Seguem abaixo gráficos ilustrativos da redução de *Guidances* de algumas empresas imobiliárias. Essas revisões foram feitas ao longo de 2008.



## 2.1 – VGVs Previstos x VGVs Realizados

FONTE: site BOVESPA (Informações ao mercado) e Relatórios anuais das empresas

A redução dos *Guidances* e o baixo desempenho nas vendas foram vistos negativamente pelo mercado de capitais como um todo. Começou uma desconfiança na capacidade de gerar resultado por essas companhias, culminando na queda dos preços das ações. Essa queda foi ainda mais acentuada a partir de junho de 2008, quando a crise externa se agravou.

A crise de 2008 não afetou apenas o setor da construção civil. Foi responsável por uma recessão de nível mundial com quebra de empresas e bancos,

até então, considerados sólidos. Houve então uma união de três fatores que impulsionaram o ramo imobiliário e o fizeram sair da crise mais rápido do que entrou:

1- Em função das incertezas financeiras, cresce a aversão a investimentos de alto risco, direcionando a população aos investimentos em imóveis;

2- Medidas instituídas pelo governo como redução de juros de financiamento à produção e redução de impostos, tornaram a construção mais barata. Com a construção mais barata, há possibilidade de redução de preços de vendas de imóveis sem comprometimento do resultado imobiliário, tornando o cenário mais favorável à incorporação imobiliária e

3- Foram concedidos subsídios por parte do governo para a compra da casa própria, como redução dos juros de empréstimos imobiliários e facilitação no acesso ao FGTS, que teve sua utilização disponibilizada para imóveis com maiores preços (de 350 mil reais para 500 mil reais).

No tópico abaixo, podemos analisar claramente a visão do setor financeiro sobre o mercado imobiliário durante as transformações ocorridas em 2007, 2008 e 2009. Em 2007, muitas empresas passaram pelo momento de euforia pelo IPO, no ano de 2008, houve o momento de crise no ramo imobiliário seguida da crise mundial e no ano de 2009, houve a rápida recuperação, grande parte, por incentivo federal.

### **2.3.Índice IMOB**

Como dito antes, o grande impulsionador do crescimento da capacidade de investimento do setor foi o mercado de capitais. O IMOB (índice imobiliário) foi criado pela BM&FBOVESPA e começou a ser negociado a partir da primeira semana de 2009.

O IMOB é composto pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA mais representativas dos seguintes setores do ramo imobiliário: construção civil, intermediação imobiliária e exploração de imóveis, que se encontram nas 98% ações mais negociadas da BOVESPA e estiveram presente em pelo menos 95% dos pregões realizados nos 12 meses anteriores à criação do índice. Não estão incluídas nesse universo, empresas emissoras de BDRs (*Brazilian Depository Receipts*) e empresas em recuperação judicial ou falência.

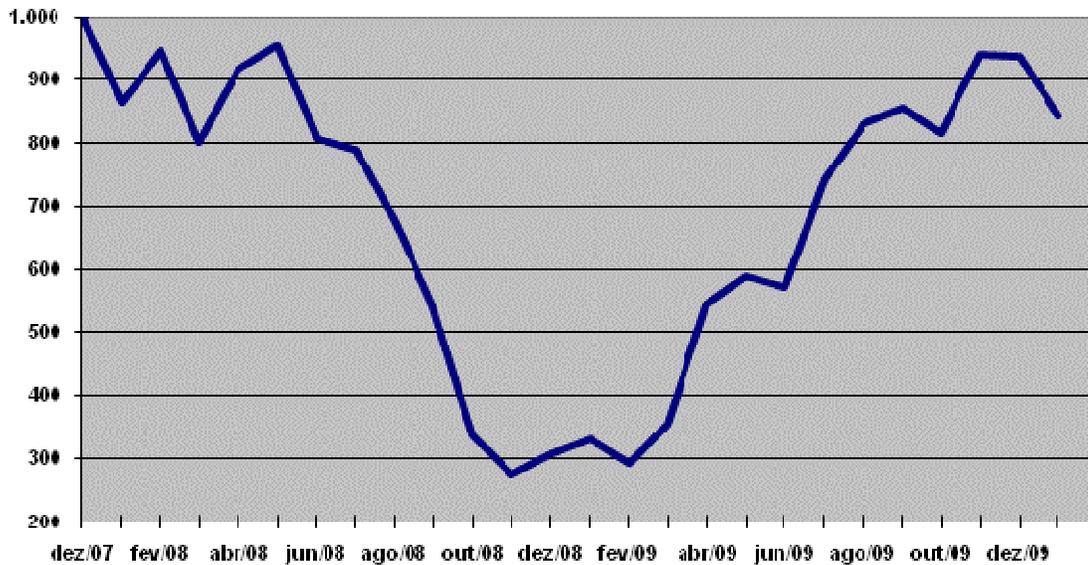
Segue abaixo carteira teórica do IMOB para 09/02/2010.

<b>Código</b>	<b>Ação</b>	<b>Tipo</b>	<b>Qtde. Teórica</b>	<b>Part. (%)</b>
<b>ABYA3</b>	ABYARA	ON NM	56.816.217	0,775
<b>AGIN3</b>	AGRA INCORP	ON NM	168.103.938	2,452
<b>BRML3</b>	BR MALLS PAR	ON NM	130.315.003	8,8
<b>BISA3</b>	BROOKFIELD	ON NM	211.234.483	5,143
<b>CCIM3</b>	CC DES IMOB	ON NM	38.252.034	0,627
<b>CYRE3</b>	CYRELA REALT	ON NM	266.565.047	17,848
<b>EVEN3</b>	EVEN	ON NM	76.845.721	1,632
<b>EZTC3</b>	EZTEC	ON NM	40.284.311	1,013
<b>GFSA3</b>	GAFISA	ON NM	150.242.333	11,522
<b>IGTA3</b>	IGUATEMI	ON NM	36.526.740	3,347
<b>INPR3</b>	INPAR S/A	ON NM	135.351.143	1,365
<b>JHSF3</b>	JHSF PART	ON NM	79.468.574	0,804
<b>KSSA3</b>	KLABINSEGALL	ON NM	88.021.473	1,295
<b>MRVE3</b>	MRV	ON NM	277.352.406	10,903
<b>MULT3</b>	MULTIPLAN	ON N2	64.657.971	6,25
<b>PDGR3</b>	PDG REALT	ON NM	375.309.344	17,55
<b>RSID3</b>	ROSSI RESID	ON NM	165.627.070	7,089
<b>TCSA3</b>	TECNISA	ON NM	55.586.880	1,59
<b>Quantidade Teórica Total</b>			2.416.560.688	100

**Tabela 2.1 – Composição do IMOB – 09/02/2010**

Fonte: site BOVESPA (Bovespa – mercado – ações – índices – IMOB)

Segue abaixo evolução da cotação do IMOB ao longo de sua história (ao longo de 2009 e início de 2010) e com regressão ao longo de 2008 e final de 2007.



## 2.2 - Evolução do índice IMOB

Fonte: site BOVESPA (Bovespa – mercado – ações – índices – imob)

Esse índice tem como objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento das ações das empresas representativas do setor em questão.

## 2.4. Ambiente Concorrencial

Analisando os *players* do mercado imobiliário brasileiro podemos notar a presença de grandes grupos com grande capacidade de competição. Os diversos nichos de mercado são disputados ostensivamente por estas empresas, além de outras:

**Brascan:** criada em 1978 como Brascan Imobiliária, hoje Brascan Residencial Properties, atua principalmente no Rio de Janeiro e São Paulo para o público de alta renda. Consolidou sua marca com a incorporação de empreendimentos do tipo *loft* e *condominium club*. Em 1999 começou também a incorporação de *multiuse project*, unindo no mesmo empreendimento unidades residenciais, hoteleira e comerciais. A Brascan Residencial Properties é parte do grupo Brascan (ou *Brookfield Company*), em atuação no Brasil desde 1899, tendo sido dono da antiga Light. Até a década de 70, era a maior empresa privada do país, administrando serviços públicos de bonde, gás, eletricidade, agricultura, entre outros.

**Concal:** fundada em 1971, pelo arquiteto José Conde Caldas, nasceu com o projeto chamado Grupo Fechado. Tinha o propósito de converter os compradores do imóvel em incorporadores do seu próprio empreendimento, caracterizando uma construção por administração. Surgiu então a Concal, e os Grupos Fechados Concal se disseminaram por bairros da zona sul carioca, Recreio, Méier e Niterói. Com grande atuação nas classes média e alta, é fortemente presente no mercado do Rio de Janeiro e encontra-se pontualmente em outros estados. Hoje a Concal é uma holding, incluindo em suas empresas agências de propaganda, hotéis, imobiliárias e incorporadoras.

**Gafisa:** com atuação desde 1954, é uma das incorporadoras e construtoras líderes no mercado brasileiro, já tendo concluído cerca de 950 empreendimentos, e construído quase 10 milhões de metros quadrados. Foi fundada com o nome Gomes de Almeida, tornando-se Gafisa ao final da década de 80. Hoje, chama-se Gafisa S.A., nome dado a partir de uma associação com a GP Investimentos.

Em 2004, criou uma diretoria de novos negócios, responsável pela ampliação de sua atuação além do eixo Rio - São Paulo, fazendo-a presente em 18 estados brasileiros. No ano de 2006, através de IPO, passou a ter suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, e em 2007, fez nova oferta pública, dessa vez, na Bolsa de Nova York (NYSE).

Também em 2007, buscando aumentar sua diversificação em produtos, fundou a Fit Residencial, focada em imóveis para baixa renda. Em 2008 a Tenda, incorporadora especializada no setor de baixa renda, foi adquirida pela Gafisa S.A., suprimindo a Fit Residencial.

Como destaque em inovação da empresa, está o edifício comercial Eldorado Business Tower. A estrutura do andar tipo foi concebida em laje cogumelo protendida, com espessura de 20 cm, para respeitar a limitação de altura estipulada pelo Departamento de Aviação Civil e possibilitar os 32 andares desejados, além disso, tem destinação de resíduos para reciclagem, uso de madeira reciclada e de materiais produzidos na região, vagas para carros de combustível menos poluente e para bicicletas, reciclagem de água, purificação do ar, conforto térmico e acústico e etc. Como resultado, o edifício enquadrou-se na categoria "*Triple A*" - classificação americana para edifícios que utilizam sistemas de inteligência predial e acabamentos de alto padrão e recebeu pré-certificação do selo *Lead (Leadership in Energy and Environmental Design)*, a avaliação

"platina", a mais elevada do *Green Building*. O edifício Eldorado é a atual sede da empresa.

**João Fortes Engenharia:** com quase 60 anos de mercado, a João Fortes Engenharia construiu mais de 8 milhões de metros quadrados entre condomínios residenciais, comerciais, shoppings, hotéis, hospitais, cedés de empresas e obras especiais. Tem grande atuação nos mercados do Rio de Janeiro, São Paulo e Brasília, também presente em outros estados e no exterior.

Pode-se dizer que é uma das incorporadoras que mais está presente no dia-a-dia do carioca por obras como o Condomínio Barramares em 1976, marcando o pioneirismo na Barra da Tijuca, o Centro Empresarial Argentina, imponente na praia de Botafogo desde 1982 assim como o shopping de alto padrão em São Conrado, o Fashion Mall. Em 1984 e 1989, construiu o Banco Central e o prédio comercial Rio Branco 1 (RB1) respectivamente, localizados no centro da cidade, entre diversos outros empreendimentos.

Em 2007, o controle da João Fortes foi adquirido pela Sobrapar. A Sobrapar adquiriu, por R\$ 56,275 milhões, em leilão na Bolsa de Valores de São Paulo, 40% do capital social da empresa. A partir de então, a companhia passou por grandes mudanças desde sua cede, metodologia de gestão, relacionamento com clientes, parceiros e quadro de funcionários.

**PDG Realty:** comparada às demais incorporadoras, encontra-se no mercado há pouco tempo. Foi a primeira a ter gestão voltada ao resultado introduzindo visão financeira ao ramo das incorporações imobiliárias. Atua de duas maneiras: (i) Co-Incorporação, que consistem na incorporação de empreendimentos imobiliários específicos em conjunto com diversas incorporadoras do mercado imobiliário mediante a constituição de SPEs, assim como grande parte das demais incorporadoras, e (ii) Investimentos de Portfólio, que seguem modelo de *Private Equity*, pelo qual adquire participações societárias relevantes em empresas dedicadas ao setor imobiliário, estando ativamente no planejamento estratégico e na gestão das sociedades investidas.

Diferente da maioria das incorporadoras, a PDG além de atuar em diversos segmentos, como residencial, comercial e loteamentos, com foco na venda de seus produtos, também participa de investimentos no setor comercial com foco na geração de renda por meio de locação.

As principais empresas onde a PDG está presente com Investimentos de

Portfólio são:

- a) 100% de participação na CHL: Incorporação de empreendimentos imobiliários residenciais para as Classes Baixa, Média, Média-Alta e Alta, empreendimentos comerciais e loteamentos no Estado do Rio de Janeiro;
- b) 100% de participação na Goldfarb: Construção e incorporação de empreendimentos imobiliários residenciais para as Classes Baixa e Média-Baixa no Estado de São Paulo;
- c) 5,47% de participação na Brasil Brokers: Venda de empreendimentos imobiliários residenciais; entre outras.

**Cyrela Brazil Realty:** presente a cerca de 45 anos, é a maior incorporadora da América Latina em valor de mercado. Tem atuação em mais de 17 estados brasileiros e também na Argentina, totalizando mais de 7 milhões de m<sup>2</sup> construídos ao longo de sua história. Idealiza empreendimentos para variados perfis de compradores, diversos padrões e tipos de usos. Em seu grupo, conta com as empresas seguintes empresas:

- a) Living: realiza empreendimentos mais competitivos, entregando para seus compradores o que ela mesma define como “um sonho sob medida”. Em geral, tem como clientes famílias de baixa renda;
- b) BRC: focada na administração de propriedades e serviços, tendo vinculada à sua marca, a *Facilities*;
- c) *Facilities*: se destaca pela prestação de serviços *pey-per-use* nos segmentos residencial, empresarial, comercial e hoteleiro.

**Rossi:** desde 1980 faz parte do Grupo Rossi, fundado em 1913. Presente em diversos estados brasileiros constrói e incorpora empreendimentos em variados setores e diversos padrões. De residencial à comercial, de econômico a alto luxo.

Ao ampliar sua atuação em outros estados, os executivos da Rossi sentiram necessidade de inaugurar escritórios regionais para conhecer melhor as particularidades de cada região, assim como facilitar a gestão dos empreendimentos. Foi em Campinas o primeiro escritório regional, inaugurado em 1996, seguido por Porto Alegre, Rio de Janeiro, Belo Horizonte e Nordeste.

Deu início à sua presença no mercado de capitais a partir de 1997, através da emissão de ações na BOVESPA e ADRs na bolsa de Nova York. Desde então, realizou diversas outras captações de recursos. Em 2003, aderiu ao Nível 1 de

Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa da Bovespa e em 2006, ampliou para 100% o *Tag Along*. Atualmente, integra o IBovespa, representando um dos principais papéis negociados no Brasil.