

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ANALISE DO SETOR IMOBILIARIO E  
ESTUDO DE CASO DA CYRELA BRAZIL REALTY S. A.

Carlos Henrique Limoeiro Monteiro  
No. De matrícula 04130433

Orientador: Eduardo Pereira Nunes

Junho de 2007

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ANALISE DO SETOR IMOBILIARIO E

ESTUDO DE CASO DA CYRELA BRAZIL REALTY S. A.

Carlos Henrique Limoeiro Monteiro

No. De matrícula 04130433

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

Orientador: Eduardo Pereira Nunes

Junho de 2007

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

**Agradecimentos**

Ao meu orientador, pela ajuda e sugestões na elaboração desse trabalho.

Aos meus pais, pelo apoio e orientação em minha educação.

**SUMARIO**

|   |    |
|---|----|
| CAPITULO I – INTRODUÇÃO.....  | 07 |
| CAPITULO II – O SETOR IMOBILIARIO NO BRASIL.....                        | 08 |
| II.1 – Visão Geral do Setor Imobiliário no Brasil.....                  | 08 |
| II.2 – Efeitos do Cenário Macroeconômico sobre o Setor Imobiliário..... | 09 |
| II.3 – Fatores Demográficos e Sócios-Culturais.....                     | 11 |
| II.4 – Política de Credito para o Setor.....                            | 13 |
| II.5 – Fatores de Risco no Setor Imobiliário.....                       | 18 |
| II.6 – Fragmentação do Mercado.....                                     | 19 |
| CAPITULO III - CYRELA BRAZIL REALTY S.A .....                           | 20 |
| III.1 – Aspectos Gerais.....  | 20 |
| III.2 – Estrutura Societária e Composição Acionaria.....                | 20 |
| III.3 – Estratégias e Vantagens.....                                    | 21 |
| III.4 – Segmentos de Atuação.....                                       | 22 |
| CAPITULO IV – METODOLOGIA.....  | 23 |
| IV.1 – Principio da Avaliação.....                                      | 23 |
| IV.2 – Analise baseada em Múltiplos de Mercado.....                     | 24 |
| IV.3 – Analise por Fluxo de Caixa Descontado.....                       | 26 |
| CAPITULO V – ANÁLISE E ESTUDO DE CASO: CYRELA.....                      | 32 |
| V.1 – Analise SWOT.....   | 32 |
| V.2 – Valuation e Analise de Múltiplos.....                             | 33 |
| CAPITULO VI – CONCLUSAO.....  | 37 |
| CAPITULO VII – ANEXOS.....  | 39 |
| CAPITULO VIII – BIBLIOGRAFIA.....                                       | 41 |

**ÍNDICE DE GRAFICOS**

|   |    |
|---|----|
| GRAFICO II.1.1 – GERACAO DE EMPREGOS POR SETOR.....       | 08 |
| GRAFICO II.1.2 – PIB ANUAL DA CONSTRUCAO CIVIL.....       | 09 |
| GRAFICO II.2.1 – TAXA SELIC.....                          | 11 |
| GRAFICO II.3.1 – CONSUMO E RENDA.....                     | 12 |
| GRAFICO II.3.2 – PIRAMIDE ETARIA NO BRASIL 2005.....      | 12 |
| GRAFICO II.4.1 – CREDITO TOTAL E HABITACIONAL.....        | 14 |
| GRAFICO II.4.2 – PART. DO CREDITO HABITACIONAL/TOTAL..... | 14 |
| GRAFICO II.4.3 – INVESTIMENTO RESIDENCIAL FINANC.....     | 15 |
| GRAFICO II.4.3 – EVOLUCAO SELIC E IPCA.....               | 16 |
| GRAFICO II.3.2 – ORGONOGRAMA SOCIETARIO.....              | 20 |
| GRAFICO IV.2.1 – EQUACAO (1) .....                        | 24 |
| GRAFICO IV.2.2 – EQUACAO (2).....                         | 25 |
| GRAFICO IV.3.1 – FLUXO DE CAIXA.....                      | 27 |
| GRAFICO V.2.1 – EVOLUCAO PRECO (CYRE3).....               | 36 |
| GRAFICO VI.1 – DESEMPENHO DAS ACOES DE CONSTRUCAO.....    | 37 |

**ÍNDICE DE TABELAS**

|  |    |
|--|----|
| TABELA III.2.1 – POSICAO ACIONARIA DA CYRELA B.R. S.A..... | 21 |
| TABELA V.2.1 – RESULTADO TRIMESTRAL 4T06.....              | 35 |
| TABELA V.2.2 – FLUXO DE CAIXA CYRELA.....                  | 36 |

## CAPITULO I – INTRODUCAO

As transformações recentes da economia brasileira vêm permitindo o crescimento e desenvolvimento da economia brasileira. A estabilidade macroeconômica e a queda da taxa real de juros incentivam o aumento de investimentos no setor privado. Dessa forma este estudo terá por objetivo fornecer uma análise do setor imobiliário e as premissas para seu crescimento.

Neste trabalho serão analisados o setor imobiliário no Brasil e juntamente um estudo de caso calculando o valor de uma empresa de destaque neste setor, justificando a tese de crescimento do setor, tomando como estudo de caso a empresa CYRELA. Para tal, pretendemos dividir nossa análise em três partes, dedicando um capítulo para cada parte.

Iniciaremos, no segundo capítulo, com uma discussão sobre a situação atual do setor imobiliário brasileiro, a fim de contextualizar as perspectivas do cenário para futuros investimentos neste setor. Faremos uma análise da conjuntura econômica e política no Brasil, levando em conta inflação e flutuações na taxa de juros, alterações de preços do mercado imobiliário, da demanda e preferências dos consumidores, da situação financeira dos consumidores. Alterações das leis e regulamentos aplicáveis ao setor imobiliário no Brasil, bem como o advento de novas leis e regulamentos governamentais relativos ao setor imobiliário.

Em seguida, no terceiro capítulo, abordaremos nosso estudo de caso relativo, a empresa CYRELA, traçando o perfil da empresa.

No quarto e quinto capítulo será utilizado a metodologia aplicada junto com uma análise dos cálculos da mesma, que será a base para através de nossas projeções de receita, custos, despesas financeiras e impostos, chegarmos a um valor justo da mesma, através da metodologia de fluxo de caixa descontado.

Por fim, concluímos a análise ressaltando alguns pontos pelos quais acreditamos que o setor imobiliário no Brasil possa ser considerado um bom investimento para os próximos anos, refletindo em nossa conclusão a respeito do caso estudado relativo a CYRELA.

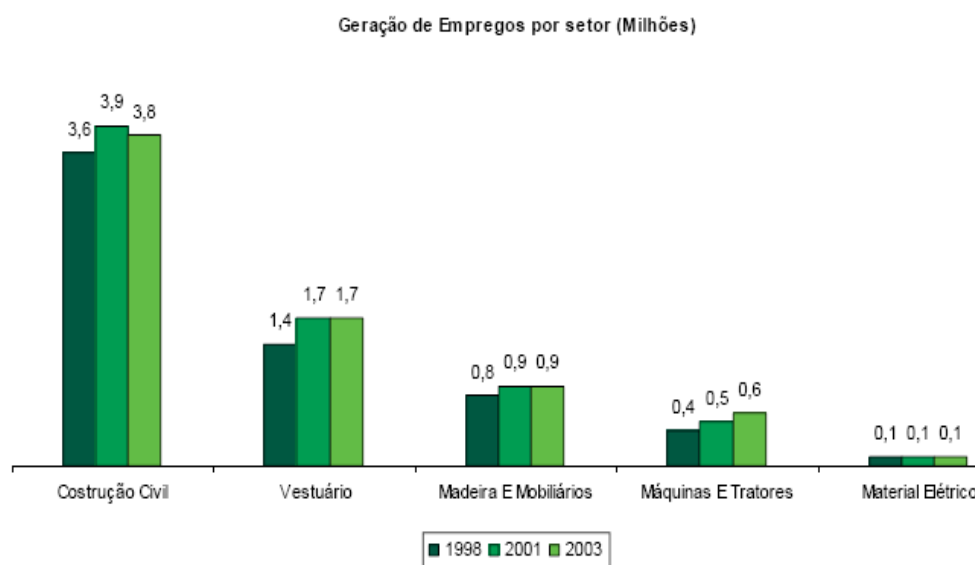


## CAPITULO II – O SETOR IMOBILIARIO NO BRASIL

### II. 1 – Visão Geral do Setor Imobiliário

A Cadeia Produtiva de Construção Civil representou, em 2005, 15% do PIB brasileiro, gerando 15 milhões de empregos (4 milhões de empregos diretos). Dados de 2003 mostram que este é o setor que, de longe, gera o maior número de empregos diretos, sendo seguido por vestuário, madeira e mobiliários, máquinas e tratores e material elétrico.

Gráfico II.1.1:



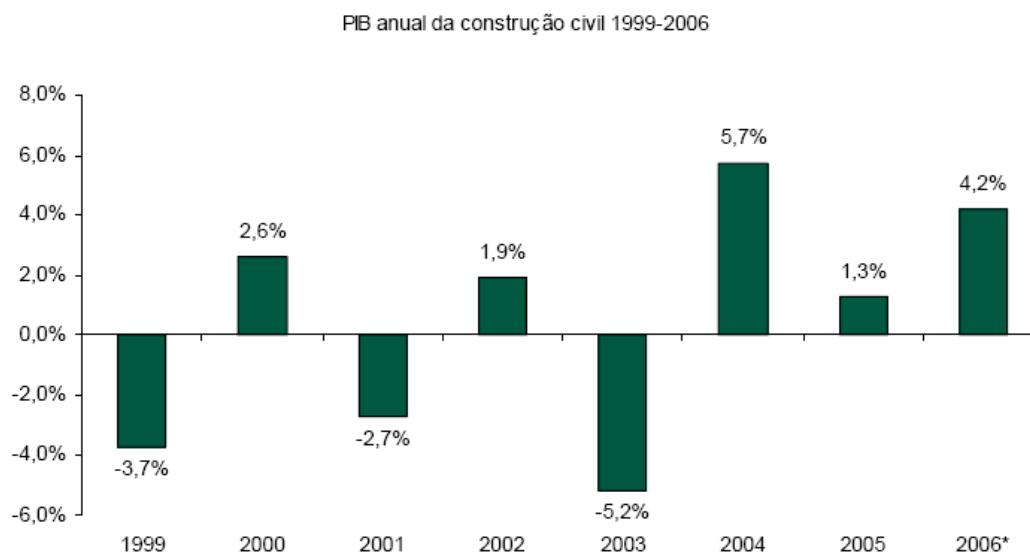
Fonte: BNDES

A importância da construção civil pode ser também evidenciada pelo seu alto poder multiplicador de demanda. De acordo com o IBGE<sup>1</sup>, o setor movimenta cerca de R\$100 bilhões por ano através da aquisição de produtos tais como aço, madeira, material elétrico, tubos e conexões, revestimentos cerâmicos, etc.

Apesar da sua forte influência no crescimento econômico do país, as altas taxas de juros, o baixo nível de renda, a instabilidade inflacionária e a retração de crédito imobiliário fizeram com que o setor de construção civil mostrasse resultados bastante negativos nos últimos anos, esboçando alguma recuperação somente a partir de 2004.

<sup>1</sup> Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Gráfico II.1.2:



Fonte: BNDES

\* Projeções BNDES

No entanto, conforme mostraremos a seguir, as expectativas são extremamente favoráveis, sustentadas por um cenário macroeconômico muito positivo, por melhorias institucionais promovidas pelo Governo Federal, pela elevação do crédito imobiliário e, finalmente, por fatores demográficos que garantirão o crescimento do setor no médio e longo prazo.

## II. 2 – Efeitos do Cenário Macroeconômico sobre o Setor Imobiliário

O ano de 2003 foi marcado pela transição do governo de Fernando Henrique Cardoso para o de Luis Inácio Lula da Silva. Este período foi marcado pelas incertezas sobre o futuro político e econômico do Brasil antes e imediatamente após as eleições presidenciais de outubro de 2002. O PIB apresentou um crescimento de apenas 0,5% em 2003. Nesse mesmo ano, a desvalorização do Dólar frente a outras moedas e as políticas monetárias e fiscais conservadoras do atual Governo Federal, levou a valorização do Real em relação ao Dólar. A inflação, medida pelo IPCA, foi de 9,3%. O Real valorizou-se 22,4% frente ao Dólar, alcançando R\$2,89 por US\$1,00 em 31 de Dezembro de 2003.

Em 2004, impulsionado pelas exportações, o país retomou o crescimento econômico, principalmente nos setores mais sensíveis à expansão do crédito. A recuperação do

mercado interno refletiu-se positivamente no mercado de trabalho, na renda da população e na economia brasileira. O PIB cresceu 4,9% e o Real valorizou-se 8,9% frente ao Dólar no período de 31 de Dezembro de 2003 e 2004. Nesse mesmo período, o mercado formal de trabalho cresceu, com a criação aproximadamente 1,9 milhão de postos de trabalho, o que proporcionou o aumento da demanda de bens e serviços na economia. A inflação, medida pelo IPCA, foi de 7,6%. As exportações e os investimentos externos geraram um importante superávit em conta corrente, de cerca de US\$11,7 bilhões (1,9% do PIB), o que possibilitou uma redução da dívida externa, melhorando sensivelmente o risco da economia brasileira.

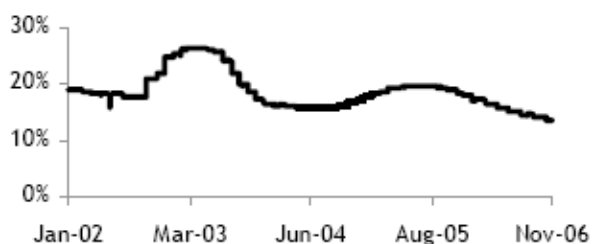
Em Setembro de 2004, o Banco Central deu início a uma política de aumento da taxa de juros, já que os indicadores de inflação não convergiam para os objetivos definidos para o ano de 2005. Os efeitos do aumento da taxa de juros refletiram na economia do país, que não cresceu em 2005 no mesmo ritmo que em 2004. Segundo o IBGE o PIB cresceu aproximadamente 2,3% em 2005.

Em Setembro de 2005, o Banco Central começou a redução gradual da taxa básica de juros (SELIC), à medida que a inflação entre 2005 e 2006 começou a convergir para as sua respectiva meta. A SELIC encerrou o ano de 2005 em 18% ao ano, sendo em seguida reduzida para 14,25% ao ano, em 30 de Setembro de 2006. A inflação, medida pelo IPCA, foi de 5,7%, acima da meta de 5,1% estabelecida pelo Banco Central. O Real valorizou 13,7% frente ao Dólar, chegando a R\$2,34 por US\$ em 31 de Dezembro de 2005 e, R\$2,17 por US\$1,00 em 30 de Setembro de 2006.

O setor imobiliário é afetado pelas condições econômicas do Brasil. A demanda por novas habitações é influenciada por diversos fatores, incluindo níveis de emprego, taxa de juros de longo e curto prazo, disponibilidade de programas de financiamento hipotecário, confiança do consumidor, custos de construção, disponibilidade de mão-de-obra e matéria-prima e outros fatores. Taxas mais altas podem afetar a capacidade dos compradores de residências em obter financiamentos e, dessa forma, podem diminuir a demanda por novas moradias. A falta de opções de financiamento também pode afetar negativamente a demanda por habitação. Em períodos de desaquecimento econômico, os consumidores e investidores compram menos imóveis uma vez que os preços dos alugueis diminuem e a quantidade de imóveis disponíveis aumenta.

Portanto, investir no setor é apostar na continuidade da queda dos juros e no **“investment grade”** da economia brasileira. O principal canal para o setor de construção é claramente a continuidade da queda da taxa de juros, o que levaria à viabilização do financiamento imobiliário em maior escala que a atual.

Gráfico II.2.1:

**SELIC**

Fonte: BACEN

### II. 3 – Fatores Demográficos e Sócio-Culturais

O crescimento da população brasileira, a elevada porcentagem de jovens (em relação ao total da população), a tendência de envelhecimento da população, o declínio do número de habitantes por domicílio e a preferência sócio-cultural pela casa própria são elementos que suportam um elevado potencial de demanda por imóveis residências no Brasil.

Os investimentos no setor imobiliário brasileiro nos últimos anos não foram suficientes para atender à demanda da população brasileira por habitações.

De acordo com o IBGE, de 1991 até 2000, a população do Brasil cresceu de 146,8 milhões para 171,3 milhões de habitantes, representando uma taxa de crescimento de 1,6%. Além disso, entre 1990 e 2004, a expectativa de vida no Brasil aumentou de 67,7 anos para 71,6 anos, a taxa de natalidade diminuiu de 24,2 por 1000 pessoas para 20,6 por 1000 pessoas, e a taxa de mortalidade diminuiu de 7,0 por 1000 pessoas para 6,3 por 1000 pessoas. O efeito combinado desses fatores resultou em uma tendência de envelhecimento gradual da população brasileira. Apesar da diminuição do número percentual de jovens da população total, o crescimento da população jovem do Brasil em termos absolutos proporciona um potencial de crescimento da demanda por imóveis nos próximos anos. Em 2000 a população com menos de 25 anos representava 49,7% da população total do Brasil,

em 2030 o Brasil deveria ter 36,1% de sua população com idade entre 25 e 49 anos, que é uma faixa com alto potencial de aquisição de imóveis.

Gráfico II.3.1:

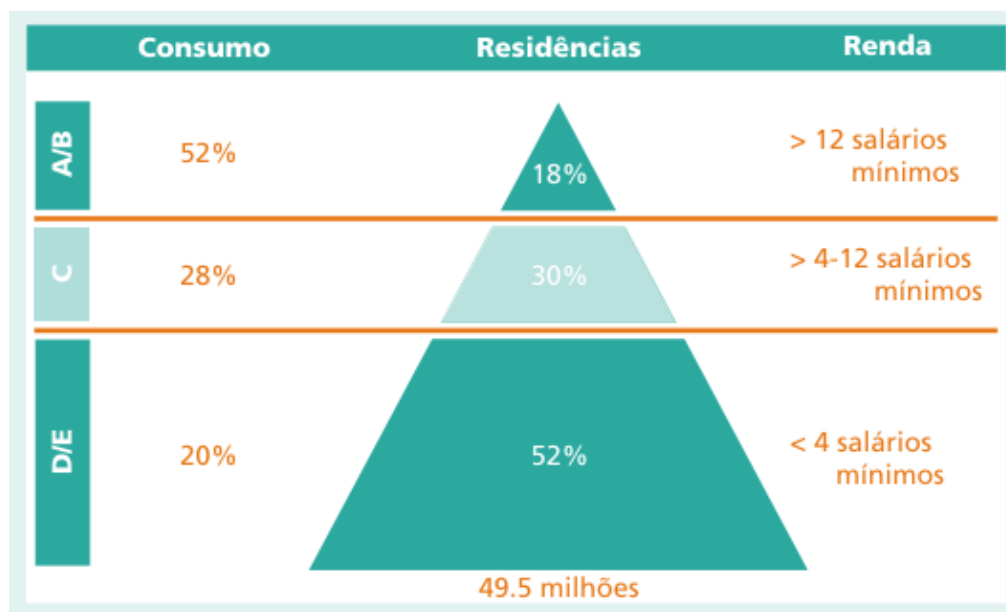
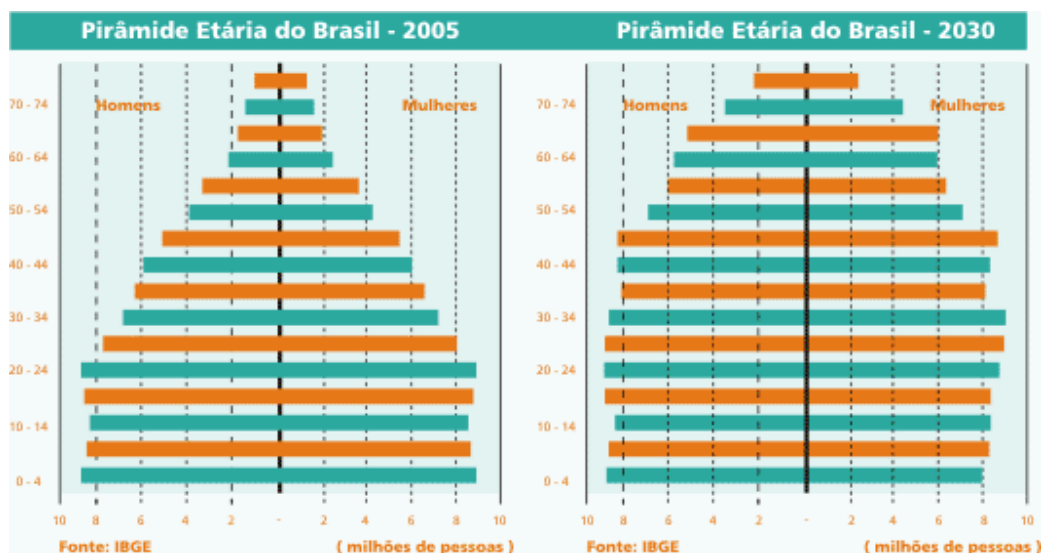


Gráfico II.3.2:



Outro indicador positivo para o mercado imobiliário é a diminuição do número de habitantes por domicílio. De acordo com o IBGE, de 1991 a 2000, os domicílios no Brasil aumentaram em 12,4 milhões, ou seja, uma taxa de crescimento de 3,6%, comparado a um

crescimento populacional e 1,6% no mesmo período. Quando comparados, os indicadores mostram uma redução no número médio de habitantes por domicílios.

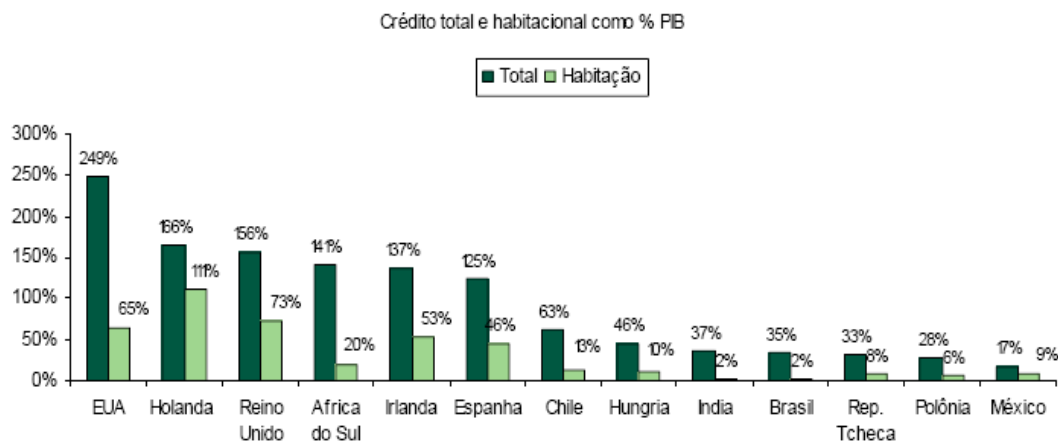
Pelo gráfico acima é possível observar que a concentração de renda é alta no Brasil. De acordo com o IBGE, em 2000, apenas 18% das residências brasileiras eram habitadas por famílias com renda mensais superiores a 12 salários mínimos. Já o percentual de residências habitadas por famílias com renda mensal entre 4 e 12 salários mínimos era de 30% do total de residências brasileiras, portanto, maior que o percentual de residências habitadas por famílias com renda mensal acima de 12 salários mínimos.

#### II. 4 – Política de Crédito para o Setor

Apesar do elevado déficit habitacional no Brasil, a limitação de renda e as restrições ao crédito imobiliário fizeram com que, por muito tempo, a aquisição de imóveis ficasse restrita à camada da população de alto poder aquisitivo. Daí o grande foco das incorporadoras em empreendimentos de alto padrão, deixando a construção de casas de baixo custo para as próprias famílias. Aqui, torna-se interessante fazer a comparação com o México, onde atualmente observa-se a situação oposta. Naquele país, o maior acesso ao crédito habitacional fez com que as empresas do setor desenvolvessem tecnologia e experiência em empreendimentos totalmente padronizados e de baixo custo. Já as classes mais altas que procuram exclusividade e qualidade optam pela construção própria.

O baixo acesso ao crédito habitacional no país pode ser evidenciado através de uma série de estatísticas. Quando comparamos o Brasil com outros países, não somente desenvolvidos, mas também em desenvolvimento, percebemos como a participação do crédito habitacional como fonte de recursos para a construção e aquisição de imóveis é insignificante – cerca de 2% do PIB, em 2005. Nos Estados Unidos, por exemplo, o crédito habitacional representa cerca de 65% do PIB.

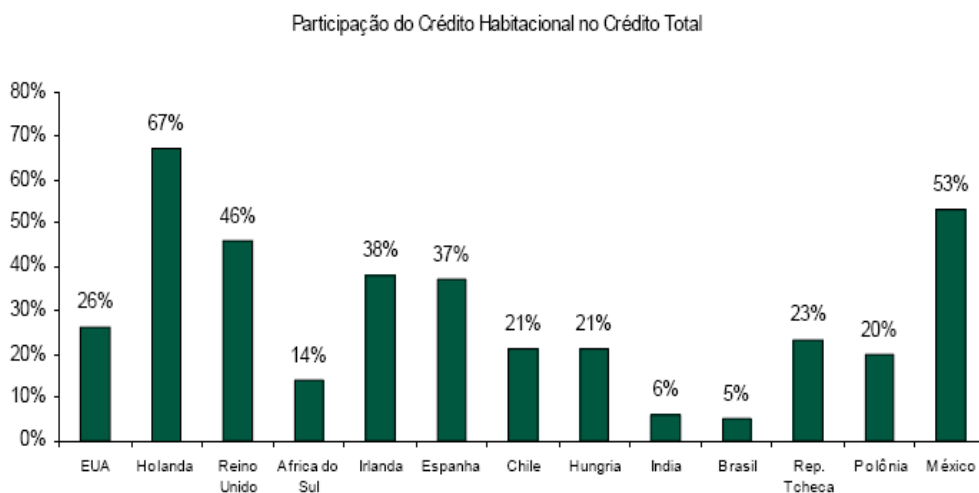
Gráfico II.4.1:



Fonte: BNDES/SAE

Outra evidência forte da pouca relevância do crédito habitacional no Brasil é a sua reduzida participação de 5% no total do volume de crédito privado. No México, Chile e Estados Unidos, as participações são de 53%, 21% e 26%, respectivamente.

Gráfico II.4.2:



Fonte: BNDES/SAE

Porém, não foi sempre assim. Na verdade, o crédito habitacional chegou a ser bastante forte no Brasil, especialmente nos últimos anos da década de 70. Um dos principais motivos para este bom desempenho foi a criação do Sistema Financeiro de

Habitação – **SFH**, que até hoje constitui uma das principais fontes de financiamento do setor.

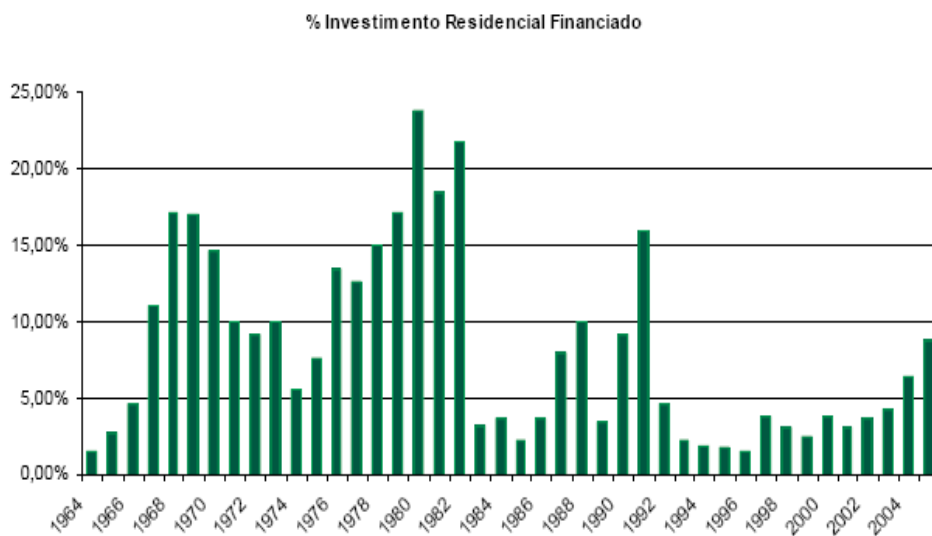
O SFH tem como objetivo principal viabilizar a aquisição de imóveis voltados principalmente para as camadas da população de média e baixa renda. O seu principal agente operador são os bancos públicos, com destaque para a Caixa Econômica Federal. Os financiamentos concedidos são destinados à aquisição de imóveis no valor de até R\$350 mil e o máximo de financiamento está limitado a 70% deste valor.

O SFH possui duas fontes principais de recursos, o FGTS e o SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo). Enquanto os bancos públicos utilizam basicamente o FGTS e possuem como alvo a classe de baixo poder aquisitivo, os bancos privados concedem crédito com recursos oriundos da poupança.

Todos os bancos são obrigados a aplicar 65% do total captado em poupança em financiamento à habitação. Desses 65%, 52% devem ir para o SFH, através de empréstimos com custos de TR + 12% ao ano. Os 13% restantes obedecem a taxas de mercado.

No entanto, apesar do sucesso do SFH durante as décadas de 60 e 70, a alta instabilidade econômica dos anos 80 e da primeira metade dos anos 90 levou a uma forte contração do crédito, que passou a se recuperar de maneira consistente apenas a partir de 1997. Como podemos ver no gráfico abaixo, a porcentagem de investimento residencial financiado vem mostrando um sólido crescimento.

Gráfico II.4.3:



Fonte: BNDE

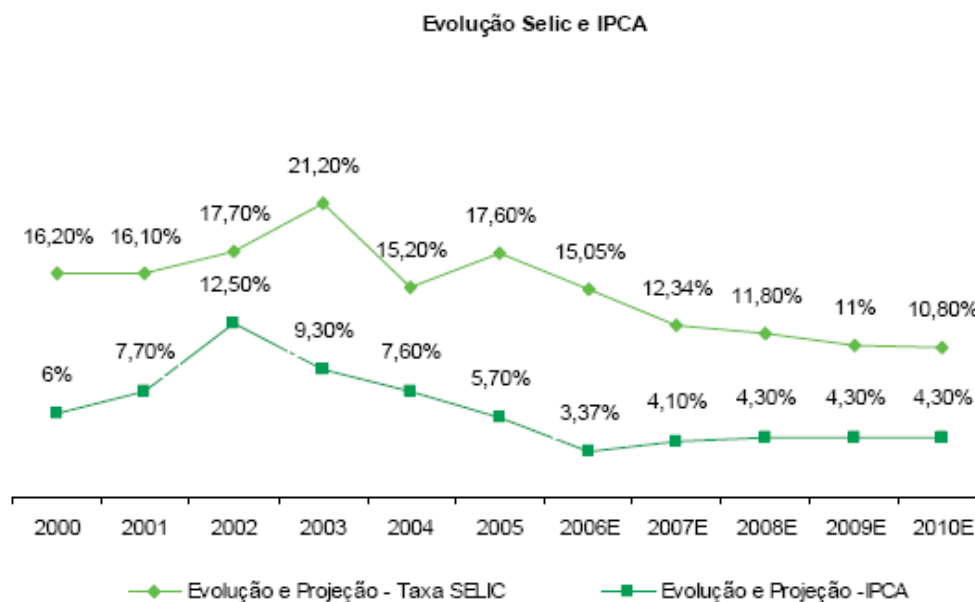


Mas o que mudou de lá para cá? Quais foram os principais agentes desta recuperação?

Em primeiro lugar, temos as profundas mudanças macroeconômicas presenciadas nos últimos anos. Se por um lado a maior estabilidade inflacionária permitiu a concessão de financiamentos com prazos bem mais longos, por outro, a queda dos juros elevou consideravelmente a atratividade deste tipo de crédito para os bancos.

As projeções indicam que a taxa SELIC deverá continuar sua trajetória de queda, atingindo 12% em 2007 e 10% em 2008, consolidando a confiança com as taxas de crescimento futuro do crédito imobiliário e, conseqüentemente, do setor de construção civil.

Gráfico II.4.4:



Em adição ao quadro macro bastante favorável, tem-se as melhorias institucionais implementadas nos últimos anos. O fato de ser intensivo em mão-de-obra, empregando um grande número e uma larga diversidade (em termos de formação técnica) de trabalhadores e ainda o fato de ter como fornecedores diversos segmentos da economia, tais como siderurgia, cimento, tintas, revestimentos cerâmicos, tubos e conexões, estimularam o governo a desenvolver uma série de medidas que foram essenciais para a elevação do crédito habitacional. Tais medidas tinham como objetivo central a elevação do volume de recursos para o crédito, assim como a redução dos riscos associados ao crédito habitacional,

tornando mais efetivas as garantias envolvidas nas operações do setor (alienação fiduciária de bens e imóveis, Incontroverso, etc).

Segue abaixo, uma relação das principais medidas de incentivo ao setor:

Lei 9.514 - Criação do Sistema Financeiro Imobiliário – SFI: os recursos oriundos do SFI são destinados ao financiamento tanto de imóveis residenciais quanto comerciais, diferentemente do SFH. Seus recursos baseiam-se na emissão recebíveis imobiliários frutos da securitização de créditos mantidos por construtores e incorporadores contra os seus clientes.

Lei 10.931 - Estabeleceu a separação jurídica de um empreendimento imobiliário do resto das operações da incorporadora. Tal medida tem como objetivo principal a redução do risco não somente para o credor como também para o comprador do imóvel, na medida em que o patrimônio afetado só responde pelas dívidas e obrigações vinculadas à incorporação específica, não se vinculando aos demais bens, direitos e obrigações de outro patrimônio do incorporador. Em caso de decretação de falência do incorporador, será instituído condomínio da construção para deliberar sobre a continuidade das obras ou a liquidação do patrimônio afetado.

A Lei 10.931 também estabeleceu a regra do Incontroverso, que determina que o principal da parcela, a parte que não corresponde a juros ou correção, precisa ser pago pelo mutuário mesmo quando ele entra com ação na Justiça para discutir valores do financiamento. Essa medida é apontada pela empresa como uma das mais importantes para o setor.

Lei 11.196 Tornou isento do imposto de renda o ganho auferido por pessoa física na venda de imóveis residenciais, com a condição de que o vendedor, no prazo de 180 dias, aplique o produto da venda na aquisição, em seu nome, de imóveis residenciais localizados no Brasil.

Elevação do limite de financiamento concedido pelos bancos de R\$300 mil para R\$350 mil e do valor financiado de R\$150 mil para R\$245 mil.

Redução do IPI para materiais de construção que tivessem alíquota superior a 5% e isenção do imposto para os materiais com alíquota inferior a 5%. Como exemplo de alguns produtos podemos citar: tintas, fios e cabos, tubos e conexões, vidros, esquadrias metálicas, etc).

Como dito anteriormente, todas as mudanças acima elevaram a atratividade, diminuíram o risco do crédito imobiliário e, conseqüentemente, causaram uma forte expansão da oferta deste tipo de produto pelas instituições financeiras.

## II.5 Fatores de Risco para o Setor Imobiliário

A conjuntura econômica do Brasil pode prejudicar o crescimento do setor imobiliário como um todo, através da desaceleração da economia, aumento de juros, flutuações cambiais, instabilidade política, liquidez dos mercados financeiros e de capitais, política fiscal e legislação tributária, novas regulamentações do setor, além de outros acontecimentos políticos, sociais e econômicos que possam ocorrer no Brasil ou que o afetem.

A expansão do segmento imobiliário depende principalmente da disponibilidade de crédito para compradores de imóveis em potencial e de taxas de juros acessíveis. A falta de qualquer desses dois fatores pode prejudicar a capacidade de expansão do setor.

Riscos ocasionados pela inadimplência de contratos e adicionalmente a custos de captação para novos empreendimentos devido à captação a diferentes taxas e indexadores, podem ocasionar descasamento de taxas e prazos referentes às captações e financiamentos, influenciando negativamente o crescimento do setor.

Além disso, existem riscos relacionados a novas regulamentações das condições do setor, tais como autorizações e licenças exigidas no que diz respeito à construção, zoneamento, uso do solo, proteção do meio ambiente e do patrimônio histórico, proteção ao consumidor, dentre outros, que afetam as atividades das empresas imobiliárias. Um aumento de tributos existentes ou a criação de novos tributos também podem prejudicar de maneira relevante as empresas do setor. Caso o governo federal venha a aumentar alíquotas de tributos existentes ou criar novos tributos incidentes na compra e venda de imóveis, pode acarretar em aumentos de custos operacionais, repassado pelas as empresas aos consumidores, podendo dessa forma reduzir a demanda por empreendimentos imobiliários.

## II. 6 Fragmentação do Mercado

O mercado imobiliário no Brasil ainda é muito fragmentado apesar de uma tendência de concentração recente devido ao crescimento das empresas que abriram capital na bolsa de valores de São Paulo.

O mercado já está em uma rota de concentração com as grandes incorporadoras recém capitalizadas ganhando espaço frente às pequenas. Isso ocorre devido à capacidade das grandes empresas de competir por terrenos e disponibilidade de recursos para negociar participação em projetos mais rentáveis.

O processo de fusão e aquisições pode vir a ocorrer principalmente entre empresas que ainda não têm porte suficiente para vir a mercado ou entre as empresas que abriram capital com uma dimensão ainda reduzida. Entre as grandes empresas, a realização de parcerias é um caminho mais viável para se expandir. Aquisições envolvendo as grandes construtoras provavelmente estarão relacionadas com empresas com características únicas.

### CAPITULO III – CYRELA BRAZIL REALTY S.A.

#### III. 1 – Aspectos Gerais

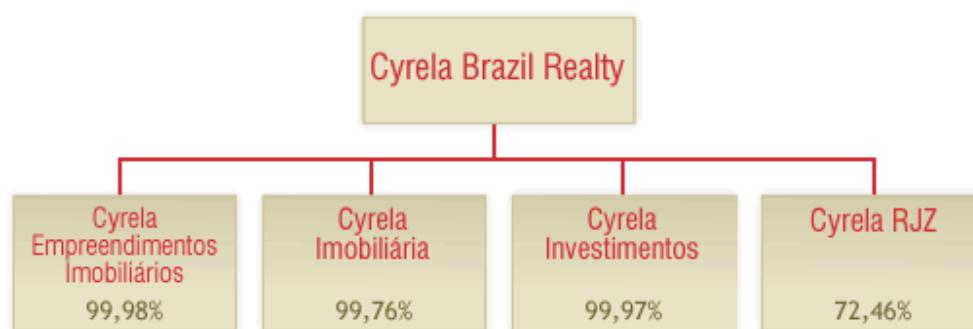
A Cyrela Brazil Realty é a maior incorporadora de edifícios residenciais de alto padrão de São Paulo e do Rio de Janeiro, com base no valor dos lançamentos realizados em 2004 e 2005, de acordo com a EMBRAESP<sup>2</sup> e com a ADEMI<sup>3</sup>, respectivamente, as duas cidades com maior participação no PIB brasileiro (9,4% e 4,3% em 2003, respectivamente), de acordo com o IBGE. O principal foco da Companhia é a incorporação de edifícios residenciais de alto padrão, com acabamento e localização diferenciada, visando atender a demanda de potenciais clientes de alta e média-alta renda nas regiões metropolitanas de São Paulo e do Rio de Janeiro.

A Cyrela Brazil Realty também atua na incorporação, locação e comercialização de lajes corporativas de alto padrão e alta tecnologia e, de forma menos representativa em sua receita líquida, na locação e administração de shopping centers. Além disso, a Companhia presta serviços condominiais e em 2004 iniciou seus projetos no segmento de incorporação de loteamentos residenciais.

#### III.2 – Estrutura Societária e Composição Acionaria

O organograma abaixo apresenta as quatro subsidiárias que participam com mais de 3,0% do nosso ativo total em 31 de março de 2006 e o respectivo percentual que de cada uma delas:

Gráfico III.2.1:



<sup>2</sup> Empresa Brasileira de Estudos de Patrimônio S/C Ltda.

<sup>3</sup> Associação de Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário

A tabela abaixo contém informações sobre a composição acionária e titularidade das Ações Ordinárias, após a última Oferta Pública de Ações realizada em julho de 2006, por cada um dos titulares de 2,0% ou mais das Ações Ordinárias e por todos os membros do Conselho de Administração e da Diretoria como um grupo, bem como Ações Ordinárias em tesouraria:

Tabela III.2.1

| <i>Posição Acionária - Versão Resumida</i> |              |          |
|--|--------------|----------|
| <i>Cyrela Brazil Realty S/A</i>            |              |          |
| <b>Acionistas</b>                          | <b>Ações</b> | <b>%</b> |
| <b>Grupo Controlador</b>                   | 126.112.180  | 35,6%    |
| <b>Eirenor <sup>(1)</sup></b>              | 21.900.008   | 6,2%     |
| <b>Administradores</b>                     | 8.516.138    | 2,4%     |
| <b>Tesouraria</b>                          | 6.000        | 0,0%     |
| <b>Free Float</b>                          | 197.930.552  | 55,8%    |
| <b>Total</b>                               | 354.464.878  | 100,0%   |

### III.3 – Estratégias e Vantagens

Dentre as Estratégias perseguidas pela Cyrela Brazil Realty vale ressaltar a capitalização e consolidação do potencial de crescimento dos mercados atuais. O crescimento futuro será proveniente da capacidade de aumentar as vendas e ampliar a participação nos atuais mercados, São Paulo e Rio de Janeiro. Crescimento com expansão geográfica e em novos segmentos. Manter situação financeira conservadora e aumentar o volume de financiamento aos clientes. Continuar operando com uma abordagem conservadora no tocante ao capital de giro. Aumentar a aquisição de terrenos e o lançamento de novos empreendimentos. O estoque de terrenos atual proporciona lançar novos empreendimentos por aproximadamente cinco anos. Continuar a reduzir custos e maximizar de forma eficiente no que se refere à área de Construção. Redução de custos de construção e despesas gerais indiretas e fundamentais para manter margens competitivas e a rentabilidade esperada.

Alem disso, a Cyrela Brazil Realty ainda visa operar de forma integrada na incorporação imobiliária, o que permite administrar e controlar todas as etapas da

incorporação de um empreendimento, oferecendo vantagens como eficiência de custos, em função da elaboração do projeto, da construção, incorporação e venda do empreendimento; Aumento do poder de compra frente aos fornecedores; Flexibilidade e confiabilidade operacional, o que permite construir e entregar produtos rapidamente, de forma a atender à demanda do mercado; Adaptar cronogramas de construção ao fluxo de caixa de recebimento, auxiliando na obtenção de margens financeiras mais elevadas; Melhor controle de qualidade durante todas as etapas do processo.

#### III.4 – Segmentos de Atuação

As atividades da Cyrela Brazil Realty engloba os seguintes segmentos:

- Incorporação imobiliária residencial: inclui incorporação residencial, que envolvem grande volume de capital e alto risco e um potencial de lucro maior;
- Incorporação e venda de lajes corporativas: inclui incorporação comercial, que envolve grande volume de capital e alto risco e um potencial lucro maior;
- Locação de lajes corporativas: inclui a locação de edifícios de alto padrão e alta tecnologia, que produzem um fluxo de caixa constante;
- Locação de shopping centers: incluem a locação de shopping centers e a administração dos estacionamentos dos shopping centers.
- Prestação de serviços: inclui a administração de edifícios comerciais e shopping centers, a intermediação de vendas imobiliárias, bem como a administração de obras que a Companhia realiza.

## CAPITULO IV – METODOLOGIA

### IV.1 – Principio da Avaliação

A avaliação ou valoração de empresas – ou valuation – tem sido objeto de diversas correntes de pesquisa, que buscam no seu arcabouço teórico conceber modelos que ofereçam às negociações empresariais uma avaliação justa de quanto vale uma empresa ou quanto se deve pagar pelos resultados esperados da empresa. O objetivo de uma avaliação é o de estimar o valor justo de mercado de uma empresa. Tanto o termo avaliação quanto o termo valoração referem-se ao processo de estimar o preço pelo qual uma propriedade trocária de mãos entre um comprador e um vendedor, estando ambos dispostos a fazer tal transação. Quando o ativo avaliado é uma empresa, a propriedade que o comprador e o vendedor hipotéticos estão negociando consiste nos direitos de todos os detentores de títulos da empresa, incluindo ações, títulos e dívidas privadas.

Existem vários modelos de avaliação de empresas. Não existe regra para se escolher o melhor modelo de avaliação, no entanto, existem métodos que trazem mais e existem métodos que trazem menos profundidade e detalhamento na análise. Atualmente existem três estudos disseminados para a avaliação de uma empresa. A primeira é a avaliação por fluxo de caixa descontado, que “relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperadas relativos àquele ativo”<sup>4</sup>. A segunda é a avaliação relativa ou análise por múltiplos comparativos. Nesta, procura-se estimar o valor de um ativo com ativos comparáveis, usando variáveis comuns como a relação entre seu preço/valor e o lucro gerado pelo ativo. O terceiro método é a avaliação de direitos contingentes ou opções reais. Essa avaliação utiliza modelos de precificação de opções para medir o valor de ativos que possuam características de opções. Esse método é usado em empresas com ativos difíceis de serem precificados devido à incerteza de retorno, como companhias que realizam altos investimentos em pesquisas e tecnologia, o que não levaremos em consideração em nosso trabalho.

O bom senso é um fator fundamental na escolha do método a ser utilizado, a decisão de se optar por um determinado método em detrimento de outro geralmente se baseia em limitações das informações disponíveis ou dos instrumentos de avaliação. Alguns métodos

---

<sup>4</sup> Damodaran, Aswath (1997) Avaliação de Investimentos. Rio de Janeiro: Qualitymark



requerem algum desenvolvimento e conhecimento estatístico, outros requerem um conjunto de informações mais amplo. Alguns métodos privilegiam a limitação do tempo disponível para a análise, por demandar menos tempo de pesquisa e estruturação do modelo. Abordaremos os principais conceitos das teorias de avaliação das empresas citadas, além das limitações e vantagens identificadas para cada um dos métodos. O foco deste trabalho será a avaliação por fluxo de caixa descontado, metodologia que aplicaremos para analisar nosso estudo de caso.

#### IV.2 – Análise baseada em Múltiplos de Mercado

A avaliação por múltiplos de mercado, ou método da comparação direta, baseia-se no princípio básico da teoria econômica que rege que ativos similares devem ser negociados a preços similares. Assim, uma forma simples de valorar um ativo é encontrando um ativo idêntico, ou pelo menos razoavelmente comparável, que tenha sido negociado entre partes razoavelmente informadas. A base do método é a de que o valor do ativo sendo avaliado é igual ao preço de venda de seu comparável. Diferenças de valor entre os ativos decorrem de alguma característica comparável que possa fornecer um parâmetro de proporcionalidade, como porte do ativo ou grau de produtividade. O método da comparação direta, ajustado por diferenças de escala, envolve duas quantidades, que são um indicador de valor e uma variável observável que seja relacionada a valor. Para viabilizar comparações diretas, tanto os dados para o indicador de valor quanto para a variável observável devem estar disponíveis para o ativo comparável, e os dados para a variável observável precisam estar disponíveis para o objeto da avaliação. Esta relação pode ser expressa matematicamente se definirmos como  $V$  o indicador de valor e como  $x$  a variável observável. A suposição crítica da qual depende a comparação direta é que a relação entre  $V$  e  $x$  para o alvo de avaliação é igual (pelo menos aproximadamente) à relação entre  $V$  e  $x$  para as empresas comparáveis, conforme mostrado pela equação abaixo:

Gráfico IV.2.1:

$$\frac{V_{alvo}}{x_{alvo}} = \frac{V_{comparáveis}}{x_{comparáveis}}$$

*Equação (1)*

Se esta equação for válida, o procedimento de avaliação torna-se simples. Resolvendo a equação para a variável desconhecida, tem-se:

Gráfico IV.2.2:

$$V_{alvo} = x_{alvo} \times \frac{V_{comparáveis}}{x_{comparáveis}}$$

Equação (2)

Este método funciona para qualquer variável observável  $x$ , desde que a relação entre  $V$  e  $x$  seja constante entre as empresas, como mostrado acima.

Um passo crítico na aplicação do método da comparação direta é a escolha das variáveis observáveis  $x$ , as quais devem ter uma relação consistente com o valor  $V$  para diferentes empresas, a fim de validar a equação. Uma forma de se conseguir isso é encontrando variáveis  $x$  que, segundo a teoria econômica, tenham uma relação de causalidade com o valor das empresas, como fluxos de caixa e lucros. Estas seriam medidas eficazes, já que as melhores fontes de valor são os benefícios líquidos para o investidor.

Há dois obstáculos a serem superados para garantir a aplicabilidade do método. O primeiro deles é que o número de empresas vendidas, tornando difícil a identificação de vendas de empresas comparáveis. O segundo e mais importante obstáculo é que o conceito de empresas “comparáveis”, em razão da complexidade inerente à estrutura de uma empresa.

A solução para o reduzido número de empresas negociadas pode ser obtida usando dados de empresas de capital aberto negociadas em bolsa. Embora essas empresas raramente mudem de mãos, suas posições minoritárias, representadas pela posse de ações e títulos da empresa, são compradas e vendidas diariamente.

Quanto ao segundo obstáculo, definição do que é “comparável”, existem na teoria diversos métodos e justificativas que nem sempre são convergentes. Um deles identifica que a comparabilidade pode ser medida através de classificações industriais e de fatores relacionados aos fundamentos econômicos do negócio, como produtos, estrutura de capital, nível de gestão, experiência pessoal, natureza da competição, lucros, valor contábil e posição creditícia. Outro postula que a análise de índices financeiros, de liquidez, atividade, alavancagem e rentabilidade, podem auxiliar a comparabilidade enquanto instrumentos de

verificação. Supõe-se que empresas comparáveis tenham indicadores financeiros comparáveis entre si e com o alvo da avaliação.

#### IV.3 – Análise por Fluxo de Caixa Descontado

O uso do método de Fluxo de Caixa Descontado, que possui como objetivo, a obtenção de um preço justo para uma empresa, vem sendo cada vez mais usado no momento atual de globalização dos mercados mundiais. Apesar de ser o método de precificação mais completo, existe alguma polêmica no seu uso indiscriminado: os críticos alegam que o uso excessivo de hipóteses o torna muito subjetivo. A verdade é que o valor justo da empresa não deve ser entendido como um indicador preciso e sim como uma ferramenta para se avaliar uma empresa a partir das premissas nas quais acreditamos. Para uma mesma empresa, diferentes analistas encontram diferentes valores. Essa diversidade é muito positiva para o mercado, gerando diferentes visões e opiniões, o que garante liquidez para o mercado.

Apesar de ser considerado o método o mais completo, sua definição é simples: projetar a futura geração de caixa de uma empresa, trazendo esses valores ao tempo presente, utilizando uma taxa de desconto que é capaz de refletir a remuneração esperada em função do risco país, do setor em que atua e de outros fatores administrativos.

O método tem sua fundamentação na regra de valor presente, onde o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros dele esperado.

Valor Presente de uma ação =

$$FC1 / (1+r)^1 + FC2 / (1+r)^2 + FC3 / (1+r)^3 + \dots + FCn / (1+r)^n$$

Onde:

FC1= Fluxo de Caixa no ano 1

FC2= Fluxo de Caixa no ano 2

FC3= Fluxo de Caixa no ano 3

FCn= Fluxo de Caixa na perpetuidade

$(1+r)^1$ = Taxa de desconto no ano 1

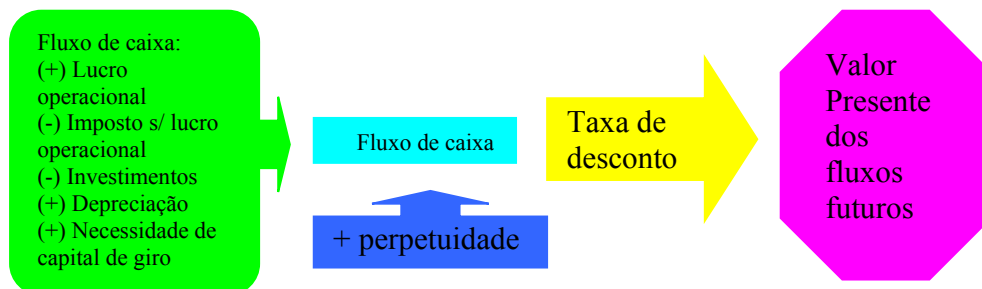
$(1+r)^2$  = Taxa de desconto no ano 2

$(1+r)^3$  = Taxa de desconto no ano 3

$(1+r)^n$  = Taxa de desconto na perpetuidade

A equação acima também pode ser apresentada pelo seguinte esquema:

Gráfico IV.3.1:



Onde temos:

**Fluxo de Caixa:** Uma medida da performance financeira que indica o valor líquido de caixa que é gerado pela Companhia, descontando-se impostos, gastos, necessidade de capital de giro e investimentos:

-> Receita Bruta

(-) Impostos sobre vendas

= Receita Líquida

(-) CPV (Custo dos Produtos Vendidos)

= Lucro Bruto

(-) Despesas Operacionais

= Lucro da Atividade (ou Lucro Operacional ou EBIT<sup>5</sup>)

(+) Depreciação

(-) Variação da Necessidade

(-) Importo de Renda e Contribuições

(-) Variação do Imobilizado

= Fluxo de Caixa da Empresa

<sup>5</sup> Earnings Before Interests and Taxes

A projeção dos fluxos será feita, nesse trabalho, em valores nominais. Assim, serão projetadas algumas premissas macroeconômicas, como: taxa de juros e inflação, que serão abordadas mais adiante.

### Perpetuidade

É o valor residual da empresa no final do período de projeção. A perpetuidade é definida como a fase em que a empresa já atingiu a maturidade. Na fase da maturidade levamos em consideração, geralmente, que o retorno sobre o ativo líquido se aproxima dos custos de capital total (CT) e capital próprio (CP). Nesta fase haverá um equilíbrio na estrutura de capital da companhia.

Definir o ano que será utilizado para a perpetuidade depende de cada análise, mas o ideal é levar em conta a quantidade de dados disponíveis, como projeções de mercados e metas da própria empresa.

A grande questão de uma análise por fluxo de caixa é trabalhar na perpetuidade da empresa de maneira minuciosa. Para isso, é necessário ter um cenário estável de longo prazo para a empresa, pois é da perpetuidade que provém a maior parte do valor da empresa na análise. Portanto, saber se a companhia analisada é capaz de crescer igual ou mais do que o país ou o setor na qual a mesma se encontra é essencial para a análise de perpetuidade.

$$\text{Perpetuidade} = ((FCt * (1+g)) / ((r-g) * (r t))$$

Onde:

FCt= Fluxo de Caixa do último ano análise ou do ano da maturidade

g= taxa de crescimento (pode ser atrelado ao PIB. Exemplo: 2x o PIB)

r= taxa de desconto

### Taxa de Desconto

Os fluxos de caixa projetados serão descontados a uma taxa que representa o custo de capital médio ponderado da empresa (*Custo Médio de Capital Ponderado - WACC*). O Capital Asset Pricing Model (CAPM) é o modelo mais usado para o cálculo da taxa de desconto. Apresenta uma relação entre o retorno esperado de um ativo e o retorno esperado

de um “índice de mercado” como o IBOVESPA ou o IBrX50, levando em conta a rentabilidade de um ativo sem risco (como um título do governo), que representa o custo de oportunidade de investir no ativo com risco.

Esse modelo pressupõe 4 hipóteses: i) Inexistência de custos de transação, ii) simetria de informações entre os agentes do mercado, iii) possibilidade de diversificação total do risco esperado de um ativo dentro de uma carteira e iv) inexistência de problemas de falta de liquidez.

Naturalmente, quando um investidor aplica em um ativo de risco, ele deseja obter um retorno adicional proporcional a esse risco que está aceitando correr. Em suma, deseja obter a rentabilidade de um ativo livre de risco mais um “prêmio”, como mostra a equação do modelo CAPM abaixo.

$$R_e = (R_m - R_f) * \beta_i + R_f \text{ sendo:}$$

$R_e$  = o retorno esperado exigido pelo investidor de um ativo,

$R_f$  = o retorno de um ativo livre de risco,

$R_m$  = o retorno de uma carteira de mercado ou índice e

$\beta_i$  = o percentual da diferença histórica entre o retorno do índice de ações e o ativo livre de risco. Um papel com  $\beta_i$  superior a 1 significa este possui uma tendência a subir mais do que o índice quando este está em alta e a cair mais do que o índice quando este está em baixa. Como se trata de uma relação histórica, esse comportamento não necessariamente se repetirá no futuro.

### **Custo de Capital de Terceiros**

O segundo componente da taxa de desconto é o custo do endividamento da empresa. Será considerado o custo ponderado dos empréstimos da empresa do último balanço divulgado. Sobre este custo incidirá o benefício fiscal da alavancagem  $(1-t)$ , que terá o efeito de reduzir o custo de capital de terceiros. Isso acontece porque o custo de capital de terceiros pagam juros, que são dedutíveis do imposto de renda. Dessa maneira, o custo da dívida após os impostos tende a ficar mais barato devido aos benefícios fiscais concedidos pelo governo.

$R_d = d \cdot (1-t)$ , onde

$t$  = taxa efetiva de impostos (alíquota).

$(1-t)$  = benefício fiscal da alavancagem

### **Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)**

A taxa de desconto deve levar em conta a ponderação entre o custo de capital próprio e capital de terceiros. Isso é necessário no sentido em que os fluxos de caixa estimados refletem a remuneração tanto dos acionistas (custo de capital próprio) como também dos credores (custo de capital de terceiros). Dessa forma, a estrutura de capital será função da participação de cada provedor de capital na companhia.

Em outras palavras, o WACC é a metodologia que pondera, em função da estrutura de capital projetada para a empresa, o custo de capital próprio com o custo de capital de terceiros (dívidas). Essa taxa é a mais adequada para descontar os fluxos de caixa operacionais, pois reflete o custo de oportunidade de cada um dos provedores de capital da empresa acima citados.

Dessa maneira, vimos que o custo de capital próprio ( $R_e$ ) é determinado pela taxa de desconto que investidores poderiam obter através de um investimento alternativo, porém com riscos similares e para o cálculo foi utilizado o método CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Similarmente, vimos que o custo de capital de terceiros é determinado pelo custo contábil da dívida. Visto que no Brasil não há um mercado secundário líquido para dívidas, torna-se inviável utilizar os valores de mercado, bem como o custo de oportunidade de um novo empréstimo.

Dessa maneira, podemos consolidar as formulas acima estudadas no intuito de se obter a custo médio ponderado de capital, da seguinte forma:

$$WACC = R_e \left( \frac{E}{E+D} \right) + R_d \left( \frac{D}{E+D} \right)$$

Onde: WACC = Custo Médio Ponderado do Capital

$R_e$  = Custo para o acionista

$R_d$  = Custo de Terceiros após os impostos

$E/(E+D)$  = Proporção, em porcentagem, do Valor de Mercado do Capital Próprio em relação ao financiamento total.

$D/(E+D)$ = Proporção, em porcentagem, do Valor de Mercado do Capital de Terceiros em relação ao financiamento total.



## CAPITULO V - ANALISE E ESTUDO DE CASO: CYRELA

### V.1 – Analise SWOT

A análise da Cyrela mostra que com a sua força financeira, expertise do *management* e posicionamento estratégico a empresa pode capturar melhor o potencial de crescimento do mercado brasileiro.

A Análise SWOT é uma ferramenta de gestão muito utilizada por empresas privadas como parte do planejamento estratégico dos negócios. O termo SWOT vem do inglês e representa as iniciais das palavras Strengths (forças), Weaknesses (fraquezas), Opportunities (oportunidades) e Threats (ameaças).

Como diz o próprio nome, a idéia central da análise SWOT é avaliar os pontos fortes, os pontos fracos, as oportunidades e as ameaças da organização e do mercado onde a empresa atua.

#### Pontos Fortes / Oportunidades

1. Forte posicionamento da marca obtido através do desenvolvimento de projetos diferenciados em termos de qualidade e inovação.

2. Integração total de suas atividades: O principal benefício desta característica é o rígido controle sobre todo processo. Adicionalmente, acreditamos que a grande expertise da Cyrela em construir será um diferencial para a obtenção de maiores margens em empreendimentos. Tais empreendimentos exigem técnica, padronização e escala que somente empresas com histórico e foco em construção podem obter.

3. O cuidado e a experiência no desenvolvimento dos projetos, combinando de maneira perfeita as características do empreendimento com as características do terreno, do bairro e do público-alvo possibilitam a venda rápida das unidades.

4. Management team altamente experiente e com excelente histórico de gestão no setor de construção civil, capazes de construir uma empresa sólida, com resultados consistentes e crescentes, mesmo dentro de períodos conturbados da economia.

5. Estratégia de crescimento: conforme mencionado a elevação do número de lançamentos, o aumento das participações sobre o VGV total nas parcerias de incorporação e, finalmente, o aumento do número de lançamentos.

6. Expansão geográfica: apesar da empresa sempre reforçar sua estratégia de ter como foco a cidade de São Paulo e recentemente Rio de Janeiro, seu management team já estuda novas oportunidades de empreendimentos em novas cidades.

#### Riscos / Pontos Fracos

1. Risco de Regulamentação: o setor imobiliário no Brasil esta sujeito à extensa regulamentação relativa a edificações e zoneamento, expedida por autoridades federais, estaduais e municipais, que afetam a aquisição de terrenos e as atividades de incorporação e construção. As operações das empresas de construção civil também estão sujeitas a leis ambientais que podem ter como conseqüências atrasos nas obras, custos muito acima daqueles previamente orçados e, no pior dos casos, a proibição ou restrição da atividade de incorporação.

2. Desaceleração Econômica: o setor de construção civil é extremamente sensível ao nível de emprego e renda, às taxas de juros e às governamentais de habitação. Adicionalmente, o setor responde rapidamente sinais de deterioração econômica, sendo um dos primeiros a sofrer.

3. Aumento da Concorrência: As maiores empresas de construção estão bastante capitalizadas e com agressivos planos de crescimento. Deste modo tememos que o aumento da concorrência afete não somente o valor das unidades vendidas como também o custo de aquisição de novos terrenos.

4. Concentração Regional: Ao estar concentrada em uma única região, a Cyrela está muito mais exposta ao risco de regulamentação do setor. Acreditamos que a empresa poderia adotar a estratégia de ingressar em parcerias com incorporadoras regionais que conhecessem outros mercados. No início, suas porcentagens poderiam ser menores, evoluindo de acordo com o conhecimento acumulado sobre uma determinada região.

Esta forma de análise de negócios, apesar de subjetiva, vem sendo utilizada com muito sucesso por empresas privadas em todo o mundo e, sem dúvida, pode ser uma ferramenta de grande utilidade para a análise da Cyrela.

#### V.2 – Valuation e Analise de Múltiplos

Foi utilizado como metodologia para o cálculo do preço alvo, a taxa de desconto de 11,4% (WACC), que parte da premissa de um beta de 0,92, tomando como base a média das empresas do setor nos Estados Unidos, risco Brasil de 200 bps e ponderados pela

estrutura ideal de capital como sendo uma participação de 28% de dívida e 72% de capital próprio.

O múltiplo mais relevante para se analisar o setor neste momento é o P/L para 2008 por ser o ano que melhor reflete o impacto da rentabilidade gerada pelo forte crescimento das operações em 2006 e 2007, anos cruciais para a confirmação da tese de investimento para o setor. O setor negocia atualmente com um P/L médio para 2008 de 15,8x.

As seguintes definições de acordo com a metodologia para o cálculo do fluxo de caixa apresentado no capítulo anterior foram utilizadas:

**Rf:** O parâmetro Rf será igual à taxa de 10 anos do tesouro americano (5,1%), considerado o ativo livre de risco, mais o prêmio do Risco Brasil (2,0%) calculado pela *JPMORGAN*, assim, Rf será igual a 7,1%.

**Rm – Rf :** O prêmio de risco de mercado, será a média histórica do retorno acima da taxa livre de risco do S&P 500. Utilizamos atualmente 5,5 %.

**Beta( $\beta_i$ ):** Média setorial do Beta em relação ao S&P 500<sup>6</sup>, cálculo realizado através do sistema Bloomberg para um período de 60 meses, ou seja, 0,92. O beta reflete o histórico da variação de um papel em relação a algum índice.

Resumidamente, um papel com beta inferior a 1 tende a ser menos impactado pelas variações do mercado. Já um papel com beta superior a 1 tende a ser mais sensível as variações do mercado, se valorizando mais que o índice quando este sobe e caindo mais que o índice quando esse está em queda.

Porém, cabe ressaltar que o beta reflete a sensibilidade histórica da ação em determinado período. Dessa forma, o que ocorreu no passado não necessariamente voltará a acontecer no futuro. Portanto, deve-se considerar um período razoável para se achar o beta, de maneira que a dinâmica do papel seja bem captada na regressão.

A Taxa de Crescimento da Perpetuidade foi definida em 4,0% de acordo com as características de longo prazo da empresa e do setor.

A Cyrela divulgou os resultados do 4T06 com lucro líquido de R\$ 81 milhões, e EBTIDA de R\$ 78 milhões, a margem EBTIDA foi de 19,4% e a margem bruta foi de 39,3%. A receita líquida foi de R\$ 391 milhões. O que não entra em nossa análise, pois

---

<sup>6</sup> Índice de ações divulgado pela Standard & Poor's e composto de 500 papéis negociadas nos EUA.

estamos trabalhando com dados de balanços consolidados, porem o resultado vem em linha com o valor encontrado.

A Data da avaliação analisada é descontado até a data de publicação do último balanço disponível no momento da realização da avaliação da empresa ( e inicio deste trabalho), no caso foi utilizado o balanço final do ano de 2005, pois o balanço final de 2006 só foi divulgado em marco de 2007.

Tabela V.2.1:

| Resultados trimestrais (R\$m) | 4T06   | 4T05  | 3T06   | A/A     | T/T     | 4T06E  | Real/Estim. |
|-------------------------------|--------|-------|--------|---------|---------|--------|-------------|
| Receita bruta                 | 402,2  | 128,9 | 237,8  | 211,9%  | 69,1%   | 337,4  | 19,2%       |
| Impostos e deduções           | -11,4  | -5,9  | -6,0   | 93,6%   | 127,9%  | -12,1  | -6,3%       |
| Receita líquida               | 390,8  | 123,1 | 232,8  | 217,6%  | 67,9%   | 325,3  | 20,1%       |
| Custo dos produtos/serviços   | -237,2 | -78,9 | -133,7 | 200,5%  | 77,4%   | -179,6 | 32,1%       |
| Lucro bruto                   | 153,6  | 44,1  | 99,1   | 248,1%  | 55,0%   | 145,6  | 5,5%        |
| Margem bruta %                | 39,3%  | 35,9% | 42,8%  | 9,6%    | -7,7%   | 44,8%  | -12,2%      |
| Despesas comerciais           | -49,7  | -27,3 | -33,8  | 82,3%   | 47,3%   | -48,8  | 6,4%        |
| Despesas administrativas      | -25,1  | -12,7 | -17,1  | 97,5%   | 46,9%   | -21,1  | 18,9%       |
| Outra desp/rec. operacionais  | -0,6   | 0,1   | -2,2   | -545,0% |         | -1,0   | -38,5%      |
| EBIT                          | 78,1   | 4,3   | 46,0   | 1734,2% | 69,8%   | 76,7   | 1,8%        |
| Margem EBIT %                 | 20,0%  | 3,5%  | 19,8%  | 477,5%  | 1,1%    | 23,6%  | -15,3%      |
| EBITDA                        | 75,8   | 4,4   | 47,1   | 1639,2% | 61,0%   | 77,8   | -2,6%       |
| Margem EBITDA %               | 19,4%  | 3,5%  | 20,2%  | 447,6%  | -4,1%   | 23,9%  | -18,9%      |
| Resultado financeiro          | -8,3   | 9,7   | 18,1   | -185,0% | -145,6% | 31,6   | -126,1%     |
| Resultado operacional         | 69,8   | 14,0  | 64,1   | 399,7%  | 9,0%    | 108,4  | -35,6%      |
| Resultado não-operacional     | 32,0   | 0,0   | -19,7  |         | -282,3% | 0,0    |             |
| LAIR                          | 101,8  | 14,0  | 44,4   | 628,7%  | 129,4%  | 108,4  | -6,0%       |
| I.R. e C.S.                   | -19,3  | 6,6   | -6,5   | -393,5% | 252,2%  | -16,9  | 14,3%       |
| Taxa %                        | -19,0% | 47,1% | -12,4% | -140,3% | 53,5%   | -15,6% | 21,6%       |
| Participações no lucro        | -1,6   | 0,0   | -1,5   |         | 6,9%    | -1,5   | 5,8%        |
| Participações de minoritários | -0,3   | 1,8   | -6,1   | -115,5% | -95,6%  | -18,3  | -98,5%      |
| Lucro líquido                 | 80,6   | 22,3  | 31,3   | 261,5%  | 158,0%  | 71,7   | 12,5%       |
| Margem líquida %              | 20,6%  | 18,1% | 13,4%  | 13,8%   | 53,7%   | 22,0%  | -6,3%       |

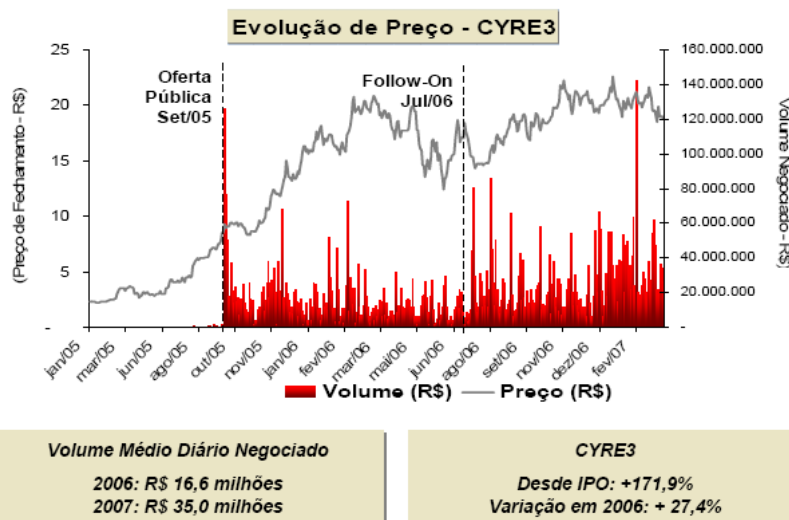
Considerando-se as hipóteses adotadas temos o seguinte fluxo de caixa para a empresa:

Tabela V.2.1:

| Fluxo(em milhões R\$)     | 2006 | 2007 | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  |
|---------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Receita                   | 1292 | 1590 | 2238  | 3778  | 4452  | 5354  | 6490  |
| (-)Deducoes               | -36  | -26  | -92   | -138  | -164  | -196  | -226  |
| (-) Custo de Incorporacao | -506 | -375 | -1392 | -2052 | -2544 | -3148 | -3692 |
| (-)Despesa de Vendas      | -118 | -196 | -268  | -370  | -408  | -474  | -532  |
| (-)G&A e Outros           | -60  | -88  | -154  | -240  | -278  | -334  | -386  |
| (-)Impostos               | -50  | -70  | -106  | -146  | -168  | -198  | -224  |
| (-)Capex                  | -4   | -4   | -4    | -4    | -4    | -4    | -4    |
| (+/-)Depreciacao          | -244 | -58  | 104   | -28   | -24   | -24   | -56   |
| FCF                       | 264  | 374  | 328   | 804   | 862   | 978   | 1372  |
| FCF Minor.                | 56   | 294  | 236   | 522   | 560   | 636   | 892   |

Com isso temos o valor presente da empresa em torno de 10.102 (em bilhões de Reais), e dividindo –se pelo numero de 354.464.878 ações, encontramos um preço alvo de R\$28,50. Como no inicio desta analise o preço das ações estavam em torno de R\$21,00 temos uma valorização esperada de aproximadamente de 35% pela frente.

Gráfico V.2.1:



## CAPITULO VI – CONCLUSAO

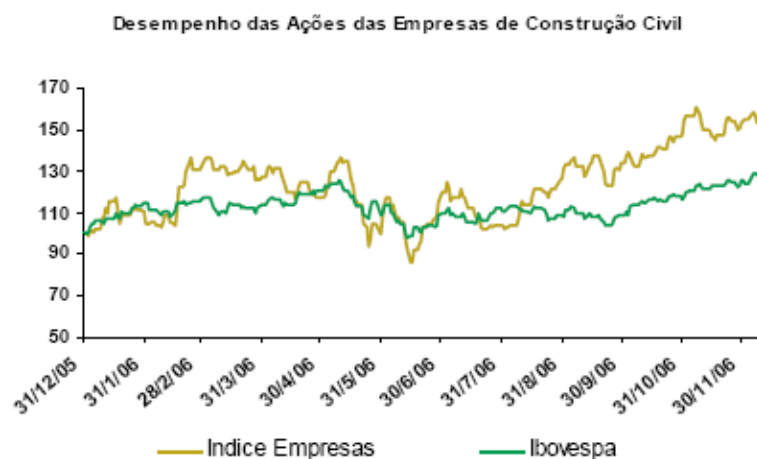
Após anos de desempenho negativo, marcados por taxas de crescimento baixíssimas, e até mesmo pela retração do PIB da construção civil, a atual fase da economia esta permitindo que seja desenhado um cenário extremamente positivo para o setor imobiliário. A estabilidade macroeconômica e ainda a implementação de medidas de incentivo, por parte do Governo Federal, foram os principais catalisadores desta melhora.

Do lado macro, a redução da volatilidade inflacionária e a queda dos juros tornaram possível a ampliação dos prazos de financiamento, assim como elevaram a atratividade de crédito habitacional para as instituições financeiras de capital privado. Adicionalmente, o aumento do emprego e da renda deverá levar uma grande parcela da população a trocar o aluguel pelo pagamento de prestações cada vez menores e mais acessíveis.

Em relação às melhorias institucionais, podemos perceber um grande esforço por parte do Governo Federal em estimular o setor, dado o seu grande impacto sobre a economia do país. Tais medidas têm como objetivos principais a elevação e o barateamento do crédito para a população de média e baixa renda e abrangem desde a redução dos riscos envolvidos nas operações de financiamento de imóveis até a eliminação de impostos sobre produtos da cadeia.

No rastro das boas notícias macroeconômicas e setoriais e ainda dos bons resultados apresentados, as ações das empresas de construção civil mostraram excelente desempenho e performance superior ao Índice de ações da Bovespa, conforme o gráfico abaixo.

Gráfico VI.1.:



Fonte Bloomberg

Portanto, há um grande espaço para surpresas no setor de construção que podem afetar de maneira significativa o valor das empresas, vide o resultado calculado para Cyrela em que foi projetada uma valorização em torno 35% a curto/médio prazo. O valor estimado para as ações é bastante dependente da consumação de um forte crescimento e da manutenção das vendas em um ritmo elevado, o que tem como premissa importante a manutenção da estabilidade da economia e a trajetória de queda da taxa de juros. Por outro lado, apesar de forte, o crescimento projetado subestima o que pode ser um cenário de real desenvolvimento do mercado imobiliário. Desta forma o risco e retorno jogam a favor do setor.

## CAPITULO VII – ANEXOS

## Balanco Patrimonial

| <b>Balanco Patrimonial - (em milhões de R\$ - BRGAAP)</b> |                     |                     |                     |                     |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| <b>Contas</b>   | <b>2006</b>         | <b>2005</b>         | <b>2004</b>         | <b>2003</b>         |
| <b>Ativo Circulante</b>                                   |                     |                     |                     |                     |
| - Disponibilidades e Aplicações Financeiras               | 414,768.00          | 95,455.00           | 81,006.00           | 99,825.00           |
| - Contas a Receber  | 566,306.00          | 190,229.00          | 192,533.00          | 219,312.00          |
| - Imóveis a Comercializar                                 | 976,182.00          | 420.91              | 428.97              | 329.93              |
| - Demais Contas do Circulante                             | 201,904.00          | 129,086.00          | 141,966.00          | 48,721.00           |
| <b>- Total do Ativo Circulante</b>                        | <b>2,159,160.00</b> | <b>835,684.00</b>   | <b>844,479.00</b>   | <b>697,791.00</b>   |
| <b>Realizável a Longo Prazo</b>                           |                     |                     |                     |                     |
| - Contas a Receber  | 298,967.00          | 270,991.00          | 240,543.00          | 283,182.00          |
| - Aplicações Financeiras                                  | 143,409.00          | 421,522.00          | 86,835.00           | 83,129.00           |
| - Demais Contas a Receber do Longo Prazo                  | 228,717.00          | 135,060.00          | 51,593.00           | 47,597.00           |
| <b>- Total Realizável a Longo Prazo</b>                   | <b>671,093.00</b>   | <b>827,573.00</b>   | <b>378,971.00</b>   | <b>413,908.00</b>   |
| <b>Ativo Permanente</b>                                   |                     |                     |                     |                     |
| - Imobilizado   | 143,842.00          | 110,107.00          | 88,044.00           | 105,223.00          |
| - Demais Contas do Ativo Permanente                       | 68,391.00           | 1,825.00            | 794.00              | 1,441.00            |
| <b>- Total Ativo Permanente</b>                           | <b>212,233.00</b>   | <b>111,932.00</b>   | <b>88,838.00</b>    | <b>106,664.00</b>   |
| <b>Total do Ativo</b>                                     | <b>3,042,486.00</b> | <b>1,775,189.00</b> | <b>1,312,288.00</b> | <b>1,218,363.00</b> |
| <b>Passivo Circulante</b>                                 |                     |                     |                     |                     |
| - Empréstimos e Financiamentos                            | 57,236.00           | 95,126.00           | 158,090.00          | 124,305.00          |
| - Provisão para Custos Orçados a Incorrer                 | 50,144.00           | 25,262.00           | 55,570.00           | 123,899.00          |
| - Contas a Pagar por Aquisição de Imóveis                 | 250,119.00          | 77,017.00           | 111,582.00          | 47,507.00           |
| - Demais Contas do Passivo Circulante                     | 286,044.00          | 205,695.00          | 143,789.00          | 123,949.00          |
| <b>- Total do Passivo Circulante</b>                      | <b>643,543.00</b>   | <b>403,100.00</b>   | <b>469,031.00</b>   | <b>419,660.00</b>   |
| <b>Exigível a Longo Prazo</b>                             |                     |                     |                     |                     |
| - Empréstimos e Financiamentos                            | 67,493.00           | 108,708.00          | 106,928.00          | 65,385.00           |
| - Resultado de Venda de Imóveis a<br>Apropriar            | 0.00                | 25,489.00           | 66,263.00           | 138,818.00          |
| - Tributos a Pagar  | 100,439.00          | 81,738.00           | 38,818.00           | 35,906.00           |
| - Demais Contas a Pagar do Exigível a<br>Longo Prazo      | 182,159.00          | 58,837.00           | 116,425.00          | 107,556.00          |
| <b>- Total Exigível a Longo Prazo</b>                     | <b>350,091.00</b>   | <b>274,772.00</b>   | <b>328,434.00</b>   | <b>347,665.00</b>   |
| Participação de Minoritários                              | 100,302.00          | 78,534.00           | 72,470.00           | 46,599.00           |
| <b>Patrimônio Líquido</b>                                 | <b>1,948,550.00</b> | <b>1,018,783.00</b> | <b>442,353.00</b>   | <b>404,439.00</b>   |
| <b>Total do Passivo e Patrimônio Líquido</b>              | <b>3,042,486.00</b> | <b>1,775,189.00</b> | <b>1,312,288.00</b> | <b>1,218,363.00</b> |

Fonte: Cyrela Brazil Realty S.A.



## Demonstração do Resultado

| <b>Demonstrações de Resultados - (em milhões de R\$ - BRGAAP)</b> |                     |                   |                   |                   |
|---|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Contas</b>   | <b>2006</b>         | <b>2005</b>       | <b>2004</b>       | <b>2003</b>       |
| <b>Receita Bruta Operacional</b>                                  | -                   | <b>725,199.00</b> | <b>557,002.00</b> | <b>336,820.00</b> |
| - Deduções da Receita Bruta                                       | -40087              | -36351            | -32565            | -13514            |
| <b>Receita Líquida Operacional</b>                                | <b>1,116,681.00</b> | <b>688,848.00</b> | <b>524,437.00</b> | <b>323,306.00</b> |
| - Custo das Vendas Realizadas                                     | -                   | -370248           | -311874           | -169184           |
| <b>Lucro Bruto</b>  | <b>471,507.00</b>   | <b>318,600.00</b> | <b>212,563.00</b> | <b>154,122.00</b> |
| <b>Despesas/receitas Operacionais</b>                             | -                   | <b>-131208</b>    | <b>-68866</b>     | <b>-32771</b>     |
| - Despesas com Distribuição Pública de Ações                      | -20827              | -25726            | -                 | -                 |
| - Lucro Antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social        | 296,864.00          | 161,666.00        | 143,697.00        | 121,351.00        |
| - Imposto de Renda e Contribuição Social                          | -                   | -17775            | -46565            | -18901            |
| <b>Lucro Antes da Participação de Minoritários</b>                | <b>238,856.00</b>   | <b>143,891.00</b> | <b>97,132.00</b>  | <b>102,450.00</b> |
| - Participação dos Empregados                                     | -                   | -                 | -                 | -                 |
| - Participações de Minoritários                                   | -23970              | -16090            | -16098            | -14724            |
| - Reversão dos Juros sobre Capital Próprio                        | -                   | -                 | -                 | -                 |
| <b>Lucro Líquido</b>  | <b>242,283.00</b>   | <b>127,801.00</b> | <b>81,034.00</b>  | <b>87,726.00</b>  |

Fonte: Cyrela Brazil Realty S.A.

## CAPITULO VIII – BIBLIOGRAFIA

- DAMODARAN, Aswath - *Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo*. (Rio de Janeiro, Qualitymark eD., 1997.)
- MARION, José Carlos. Contabilidade Empresarial. 9ª Edição. São Paulo: Ed. Atlas, 2002.
- LEVY, Gabriel – Setor Sucroalcooleiro e Análise econômico-financeiro da COSAN (Monografia de final de curso Puc-rj, 2006)
- CVM. Resultados Trimestrais – ITRs, Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP, Informações Anuais – IAN. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br> >.
- CYRELA BRAZIL REALTY S.A. – Relações com investidores. Disponível em:< <http://ri.brazilrealty.com.br/cyrela/web/index.html> >.
- BBM Investment Research. Apresentação Global Valuation Group: Financial Markets Education, February 2006.
- IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Disponível em:< <http://www.ibge.gov.br> >.
- Banco Central do Brasil. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br> >.
- SECOVI. Disponível em: < <http://www.secovi.com.br> >
- Cyrela Brazil Realty S.A. Disponível em:< <http://www.cyrela.com.br> >
- BNDES – Banco nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Disponível em < <http://www.bndes.gov.br> >
- BLOOMBERG Disponível em:< <http://www.bloomberg.com> >