

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (COMGRAD-ADM)**

ESTÁGIO FINAL – ADM 01198 (CURSO 219)

**A UTILIZAÇÃO DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA COMO
FERRAMENTA DE ESCOLHA DE INVESTIMENTO EM IPOS NO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

POR

**TEDDY BIASSUSI
00119999**

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Administração

Prof. Dr. Oscar Claudino Galli

Porto Alegre, 21 de Novembro de 2008

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (COMGRAD-ADM)**

TEDDY BIASSUSI

**A UTILIZAÇÃO DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA COMO
FERRAMENTA DE ESCOLHA DE INVESTIMENTO EM IPOS NO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Trabalho de conclusão do curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Oscar Claudino Galli

Porto Alegre, 2008

Teddy Biassusi

**A UTILIZAÇÃO DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA COMO
FERRAMENTA DE ESCOLHA DE INVESTIMENTO EM IPOS NO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Trabalho de conclusão do curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Conceito Final:

Aprovado em ___ de _____ de _____

BANCA EXAMINADORA

Orientador: Prof. Dr. Oscar Claudino Galli – EA/UFRGS

AGRADECIMENTOS

À minha mãe, Marlene, por mesmo nos momentos de maior dificuldade, ter colocado a minha educação em primeiro lugar, abrindo mão de muitas coisas para garantir que eu tivesse as melhores condições possíveis de ensino. Hoje em dia, vejo que não são todos os pais que, em momentos de crise, tratam a educação dos filhos como algo prioritário a ponto de não haver espaço para reduções de custos, tendo em vista o caráter primordial que o ensino tem na vida do ser humano. Sendo assim, por isto serei eternamente grato à minha mãe, pois foi ela quem possibilitou que eu tivesse um ensino de qualidade, me proporcionando uma boa base de ensino, responsável por meu posterior ingresso na Universidade e no meu emprego, obtido através de um concurso público.

Agradeço também ao meu pai, Luiz Fernando, por ter sempre incutido em mim a crença na qualidade do ensino da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, além da honra e orgulho que é ingressar e obter um diploma nesta Instituição. Com certeza, na cerimônia de colação de grau, meu pai seria o membro de minha família mais feliz e orgulhoso com esta minha conquista. Então, mesmo que ele não esteja mais presente entre nós, esta conquista é, em grande parte, dedicada a ele.

Além disso, por saber ter equilíbrio e paciência nos momentos de dificuldade, por ter a honestidade como princípio fundamental e por representarem para mim, em termos gerais, o modelo de pessoa que eu gostaria de ser, agradeço à minha avó Zaida e ao meu tio Renato. Com certeza, eles foram fundamentais na minha formação de valores e princípios pessoais.

Por fim, agradeço à minha namorada, Carolina, por ter sido muito importante nos momentos em que a minha motivação dava sinais de estar se esgotando, por ser compreensiva nos momentos onde o tempo se fazia escasso devido aos compromissos profissionais e estudantis, e, finalmente, por ser uma pessoa que sempre me motiva e me faz feliz.

O homem de bem exige tudo de si próprio;
O homem medíocre espera tudo dos outros.

Confúcio

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo apresentar um estudo sobre as ofertas públicas de ações ocorridas no mercado de capitais brasileiro no ano de 2007, no setor imobiliário nacional. A proposta do trabalho é comparar o desempenho das ações deste setor em relação ao Ibovespa, com dados extraídos principalmente da base de dados do Economática e da Bovespa, além de buscar apresentar justificativas para o retorno superior ou inferior ao índice, apresentado pelas ações de cada companhia. Deste modo, em primeiro lugar, as questões envolvidas no processo de abertura de capital são abordadas neste trabalho, para, posteriormente, serem analisadas: as empresas do setor imobiliário que realizaram uma oferta pública de ações no ano de 2007; o desempenho apresentado pelas ações dessas empresas; assim como as principais razões para os desempenhos observados.

Palavras-chave: IPO, mercado de capitais, ações, setor imobiliário, abertura de capital.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 - Comparação Retorno PDGR3 x Ibovespa.....	48
Gráfico 2 - Comparação Retorno RDNI3 x Ibovespa	50
Gráfico 3 - Comparação Retorno CCIM3 x Ibovespa	52
Gráfico 4 - Comparação Retorno TCISA4 x Ibovespa.....	55
Gráfico 5 - Comparação Retorno JHSF3 x Ibovespa	58
Gráfico 6 - Comparação Retorno CRDE3 x Ibovespa.....	60
Gráfico 7 - Comparação Retorno AGIN3 x Ibovespa.....	63
Gráfico 8 - Comparação Retorno INPR3 x Ibovespa	65
Gráfico 9 - Comparação Retorno EZTC3 x Ibovespa	68
Gráfico 10 - Comparação Retorno IVTT3 x Ibovespa	70
Gráfico 11 - Comparação Retorno MRVE3 x Ibovespa	72
Gráfico 12 - Comparação Retorno MULT3 x Ibovespa	75
Gráfico 13 - Comparação Retorno TEND3 x Ibovespa	77
Gráfico 14 - Comparação Retorno BBRK3 x Ibovespa.....	79
Gráfico 15 - Comparação Retorno HBOR3 x Ibovespa	82

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - IPO's do Setor Imobiliário em 2007	44
Tabela 2 - Comparação Retorno PDGR3 x Ibovespa	47
Tabela 3 - Comparação Retorno RDNI3 x Ibovespa	50
Tabela 4 - Comparação Retorno CCIM3 x Ibovespa	52
Tabela 5 - Comparação Retorno TCSA3 x Ibovespa.....	55
Tabela 6 - Comparação Retorno JHSF3 x Ibovespa.....	57
Tabela 7 - Comparação Retorno CRDE3 x Ibovespa	60
Tabela 8 - Comparação Retorno AGIN3 x Ibovespa	62
Tabela 9 - Comparação Retorno INPR3 x Ibovespa.....	65
Tabela 10 - Comparação Retorno EZTC3 x Ibovespa.....	67
Tabela 11 - Comparação Retorno IVTT3 x Ibovespa.....	70
Tabela 12 - Comparação Retorno MRVE3 x Ibovespa	72
Tabela 13 - Comparação Retorno MULT3 x Ibovespa.....	74
Tabela 14 - Comparação Retorno TEND3 x Ibovespa	77
Tabela 15 - Comparação Retorno BBRK3 x Ibovespa	79
Tabela 16 - Comparação Retorno HBOR3 x Ibovespa.....	81
Tabela 17 - Melhores retornos anormais frente ao Ibovespa	84

SUMÁRIO

1.	DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	11
2.	JUSTIFICATIVA.....	15
3.	OBJETIVOS.....	16
3.1	OBJETIVO GERAL	16
3.2	OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	16
4.	METODOLOGIA	17
4.1	INFORMAÇÕES NECESSÁRIAS	17
4.2	FORMA DE OBTENÇÃO DOS DADOS	17
4.3	UNIVERSO E AMOSTRA.....	18
4.4	RETORNO ANORMAL.....	18
4.5	ACOMPANHAMENTO DO DESEMPENHO DA EMPRESA	19
4.6	INDICADORES FUNDAMENTALISTAS UTILIZADOS.....	19
5.	ABERTURA DE CAPITAL ATRAVÉS DA OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES	21
5.1	CICLOS DE IPOs	21
5.2	PREFICICAÇÃO DA EMISSÃO DE AÇÕES	22
5.3	SUB E SUPERPRECIFICAÇÃO DA OFERTA PÚBLICA	23
5.4	AÇÕES PREFERENCIAIS E AÇÕES ORDINÁRIAS	24
5.5	DIFERENÇAS ENTRE EMITIR DEBÊNTURES E EMITIR AÇÕES	25
5.6	VANTAGENS DE ABRIR O CAPITAL	26
5.7	EXIGÊNCIAS DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	26
5.8	FORMAS DE ABERTURA DE CAPITAL	27
5.9	CUSTOS DA ABERTURA DE CAPITAL	28
5.10	TIPOS DE OPERAÇÕES NA BOVESPA	30
5.11	ÍNDICE IBOVESPA.....	31
5.12	GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	32
5.13	NOVO MERCADO	33
5.14	NÍVEL 1.....	34
5.15	NÍVEL 2.....	35
6.	ANÁLISE FUNDAMENTALISTA	37
6.1	EFICIÊNCIA DE MERCADO	38
6.2	FORMA DE UTILIZAÇÃO DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA	39
6.3	ANÁLISE TOP DOWN E BOTTOW UP	40
6.4	PRINCIPAIS INDICADORES FUNDAMENTALISTAS.....	41

7. IPOS DO SETOR IMOBILIÁRIO NO ANO DE 2007: DESEMPENHOS APRESENTADOS E ANÁLISE.....	43
7.1 DADOS GERAIS DAS OFERTAS	43
7.2 DADOS GERAIS DOS RESULTADOS OBTIDOS	45
7.3 PDG REALTY S.A EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES.....	45
7.4 RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.....	48
7.5 CAMARGO CORRÊA DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO S.A	51
7.6 TECNISA S.A.....	53
7.7 JHSF PARTICIPAÇÕES S.A.....	55
7.8 CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.....	58
7.9 AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.....	61
7.10 INPAR S/A.....	63
7.11 EZ TEC EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A.....	65
7.12 INVEST TUR BRASIL – DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO TURÍSTICO	68
7.13 MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A	70
7.14 MULTIPLAN – EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.....	72
7.15 CONSTRUTORA TENDA S.A.....	75
7.16 BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A	77
7.17 HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.....	80
CONSIDERAÇÕES FINAIS	83
REFERÊNCIAS	86
ANEXO A – PLANILHA DE INDICADORES FUNDAMENTALISTAS.....	88
ANEXO B – RANKINGS DE RETORNOS APRESENTADOS	89

1. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

No atual cenário de grande competitividade internacional dentro do qual as empresas brasileiras estão cada vez mais inseridas, uma das decisões mais importantes, no sentido de determinar o grau de competitividade e a capacidade de crescimento de nossas companhias, é aquela que busca definir a forma pela qual a organização irá buscar os recursos necessários para financiar as suas atividades.

Existem diversas opções para as empresas buscarem esses recursos, principalmente através da busca de capitais de terceiros, aumentando, com isso, o seu nível de endividamento. Neste caso, uma alternativa seria a empresa obtê-los pela emissão de debêntures, no caso de buscar um financiamento de médio a longo prazo, ou, ainda, buscar esses recursos optando por recorrer a um empréstimo em uma instituição financeira. Entretanto, neste último caso, os custos podem se tornar consideravelmente elevados, dependendo do prazo da operação e da taxa de juros praticada pela instituição.

Neste contexto, outra forma para levantamento de recursos vem sendo adotada em número cada vez maior pelas organizações, tanto a nível mundial, como a nível nacional. Trata-se da abertura do capital da empresa, através de uma oferta pública de ações, ou simplesmente IPO (sigla em inglês para *Initial Public Offering*).

Conforme um estudo realizado pela empresa de auditoria Ernst & Young e publicado no Valor Online - para qual consta um link no capítulo de referências deste trabalho-, apenas nos primeiros onze meses de 2007, já havia sido batido o recorde anual histórico de captação de recursos através de IPOs em todo o mundo. As operações somavam US\$ 255 bilhões, relativas a 1.739 transações, superando a marca anterior, que era do ano de 2006. Nesta ocasião, o Brasil aparecia em terceiro lugar no mundo, em termos de volume, no ranking de países com maior atividade neste tipo de operação, perdendo apenas para China e Estados Unidos. De certa forma, o país acompanhou os demais países emergentes, tendo em vista que o recorde foi puxado pelo desempenho dos mesmos.

Mas e no que consiste, afinal, uma oferta pública inicial de ações?

Uma IPO ocorre quando uma empresa privada emite cotas de ações a serem vendidas para o público em geral. Ou seja, nesse momento a organização deixa de ser privada e passa a

ser propriedade de uma série de investidores, ou acionistas, sendo que os mesmos não estão envolvidos nas operações diárias da empresa. A propriedade da companhia acaba por estar pulverizada entre vários desses investidores, que detêm apenas uma cota de ações, compradas no mercado aberto.

Dentre as razões que explicam o fato de inúmeras empresas estarem optando pela abertura de capital, talvez a mais determinante seja que a utilização apenas dos recursos gerados através de incrementos do capital social ou de lucros acumulados acabem por limitar o potencial de crescimento da empresa, de modo que ela perca mercado frente às concorrentes, desperdiçando oportunidades de crescimento. Além disso, outros dois motivos para tanto a abertura de capital, como a emissão de novas ações, serem das melhores maneiras de capitalização, é que se trata de operações de natureza permanente, onde ocorre um baixo comprometimento de caixa futuro.

Apesar disso, abrir o capital de uma empresa não é um procedimento simples. De fato, para uma empresa realizar uma IPO, é necessário todo um processo longo, caro e complexo. Em primeiro lugar, é necessário que a empresa esteja constituída na forma jurídica de uma sociedade anônima, de acordo com Lei nº 6.404/76. Esta nova posição, de companhia aberta, pode gerar elevados gastos e fortes conflitos nas empresas.

Em relação aos custos, devem-se às despesas que são necessárias para adequação às normas do órgão que regula o processo de IPOs no Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Dentre outras obrigações, essas normas determinam que as empresas estejam abertas para análise, sendo que relatórios financeiros trimestrais, de transações internas e balanços patrimoniais devem ficar disponíveis para inspeção, como exemplo.

Já em relação aos conflitos, eles se devem justamente porque, após a abertura de capital, os antigos proprietários perdem poder decisório, tendo que compartilhá-lo com acionistas, de modo que não podem mais tomar decisões independentes. As próprias regulamentações da CVM já exigem aprovação por parte dos acionistas para que sejam tomadas determinadas decisões, fazendo com que suas demandas não sejam ignoradas. Além dessa, outra questão delicada é que como os acionistas querem que o valor da ação suba, ocorre que quando o preço fica estagnado ou mesmo cai, eles tornam-se descontentes, sendo necessário que o conselho de administração da empresa saiba lidar com esse conflito. Até porque, acionistas descontentes geralmente vendem as suas ações, tendo como consequência

uma desvalorização do valor das ações da organização, o que reduz, com isso, o valor total da empresa.

Ainda assim, no Brasil um número cada vez maior de empresas está optando pela abertura de capital como meio de captar os recursos financeiros necessários como forma de garantir o crescimento. No ano de 2007, as IPOs no país bateram todos os recordes, tanto em termos de número de operações, como de volume financeiro, de número de investidores e de número de ações que mais se valorizaram no seu dia de estréia. Apenas para se ter uma idéia, o número de ofertas públicas saltou de sete no ano de 2004, para sessenta e quatro no ano de 2007, lembrando que, conforme reportagem do UOL Economia, do período de 1995 e 2003 ocorreram apenas seis IPOs. Os recursos levantados com as ofertas públicas iniciais no Brasil somavam R\$ 55 bilhões nos primeiros onze meses de 2007, quantia quase dez vezes superior à registrada no ano de 2005. Ao final do ano, conforme dados da Bovespa, o volume total da distribuição pública de ações no país ultrapassou a marca de R\$ 65 bilhões.

A participação estrangeira nas ofertas é significativa. Ainda conforme dados da Bovespa, a participação dos investidores estrangeiros correspondeu a 75,4% do volume total das distribuições ocorridas no país em 2007, com anúncio de encerramento publicado até 03 de janeiro de 2008, correspondendo a mais de R\$ 49 bilhões.

Para os investidores, os lançamentos de IPOs no Brasil vinham proporcionando retornos consideravelmente atrativos sejam no longo prazo ou no seu dia de lançamento. Algumas ações chegaram a apresentar ganhos acima de 150% em menos de um ano, enquanto outras, como as ações da Bovespa Holding, renderam 52,13% apenas no seu dia de estréia no pregão, que ocorreu em 26 de Outubro de 2007. Entretanto, passados oito meses, a ação, que foi lançada por R\$ 23,00, estava valendo R\$ 19,90 ao final de Junho de 2008.

Alguns setores de nossa economia, em particular, se destacaram nas IPOs ocorridas em 2007. O setor imobiliário - que reúne empresas de construção, incorporação, venda e comercialização de imóveis -, sozinho, registrou um total de significativos quinze IPOs no ano, totalizando um volume de mais de R\$ 9 bilhões.

Além disso, o ano de 2007 caracterizou-se como um bom ano para o setor imobiliário no Brasil, principalmente porque este setor foi impulsionado pelo crescimento na produção de insumos típicos da construção civil, além do aumento da oferta de crédito imobiliário ocorrida naquele ano, com o alargamento dos prazos dos empréstimos para financiamento imobiliário.

Sendo assim, dentro de todo esse contexto que envolve o lançamento de ações através de uma oferta pública como forma de captação de recursos pelas empresas, e especificamente levando-se em consideração o setor imobiliário, em expansão no país em 2007, fica a questão: Quais foram e quais estão sendo os resultados práticos das IPOs até o final do primeiro semestre de 2008, tanto para as empresas do setor imobiliário como para os investidores que compraram as ações de companhias deste setor? Como se comportaram as ações nas suas estréias no mercado de capitais e após um dado período de tempo, em comparação com o índice Bovespa?

Deste modo, como forma de não focalizar em um período de tempo muito curto após a abertura de capital para se realizar uma análise, este trabalho se propõe a analisar todas as quinze IPOs ocorridas no ano de 2007 do setor imobiliário no mercado de capitais brasileiro, desde a data de realização da oferta, até o final do primeiro semestre do ano de 2008, de acordo com as questões levantadas no parágrafo anterior, visando verificar se a escolha de investimento em ações do setor foi positiva do ponto de vista do investidor, assim como do ponto de vista da empresa.

2. JUSTIFICATIVA

Este estudo se propõe a analisar o lançamento de IPOs no Brasil, no setor imobiliário, de modo a traçar um panorama sobre quais estão sendo as conseqüências desse fenômeno, tanto para as empresas do setor, como para quem investe em ações. Em relação às empresas, levando-se em consideração os apresentados nas demonstrações de resultados após a realização da oferta pública de ações. O trabalho, com isso, visa realizar uma avaliação para verificar se o IPO realmente contribuiu para que as empresas que fizeram essa opção apresentassem melhores resultados de crescimento nos períodos posteriores ao do lançamento das ações, assim como, do ponto de vista do investidor, apontar qual foi o comportamento das dos papéis do setor imobiliário no mercado, tanto em relação ao seu dia de estréia, como em relação a um período de tempo mais de médio a longo prazo.

Assim, é um objetivo deste trabalho contribuir e auxiliar na decisão de investimento de um investidor, principalmente pessoa física, que no Brasil está optando cada vez mais por investir no mercado de capitais - mercado este que se apresenta como uma nova oportunidade para melhor rentabilizar os seus investimentos-, apontando se o investimento em uma IPO pode efetivamente lhe render bons frutos, tanto no curto como no longo prazo, se comparadas às ações de outros setores da economia que compõem o índice Bovespa. Embora, cabe-se ressaltar, grande parte das ações emitidas, conforme vimos no capítulo anterior, não seja adquirida por pessoas físicas, mas por fundos e investidores estrangeiros. Além disso, este estudo busca colaborar para que não só os investidores, mas também os estudantes e gestores em geral aprofundem seu conhecimento a respeito do mercado de capitais e, mais especificamente, da operação de lançamento de ações através de uma oferta pública inicial.

3. OBJETIVOS

3.1 OBJETIVO GERAL

Identificar os resultados práticos das ofertas públicas de ações de empresas brasileiras do setor imobiliário no mercado de capitais nacional, analisando o retorno obtido pelos investidores e o desempenho posterior obtido pelas companhias do setor, com base em suas demonstrações financeiras, após a emissão de ações.

3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Analisar todas as quinze IPOs relativas ao setor imobiliário nacional, ocorridas no mercado de capitais brasileiro no ano de 2007.
- Verificar o retorno proporcionado ao investidor, analisando-se a variação no valor da cotação da ação até o período do final do primeiro semestre de 2008.
- Comparar o desempenho das ações deste setor, lançadas em 2007, com o comportamento do índice Bovespa no mesmo período.
- Verificar, através da análise das demonstrações contábeis, os desempenhos obtidos pelas empresas do setor imobiliário que realizaram IPO no ano de 2007.
- Verificar, através da utilização de indicadores fundamentalistas, quais ações se mostravam como melhores alternativas de investimentos ao final do primeiro semestre de 2008.

4. METODOLOGIA

4.1 INFORMAÇÕES NECESSÁRIAS

Serão necessárias informações que digam respeito tanto à abertura do capital das empresas do setor imobiliário em si, com o lançamento de suas ações na Bovespa, como do próprio comportamento do valor das ações durante o período de análise deste trabalho. Além disso, também serão necessárias informações contábeis das empresas do setor que abriram capital no ano 2007, período foco deste trabalho, para que possa ser realizado o acompanhamento de alguns dos principais parâmetros que permitam avaliar o desempenho financeiro das empresas, posteriormente à entrada no mercado de capitais.

4.2 FORMA DE OBTENÇÃO DOS DADOS

Em relação aos dados primários utilizados neste trabalho, como principal fonte, se optou por obtê-los da base de dados do aplicativo Economática. Também os dados são extraídos diretamente do site da Bovespa, já que as empresas disponibilizam ali uma série de informações contábeis. Outra fonte de informação relevante em relação às empresas são os sites institucionais das mesmas, tendo em vista que cada empresa analisada possui um site de relacionamento com investidores.

Não obstante, em relação aos dados secundários a serem utilizados no trabalho, a coleta das informações ocorre tanto através da bibliografia utilizada para a realização dos capítulos seguintes, como de demais obras acerca dos temas de avaliação de empresas, de lançamento de ofertas públicas de ações e de mercado de capitais. Além disso, conforme efetuado na elaboração dos capítulos anteriores, a consulta a periódicos e sites cujos temas principais se refiram ao foco deste trabalho, e que auxiliem na explicação do desempenho observado pelas ações do setor imobiliário brasileiro do ano de 2007 é de fundamental relevância para a elaboração deste estudo.

4.3 UNIVERSO E AMOSTRA

Em relação ao conjunto universo do referido trabalho, os preços das ações considerados serão sempre os preços de fechamento, abrangendo o período desde o dia de seu lançamento até o final do primeiro semestre do ano de 2008, conforme objetivo específico deste trabalho relacionado anteriormente.

Conforme também é objetivo deste trabalho, serão comparados, nos capítulos seguintes, os desempenhos das ações do setor imobiliário brasileiro em relação ao índice Bovespa, de modo a identificar distorções e retornos anormais frente ao mesmo, considerando-se os períodos que vão do dia do IPO até final do primeiro semestre de 2008.

4.4 RETORNO ANORMAL

Para a comparação entre os retornos proporcionados pelas ações de companhias do setor imobiliário que abriram seu capital em 2007 e o Ibovespa, será analisada e adotada como metodologia de cálculo a diferença entre o retorno da ação e o retorno do *portfólio* de mercado do mesmo período. Para tal, em relação ao índice Bovespa, será considerada a pontuação de fechamento do dia do lançamento da ação analisada, e a pontuação de fechamento do último dia útil do primeiro semestre de 2008, sendo que a diferença percentual entre ambos será considerada como o retorno médio esperado do mercado.

Com relação à ação da empresa do setor imobiliário analisada, serão considerados os preços de fechamento tanto do dia de estréia em pregão, como do último dia útil do segundo trimestre de 2008, ou seja, 30 de Junho de 2008, sendo a diferença percentual entre os preços considerada como o retorno da ação no período.

De porte desses dois valores, é possível verificar se houve retorno anormal em relação à média de mercado ou não. Para isso, basta realizar a comparação entre os dois valores encontrados anteriormente, conforme o modo descrito na página seguinte:

$$AR_{x,y} = R_{x,y} - R_{b,y}$$

Onde:

$AR_{x,y}$ = retorno anormal da ação x no período y.

$R_{x,y}$ = retorno da ação x no período y.

$R_{b,y}$ = retorno do Ibovespa no período y.

4.5 ACOMPANHAMENTO DO DESEMPENHO DA EMPRESA

Em relação à análise dos resultados das empresas do ramo imobiliário posteriormente às suas respectivas emissões de ações no ano de 2007, serão utilizadas as demonstrações contábeis das mesmas, disponibilizadas trimestralmente. Deste modo, serão comparados os valores absolutos, em termos de lucros e resultados. Além disso, também será realizada análise, visando verificar se a empresa obteve melhores ou piores resultados após o IPO, de modo a avaliar a evolução dos resultados desde o exercício imediatamente anterior ao de realização da IPO, até o encerramento do segundo trimestre de 2008.

4.6 INDICADORES FUNDAMENTALISTAS UTILIZADOS

Para se verificar quais as empresas do setor imobiliário que se apresentavam como melhores oportunidades de investimento ao final do período de análise deste trabalho, serão utilizados dois indicadores fundamentalistas, o Preço/Lucro por Ação (P/LPA) e o Preço/Valor Patrimonial por Ação (P/VPA).

Em relação ao primeiro indicador, cuja sigla significa Preço sobre o Lucro por Ação, ele expressa o valor de mercado da empresa em termos de seu lucro líquido. Este indicador também pode ser visto como o número de anos que se levaria para reaver, através da distribuição de lucros, o capital aplicado na compra de uma ação. Em termos gerais, quanto menor for o resultado deste indicador, mais barato estaria o preço da ação da empresa, configurando-se em uma boa oportunidade de investimento, frente à outra oportunidade cujo indicador apresente resultado maior.

Quanto ao cálculo deste indicador, ele deve ser realizado do seguinte modo:

$$\text{Preço /LPA} = \frac{\text{Cotação}}{\text{Lucro por Ação}} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Lucro Líquido}}$$

Onde:

$$\text{Lucro por Ação (LPA)} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Número total de ações}}$$

Em relação ao segundo indicador utilizado neste trabalho, cuja sigla significa Preço sobre o Valor Patrimonial por Ação, trata-se de um indicador que expressa o valor de mercado da empresa em termos de seu patrimônio líquido. Também em termos gerais, quanto menor for o resultado deste cálculo, em tese, mais barato estaria o preço da ação da empresa frente a outras empresas cujo indicador Preço/VPA fosse maior.

O cálculo do mesmo deve ser realizado conforme segue abaixo:

$$\text{Preço /VPA} = \frac{\text{Cotação}}{\text{Valor Patrimonial por Ação}} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Onde:

$$\text{Valor Patrimonial por Ação (VPA)} = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Número total de ações}}$$

5. ABERTURA DE CAPITAL ATRAVÉS DA OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES

Um IPO, ou oferta pública inicial, ocorre quando uma empresa, até então privada, resolve emitir cotas de ações a serem vendidas para o público em geral. Esse público pode ser constituído tanto por pessoas físicas e fundos de investimentos nacionais, como também por investidores estrangeiros. Com a realização da emissão de ações, a empresa deixa de ser privada, passando a ser propriedade de uma série de investidores que, geralmente em sua maioria, não estão envolvidos diretamente com as operações diárias da empresa. De fato, os investidores apenas detêm algumas ações da empresa que foram compradas no mercado aberto.

De um modo generalista, embora os IPOs variem de uma empresa para outra e exijam um processo oneroso, em termos de custos, prazos e complexidade, a oferta pública de ações se constitui basicamente em uma maneira da organização se capitalizar com base em expectativas de êxito e lucros futuros.

Conforme afirma Grabianowki (2008), o enfoque da mídia em ofertas públicas de tecnologia de alto perfil e em ações relacionadas à Internet pode dar a impressão de que as ofertas estão vinculadas ao setor de tecnologia. Entretanto, mesmo empresas menores podem ter uma IPO.

5.1 CICLOS DE IPOs

Grinblatt e Titman (2005) afirmam que existe uma ocorrência de ciclos de demanda e ciclos de oferta de IPOs. Em relação à demanda, temos a existência de períodos em que um número essencialmente grande de novas empresas, que são incapazes de obter recursos sob condições atraentes, tem projetos que precisam ser financiados. Como exemplo, os autores citam o caso das empresas de Internet entre 1995 e 1998. Já em relação à oferta, pode haver períodos em que os investidores e as instituições que tradicionalmente investem em ofertas públicas tenham muito dinheiro para investir. Como exemplo, é citado o caso dos fluxos de dinheiro que vem dos fundos mútuos que investem em ações de pequenas empresas.

Sendo assim, a importância, para as empresas, de se conhecer as explicações de demanda e oferta para ciclos de IPO é fundamental. Segundo Grinblatt e Titman (2005), se uma empresa quer abrir seu capital, ela deve se interessar em saber se os períodos de aquecimento para as emissões – períodos durante os quais um grande número de empresas decide abrir o capital – são conduzidos por uma grande procura dirigida por fundos de capital aberto que precisam investir, ou se é conduzido pela demanda das empresas, que precisam de recursos. Neste último caso, os empreendedores podem querer evitar a abertura de capital durante esse período, em virtude da competição por fundos que indica que a empresa necessita esperar um pouco mais para obter melhores preços.

Entretanto, ressaltam os autores, a explicação do lado da oferta sugere o oposto. Ou seja, as ofertas públicas são observadas frequentemente em alguns anos e não em outros, porque os empreendedores são capazes de vincular seus IPOs a um maior fluxo de recursos disponíveis e, assim, fechar melhores operações nos períodos em que há um número elevado de emissões.

5.2 PRECIFICAÇÃO DA EMISSÃO DE AÇÕES

Em relação às etapas do processo de abertura de capital, temos que após a aprovação do certificado de registro e de feita a publicidade da emissão, o processo já pode ir para seu estágio final, que, segundo Grinblatt e Titman (2005) é a precificação da emissão, determinando o número de ações a serem vendidas e distribuídas aos investidores. Conforme afirmam os autores, é comum ocorrer de a oferta pública estar subdimensionada. Nesses casos, os investidores querem comprar mais ações do que o subscritor quer vender. Quando isso ocorre, os subscritores acabam fazendo uso da prerrogativa de alocar as ações da maneira que acreditam ser mais vantajosa para a empresa. Assim, observa-se que geralmente os lotes definidos para as pessoas físicas recebem menor atenção por parte do emissor da operação.

Para a precificação da emissão, há dois métodos que podem ser utilizados. O primeiro deles é o método do preço fixo. Neste método, publicam-se o número de ações e o preço de oferta mediante um prospecto alguns dias antes da aceitação das aplicações dos investidores interessados. Com isso, o banco de investimentos tem menor capacidade de dimensionar a demanda do investidor.

Sobre este método, Grinblatt e Titman (2005) consideram que se uma empresa oferece um milhão de ações aos investidores, e se os investidores, no conjunto, exigem dois milhões de ações, então cada investidor pode receber metade do que havia demandado. Isso, em parte, foi o que ocorreu nas concorridas emissões de ações da Bovespa Holding e da BM&F no mercado acionário brasileiro. As ações também podem ser alocadas de maneira *pro rata* sendo que, entretanto, é freqüente ocorrer desvios dessas ações *pro rata*, onde os subscritores podem discriminar em favor de um grupo ou tipo de investidores.

O segundo método que pode ser utilizado para a precificação da emissão é o método conhecido como *Book Building*. Por sua vez, este método permite que os bancos de investimentos dimensionem a demanda pela emissão e, assim, precifiquem-na mais precisamente.

5.3 SUB E SUPERPRECIFICAÇÃO DA OFERTA PÚBLICA

Quando chega o momento de definir o preço de um IPO, os subscritores deverão levar em consideração tanto os custos, como os benefícios de se elevar ou diminuir os preços das emissões. Conforme Grinblatt e Titman (2005), a precificação de uma emissão feita a níveis de preço muito baixos precisa ser embutida no custo de abertura de capital. Dessa forma, para atrair clientes, os subscritores tentam precificar suas emissões com os preços mais elevados possíveis. Entretanto, essa tendência é contrabalançada pela possibilidade de a emissão não ser vendida em virtude de seu alto preço, deixando o subscritor com o prejuízo das ações não-vendidas. Já que os custos de detenção de ações não-vendidas recaem diretamente (por compromisso assumido pelo corretor que coordena a emissão de ações com a empresa) ou indiretamente, com a perda de reputação, sobre o subscritor, eles podem ter uma influência substancial na escolha da precificação, e até mesmo fazer com que o subscritor subprecifique sua emissão.

Na precificação da IPO, é comum ocorrer conflito de interesses entre subscritores e empresas emissoras, em razão dos diferentes incentivos e da melhor informação do subscritor sobre as condições de mercado. De todo modo, o subscritor acaba tendo uma influência maior na decisão de precificação da emissão. Isso não será um problema se ele tiver exatamente os mesmos incentivos que a empresa emissora, mas isso é improvável. O incentivo do subscritor

é fixar o preço de oferta baixo o suficiente para assegurar que todas as ações sejam vendidas sem grande esforço e sem sujeitar esse subscritor a um risco excessivo.

Em relação à superprecificação, conforme os autores, ela ocorre quando o valor de lançamento é mais alto do que o valor real. É comum que distorções deste tipo ocorram principalmente com empresas que estão em algum setor de destaque no momento na economia, ou em empresas que os investidores acreditam que tenham um grande potencial de crescimento e lucratividade no mercado.

Já em relação à subprecificação, eles afirmam se tratar de uma tendência na realização de IPOs. Este fenômeno aumenta os custos de abertura de capital, podendo, assim, impedir que algumas empresas realizem esse processo. Já para os investidores, as IPOs subprecificadas parecem uma boa oportunidade de aumento fácil de seu capital. Realmente, boas oportunidades são lançadas no mercado e existem casos de diversos investidores que compraram ao preço de oferta, e, depois, venderam imediatamente suas ações no mercado secundário, mais que duplicando o dinheiro investido. Aliás, no Brasil, um grande exemplo disto foi a emissão de ações da Bovespa Holding, onde os investidores que compraram os papéis para vendê-los no primeiro dia obtiveram um grande lucro.

5.4 AÇÕES PREFERENCIAIS E AÇÕES ORDINÁRIAS

É necessário se realizar uma distinção entre ações ordinárias e ações preferenciais. Ações ordinárias representam a divisão da propriedade da empresa, dando direito a seus detentores de votar sobre assuntos de interesse da companhia. Conforme Grinblatt e Titman (2005), os detentores desse tipo de ações são vistos como donos da empresa, possuindo direito sobre os seus lucros após o término de todas as obrigações contratuais da empresa e têm controle sobre a forma como ela é operada.

Já as ações preferenciais são instrumentos financeiros que dão aos seus detentores o direito sobre ganhos de uma empresa, que devem ser pagos antes dos dividendos das ações ordinárias. Segundo afirmam os autores, os direitos dos acionistas preferenciais são menores em relação aos direitos dos detentores de dívida da empresa.

Além disso, as ações preferenciais funcionam como uma espécie de dívida, na medida em que, como ocorre no mercado dos EUA, seu dividendo é fixado na venda. O direito a voto difere de instrumento para instrumento, sendo que acionistas preferenciais nem sempre têm direito a voto, mas geralmente obtêm esse direito quando os dividendos preferenciais ficam suspensos.

No Brasil, é importante ressaltar que conforme a Lei n.º 6.404/1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, alterada pela Lei n.º 10.303/2001, determina, em seu artigo 15, parágrafo segundo, que o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas à restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

5.5 DIFERENÇAS ENTRE EMITIR DEBÊNTURES E EMITIR AÇÕES

Há diferenças relevantes entre emitir ações e emitir debêntures. Quando a empresa deve tomar a decisão entre um tipo ou outro de emissão, há que serem levados em consideração fatores importantes, tais como o prazo disponível que a empresa possui para levantar o capital desejado e, não menos importante, até que nível de mudanças a empresa está disposta a se submeter. Talvez esses fatores ajudem a explicar o porquê de algumas empresas optarem por emitir ações, enquanto outras optam por emitir debêntures.

Em relação à emissão de debêntures, uma das principais vantagens é que ela pode ser planejada sob medida para atender às necessidades de cada empreendimento. Além disso, a flexibilidade nos prazos, garantias e condições de pagamento permitem adequar os pagamentos aos investidores. Também, em geral, a emissão de debêntures apresenta custos de captação menores, principalmente se comparado a empréstimos bancários de curto prazo. Por fim, e talvez mais importante, é que salvo havendo uma cláusula de conversão em ações, a emissão desses papéis não altera o controle acionário da empresa.

Já em relação à emissão de ações, em primeiro lugar, há uma ampliação da base de captação de recursos financeiros e de seu potencial de crescimento. Além disso, ocorre uma melhora da imagem institucional, com o conseqüente aumento de qualidade da exposição ao mercado. Outra conseqüência da emissão de ações é que acaba por haver uma

profissionalização da gestão. Ainda, em geral empresas que negociam suas ações em bolsa têm maior poder de negociação com as instituições financeiras, conseguindo obter menores taxas para empréstimos, por exemplo. Por fim, também há a vantagem de a empresa não precisar pagar dividendos naqueles anos em que não forem apurados lucros.

5.6 VANTAGENS DE ABRIR O CAPITAL

Segundo Gramblatt e Titman (2005), as empresas resolvem abrir seu capital por inúmeras razões. A primeira razão é que através da abertura de capital, as companhias conseguem obter os recursos necessários em condições mais atraentes nos mercados.

Outro motivo, talvez não tão óbvio, é que a posse de ações de uma empresa negociada em mercado pode ser considerada uma forma de compensação mais atraente do que a posse de ações de uma empresa absolutamente privada, isso do ponto de vista dos administradores e demais membros da empresa, no sentido de facilitar a atração de empregados mais qualificados no mercado para trabalhar na organização.

Além disso, uma vantagem adicional da abertura de capital é que os preços das ações nos mercados de capitais oferecem uma fonte valiosa de informações para os administradores da companhia. Ou seja, todo dia, investidores compram e vendem ações, de certa forma apresentando seu julgamento sobre os resultados esperados das empresas. Por fim, alguns administradores acreditam que abrir o capital é uma boa fonte de publicidade, já que listar a ação da empresa em uma bolsa nacional alavanca o reconhecimento do nome e aumenta a credibilidade junto aos clientes, empregados e fornecedores.

5.7 EXIGÊNCIAS DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Para que uma empresa brasileira possa solicitar os registros de companhia aberta, de distribuição pública de ações e de inclusão na listagem da Bovespa, há diversos procedimentos e exigências da Comissão de Valores Mobiliários que devem ser observados. Essa adequação às normas da CVM é relevante no momento da empresa decidir por optar pela

emissão de ações, tendo em vista que os custos envolvidos são consideráveis. Isso porque é justamente a CVM, no país, que fiscaliza o mercado de capitais brasileiro e registra e autoriza a emissão dos valores mobiliários para distribuição pública.

Como exemplo está o fato de a empresa ser obrigada a entregar demonstrações financeiras nos padrões definidos pelo referido órgão, demonstrações essas que devem ser submetidas a uma auditoria externa independente. Além disso, é necessário confeccionar um prospecto de venda das ações e fornecer diversas outras informações.

Outro passo importante e fundamental é a reforma dos estatutos da empresa interessada em abrir seu capital. Todas as instituições de capital fechado, sejam elas limitadas ou sociedades anônimas, terão que alterar o seu estatuto social para incluir, por exemplo, caracterização e direitos das ações, além das competências das assembléias de acionistas e do Conselho de Administração.

É importante ressaltar que a abertura de capital não se restringe apenas às grandes companhias. Pelo contrário, o ingresso de empresas de menor porte no mercado não só é possível, como desejável. Além disso, as exigências legais e as demandas do mercado para com uma companhia aberta não implicam perda da necessária confidencialidade empresarial. Mesmo a obrigatória divulgação imediata de fatos relevantes pode ser temporária e excepcionalmente adiada por decisão do presidente da CVM, tendo em vista a proteção dos interesses da companhia e de seus acionistas.

5.8 FORMAS DE ABERTURA DE CAPITAL

Existem duas formas de realizar a abertura do capital de uma empresa através de uma emissão de ações. A primeira delas é através do chamado *block-trade*, a segunda é através de *underwriting* de ações. Em relação à primeira, trata-se de uma operação onde um acionista, ou um grupo de acionistas, vende parte de suas ações no mercado, geralmente envolvendo um volume de ações grande. Conforme veremos, os procedimentos de colocação de ações no mercado são muito semelhantes aos do *underwriting* comum. A diferença consiste no leilão que ocorre no final da operação. Trata-se de uma operação que ocorre no mercado secundário,

ou seja, as poupanças dos investidores não são canalizadas para o caixa da empresa, mas sim, para o caixa do acionista.

O outro modo de abrir o capital é através de um *underwriting* de ações. Nele, ocorre o lançamento de ações mediante subscrição pública, para o qual uma empresa encarrega um intermediário financeiro, que será responsável por sua colocação no mercado. Essa já é uma operação que faz parte do mercado primário, pois ela proporciona uma transferência de recursos diretamente do investidor para o caixa da empresa.

Conforme Pinheiro (2007), o *underwriting* subdivide-se em três tipos. O primeiro deles é o Garantia Firme, onde o intermediário subscreve integralmente a emissão para revendê-la posteriormente ao público. Assim, a empresa não tem risco algum, pois tem a certeza da entrada de recursos, já que o intermediário subscreve para si o total da emissão. O risco da aceitação ou não do lançamento pelo mercado é do intermediário financeiro.

Os outros dois tipos de *underwriting* são os de Melhores Esforços (*Best Efforts*) e o *Stand-By*. No primeiro, a instituição financeira apenas se compromete a realizar "os melhores esforços", no sentido de colocação junto ao mercado das sobras de subscrição. Não há nenhum comprometimento por parte do intermediário para a colocação efetiva de todas as ações do lançamento. Assim, a empresa não tem a certeza de conseguir aumentar seu capital na proporção pretendida, nem no tempo envolvido para a sua concretização, já que assume todos os riscos da aceitação ou não das ações lançadas por parte do mercado. Já no tipo chamado de *Stand-By*, há reunião entre as características dos dois tipos anteriores. Neste caso, o intermediário se compromete a colocar as sobras junto ao público em determinado espaço de tempo, após o qual ele próprio subscreve o total das ações não colocadas. Isto significa que, após decorrido o prazo no qual o intermediário se compromete a vender as sobras de subscrição ao público, o *underwriting* se torna do tipo firme.

5.9 CUSTOS DA ABERTURA DE CAPITAL

De um modo geral, os custos da abertura de capital envolvem despesas com a contratação de auditoria externa, preparação da documentação, publicações legais, confecção do prospecto, comissão do intermediário financeiro e processo de marketing da distribuição,

além do tempo do pessoal interno envolvido na operação do processo de abertura de capital. De qualquer modo, esses custos variam muito de empresa para empresa. E é importante ressaltar, também, que alguns desses custos são permanentes.

Em muitos casos, é desejável a contratação de uma empresa de consultoria, que auxiliará na definição do plano de abertura de capital, na organização interna da empresa e na avaliação preliminar da companhia, embora onere ainda mais o processo. Além dessa consultoria, a empresa pode contratar também uma consultoria jurídica especializada, com a finalidade de colaborar com a empresa no que concerne à adequação a procedimentos legais, principalmente os impostos pela CVM.

Ou seja, no final, o montante de despesas vai depender do tamanho e complexidade da empresa, além do seu grau de organização e, não menos importante, da necessidade de adequação as recomendações de governança corporativa.

Conforme Rocca (2002), entre esses custos encontram-se a subprecificação das ações quando da oferta pública, as despesas administrativas e, também, a perda da confidencialidade, que por sua vez, apesar de não ser um custo fácil de ser mensurado em termos financeiros, é um custo relevante. Segundo o autor, essas despesas administrativas referem-se não apenas àquelas decorrentes da abertura e subscrição inicial das ações, mas também às despesas regulares de manutenção das companhias abertas, como despesas com auditores, publicação de demonstrações contábeis, pagamento de taxas à CVM e à Bolsa de Valores, entre outras.

Ainda conforme Rocca (2002), os custos de manutenção são relativamente elevados e são apontados pelas empresas como a principal desvantagem das companhias abertas. Em relação ao custo de perda de confidencialidade, o mesmo decorre do nível de transparência de informações exigido das empresas abertas, conferindo às empresas concorrentes fechadas uma inegável vantagem. Não obstante, as empresas abertas também vêm reduzido o seu espaço para planejamento tributário, o que constitui uma desvantagem competitiva importante em vista do nível da carga tributária no país.

Por fim, há o custo da diminuição do poder decisório. Ou seja, a propriedade da empresa, com o lançamento de ações, acaba por se disseminar entre diversos investidores. Este acaba sendo um fator bastante relevante em relação à abertura de capital, tendo em vista que essa descentralização de poder impacta a posição de comando dos antigos donos da

companhia. Ou seja, o poder decisório, após a abertura, ficará com a Assembléia Geral dos Acionistas, que dentre outras atribuições, será responsável por indicar os novos executivos que terão cargos decisórios na empresa, o que poderá resultar em conflitos internos com os antigos proprietários.

5.10 TIPOS DE OPERAÇÕES NA BOVESPA

É pela Bovespa, aqui no Brasil, que se compram e vendem ações. Na bolsa, concorrem os investidores e as instituições financeiras, em um mercado onde as transações estão asseguradas jurídica e economicamente, devido à regulação existente. A Bovespa é responsável por facilitar o intercâmbio de fundos entre as entidades que precisam de financiamento e os investidores, além de dar informações aos investidores sobre as empresas que têm ações negociadas, sendo por este motivo que as companhias admitidas em bolsa devem informar periodicamente sua evolução econômica e cumprir uma série de requisitos.

Segundo Pinheiro (2007), dependendo do ponto de vista, a Bovespa possui diferentes funções. Do ponto de vista de um tomador, a função é facilitar a obtenção de fundos a longo prazo. Já para um investidor, a bolsa pode ter várias funções: facilitar a canalização da poupança pela concentração na bolsa de empresas de todos os tamanhos; canalização das poupanças dos poupadores para atividades mais produtivas; refúgio para investidores contra a depreciação monetária em períodos inflacionários; segurança jurídica e econômica, baseada nas regulamentações de mercado e; liquidez para o investimento de valores.

Em relação aos seus tipos de operações, na Bovespa pode se operar tanto no mercado à vista, como no mercado a termo, no mercado futuro e no mercado de opções. O mercado à vista é aquele onde se realizam as operações de compra e venda de ações com prazo de liquidação física e financeira fixado nos regulamentos e procedimentos operacionais da Câmara de Liquidação. A maior característica desse mercado é a cotação atual dos preços das ações com liquidação em três dias úteis. Ou seja, a liquidação física se processa no segundo dia útil após a realização do negócio em bolsa, enquanto que a liquidação financeira se dá no terceiro dia útil.

Conforme Pinheiro (2007), já no mercado a termo, as operações têm prazo de liquidação distintos, tendo um mínimo de 12 dias úteis e máximo de 999 dias corridos. No entanto, em geral os prazos adotados são de 30, 60, 90, 120, 150 e 180 dias. Trata-se de uma compra ou venda de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado, a contar da data de sua realização em pregão, resultando em um contrato entre as partes. Para aplicações neste mercado, é requerido um limite mínimo para a transação e depósitos de valores na CBLC, tanto pelo comprador como pelo vendedor, que são utilizados como margem de garantia da operação. É interessante ressaltar, ainda, que o contrato a termo pode ser liquidado antes de seu vencimento.

Em relação ao mercado futuro, ele compreende a compra e a venda de ações a um preço acordado entre as partes, para vencimento em data específica previamente definida e autorizada. É uma espécie de aperfeiçoamento do mercado a termo, já que permite a ambos os participantes da transação reverter sua posição, antes da data de vencimento. Nesse mercado, cada investidor relaciona-se com a CBLC e não com a contraparte, e é isso que permite que ambos tenham o direito de liquidar sua posição antecipadamente.

Por fim, conforme Pinheiro (2007), temos o mercado de opções, que é uma modalidade operacional em que não se negociam ações-objeto, mas direitos sobre elas. Deste modo, opções são direitos de uma parte comprar ou vender a outra, até determinada data, certa quantidade de ações a um preço pré-estabelecido. Ou seja, nesse mercado não ocorre negociação de ações, mas sim uma negociação dos direitos sobre elas. Por esses direitos, o titular de uma opção paga um prêmio, podendo exercê-lo antes da data de vencimento, na própria data de vencimento, ou, ainda, revendê-los no mercado.

5.11 ÍNDICE IBOVESPA

É o índice que mede o desempenho ponderado das cotações do mercado de ações brasileiro. O Ibovespa retrata o comportamento dos principais papéis negociados na Bovespa e manteve a integridade de sua série histórica, não sofrendo modificações metodológicas desde sua implantação.

Os papéis do Ibovespa devem ter presença mínima de 80% dos pregões analisados e participação superior a 0,1% do volume financeiro total. Essa carteira teórica é revisada a cada quatro meses para que sua representatividade seja mantida perante o mercado. Esta reavaliação é feita com base nos últimos 12 meses, onde são verificadas alterações na participação de cada ação, considerando-se a quantidade de títulos negociados e o volume financeiro transacionado. Confiável e com uma metodologia de fácil acompanhamento pelo mercado, o índice Bovespa representa fielmente o comportamento médio das principais ações transacionadas e o perfil das negociações à vista observadas nos pregões.

Para tanto, sua composição procura aproximar-se o mais possível da real configuração das negociações à vista na Bovespa. Sua metodologia de cálculo simples, com os dados à disposição do público investidor, assegura uma grande confiabilidade ao índice Bovespa. Isto pode ser constatado pela chancela do mercado, traduzida pelo fato do Ibovespa ser o único dos indicadores de desempenho de ações brasileiras a ter um mercado futuro líquido.

5.12 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Governança Corporativa é um mecanismo de aprimoramento de gestão que tem como princípio fundamental aumentar a probabilidade dos investidores terem o valor das suas ações maximizadas, garantindo, assim, o retorno sobre seu investimento. Foi o modo que o mercado financeiro mundial encontrou para alinhar diversos tipos de empresa conforme suas políticas, transparência e cultura, qualificando-as conforme suas práticas de Governança Corporativa. Trata-se de um mecanismo que está diretamente atrelado à ação dos administradores da empresa no sentido de coagir quaisquer interesses internos e externos sobre a organização, protegendo assim todas as partes interessadas. As boas práticas de governança buscam assegurar aos sócios: equidade, transparência, prestação de contas e responsabilidade pelos resultados.

O órgão brasileiro responsável pela organização e definição de parâmetros quanto às práticas de governança corporativa a serem adotadas pelas empresas é o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. As práticas de governança corporativa envolvem os relacionamentos entre acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão

de investimento, pois determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma.

Em dezembro do ano 2000, a Bovespa implantou a divisão de governança corporativa em Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, conforme veremos a seguir.

5.13 NOVO MERCADO

O Novo Mercado é um segmento diferenciado de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que, de forma voluntária, se comprometam com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela regulamentação da Bovespa e pela legislação. A adesão se dá por meio da assinatura de um contrato e implica a adoção de um conjunto de regras societárias conhecidas como “boas práticas de governança corporativa”. A premissa básica do Novo Mercado é que a valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. No Novo Mercado, são negociadas apenas ações com direito a voto, o que permite ao investidor ter uma presença mais ativa. A proposta é oferecer mais garantias para os investidores mediante elevados padrões de governança corporativa e maior grau de transparência, associados à existência de uma Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos.

Além disso, também há a obrigação de estender, para todos os acionistas, as mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*). Já no caso de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado, a empresa deve realizar uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação por, no mínimo, o valor econômico.

Em relação à divulgação, uma empresa listada no Novo Mercado precisa adaptar e divulgar suas informações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP. Também deve divulgar os termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas, além de, em bases mensais, divulgar as negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.

A empresa também deve melhorar a qualidade e quantidade das informações que presta ao mercado, em vários níveis. Por exemplo, deve ser adicionado às Informações Trimestrais, entre outros, as demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa. Por sua vez, às Informações Anuais, devem ser acrescidas informações tais como a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.

Outra obrigação para a companhia é a de realizar reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano e apresentar um calendário anual, no qual conste a programação dos eventos corporativos, como assembléias, divulgação de resultados, etc. Quanto ao Conselho de Administração, ele deve possuir, no mínimo, cinco membros, com mandato unificado de até dois anos, sendo permitida a reeleição. Recomenda-se que no mínimo um desses cinco membros seja conselheiro independente.

Quanto às ações, a empresa deve manter em circulação uma parcela mínima de ações, representando vinte e cinco por cento do capital social da companhia. Além disso, quando da realização de distribuições públicas de ações, devem ser adotados mecanismos que favoreçam a dispersão do capital. Por fim, é importante citar que além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns dos compromissos citados acima devem ser aprovados em Assembléias Gerais e inclusos no Estatuto Social da companhia.

5.14 NÍVEL 1

Também segue a premissa de que a adoção de boas práticas de governança corporativa confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as ações, pagando um preço melhor por elas. A adesão das empresas ao Nível 1 depende do grau de compromisso assumido e é formalizada por meio de um contrato, assinado própria empresa, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores e, também, pela Bovespa. Ao assinarem o contrato, as partes acordam em observar o Regulamento de Listagem deste segmento, que consolida os requisitos que devem ser atendidos pelas empresas listadas no mesmo.

O compromisso das empresas listadas no Nível 1 se dá, principalmente, pelo comprometimento com a melhoria na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Conforme citado no capítulo anterior, as empresas devem adicionar certos dados nas Informações Trimestrais e Informações Anuais, as quais são enviadas à CVM e à Bovespa, para posterior disponibilização ao público em geral.

Além disso, a empresa deve realizar reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano; apresentar um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos; divulgar os termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas; divulgar, em bases mensais, as negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores; adotar mecanismos que favoreçam a dispersão do capital quando da realização de distribuições públicas e, por fim, manter em circulação uma parcela mínima de ações, representando vinte e cinco por cento do capital social da companhia.

5.15 NÍVEL 2

Em linhas gerais, as empresas listadas no Nível 2 basicamente se comprometem a cumprir as regras aplicadas ao Nível 1, acrescidas de um conjunto maior de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Outra importante diferença em relação ao segmento anterior, é que as empresas devem adotar a arbitragem para a solução de eventuais conflitos societários.

Em relação às regras adicionais, a primeira delas determina que as empresas neste segmento devem ter um conselho de administração composto por, no mínimo, cinco membros, cujos mandatos devem ser unificados e de até dois anos, permitida a reeleição. No mínimo vinte por cento desses membros devem ser conselheiros independentes. Além disso, a divulgação das demonstrações financeiras deve estar de acordo com os padrões internacionais US GAAP ou IFRS.

Afora isso, deve haver extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para detentores de ações preferenciais. Também é obrigatório o direito de voto

para as ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão ou fusão, e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral. Por fim, há que se ter a obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, em caso de fechamento de capital ou cancelamento de registro de negociação de nível.

6. ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

A análise fundamentalista é um instrumento utilizado para a análise de investimento em ações, que possibilita concluir sobre as perspectivas da empresa, através da avaliação de tópicos que se relacionam com o seu desempenho, sendo uma análise que se utiliza de fundamentos econômico-financeiros para a determinação do valor da companhia.

Conforme Pinheiro (2007), pode-se conceituar a análise fundamentalista como o estudo de toda a informação disponível no mercado sobre determinada empresa, com a finalidade de obter seu verdadeiro valor, e assim formular uma recomendação de investimento. Ainda segundo o autor, é tarefa do analista resumir e analisar a informação, partindo do passado e tentando prever o futuro.

Sendo assim, a análise fundamentalista tem como seu principal objetivo avaliar o comportamento da empresa visando à determinação do seu valor. Esta análise tem como princípio que as ações têm valor intrínseco, associado tanto com a situação geral da economia, como com o desempenho da companhia. Deste modo, fatores de mercado, como preço e volume, são colocados em segundo plano, enquanto que o foco de estudo passa a ser justamente os fatores que explicam o valor intrínseco de uma empresa, setor ou mercado, fatores esses chamados de fundamentalistas.

A principal razão para o uso da análise fundamentalista é antecipar o comportamento futuro de uma determinada organização no mercado, ou seja, adiantar-se ao mercado. Assim, para que isso seja certo, esta análise parte da premissa de que o mercado não é eficiente no curto prazo, o sendo somente no longo prazo, onde essas ineficiências de valorização seriam corrigidas. Logo, conforme os fundamentalistas, o preço de uma ação hoje não reflete o verdadeiro valor da empresa, embora haja uma tendência de que reflita em um futuro próximo. Deste modo, é tarefa do analista tentar descobrir sub ou supervalorizações, com base em informações ainda não negociadas pelo mercado.

Em relação ao processo decisório da análise fundamentalista, ela envolve o cálculo do valor hipotético da empresa, que seria o seu preço justo em determinado momento, e a posterior comparação do mesmo com seu preço de mercado, ocorrendo, então, a seleção para investimento daquelas com menor relação valor intrínseco/preço de mercado. Para estimar esse valor hipotético, a análise baseia-se, em primeiro lugar, nas demonstrações financeiras

passadas, bem como em outras informações relevantes, que permitam a projeção mais provável possível da evolução futura da companhia emissora das ações. Além disso, em segundo lugar, é levada em consideração a situação atual da economia e estimativas futuras de variáveis com indiscutível influência sobre o preço e o valor de todas as ações negociadas. Em terceiro lugar, a análise baseia-se também no grau de confiança do investidor em relação ao grau de intervenção governamental. Por fim, também é correto afirmar que o “preço justo” da empresa também ocorre em função: do lucro esperado em exercícios futuros, dos investimentos realizados e a realizar, assim como das fontes de financiamentos utilizadas, entre outros fatores.

6.1 EFICIÊNCIA DE MERCADO

Conforme Pinheiro (2007), mercado eficiente é aquele onde os preços reflitam exatamente toda a informação disponível e, também, o ajuste a cada nova informação seja instantâneo. Além disso, a teoria do mercado eficiente afirma que os preços que regem os mercados descontam automaticamente toda nova informação que chega aos mesmos e podem repercutir neles. Em um mercado eficiente, os preços correntes refletem as informações disponíveis, ou seja, refletem o valor presente dos títulos e não há maneira alguma de que sejam obtidos lucros extraordinários com o uso das informações disponíveis.

O autor ainda explica que, do ponto de vista econômico, para um mercado ser classificado como eficiente, ele deveria seguir alguns requisitos, vinculados às características de um mercado perfeito. O primeiro requisito é que deve haver concorrência entre os diferentes agentes que participam do mercado, de modo que para isso ocorrer, os mercados devem ser livres, além de transparentes. Outro requisito é que deve haver liquidez, ou seja, os mercados secundários devem funcionar corretamente, dado que são através deles que se consegue que o processo de venda dos investimentos levados a cabo em ativos primários se produzam com a menor perda possível no preço do ativo, e com comissões e gastos de todo tipo baixos. Em relação ao tamanho dos mercados, Pinheiro (2007) afirma que eles devem apresentar um tamanho que possibilite custos de transação razoavelmente baixos. Isso se deve porque, por um lado, a eficiência operacional exige um tamanho ótimo dos intermediários financeiros e, por sua vez, deve garantir-se a competitividade entre o maior número possível

de intermediários de dimensões ótimas, de modo que ambas as exigências só podem cumprir-se em um mercado muito desenvolvido e de grande dimensão.

Em relação ao nível de eficiência de um mercado, ele é definido com base na relação existente entre preços e informação. Conforme o autor, na hipótese de fraca eficiência, os preços atuais refletiriam toda a informação histórica de preços e quantidades, enquanto que na hipótese de média eficiência, eles refletiriam toda informação publicamente disponível e, por fim, na hipótese de eficiência forte, os mesmos refletiriam toda a informação disponível sobre o mercado, abrangendo informação pública e privada.

Pinheiro (2007) ainda afirma que de um modo geral, há muitos fatores que colaboram para a melhoria da eficiência dos mercados financeiros, dentre eles: a continuidade e densidade das transações; existência de grande número de ativos negociados; diversificação na distribuição dos títulos entre os investidores; a informação econômico-financeira tanto das empresas como da economia em geral; facilidade com que se transferem ativos financeiros; normatização das operações e, por fim, a existência de especulação moderada.

6.2 FORMA DE UTILIZAÇÃO DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Para a realização da análise fundamentalista são necessárias três etapas. Em primeiro lugar, é realizada a pesquisa. Depois, essas informações são posteriormente transformadas em idéias de investimento. Por último, essas idéias são comunicadas adequadamente.

Na etapa de pesquisa, o analista deve colher informações a respeito da empresa. Entretanto, para que ele possa fazer essa etapa, é necessário que conheça as variáveis que envolvem o desempenho de uma companhia, assim como de que forma ela funciona. Essa pesquisa pode utilizar: entrevistas com pessoas envolvidas no contexto; leitura de relatórios, demonstrações contábeis ou periódicos e; por fim, a base de dados da Internet e das bolsas e corretoras de valores.

A etapa de transformação dos dados colhidos na fase de pesquisa em idéias é a parte mais importante da tarefa do analista fundamentalista. Aqui, o profissional demonstrará o seu conhecimento do tema e entregará, como resultado final, as projeções financeiras e as recomendações de investimento. Para tal, o analista deve utilizar: sua habilidade em conseguir

a informação; seus conhecimentos em informática e métodos analíticos; bom-senso e, o mais importante; sua experiência.

Em relação à etapa de comunicação das idéias, é nela em que o trabalho do analista realizado na fase anterior é repassado a seu cliente, que pode ser tanto cliente institucional ou particular. No caso de clientes institucionais, eles gerenciam carteiras de vários investidores e têm necessidade de recomendações relativas, enquanto que os clientes particulares autogerenciam seus recursos, e querem recomendações absolutas. Deste modo, de acordo com o tipo de cliente, o analista deve escolher entre comunicar suas conclusões de forma direta, o que se dá visitando ou telefonando para seus clientes, ou de forma indireta, através de informes publicitários, por exemplo.

6.3 ANÁLISE TOP DOWN E BOTTOW UP

A análise fundamentalista engloba diferentes enfoques e sistemas de utilização, a principal diferenciação se dá quanto ao processo que se utiliza para chegar a uma conclusão sobre a compra ou venda de uma ação. Há dois métodos possíveis. O *top-down*, ou de cima para baixo, é aquele onde se acredita que o que move a bolsa no longo prazo são as principais variáveis macroeconômicas, dado que a bolsa deve refletir o comportamento da economia. Assim, nesse método, os analistas partem de um contexto global, para posteriormente formularem uma conclusão sobre as empresas que devem recomendar. Logo, a tomada de decisões inicia-se no contexto global, numa abordagem que é direcionada do estudo da macroeconomia ao estudo da microeconomia. Assim, são realizadas análises da economia em geral, do setor de atuação da empresa, e, mais especificamente, da empresa em si, tendo como objetivo a determinação de oportunidades e ameaças no ambiente externo da companhia.

Já no método *bottom-up*, ou de baixo para cima, acredita-se que o que deve ser feito é a análise do comportamento e perspectivas de cada empresa, para que sejam detectadas aquelas que ofereçam melhores oportunidades de investimento.

Pinheiro (2007) ressalta que os enfoques não são excludentes. Ele afirma que o ideal é que ambas sejam utilizadas em conjunto, até mesmo para que posteriormente se possa verificar que as conclusões eram similares ou não.

6.4 PRINCIPAIS INDICADORES FUNDAMENTALISTAS

Os principais indicadores usualmente utilizados em análises fundamentalistas são o Preço/FCDDPA, Preço/FCPA, Preço/ROPA, Preço/LPA e Preço/VPA, sendo que os dois últimos são utilizados para a realização deste trabalho, conforme já explicitado no capítulo da metodologia. Segue abaixo uma breve descrição de cada um desses indicadores:

- Preço/FCDDPA – ou Preço/Fluxo de Caixa Disponível por Ação: Trata-se de um indicador que expressa o valor de mercado da empresa em termos de seu fluxo de caixa disponível. É calculado como valor de mercado dividido pelo fluxo de caixa disponível por ação da empresa. O Fluxo de Caixa Disponível é calculado como sendo lucro líquido mais depreciação e amortização menos despesas de capital e variação do capital circulante.
- Preço/FCPA – ou Preço/Fluxo de Caixa por Ação: Trata-se de um indicador que expressa o valor de mercado da empresa em termos de seu fluxo de caixa. É calculado como valor de mercado dividido pelo fluxo de caixa por ação da empresa. O Fluxo de Caixa, por sua vez, é calculado como sendo lucro líquido mais depreciação e amortização.
- Preço/LPA – ou Preço/Lucro por Ação. Expressa o valor de mercado da empresa em termos de seu lucro líquido. Pode ser visto como o número de anos que se levaria para reaver, através da distribuição de lucros, o capital aplicado na compra de uma ação. Teoricamente, ações com este indicador mais baixo possuem maior potencial de ganhos, já que no presente estão "baratas" em comparação aos seus pares. É um importante indicador de ressalva quanto ao otimismo excessivo no mercado, servindo também como um marcador de problemas e de oportunidades de negócio. Por exemplo, se uma ação tiver um P/LPA duas vezes maior do que o de outra ação, este provavelmente é um investimento menos atrativo, pois quanto maior o indicador, mais "caro" estaria o preço do papel.

- Preço/ROPA – ou Preço/Resultado Operacional por Ação: Expressa o valor de mercado da empresa em termos de seu resultado operacional. É calculado como valor de mercado dividido pelo resultado operacional por ação da empresa.
- Preço/VPA – ou Preço/Valor patrimonial por Ação: Expressa o valor de mercado da empresa em termos de seu patrimônio líquido. Por exemplo, um Preço/VPA de 80% indica que a empresa vale na Bovespa 80% do valor de seu patrimônio líquido enquanto que, por outro lado, uma empresa com este indicador em 140%, tem seu valor de mercado 40% superior ao seu Patrimônio Líquido. Deste modo, resultados menores para este indicador apontam empresas com cotações mais depreciadas.

7. IPOS DO SETOR IMOBILIÁRIO NO ANO DE 2007: DESEMPENHOS APRESENTADOS E ANÁLISE

7.1 DADOS GERAIS DAS OFERTAS

Um número considerável de empresas do ramo imobiliário realizou ofertas públicas de ações no ano de 2007. Conforme dados extraídos da Bovespa, das sessenta e quatro companhias que abriram seu capital, quinze delas são empresas do setor imobiliário. A grande maioria delas entrou no segmento de listagem Novo Mercado, tendo apenas a empresa Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A se vinculado ao segmento de listagem Nível 2.

Esse número demonstra que as IPOs vinham despertando forte interesse de empresas do ramo imobiliário. Com este segmento da economia em aquecimento, as empresas do setor encontraram no mercado de capitais um meio para aproveitar as oportunidades de negócios. Nesse sentido, a abertura de capital tornou-se um dos meios mais atraentes de capitalização, fundamental naquele momento.

Dentre os fatores que impulsionavam o crescimento do ramo imobiliário no período, destacava-se principalmente o crescimento na produção de insumos típicos da construção civil, além do aumento da oferta de crédito. Este crescimento da oferta de crédito imobiliário no Brasil, juntamente com a carência habitacional do país, fizeram com que diversas empresas da área de construção se capitalizassem para investir de forma mais robusta no setor. Além disso, a queda da taxa de juros também vinha sendo essencial para atrair o interesse dos investidores. Deste modo, com essa queda da taxa de juros, além do alargamento do prazo dos empréstimos, o financiamento de imóveis pôde aumentar consideravelmente no Brasil.

Conforme reportagem publicada no Portal Exame, somente nos oito primeiros meses daquele ano, foram financiados 18.428 imóveis, segundo dados da Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip), movimentando R\$ 10,33 bilhões, valor este que é 73,7% maior do que o registrado no mesmo período do ano anterior.

As empresas do setor que realizaram IPO no ano de 2007, ordenadas por data de estréia em pregão, são as constantes na página seguinte:

- PDG Realty S.A Empreendimentos e Participações
- Rodobens Negócios Imobiliários S.A
- Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário S.A
- Tecnisa S.A
- JHSF Participações S.A
- CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A
- Agra Empreendimentos Imobiliários S.A
- Inpar S.A.
- Ez Tec Empreendimentos e Participações S.A
- Invest Tur Brasil – Desenvolvimento Imobiliário Turístico S.A.
- MRV Engenharia e Participações S.A.
- Multiplan – Empreendimentos Imobiliários S.A
- Construtora Tenda S.A
- Brasil Brokers Participações S.A
- Helbor Empreendimentos S.A

Tabela 1 - IPO's do Setor Imobiliário em 2007

Empresa	Data da IPO	Preço Inicial (R\$)	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões	Nº de investidores
PDG Realty	26/jan	14,00	Novo Mercado	Mista	648	12.018
Rodobens	31/jan	19,50	Novo Mercado	Primária	449	14.181
Camargo Correa	31/jan	14,50	Novo Mercado	Mista	522	22.294
Tecnisa	01/fev	13,00	Novo Mercado	Mista	791	17.436
JHSF Part	12/abr	8,00	Novo Mercado	Primária	432	4.561
CR2	23/abr	20,00	Novo Mercado	Primária	308	2.810
Agra Incorp	26/abr	8,50	Novo Mercado	Mista	786	5.375
Inpar S/A	06/jun	17,50	Novo Mercado	Primária	756	9.614
EZTec	22/jun	11,00	Novo Mercado	Primária	542	5.553
Invest Tur	16/jul	1000,00	Novo Mercado	Primária	945	17
MRV	23/jul	26,00	Novo Mercado	Mista	1.193	15.657
Multiplan	27/jul	25,00	Nível 2	Mista	925	24.419
Tenda	15/out	9,00	Novo Mercado	Primária	603	10.172
BR Brokers	29/out	950,00	Novo Mercado	Mista	699	13
Helbor	29/out	11,00	Novo Mercado	Primária	252	723

7.2 DADOS GERAIS DOS RESULTADOS OBTIDOS

Conforme veremos a seguir, o desempenho do retorno das ações das empresas do setor imobiliário que abriram o seu capital no ano de 2007, em linhas gerais, não foi positivo. Do grupo de quinze empresas que realizaram IPO no período, apenas quatro delas apresentaram retornos acima do índice Bovespa.

Além disso, no caso de oito empresas do setor, portanto, mais da metade delas, a ação encerrou o período de análise deste trabalho cotada a um preço menor do que o praticado quando da realização da oferta pública.

Sendo assim, veremos neste capítulo, em relação a cada empresa, o comparativo do retorno acumulado proporcionado pela ação em relação ao Ibovespa no mesmo período. Não obstante, também veremos alguns dados relativos aos respectivos IPOs, ao desempenho financeiro posterior à oferta, além vermos possíveis explicações que auxiliem a entender o comportamento observado da ação no período considerado e, por fim, indicadores fundamentalistas que ajudem a indicar quais ações apresentavam-se como melhores oportunidades de investimento ao final do segundo trimestre de 2008.

7.3 PDG REALTY S.A EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES

A PDG Realty S.A foi a primeira empresa do setor imobiliário brasileiro a realizar uma IPO no ano de 2007. Esta companhia desenvolve diversas atividades do ramo imobiliário, como, por exemplo, a de incorporar empreendimentos imobiliários específicos em conjunto com outras empresas. Essa incorporação se dá principalmente em empreendimentos residenciais, abrangendo desde a classe média-baixa até a classe alta. Além disso, a PDG também realiza investimentos de portfólio, que seguem modelo de *Private Equity*, pelo qual adquire participações societárias em empresas dedicadas ao setor imobiliário, participando no planejamento estratégico e na gestão das sociedades investidas.

A empresa também atua tanto no desenvolvimento de loteamentos residenciais, como nos empreendimentos imobiliários comerciais com foco em geração de renda, por meio de

locação. Não obstante, a PDG atua na comercialização de imóveis residenciais e comerciais, além de atuar na corretagem, intermediação e consultoria imobiliária. Além disso, de um modo geral, a PDG Realty S.A se define como uma companhia de investimentos. A própria classificação efetuada pela Bovespa em seu site define a atividade principal da companhia como sendo a participação em sociedades atuantes no setor imobiliário.

O lançamento das ações da PDG Realty no mercado de capitais brasileiro foi o mais exitoso de todas as empresas do setor imobiliário no ano de 2007. Com sua oferta de 45 milhões de ações ao preço de R\$ 14,00 cada, o total de recursos levantados pela companhia foi de R\$ 630 milhões.

Em termos de retorno da ação, a PDG Realty foi a companhia que apresentou o maior retorno ao longo do período considerado neste trabalho, dentre todas as quinze empresas do setor, com retorno cerca de 20% maior que o do Ibovespa no mesmo período. Além disso, fechou o ano de 2007 com expressivos 79% de retorno em relação ao preço do dia da oferta, percentual muito superior ao do Ibovespa. Quanto ao comportamento da ação ao longo do período analisado, conforme podemos ver pelo gráfico seguinte, a ação da companhia apresentou um comportamento atípico em relação às demais empresas do setor: a ação apresentou desempenho inferior ao índice Bovespa até o início do mês de Maio de 2007, sendo que durante boa parte deste período o retorno da ação se situou no campo negativo, chegando a atingir 22,5% de queda no preço em relação ao dia da IPO. Já após esse período, o retorno da ação não apenas superou o do índice, como disparou, encerrando aquele ano com retorno anormal de 36,17% frente ao Ibovespa.

Após a realização de sua IPO, a PDG Realty S.A pôde apresentar números muito positivos. Considerando-se os dados do primeiro trimestre de 2008, comparados ao primeiro trimestre de 2007 - quando a empresa abriu seu capital -, o lucro líquido ajustado cresceu expressivos 112% em relação ao mesmo período do ano anterior. A empresa encerrou o ano de lançamento de suas ações na Bovespa apresentando um lucro líquido de aproximadamente R\$ 71 milhões. Já em relação a este ano, este número já foi ultrapassado com bastante antecedência. Apenas nos primeiros seis meses de 2008, a PDG Realty apresentou lucro líquido de mais de R\$ 116 milhões, número que é 63% maior do que o resultado de todo o ano anterior.

Além disso, outros dados como a Receita Líquida e o EBITDA também registraram aumento superior a 100%. Quanto aos lançamentos, a empresa lançou empreendimentos no

valor aproximado de R\$ 800 milhões em VGV no primeiro trimestre de 2008, crescimento de quase 60% frente ao primeiro trimestre do ano anterior. No período, houve também aumento nas vendas, onde o valor contratado de vendas subiu de aproximadamente R\$ 534 milhões para R\$ 674 milhões, representando um crescimento de 26%. Ainda em relação ao crescimento no VGV, nos primeiros nove meses de 2007 ele foi de expressivos 379% em relação a igual período de 2006.

Outra notícia positiva veio em maio deste ano, quando a agência de classificação de risco Standard & Poor's elevou os *ratings* de crédito corporativo e de debêntures da companhia de brBBB para brBBB+, com viés passando de estável para positivo. Sendo assim, com base nesses dados apresentados acima, podemos atribuir algumas das causas que levaram a ação da empresa a apresentar um ótimo desempenho frente ao Ibovespa.

Com relação ao indicador fundamentalista Preço/Lucro por Ação, a empresa apresentou um resultado que lhe colocou em uma posição intermediária em relação às demais empresas analisadas neste trabalho, conforme mostra a tabela no anexo deste trabalho. Considerando-se o lucro por ação de R\$ 1,19 apresentado pela companhia, e a cotação da ação no dia 30 de Junho de 2008, onde encerrou negociada a R\$ 22,89, o indicador P/LPA teve como resultado 19,19. Já em relação ao indicador Preço/Valor Patrimonial por Ação, considerando como valor patrimonial por ação o valor de R\$ 9,97, o resultado encontrado foi de 2,30, indicando que a PDG Realty tinha seu valor de mercado 130% superior ao seu patrimônio líquido, número que coloca a empresa, em comparação com as demais, como umas das ações mais “caras” da amostra, ao final do primeiro semestre de 2008.

A tabela abaixo mostra os retornos acumulados proporcionados pela ação da PDG e pelo Ibovespa no período compreendido entre à data de realização do IPO da companhia e o encerramento do primeiro semestre do ano de 2008. Além disso, também é mostrado no gráfico o retorno anormal ocorrido entre o papel da empresa e o índice Bovespa. Já na página seguinte, é mostrado o gráfico que detalha as oscilações ocorridas entre o Ibovespa e a ação durante o período de análise.

Tabela 2 - Comparação Retorno PDGR3 x Ibovespa

	26/01/2007 a 28/12/2007	02/01/2008 a 30/06/2008	26/01/2007 a 30/06/2008
PDGR3	79,14%	-4,12%	64,89%
Ibovespa	42,97%	3,51%	45,50%
Retorno Anormal	36,17%	-7,62%	19,39%

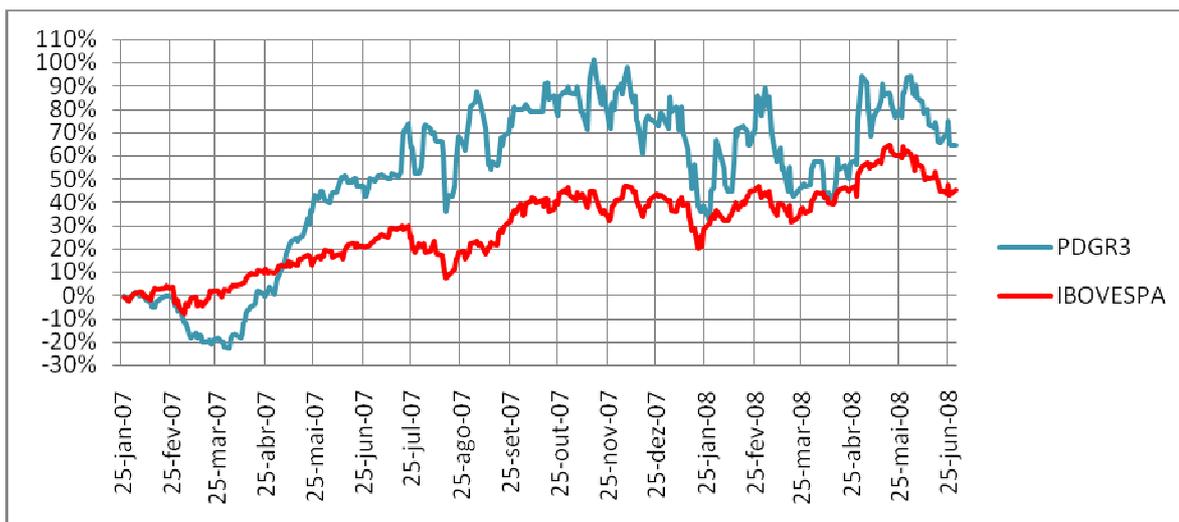


Gráfico 1 - Comparação Retorno PDGR3 x Ibovespa

7.4 RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A

De acordo com o Anuário Gazeta Mercantil do ano de 2007, a Rodobens se encontra entre os cem maiores grupos empresariais do país. Conforme o nome da empresa possa sugerir, a companhia iniciou suas atividades em 1949, na área de revenda de caminhões, passando posteriormente a atuar também na administração de consórcios de caminhões.

Atualmente, a empresa está presente em mais de duzentas cidades brasileiras, em todos os Estados da Federação, contando aproximadamente com quatrocentos mil clientes. Tais clientes estão espalhados pelos diversos segmentos de mercado nos quais a Rodobens atua, com ênfase no segmento econômico residencial.

No setor imobiliário, a Rodobens começou a atuar há cerca de 25 anos, iniciando na construção de empreendimentos para as próprias empresas do grupo, para daí então passar para as incorporações imobiliárias. Conforme dados da empresa, nos anos 90, aproximadamente 85% das unidades lançadas eram de prédios de apartamentos. A partir de 1997, além da incorporação e construção de edifícios de apartamentos, o grupo passou a atuar também na realização de condomínios fechados de casas.

Em um dia movimentado para o setor imobiliário no mercado de capitais, com duas IPOs ocorrendo na mesma data, a Rodobens Negócios Imobiliários S.A, em sua oferta de

natureza primária, colocou em mercado 20 milhões de ações. Elas foram vendidas ao preço de R\$ 19,50 cada, garantindo à empresa o montante de R\$ 390 milhões.

Em relação ao retorno da ação da empresa, podemos verificar que o desempenho foi insatisfatório, se efetuarmos a comparação com o Ibovespa. Ainda que tenha encerrado o período de análise no terreno positivo, o preço da ação fechou o primeiro semestre de 2008 nos mesmos patamares de quando da sua estréia em pregão, com alta de apenas 2,65% em relação ao preço da oferta. No mesmo período, o índice Bovespa apresentou valorização de 47,62%.

Quanto ao comportamento do preço da ação durante o período de análise, podemos verificar, pelo gráfico seguinte, que a ação apresentou um comportamento atípico frente ao Ibovespa, da data do IPO até meados do mês de Setembro de 2007. Enquanto durante este período o Ibovespa praticamente só teve dias de valorização, o preço da ação da Rodobens oscilou muito. Do dia de estréia em pregão até o dia 3 de Julho de 2007, a ação apresentava uma valorização de 35,67%, cotada a R\$ 26,16, índice superior ao de mercado, que em igual período subia 26,46%. Entretanto, após esse período, e até meados do mês de Setembro do mesmo ano, a ação incorreu em forte desvalorização, enquanto que o Ibovespa seguiu subindo. Para se ter uma idéia, o preço da ação despencou para R\$ 18,32 em 17 de Setembro de 2007, uma desvalorização de 30%. Já deste período em diante, o comportamento da ação acompanhou o comportamento do índice Bovespa.

Com relação ao desempenho financeiro da Rodobens após a sua entrada na Bovespa, podemos verificar que os resultados apresentados foram positivos. Apesar de ter encerrado o primeiro trimestre de 2007 com um prejuízo líquido de mais de R\$ 8 milhões - impactado principalmente pelas custas de realização da IPO-, o que talvez explique em parte o comportamento negativo do preço da ação apresentado nos meses seguintes à divulgação deste resultado, o desempenho posterior foi bastante satisfatório. Em 2006, a Rodobens Negócios Imobiliários S.A encerrou o ano com lucro líquido de R\$ 2,36 milhões, número muitas vezes inferior ao lucro líquido apresentado no ano de realização da IPO, que foi de R\$ 40,28 milhões. Com relação ao presente ano, os resultados em termos de lucro líquido também são significativos, pois a empresa encerrou os primeiros seis meses do ano com lucro líquido de R\$ 47,71 milhões, número que já ultrapassa o total levantado em todo o ano anterior.

Em termos de receita líquida, houve aumento de 173% em 2007 em relação ao ano anterior. As vendas contratadas também tiveram expressivo crescimento de 383% em 2007 em relação ao ano de 2006. Desta forma, com números consideravelmente positivos, mas com um desempenho apenas regular no mercado de capitais, o diretor financeiro e de relações com investidores da empresa atribuiu esses resultados, conforme entrevista que deu ao Infomoney em abril de 2007, ao excesso na oferta de ações do setor, já que várias empresas entraram na Bovespa naquele ano.

Com relação aos seus indicadores fundamentalistas, a Rodobens Negócios Imobiliários S.A apresentou Preço/Lucro por Ação de 11,44, considerando seu lucro por ação de R\$ 1,73 no período e a cotação da ação em R\$ 19,80. Este resultado coloca a empresa como a sexta companhia mais atrativa para investimentos futuros, dentre as 15 empresas analisadas do setor, considerando-se apenas este indicador. Entretanto, ao considerarmos também o indicador Preço/Valor Patrimonial por Ação, onde o valor patrimonial por ação da empresa ficou em R\$ 12,17, chegaremos ao resultado de 1,63. Este indicador coloca o papel da companhia como apenas o nono mais atraente para investimentos, já que aponta que a Rodobens estava com seu valor de mercado 63% superior ao seu patrimônio líquido.

Tabela 3 - Comparação Retorno RDNI3 x Ibovespa

	31/01/2007 a 28/12/2007	02/01/2008 a 30/06/2008	31/01/2007 a 30/06/2008
RDNI3	9,52%	-6,06%	2,65%
Ibovespa	45,05%	3,51%	47,62%
Retorno Anormal	-35,53%	-9,56%	-44,97%

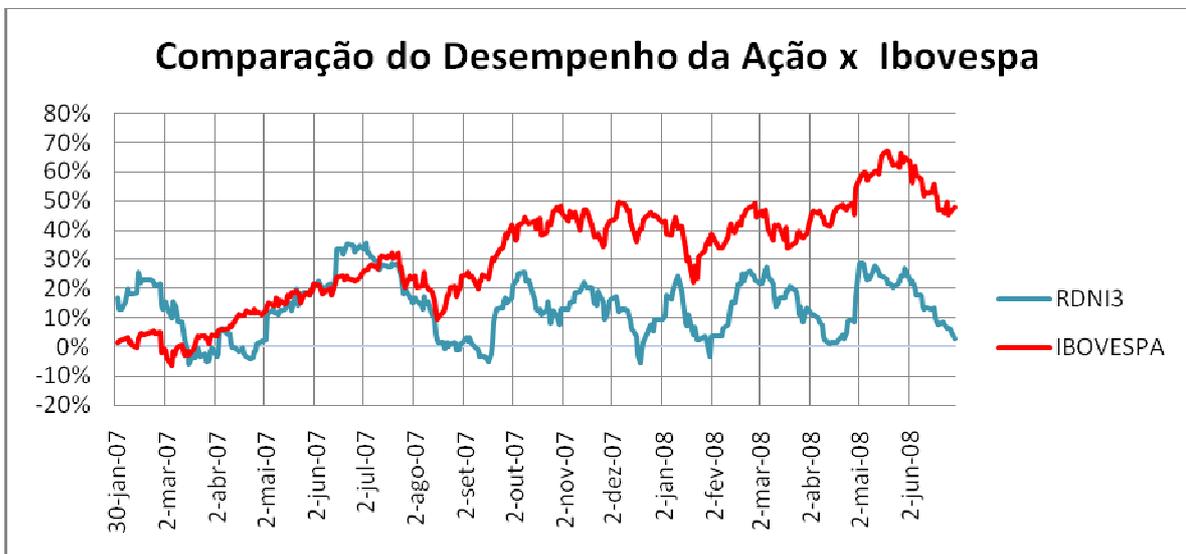


Gráfico 2 - Comparação Retorno RDNI3 x Ibovespa

7.5 CAMARGO CORRÊA DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO S.A

No setor de incorporação, trata-se de uma empresa nova, pois iniciou suas atividades apenas no ano de 2003. Atualmente, a empresa atua em todos os segmentos de mercado e em várias regiões do país, com destaque para os Estados do Sudeste. Contando com um banco de terrenos de cerca de R\$ 9,5 bilhões em volume potencial de lançamentos (VGV – Valor Geral de Vendas), a empresa é uma das dez maiores companhias em incorporação de empreendimentos residenciais e comerciais de alta qualidade do país. Na sua IPO ocorrida no mesmo dia da empresa anterior, o total captado foi de R\$ 522 milhões, graças à sua oferta de 36 milhões de ações ao preço de R\$ 14,50 cada.

O desempenho apresentado pela ação, durante todo o período de análise, foi bastante negativo. A ação estreou em bolsa com quatro quedas consecutivas, mantendo-se neste ritmo até atingir desvalorização acumulada de 28,24% em Março de 2007, apenas um mês e meio da estréia em pregão. Após, o preço da ação acompanhou o comportamento do Ibovespa, obtendo altas até o início do mês de Setembro, período no qual a cotação da ação recuperou-se e chegou a atingir mais de 10% de valorização frente ao preço inicial da oferta. Entretanto, posteriormente, o preço da ação mergulhou em novo período de desvalorização, conforme podemos ver no gráfico correspondente, no qual se manteve até o final do período de estudo, encerrando-o com queda de quase 40%, frente à valorização de 47,12% do Ibovespa, resultando em um retorno anormal negativo da ação da CCDI de 85,77%, o segundo pior de todas as empresas analisadas. É interessante ressaltar, conforme consta na tabela abaixo, que o desempenho negativo ocorreu tanto no ano de 2007 como no primeiro semestre de 2008, onde a ação desvalorizou-se mais de 20% em cada período, enquanto o Ibovespa teve alta.

Um dos motivos que ajudam a explicar o péssimo desempenho da ação foi o fraco resultado financeiro apresentado pela Camargo Corrêa. A empresa lançou suas ações tendo apresentado um lucro em 2006 que foi 9,7% inferior ao ano anterior, principalmente ocasionado pelo aumento das despesas operacionais da empresa, visando preparar para o IPO, segundo afirmam em seu site. Além disso, no primeiro trimestre de 2007, quando foi realizada sua oferta, a CCDI apresentou forte prejuízo líquido de mais de R\$ 12 milhões. Mesmo com lucros nos trimestres seguintes, a empresa conseguiu sair do vermelho no quarto trimestre, onde divulgou lucro líquido anual de R\$ 6,1 milhões. Com estes resultados, a CCDI optou por recomprar parte de suas ações ao final de 2007.

Outro fator apontado como determinante para o fracasso das ações da companhia foi sua aposta em poucos empreendimentos, concentrados na região de São Paulo, e voltados apenas para o segmento de alto padrão, onde há forte concorrência e onde a companhia enfrentou problemas para comercializá-los. Até mesmo por isso, em 2008, a CCDI trocou de presidente e de foco, voltando-se para o segmento de baixa renda, onde inclusive adquiriu a construtora HM Engenharia, especialista neste tipo de imóvel. Em parte, essa mudança de foco já apresentou frutos nos resultados do primeiro trimestre deste ano, onde o lucro ultrapassou os R\$ 60 milhões, representado um aumento de dez vezes em relação a todo o ano anterior, embora essa mudança não tenha sido refletida no comportamento do preço das ações.

Com base no indicador fundamentalista Preço/Lucro por Ação, a empresa apresenta-se como boa oportunidade de investimento, já que possui o quinto menor P/LPA de todas as empresas analisadas. O P/LPA da Camargo Corrêa totalizou 10,86, considerando-se seu lucro de R\$ 0,82 por ação, e a cotação da ação ao final do período de análise, no valor de R\$ 8,95. Com relação ao outro indicador fundamentalista considerado, P/VPA, a empresa também ficou em posição semelhante, no sexto lugar, considerando-se seu valor patrimonial por ação de R\$ 6,36. Assim, a empresa apresentou P/VPA de 1,41, indicando que a companhia estava com seu valor de mercado, apesar da desvalorização, 41% superior ao seu patrimônio líquido.

Tabela 4 - Comparação Retorno CCIM3 x Ibovespa

	31/01/2007 a 28/12/2007	02/01/2008 a 30/06/2008	31/01/2007 a 30/06/2008
CCIM3	-20,65%	-22,72%	-38,15%
Ibovespa	45,05%	3,51%	47,62%
Retorno Anormal	-65,70%	-26,23%	-85,77%

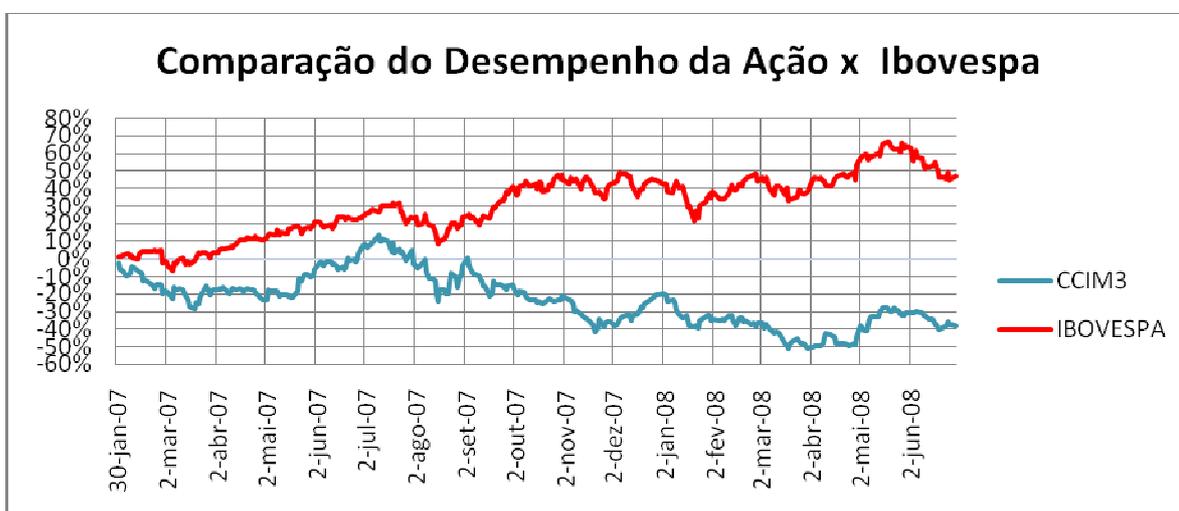


Gráfico 3 - Comparação Retorno CCIM3 x Ibovespa

7.6 TECNISA S.A

A companhia, fundada em 1977, é uma das maiores incorporadoras de empreendimentos residenciais do Brasil, com foco orientado para clientes de alta e médio-alta rendas da região metropolitana de São Paulo. A Tecnisa S.A participa de todas as fases de uma incorporação imobiliária, incluindo a aquisição do terreno, o desenvolvimento do projeto, a realização das obras, as vendas das unidades e o atendimento aos seus clientes.

Por diversas vezes a empresa recebeu o Prêmio Consumidor Moderno de Excelência em Serviços ao Cliente, principalmente por fatores relacionados à adoção de estratégias de marketing como a de vendas de imóveis pela Internet. A empresa também se apresenta em seu site como pioneira em alguns itens, como ter sido uma das primeiras empresas do setor a desenvolver áreas de lazer coletivas, localizadas em coberturas de construções.

Em sua oferta pública de ações, a Tecnisa S.A captou o montante de R\$ 791 milhões de reais, sendo mais 70% desses recursos captados junto a investidores estrangeiros. Ao todo, foram colocadas no mercado mais de 60 milhões de ações, ao preço de R\$ 13,00 cada.

Assim como ocorreu com os papéis da Camargo Corrêa, o retorno proporcionado para o investidor que optou pelas ações da Tecnisa S.A foi bastante negativo. Ao final do período de análise, a ação teve desvalorização de 38,05% e retorno anormal negativo de 83,69% frente ao Ibovespa, o terceiro pior de todas as empresas analisadas. Em relação ao comportamento da cotação ao longo do período de análise, verificou-se retorno negativo tanto no ano de 2007, como no primeiro semestre de 2008, frente valorização do Ibovespa em ambos os períodos. Conforme observado no gráfico respectivo, de certa forma o comportamento da ação seguiu a tendência do índice, embora sempre abaixo. Exceção se dá no período da data do IPO até meados de Março de 2007, onde o preço da ação experimentou queda de cerca de 30%, enquanto o Ibovespa, apesar das oscilações, manteve-se nos mesmos patamares.

O desempenho financeiro da Tecnisa S.A desde que abriu o seu capital não foi ruim. Pelo contrário, a empresa apresentou lucros líquidos consideravelmente positivos após o IPO. Para se ter uma idéia, em 2007, apesar de o primeiro trimestre ter apresentado prejuízo líquido de R\$ 21,8 milhões devido aos gastos da abertura, a companhia encerrou o ano com lucro líquido de R\$ 31,8 milhões, lucro 229% superior ao ano de 2006. Além disso, nos primeiros

seis meses de 2008, a empresa já acumula lucro líquido de R\$ 52,6 milhões, número 61% maior do que o de todo o ano anterior.

Ainda em relação aos números da companhia, o segundo trimestre de 2008 apresentou números significativamente positivos. As vendas cresceram mais de 300% em relação ao igual período de 2007. Em comparação com o mesmo período, a receita líquida também cresceu 79% frente ao registrado no ano anterior. Outra notícia positiva veio da Standard & Poor's, que recentemente atribuiu nota de risco de crédito brA-, demonstrando a boa expectativa que esta agência de classificação tem em relação aos resultados financeiros futuros da empresa, embora alerte para a relativa concentração de grande parte de seus empreendimentos imobiliários em uma área específica da cidade de São Paulo.

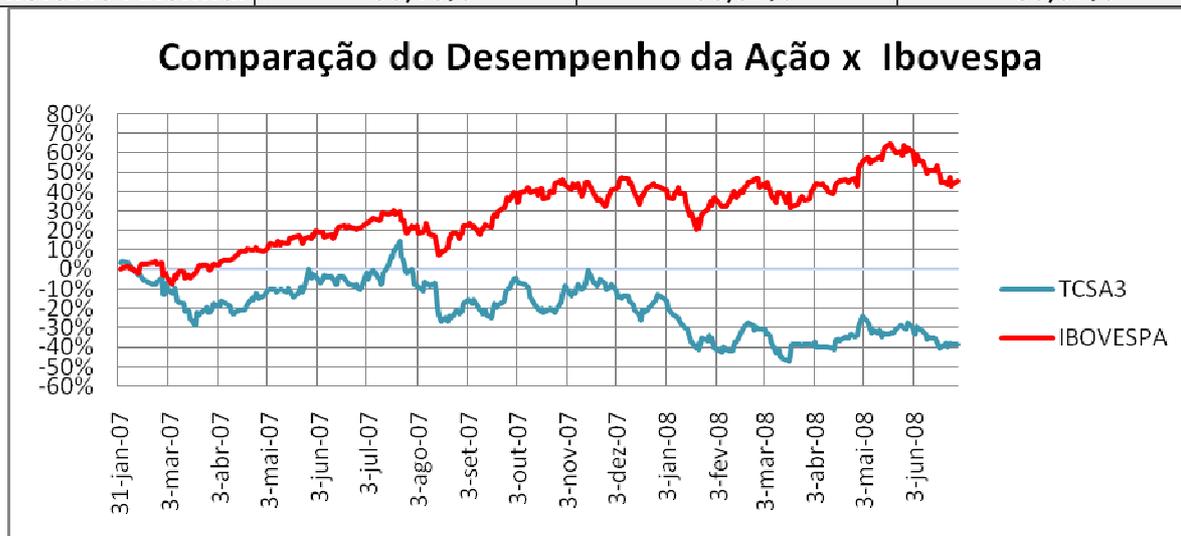
Quanto às possíveis explicações para o desempenho ruim na Bovespa, a empresa entende que o mercado não aprovou a concentração dos investimentos em terrenos da capital paulista, a falta de diversificação regional e a concentração dos segmentos de médio e alto padrão. Desta forma, e até mesmo seguindo o que já fora apontado pela Standard e Poor's, a Tecnisa mudou seu presidente visando implantar planos de expandir a atuação nacional da companhia, além de adquirir terrenos em segmentos de renda mais baixa.

Ambos os indicadores fundamentalistas utilizados neste trabalho colocam as ações da Tecnisa S.A como uma opção intermediária de investimento, frente às ações das outras empresas analisadas. Tanto em relação ao indicador P/LPA, como ao P/VPA, a empresa ocupou a sétima colocação, onde o primeiro colocado seria, em tese, a melhor opção de investimento. A Tecnisa apresentou o indicador P/LPA de 13,45, considerando-se o lucro por ação apresentado de R\$ 0,59, e a cotação da ação em 30 de Junho de 2008, dia no qual fechou cotada a R\$ 7,99. Quanto ao segundo indicador, tendo em vista o valor patrimonial por ação de R\$ 5,49, a empresa apresentou P/VPA de 1,46, indicando que o valor de mercado da Tecnisa S.A estava 46% superior ao seu patrimônio líquido.

A tabela abaixo mostra os retornos acumulados e retorno anormal, enquanto o gráfico da página seguinte mostra as oscilações ocorridas com o preço da ação.

Tabela 5 - Comparação Retorno TCSA3 x Ibovespa

	01/02/2007 a 28/12/2007	02/01/2008 a 30/06/2008	01/02/2007 a 30/06/2008
TCSA3	-13,02%	-26,56%	-38,05%
Ibovespa	43,11%	3,51%	45,64%
Retorno Anormal	-56,13%	-30,07%	-83,69%



7.7 JHSF PARTICIPAÇÕES S.A

A JHSF Participações S.A também está listada no segmento Novo Mercado da Bovespa. A empresa atua principalmente nos mercados de incorporações imobiliárias residenciais e comerciais de uso misto e larga escala. Além disso, também atua no desenvolvimento e administração de Shopping Centers, nas atividades de locações comerciais e em investimentos em hotéis de alto padrão. Em termos de segmentação de mercado, a companhia optou ao longo de sua trajetória em investir nos mercado de alto padrão.

Nos últimos anos, a empresa foi líder no segmento residencial de alto padrão na região metropolitana de São Paulo, chegando a ter, conforme dados da EMBRAESP de 2006, participação de mercado de 29% em termos de VGV lançado desse segmento na região, o que representa cerca de 20% do mercado imobiliário nacional.

Em 2001, a JHSF Participações criou sua divisão de Shopping Centers, com a inauguração do Shopping Metrô Santa Cruz, no Estado de São Paulo, que foi o primeiro shopping center no Brasil a ser totalmente integrado com uma estação de metrô. Atualmente, a empresa conta com um portfólio de sete shoppings centers.

As ações da JHSF Participações S.A foram as que apresentaram comportamento mais peculiar frente às demais ações de empresas do setor que realizaram IPOs em 2007. Com uma emissão de 54 milhões ao preço unitário de R\$ 8,00, a empresa captou R\$ 432 milhões.

A oscilação do preço da ação foi bastante significativa. Mesmo assim, o papel encerrou o período de análise cotado praticamente no mesmo preço de lançamento, fechando em R\$ 8,02. Quanto aos períodos considerados, a ação apresentava desvalorização de quase 30% ao final do ano de 2007, frente aos 36,10% de alta do Ibovespa. Conforme podemos ver no gráfico da página seguinte, o preço da ação teve um grande salto na metade de Maio de 2007, quando chegou a atingir quase 50% de valorização. Porém, assim como acontecera com a alta, a partir do mês de Agosto e até o final do ano, o papel passou por uma queda vertiginosa, contrariando a tendência de alta pela qual passava o Ibovespa. Deste modo, a ação, que outrora tinha uma valorização de quase 50%, encerrou o ano com desvalorização de 30%, cotada a R\$ 5,55. Entretanto, no primeiro semestre de 2008, a ação da JHSF teve o melhor desempenho entre todas as empresas analisadas e, enquanto o Ibovespa subiu 3,51%, a ação valorizou-se 44,25%, representando um retorno anormal de 40,74%.

O desempenho financeiro apresentado pela JHSF após seu IPO foi consideravelmente positivo. Excetuando-se o resultado do segundo trimestre de 2007, no qual abriu seu capital, a empresa teve lucros em todos os outros períodos. Nos resultados do primeiro trimestre, divulgados logo após a realização da IPO, a empresa apresentou receita bruta 637,4% maior do que no mesmo período do ano anterior, além de lucro líquido ajustado 1.675,7% maior, números esses que contribuíram para o salto no preço da ação apresentado naquele período. Para o ano de 2008, os resultados apresentados foram melhores ainda, pois aliaram o bom desempenho financeiro com um bom desempenho da ação. Nos dois primeiros trimestres deste ano, individualmente, os lucros líquidos foram maiores do que em todo o ano de 2007.

Quanto ao ano de 2007, cuja cotação da ação encerrou com desvalorização, uma das explicações é que a empresa, tal qual grande parte das demais empresas do setor, não entregou todos os empreendimentos prometidos. Já em 2008, a JHSF Participações S.A foi especialmente beneficiada por estar, de certa forma, blindada contra as incertezas do setor

imobiliário. Não foi só o lucro que atraiu os investidores, até porque, conforme vemos ao longo deste trabalho, as outras empresas também apresentaram bons resultados no período de estudo, mas, sim, a própria segmentação de mercado da companhia, que é distinta das demais. Por estar focada no segmento de luxo do mercado imobiliário, a JHSF tem um perfil de cliente que depende bem menos de financiamentos. Desta forma, está mais protegida contra o aumento das taxas de juros, o que encarece os financiamentos, especialmente fundamentais para o segmento de baixa renda, no qual grande parte das empresas do setor está focada.

Em termos gerais, os indicadores fundamentalistas utilizados neste trabalho não colocaram as ações da JHSF como melhores alternativas de investimento frente às demais empresas do setor. O indicador P/LPA, que apresentou como resultado 17,60; coloca a ação como a oitava melhor opção, enquanto o indicador P/VPA, com resultado 3,78; coloca a empresa como penúltima opção de investimento. Para chegar-se em tais resultados, foi considerada a cotação da ação em 30 de Junho de 2008, data em que fechou cotada a R\$ 8,02, além do lucro de R\$ 0,46 por ação e valor patrimonial de R\$ 2,12 por ação. Além disso, esse indicador P/VPA coloca a ação da JHSF como uma das mais caras do estudo, sendo que o valor de mercado da empresa estava 278% acima de seu patrimônio líquido, um dos valores mais altos encontrados neste trabalho.

Tabela 6 - Comparação Retorno JHSF3 x Ibovespa

	12/04/2007 a 28/12/2007	02/01/2008 a 30/06/2008	12/04/2007 a 30/06/2008
JHSF3	-29,25%	44,25%	0,79%
Ibovespa	36,10%	3,51%	38,51%
Retorno Anormal	-65,35%	40,74%	-37,72%

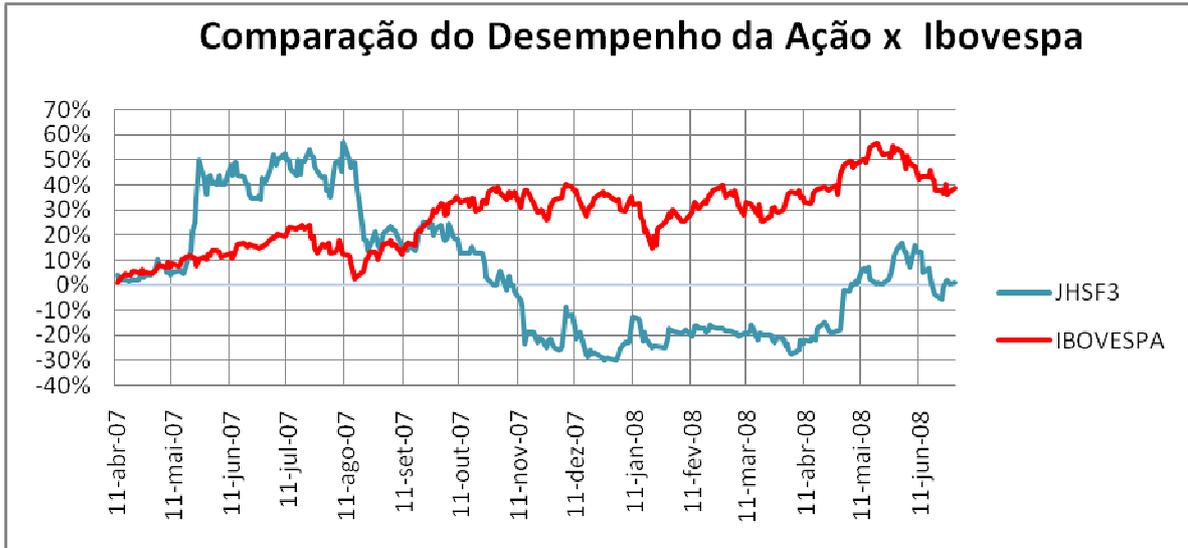


Gráfico 5 - Comparação Retorno JHSF3 x Ibovespa

7.8 CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A

A CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A tem grande presença, como incorporadora imobiliária, na região metropolitana da cidade de São Paulo e do Rio de Janeiro. A companhia atua de modo distinto das demais companhias citadas anteriormente, pois estabelece parcerias para cada empreendimento que desenvolve, atuando no gerenciamento e controle. Essas parcerias se dão principalmente com construtoras e empreiteiras locais.

A empresa acredita que, por meio do controle de suas parcerias, é capaz de administrar ativamente o seu nível de risco e liquidez, determinando quando e até mesmo se deverá ocorrer uma incorporação imobiliária, a velocidade de execução de tal empreendimento e a sua estrutura de custo e preço. Assim, ela otimiza a velocidade de vendas e o retorno para aquele dado nível de risco.

Uma das vantagens alegadas para atuar desta forma é que atuar por parcerias permite à CR2 possuir um quadro reduzido de funcionários, o que deixa a empresa com baixo custo fixo operacional e com uma estrutura mais flexível, permitindo margens de lucros maiores. Além disso, o estabelecimento de diversas parcerias acaba por ampliar a gama de oportunidades e diversificar o portfólio de produtos, diminuindo a exposição a riscos.

O lançamento das ações da CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A na Bovespa só não foi pior, do ponto de vista do investidor, do que o IPO da EZ TEC Empreendimentos e Participações S.A. Com sua oferta de 15,4 milhões de ações ao preço de R\$ 20,00 cada, o total de recursos levantados pela companhia foi de R\$ 308 milhões.

Do ponto de vista do investidor, apostar na oferta pública da CR2 foi um mau negócio. Dentre todas as empresas analisadas neste trabalho, as ações da companhia foram as que apresentaram o pior retorno anormal frente ao Ibovespa. O desempenho foi negativo tanto no ano de 2007, quando a ação desvalorizou-se 26,47%, como no ano de 2008, onde a ação perdeu outros 40,41%, finalizando o período de análise com desvalorização de 56,18% e retorno anormal negativo de 87,77%. O comportamento da ação foi distinto em cada ano. Em 2007, conforme podemos ver pelo gráfico correspondente, a ação estreou na Bovespa com sucessivas quedas, perdendo quase 15% em três dias de negociação e mantendo-se neste ritmo até início de Junho. Daí em diante, iniciou período de recuperação, o qual durou até Setembro, quando inclusive chegou a ultrapassar o retorno acumulado do Ibovespa. Entretanto, ao final daquele mês, o preço da ação entrou em forte queda, a qual perdurou até o final do ano. Já em relação a 2008, podemos verificar que a cotação da ação seguiu a tendência do índice de mercado.

Em relação ao desempenho financeiro apresentado pela CR2 após a sua abertura de capital, podemos dizer que os mesmos foram tímidos durante quase todo o período de análise. Primeiro, é interessante ressaltar que a empresa ingressou no mercado de capitais tendo apresentado um lucro líquido de apenas R\$ 1,4 milhão em todo o ano de 2006. Já no exercício seguinte, com as despesas do IPO contabilizadas no segundo trimestre, a CR2 passou praticamente o ano inteiro no vermelho, tendo encerrado aquele período com prejuízo líquido de mais de R\$ 5,2 milhões, o que contribuiu para o péssimo resultado da companhia na Bovespa. Analisando-se os demonstrativos financeiros da empresa referentes ao quarto trimestre de 2007, verifica-se que o EBITDA ajustado foi negativo em R\$ 6,8 milhões no ano.

Um dos poucos momentos positivos para a CR2 ocorreu no mês de Julho de 2007, quando a cotação passou por um período de forte valorização após o anúncio, no início do mês, de uma parceria com a Caixa Econômica Federal no valor de R\$ 2,5 bilhões, para erguer novos empreendimentos em linha com o PAC – Programa de Aceleração do Crescimento.

De todo modo, na própria divulgação de resultados do ano de 2007, encontra-se algumas das causas para o desempenho ruim da ação. Conforme apontado, a CR2 montou um

Land Bank voltado para as classes de mais baixa renda, com base na demanda crescente ocasionada pela redução dos juros e alongamento dos prazos. Entretanto, com a crise nos mercados e o encarecimento do crédito, é justamente este segmento de mercado do setor imobiliário onde há o maior temor de desaceleração.

Apesar do mau desempenho apresentado pela ação, ambos indicadores fundamentalistas apontam os papéis da CR2 como boas opções de investimento. O primeiro indicador, P/LPA, coloca a ação como quarta melhor opção, tendo em vista o resultado apresentado de 9,56 para este índice, calculado com base na cotação da ação no encerramento do primeiro semestre deste ano, onde fechou cotada a R\$ 8,48, e considerando o lucro de R\$ 0,89 por ação. Já o segundo indicador, que considera o valor patrimonial por ação de R\$ 8,20, apresenta o terceiro menor resultado dentre as empresas analisadas, totalizando 1,02 e indicando que a CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A tinha seu valor de mercado praticamente igual ao seu patrimônio líquido.

Tabela 7 - Comparação Retorno CRDE3 x Ibovespa

	23/04/2007 a 28/12/2007	02/01/2008 a 30/06/2008	23/04/2007 a 30/06/2008
CRDE3	-26,47%	-40,41%	-56,18%
Ibovespa	29,30%	3,51%	31,59%
Retorno Anormal	-55,77%	-43,91%	-87,77%

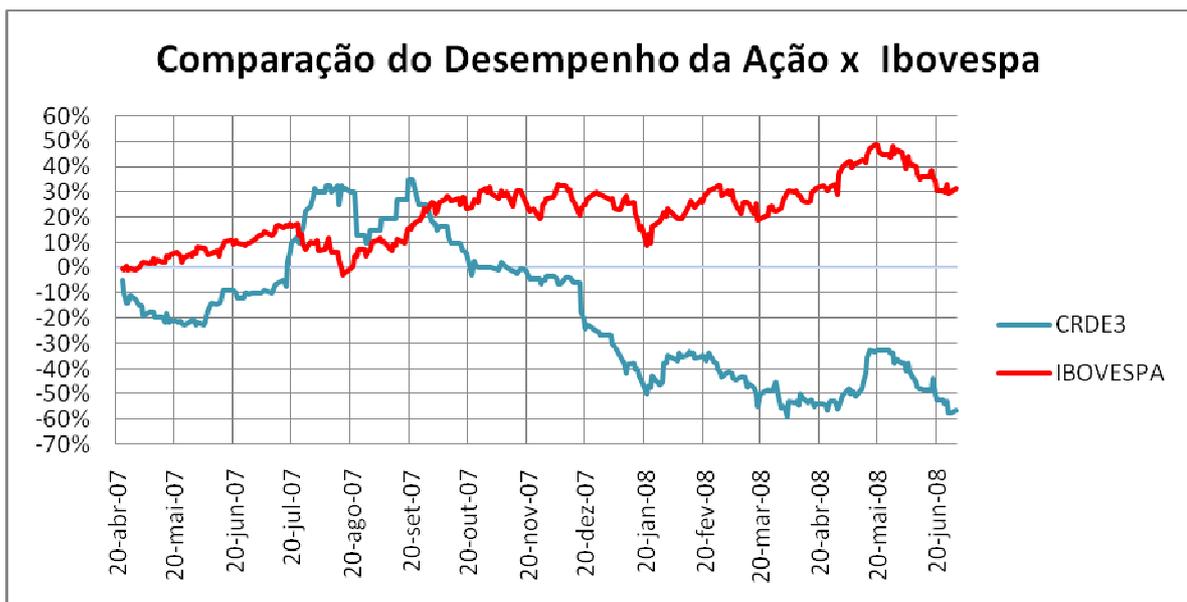


Gráfico 6 - Comparação Retorno CRDE3 x Ibovespa

7.9 AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A

Inaugurada no ano de 1996, a AGRA Empreendimentos Imobiliários S.A. possui foco exclusivo nas atividades de incorporação. O entendimento é que tal foco possibilita ampliar de modo mais rápido as suas atividades, seja geograficamente, seja por segmentos, sem que ocorra um significativo impacto em seus custos fixos, facilitando, assim, o seu crescimento orgânico e promovendo maior flexibilidade na escolha dos parceiros.

Seus empreendimentos são principalmente voltados às classes média-alta e média, no segmento residencial. Além disso, a empresa também atua no segmento de incorporação de empreendimentos voltados às classes alta e média-baixa, e em empreendimentos do segmento comercial, hoteleiro e de loteamentos. Quanto aos seus empreendimentos, a maioria deles já é lançada no conceito de condomínio-clubes, onde os moradores contam com diversas opções de esporte e lazer.

As ações da Agra Empreendimentos Imobiliários S.A se situam entre as que proporcionaram melhores retornos aos investidores dentre as empresas estudadas neste trabalho. A empresa colocou em mercado mais de 90 milhões de ações em sua oferta mista, tendo captado o montante de R\$ 786 milhões.

Os papéis da Agra foram um dos que mais tiveram oscilações ao longo do período analisado. Apesar de apresentar o quinto melhor retorno acumulado dentre todas as empresas consideradas, a tendência, ao final, foi de baixa. O retorno da ação se situou acima do apresentado pelo Ibovespa durante todo o ano de 2007. Neste ano, inclusive, a valorização da ação chegou a bater na casa dos 100% em Julho. Após esse mês, entretanto, a ação passou por grandes oscilações, encerrando o ano valendo 37,65% a mais do que quando da sua estréia em pregão, correspondendo a um retorno anormal de 9,04% frente ao Ibovespa, que no mesmo período valorizou-se 28,61%. Porém, no ano de 2008, estes números se inverteram e a valorização da ação ficou sempre abaixo do retorno acumulado do índice, desvalorizando-se 20,36% frente à cotação do papel no início de 2008. Assim, a ação encerrou o período analisado ainda no terreno positivo, com valorização de 3,06% frente ao preço de lançamento, mas tendo apresentado retorno anormal negativo de 27,83% em relação ao Ibovespa.

Com relação ao desempenho financeiro da empresa apresentado após a sua abertura de capital, podemos dizer que foi de nível intermediário. Em 2007, principalmente por causa das despesas do IPO, a empresa teve prejuízo líquido acumulado em todos os trimestres, encerrando o ano com prejuízo de R\$ 4,7 milhões. Em compensação, os números de 2008 foram mais positivos. Houve crescimento considerável frente ao lucro líquido tímido do primeiro trimestre do ano, de apenas R\$ 2,9 milhões, encerrando os primeiros seis meses do ano com um lucro acumulado de R\$ 13,5 milhões. Aumento significativo houve nas vendas contratadas, onde o resultado do segundo trimestre de 2008 foi 300% superior em relação ao mesmo período do ano anterior.

É fundamental destacar um fato determinante ocorrido com a Agra Empreendimentos S.A, ao final do primeiro semestre de 2008, que modificou radicalmente a tendência do retorno acumulado de sua ação. Em 23 de Junho, houve o anúncio de que a Cyrela Brazil Realty celebrou um memorando de entendimentos para a aquisição da Agra, negócio que poderia atingir algo próximo de R\$ 1,5 bilhão. Naquela ocasião, foi oferecido um ágio de quase 50% aos acionistas da companhia, cujo pagamento seria efetuado mediante a troca de ações na proporção de 0,425 ação da Cyrela por uma ação da Agra. O resultado desta notícia foi uma valorização diária de 31,78%, que acabou sendo determinante para que sua ação encerra-se o período de estudo com retorno acumulado de 3,06%. Cabe-se ressaltar que posteriormente, em Outubro, a operação foi cancelada e a ação despencou cerca de 80%.

Em relação aos seus indicadores fundamentalistas, tanto o P/LPA, como o P/VPA, apontam as ações da empresa como uma das mais caras, e, portanto, menos recomendáveis para investimento do estudo. Os cálculos seguintes foram feitos com base no lucro por ação de R\$ 0,20 apresentado pela empresa, no valor patrimonial por ação de R\$ 5,21 e na cotação do papel em 30 de Junho de 2008, onde fechou o dia valendo R\$ 8,76. Assim, como base nesses dados, chegou a um indicador de Preço sobre o Lucro por Ação de 44,41, o terceiro maior entre as empresas do setor. Além disso, o indicador Preço sobre Valor Patrimonial por ação apresentou como resultado 1,68, indicando que a empresa estava com seu valor de mercado 68% maior que seu patrimônio líquido, o sexto índice mais alto.

Tabela 8 - Comparação Retorno AGIN3 x Ibovespa

	26/04/2007 a 28/12/2007	02/01/2008 a 30/06/2008	26/04/2007 a 30/06/2008
AGIN3	37,65%	-20,36%	3,06%
Ibovespa	28,61%	3,51%	30,88%

Retorno Anormal	9,04%	-23,87%	-27,83%
------------------------	--------------	----------------	----------------

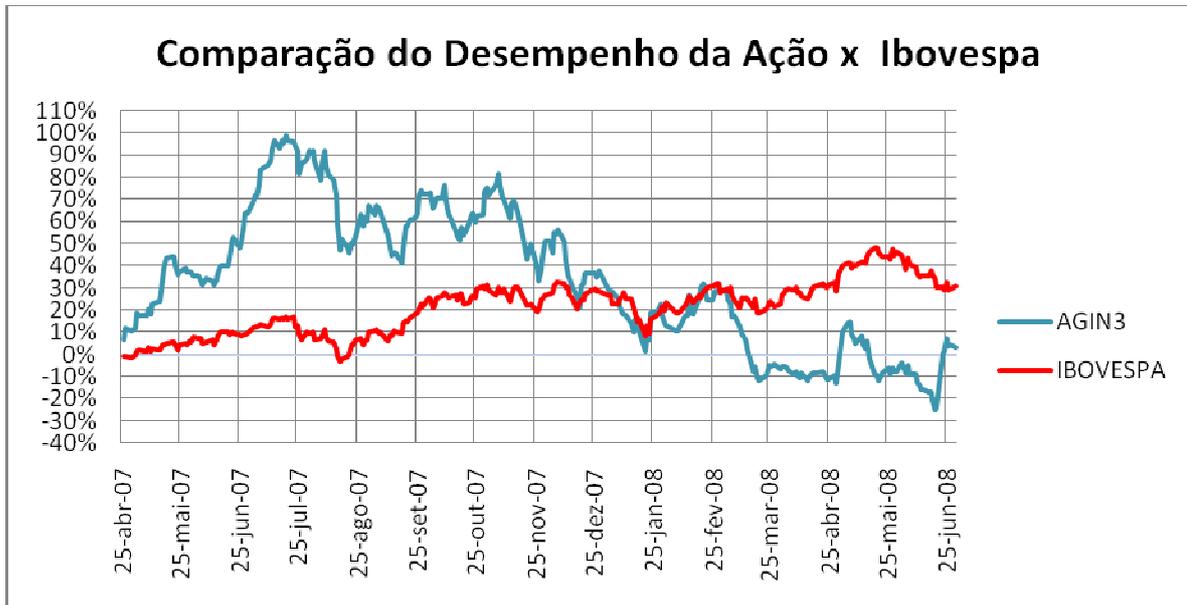


Gráfico 7 - Comparação Retorno AGIN3 x Ibovespa

7.10 INPAR S/A

A Inpar S.A. se trata de uma empresa multi-segmentos, atuando nos segmentos residencial, comercial, de turismo e de loteamentos, do padrão econômico até o altíssimo padrão. A empresa participa de todas as fases da incorporação imobiliária, incluindo a aquisição do terreno, o desenvolvimento do projeto, a realização das obras, as vendas das Unidades e o atendimento aos clientes.

No período compreendido entre os anos de 1997 e 2006, a Inpar foi a maior incorporadora da região metropolitana de São Paulo, conforme totalização de dados do estudo divulgado em 21 de março de 2007 pela EMBRAESP, em termos de VGV, metros quadrados e número de unidades, incorporados e entregues.

No segmento comercial, atua em linhas variadas de produtos, incluindo salas comerciais, lajes corporativas, centros comerciais, prédios médicos, empreendimentos de uso misto e, ainda, prédios comerciais e galpões industriais. Já no segmento turístico, a empresa atua em diversas linhas de produtos, como hotéis, resorts e segunda moradia. Em relação à

abrangência, a empresa encontra-se presente, diretamente ou através de parcerias, nos Estados do Sudeste, além do Rio Grande do Sul, Ceará, Pernambuco, Maranhão, Pára e Goiás.

Trata-se de outra empresa cujo desempenho no mercado de capitais brasileiro foi bastante insatisfatório. Em relação ao seu lançamento de ações, a empresa conseguiu captar R\$ 756 milhões, oferecendo ao público 43,2 milhões de ações ao preço unitário de R\$ 17,50, em sua oferta de natureza primária.

Ainda que tenha apresentado retorno anormal negativo em relação ao Ibovespa em ambos os anos, ao menos em 2007 a ação apresentou retorno acumulado positivo de 10%, frente aos 20,17% do índice no mesmo período. Neste ano, conforme podemos ver pelo gráfico da ação, durante bom período o retorno acumulado do papel ficou acima do retorno do Ibovespa, só perdendo o fôlego no mês de Novembro, quando se afastou do retorno acumulado do índice. Entretanto, o primeiro semestre de 2008 foi desastroso para o investidor da Inpar S/A. A ação iniciou o ano em ritmo de queda forte, que se estendeu até Abril, levando a ação a apresentar a maior desvalorização do período, dentre todas as empresas analisadas, com 56,59% de desvalorização frente ao preço de encerramento do ano anterior. Deste modo, os papéis da companhia totalizaram uma perda de 54,86% frente ao preço de lançamento, configurando-se na terceira maior desvalorização acumulada deste estudo.

Os resultados financeiros da Inpar S/A foram bastante negativos. Estreou em Bolsa tendo apresentado um prejuízo líquido anual em 2006 da ordem de R\$ 40 milhões. Já em 2007, os resultados também foram negativos, encerrando o ano com prejuízo líquido de R\$ 61,4 milhões, que não se justificou apenas pelos custos de abertura do capital. Em 2008, os resultados melhoraram. Entretanto, no segundo trimestre do ano, o lucro líquido foi de apenas R\$ 579 mil, gerando um pequeno lucro líquido acumulado de R\$ 6,6 milhões. Ainda, a empresa encerrou o período com caixa insuficiente para fazer novos lançamentos. Desta forma, entende-se, em parte, que os investidores tenham desacreditado nos papéis da companhia, ocasionando esta expressiva desvalorização.

Tal desempenho negativo inclusive levou a surgirem boatos, nos meios especializados, de que a empresa poderia ser negociada, ou que poderia ofertar suas participações em pequenas construtoras. De todo modo, para sanar este problema de caixa, a Inpar anunciou um plano que inclui desde a redução nas metas de lançamentos até a venda de R\$ 200 milhões em ativos.

Nesta empresa, houve uma situação inusitada em relação aos seus indicadores fundamentalistas. Cada indicador apontou para uma direção oposta. Enquanto que o indicador P/LPA apresentou um dos maiores resultados do estudo, colocando a ação da empresa como uma das mais caras do setor, o outro indicador colocou o preço da ação como um dos mais baratos do conjunto. Em números, o Preço sobre o Lucro por Ação apresentou como resultado 39,54, considerando-se seu lucro por ação de R\$ 0,20 e a cotação da ação ao final do primeiro semestre deste ano, que foi de R\$ 7,90. Já o Preço sobre o Valor Patrimonial por Ação apresentou resultado de 1,03, indicando que o valor de mercado da Inpar S.A., tal qual o da CR2, estava praticamente igual ao seu patrimônio líquido. Este resultado foi obtido considerando-se o valor patrimonial por ação de R\$ 7,70.

Tabela 9 - Comparação Retorno INPR3 x Ibovespa

	06/06/2007 a 28/12/2007	02/01/2008 a 30/06/2008	06/06/2007 a 30/06/2008
INPR3	10,00%	-56,59%	-54,86%
Ibovespa	20,17%	3,51%	22,30%
Retorno Anormal	-10,17%	-60,10%	-77,16%

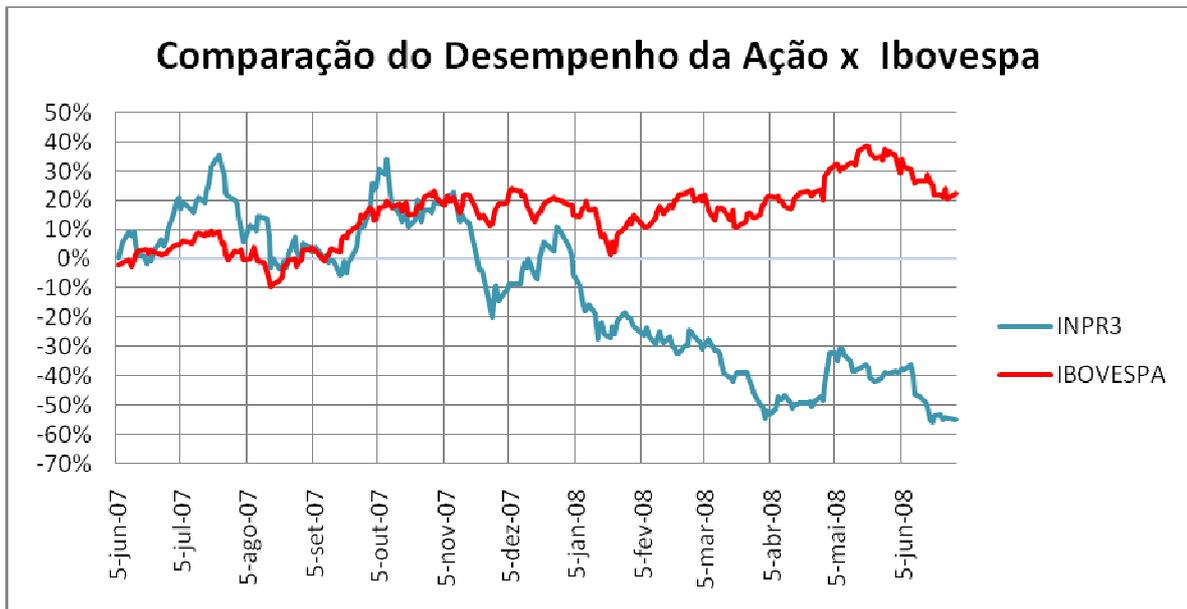


Gráfico 8 - Comparação Retorno INPR3 x Ibovespa

7.11 EZ TEC EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A

Fundada no ano de 1979, a EZ TEC Empreendimentos e Participações S.A. é uma empresa do setor de incorporação e construção com atuação apenas no Estado de São Paulo. De acordo com a EMBRAESP, a companhia é uma das maiores incorporadoras e construtoras de edifícios residenciais de São Paulo, com base no VGV, atuando nas faixas de preço compreendidas entre o padrão super econômico até o alto padrão.

Em relação ao modo de atuação, a empresa concentra-se na prospecção de terrenos, incorporação, construção e comercialização dos produtos que desenvolve, incluindo a concessão de financiamento próprio aos seus clientes. Quanto aos principais objetivos da EZ TEC, conforme consta em seu site, são eles: expandir-se para outras regiões do Brasil, ingressar no segmento de loteamentos residenciais e aumentar a participação na incorporação imobiliária de edifícios residenciais de padrão econômico.

Para alcançá-los, a empresa iniciou um processo de reorganização societária no ano de 2006, que consistiu na criação da Companhia e na transferência para ela de ativos ligados ao negócio imobiliário. O principal objetivo dessa reorganização societária foi criar uma estrutura societária que lhe permitisse listar as suas ações no Novo Mercado.

Nesta listagem, o IPO da EZ TEC Empreendimentos e Participações se configurou como a pior escolha de investimentos dentre as quinze empresas do setor. Em sua oferta de natureza primária, foram colocadas em negociação mais de 49 milhões de ações, vendidas ao preço de R\$ 11,00 cada, garantindo à empresa um volume total captado de R\$ 542 milhões.

Em termos de desvalorização da cotação do papel em relação ao seu preço de lançamento no mercado de capitais, as ações da EZ TEC foram as que mais se desvalorizaram ao final do período analisado, tendo apresentado queda de 56,56%. Conforme podemos ver no gráfico correspondente, com exceção do primeiro mês posterior à oferta, quando a ação chegou a valorizar mais de 20%, esta queda foi verificada praticamente até o final do primeiro semestre de 2008. No ano de 2007, a ação encerrou com desvalorização de 19,55%, que se ampliou no ano seguinte, quando caiu mais expressivos 45,38%, fechando o período com retorno anormal negativo de 75,51% frente ao Ibovespa, que ao mesmo tempo valorizou-se 18,96%.

Analisando-se o desempenho financeiro da EZ TEC, verificamos que a empresa é um caso à parte na Bovespa, pois seu péssimo desempenho no mercado de capitais destoa de seus bons resultados divulgados. Em 2007, a empresa encerrou o ano com lucro líquido de R\$ 45,9

milhões, representando um expressivo aumento de 581% frente ao ano anterior. No primeiro semestre de 2008, o lucro líquido continuou evoluindo positivamente, fechando o período com lucro líquido acumulado 20% maior do que o de todo 2007, no valor de R\$ 55,4 milhões. Além disso, a empresa apresenta bom saldo de caixa e baixo nível de endividamento. Em termos de índice de liquidez corrente e índice de liquidez seca, a EZ TEC é a segunda melhor empresa do setor neste quesito, ao final do segundo trimestre de 2008. Já em termos de liquidez geral, trata-se da melhor empresa no quesito.

Quanto ao desempenho especialmente ruim da ação em bom período do ano de 2008, parte da causa vem do mau recebimento, pelo mercado, da notícia da redução da previsão de lançamentos para o ano. A EZ TEC foi a primeira empresa do setor imobiliário a projetar esta redução. Além disso, a companhia também teve um revés considerável no campo judicial, que abalou a imagem da empresa perante os investidores. No primeiro trimestre do ano, veio a notícia de que um grande terreno da companhia foi declarado de propriedade da prefeitura de São Paulo. O valor desta área correspondia a mais da metade do VGV esperado pela empresa em 2008. Em meados de Abril, considerando que o preço da sua ação estava demasiadamente baixo, a EZ TEC anunciou um plano de recompra de até 10% de seus papéis. Tal anúncio foi responsável por um curto período de valorização apresentado pela empresa.

Até mesmo tendo em vista ter apresentado a maior desvalorização dentre as ações de todas as empresas analisadas, ambos os indicadores fundamentalistas utilizados colocam os papéis da EZ TEC como um dos mais baratos da amostra. Para se chegar ao resultado do primeiro indicador, considerou-se o lucro de R\$ 0,72 por ação apresentado pela companhia, além da cotação de R\$ 4,70 em 30 de Junho de 2008. Com isso, chegou-se a um resultado de 6,54 para o indicador P/LPA, o terceiro menor dentre as empresas do estudo. Com relação ao segundo indicador, considerou-se o valor patrimonial de R\$ 5,40 por ação, chegando-se em um resultado de 0,87 para o indicador P/VPA. Além de ser o menor resultado para este indicador, foi um dos poucos casos onde ele apontou que a empresa estava com valor de mercado inferior ao seu patrimônio líquido. No caso da EZ TEC, esta defasagem é de 13%.

Tabela 10 - Comparação Retorno EZTC3 x Ibovespa

	22/06/2007 a 28/12/2007	02/01/2008 a 30/06/2008	22/06/2007 a 30/06/2008
EZTC3	-19,55%	-45,38%	-56,56%
Ibovespa	16,89%	3,51%	18,96%
Retorno Anormal	-36,43%	-48,89%	-75,51%

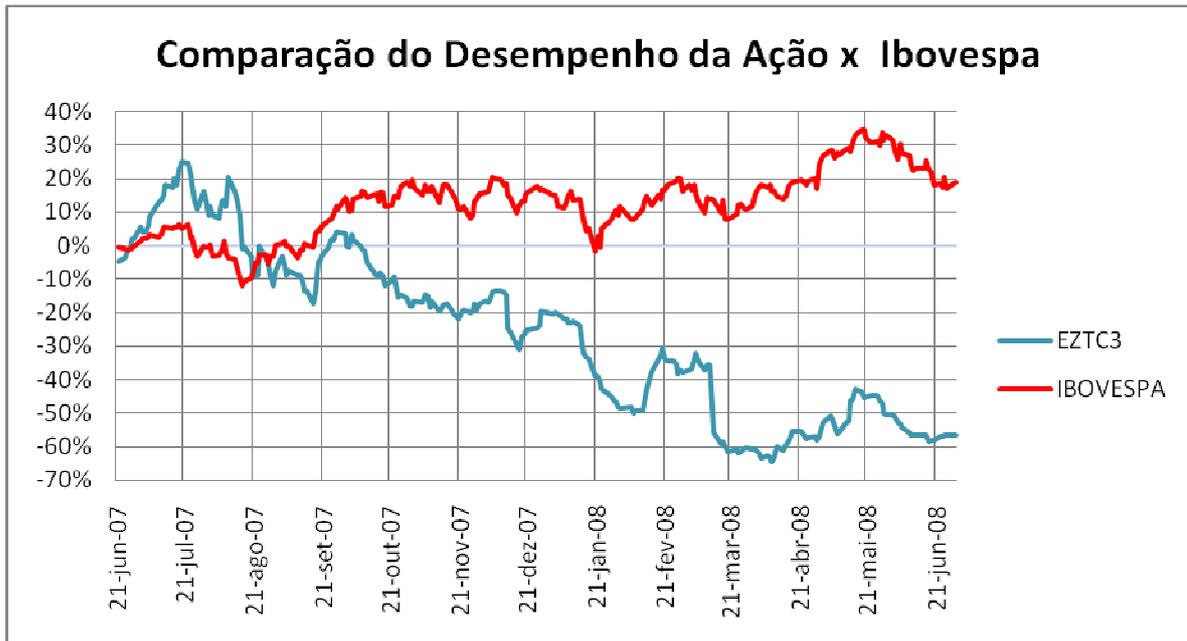


Gráfico 9 - Comparação Retorno EZTC3 x Ibovespa

7.12 INVEST TUR BRASIL – DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO TURÍSTICO

A Invest Tur Brasil, das empresas do setor imobiliário que realizaram uma IPO no ano de 2007, é a companhia mais jovem. Ingressou no mercado de capitais com apenas quatro meses de vida, sem ativos e sem receitas, com a carteira contando com diversos projetos na área de hotelaria e turismo.

Assim como o nome sugere, o foco da empresa é a exploração do setor imobiliário turístico do país, com ênfase no turismo de lazer e no turismo de negócios, incluindo hotéis e desenvolvimento imobiliário para segunda residência. O plano de negócios engloba a aquisição e incorporação de novas áreas para o desenvolvimento ou exploração de empreendimentos de turismo, para posterior locação e/ou alienação. Além disso, a empresa também atua realizando aquisição de participações em sociedades que já desenvolvam atividades no mesmo setor.

A Invest Tur colocou em seu caixa R\$ 945 milhões, graças à venda de suas 945 mil ações colocadas na Bovespa ao preço unitário de R\$ 1.000. O IPO não teve participações de investidores pessoas físicas. Ao todo, apenas 17 investidores participaram desta oferta.

Em relação ao comportamento apresentado pela ação, veremos que proporcionou um retorno acumulado intermediário se comparado com o retorno das demais empresas analisadas. Desde seu lançamento, até o final do ano de 2007, a ação passou apenas por períodos de desvalorizações, conforme podemos observar no próximo gráfico, encerrando aquele ano com desvalorização de 22,50%. É interessante ressaltar que no mesmo período o Ibovespa se valorizou 10,83%, o que acabou dando ao papel da Invest Tur um retorno anormal negativo de 33,33%. Já no ano seguinte, a situação de inverteu. Enquanto o índice subiu apenas 3,51%, a ação da companhia valorizou-se 10,39%, um retorno anormal de 6,89% frente ao Ibovespa. Entretanto, mesmo essa alta na primeira metade do ano não foi capaz de fazer com que o preço da ação encerrasse o período analisado valendo mais do que quando de sua estréia na Bovespa. Pelo contrário, a desvalorização final foi de 16,10%, beirando os 30% de retorno anormal em relação ao índice de mercado.

Quanto ao desempenho financeiro, também encontramos dois momentos distintos. No ano de 2007 houve forte prejuízo, em boa parte por causa dos custos de realização do IPO. Ao final do ano, o prejuízo líquido foi da ordem de R\$ 49,7 milhões, mesmo com o bom resultado do quarto trimestre, onde o lucro líquido tinha sido de R\$ 11,1 milhões. Já em 2008, a empresa apresentou lucros líquidos nos dois primeiros trimestres, embora menores se comparados ao lucro líquido do quarto trimestre de 2007. Com lucro de R\$ 4,57 milhões no primeiro trimestre do ano, o decréscimo em relação ao período anterior foi de significativos 59%. Isto se deveu, conforme consta na explicação do resultado do período, devido principalmente ao aumento das despesas gerais e administrativas. Quanto à aplicação dos recursos do caixa, pouco depois do encerramento do período de análise deste trabalho, a empresa enviou esclarecimento ao mercado, afirmando que em linha com sua política conservadora de aplicação do caixa, não possuía ativos suscetíveis à variação cambial.

A Invest Tur Brasil não apresentou lucro por ação no acumulado dos últimos doze meses, o que inviabilizou o cálculo do indicador P/LPA. Em relação ao segundo indicador, Preço sobre Valor Patrimonial por Ação, considerou-se a cotação do pregão de encerramento do primeiro semestre de 2008, onde o papel fechou o dia ao preço de R\$ 839,00. Também considerou-se o valor patrimonial de R\$ 956,60 apresentado pela companhia, que lhe rendeu um indicador P/VPA de 0,88 que, assim como a empresa analisada anterior, indica que o valor de mercado da Invest Tur Brasil estava 12% menor do que o seu patrimônio líquido, resultado este que coloca a ação da empresa como a segunda mais barata do estudo.

Tabela 11 - Comparação Retorno IVTT3 x Ibovespa

	16/07/2007 a 28/12/2007	02/01/2008 a 30/06/2008	16/07/2007 a 30/06/2008
IVTT3	-22,50%	10,39%	-16,10%
Ibovespa	10,83%	3,51%	12,79%
Retorno Anormal	-33,33%	6,89%	-28,89%

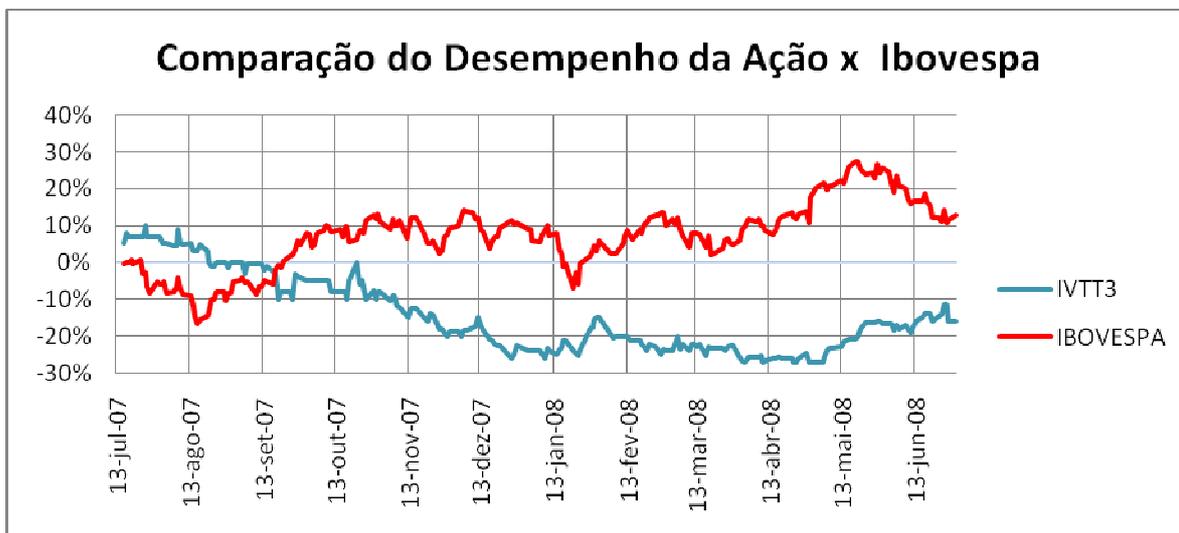


Gráfico 10 - Comparação Retorno IVTT3 x Ibovespa

7.13 MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A

Fundada em 1979, a MRV Engenharia e Participações S.A atua como incorporadora e construtora no segmento de empreendimentos residenciais populares. Diferentemente das empresas apresentadas anteriormente, a MRV possui uma linha de produtos padronizada, onde os empreendimentos seguem basicamente três modelos, cada qual com um tamanho mínimo e máximo de área privativa, além de possuir preços máximos pré-estabelecidos para cada um dos mesmos. A razão disto é obter uma escala industrial de produção, com alto grau de especialização e baixo custo de produção. Em relação à abrangência, a empresa atua em treze estados brasileiros, com ênfase nas regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste.

No ano de 2000, a MRV lançou um plano de financiamento próprio, com prestações fixas para seus clientes, plano este que foi fundamental para melhorar os resultados da empresa. Posteriormente, em 2004, a empresa iniciou um processo de reestruturação, que durou até 2007, com a abertura de seu capital.

O lançamento das ações da MRV Engenharia e Participações S.A na Bovespa foi um dos mais exitosos dentre as empresas do setor que realizaram IPO naquele ano. Colocando no

mercado mais de 45 milhões de ações ao preço de R\$ 26,00, a empresa mineira foi a que teve o maior volume de recursos captado no ano, com um total de R\$ 1,19 bilhão.

Conforme podemos ver no gráfico correspondente, o retorno acumulado proporcionado pela ação da MRV manteve-se sempre acima do retorno acumulado do Ibovespa. Ao final do período analisado, a ação apresentou valorização de 36,87% frente ao seu preço de lançamento, um retorno anormal de 23,69% em relação ao índice, configurando-se no segundo maior retorno anormal deste trabalho. E este resultado foi puxado principalmente pelo desempenho da ação no ano de 2007, onde, em aproximadamente cinco meses a ação se valorizou quase 50%, sendo que em igual período o Ibovespa subiu apenas 11,22%. Em 2008, entretanto, o papel da empresa passou por um período de desvalorização, sobretudo nos meses de janeiro e março, que ocasionou uma desvalorização de 7,57% no preço da ação, enquanto o índice de mercado valorizou-se 3,51%. Mesmo assim, o retorno acumulado pelo papel da MRV foi o terceiro maior dentre às demais empresas analisadas.

A MRV obteve excelentes resultados após o seu IPO. O lucro líquido de 2007 foi de R\$ 42,8 milhões, registrando um aumento de 230% em relação ao ano anterior. Em 2008, os números continuam crescendo fortemente. Apenas no primeiro trimestre do ano, o lucro líquido foi de R\$ 50,7 milhões, tendo sido seguido por um lucro maior ainda nos três meses seguintes, de R\$ 66,9 milhões. Importante ressaltar que justamente após a divulgação dos dados do primeiro trimestre, em Abril, as ações da companhia passaram por forte valorização. Na comparação do primeiro semestre de 2008 com o do ano anterior, houve aumento de 892% no lucro líquido. Além disso, o volume de lançamentos aumentou em 249%, assim como o número de imóveis vendidos, que cresceu 202%. Com os recursos obtidos na abertura, a empresa expandiu-se geograficamente, passando a atuar no dobro de Estados em que atuava anteriormente. Tais números positivos garantiram que ao final do período analisado, a empresa apresentasse a maior valorização dentre as companhias de construção.

Apesar de não estar com problemas de caixa, a MRV divulgou em Junho um programa de distribuição pública de debêntures, como opção de capitalizar-se. Além disso, ao encerramento do período de análise, apesar do retorno acumulado positivo, algumas corretoras e também o Santander, que iniciou a cobertura das ações da MRV em Julho, recomendavam a manutenção das ações, com base em seu bom desempenho financeiro. Entretanto, também alertavam para os riscos, principalmente de curto prazo, inflacionários e de aumento dos juros, já que, se confirmados, atingiram justamente a baixa renda, público-

alvo da MRV. Com o agravamento posterior da crise dos mercados de capitais, esses temores aumentaram, fazendo com que o preço da ação despencasse para menos de R\$ 10,00.

A ação da MRV foi a segunda deste estudo que mais se valorizou frente ao Ibovespa em igual período. Neste sentido, ambos os indicadores fundamentalistas utilizados apontam os papéis da empresa mineira como um dos mais caros deste estudo. A ação fechou o período de análise cotada em R\$ 35,50. Além disso, a companhia teve um lucro por ação de R\$ 1,07 e apresentou um valor patrimonial por ação de R\$ 10,97. Assim, com base nesses dados, chegou-se a um Preço sobre o Lucro por Ação de 33,15, o sexto maior do estudo, e em um Preço sobre o Valor Patrimonial por Ação de 3,24, o terceiro maior, indicando que o valor de mercado da empresa estava consideráveis 224% maior do que o seu patrimônio líquido.

Tabela 12 - Comparação Retorno MRVE3 x Ibovespa

	23/07/2007 a 28/12/2007	02/01/2008 a 30/06/2008	23/07/2007 a 30/06/2008
MRVE3	46,35%	-7,57%	36,87%
Ibovespa	11,22%	3,51%	13,19%
Retorno Anormal	35,13%	-11,07%	23,69%



Gráfico 11 - Comparação Retorno MRVE3 x Ibovespa

7.14 MULTIPLAN – EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A

A Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A, diferentemente das demais empresas citadas anteriormente, foi listada no segmento de listagem Nível 2. A companhia atua na área

de incorporação imobiliária residencial e comercial. Também possui presença no mercado de shopping centers, onde desenvolve, gerencia e detém uma carteira com onze shoppings em operação, dois em construção e três em desenvolvimento. Em relação à área de atuação, a Multiplan atua nas regiões Sul, Sudeste, Centro-Oeste e Nordeste.

Atualmente, a empresa tem investido em projetos do tipo multi-uso, ou seja, empreendimentos que reúnem edifícios comerciais, torres residenciais, centros de entretenimento e hotéis ao lado de Shopping Centers, onde há o benefício da intensa circulação de consumidores em potencial.

Em seu IPO, a empresa ofertou 37 milhões de ações ao preço de R\$ 25,00, tendo captado um montante de R\$ 925 milhões. Foi a oferta que mais atraiu investidores, ultrapassando a marca dos 24 mil.

Em relação ao comportamento da ação ao longo do período analisado, podemos verificar no gráfico da ação que o desempenho do papel da Multiplan foi o pior dentre as cinco últimas empresas do setor a abrirem capital em 2007. Embora não tenha apresentado uma desvalorização em relação ao preço da oferta tão forte quanto algumas das empresas analisadas anteriormente, o desempenho foi negativo tanto no ano de 2007, como no atual ano. No primeiro ano, teve queda de 15,24%, representando um retorno anormal frente ao Ibovespa de 33,78%. Neste período, é notável a queda que a ação teve após a divulgação dos resultados relativos ao terceiro trimestre, quando perdeu quase 30%. Além disso, embora em menor grau, em 2008 a ação seguiu se desvalorizando, perdendo mais 5,37% do seu valor e encerrando o semestre com queda de 22,40%, um retorno anormal negativo de 43,04%.

Em termos gerais, o desempenho financeiro da empresa após sua entrada no mercado de capitais foi positivo. Excetuando-se o terceiro trimestre de 2007, onde registrou prejuízo líquido principalmente ocasionado pelos custos do IPO, em todas as demais divulgações de resultados foram apresentados lucros. A Multiplan encerrou o ano passado com lucro líquido de R\$ 21,1 milhões, que já foi superado nos primeiros seis meses deste ano, onde a empresa registra lucro líquido de R\$ 29,7 milhões. Posteriormente à abertura do capital, a empresa ainda ganhou novos sócios que ficaram com 25% de suas ações. Assim, a empresa encerrou o primeiro trimestre do ano com um saldo considerável em caixa de R\$ 360 milhões.

Em relação às possíveis causas da desvalorização de suas ações, a empresa afirma que pode ter sido causada pelos temores quanto à uma esperada redução nos gastos e na confiança

dos consumidores com a crise global, o que afetaria o negócio da Multiplan, que, diferentemente das demais empresas analisadas, é fortemente influenciada pelo comportamento do varejo. Além disso, a companhia afirma que por ser uma *small cap*, acaba sendo mais penalizada em momentos de apertos na liquidez internacional, justamente porque essas empresas são as que, percentualmente, mais possuem investidores estrangeiros.

Após o período de análise, a ação prosseguiu se desvalorizando. Indo ao encontro do exposto anteriormente, grande parte dos investidores internacionais acabou se desfazendo das ações da companhia. Quando do IPO, 605 pessoas jurídicas estrangeiras compraram 73,44% das ações. Atualmente, este número despencou para 320. Com esta desvalorização, a Multiplan acabou anunciando um plano para recompra de parte de suas ações.

A Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A foi outro caso de empresa na qual os indicadores fundamentalistas apontaram para direções opostas. O indicador P/VPA, que considera a cotação de 30 de Junho de 2008, que foi de R\$ 19,40, e o valor patrimonial por ação de R\$ 12,85 apresentado pela companhia, coloca a ação da empresa como uma opção intermediária de investimento, conforme podemos observar na tabela ao final deste trabalho. Este indicador apresentou como resultado 1,51, apontando que o valor de mercado da empresa está 51% superior ao seu patrimônio líquido. Já em relação ao indicador P/LPA, a situação é bem diferente. Considerando-se o lucro de R\$ 0,23 por ação, temos como resultado do cálculo o número 83,56, que é o maior resultado deste estudo com certa folga, indicando que esta ação está mais cara que as ações das demais empresas do setor.

Tabela 13 - Comparação Retorno MULT3 x Ibovespa

	27/07/2007 a 28/12/2007	02/01/2008 a 30/06/2008	27/07/2007 a 30/06/2008
MULT3	-15,24%	-5,37%	-22,40%
Ibovespa	18,54%	3,51%	20,64%
Retorno Anormal	-33,78%	-8,87%	-43,04%

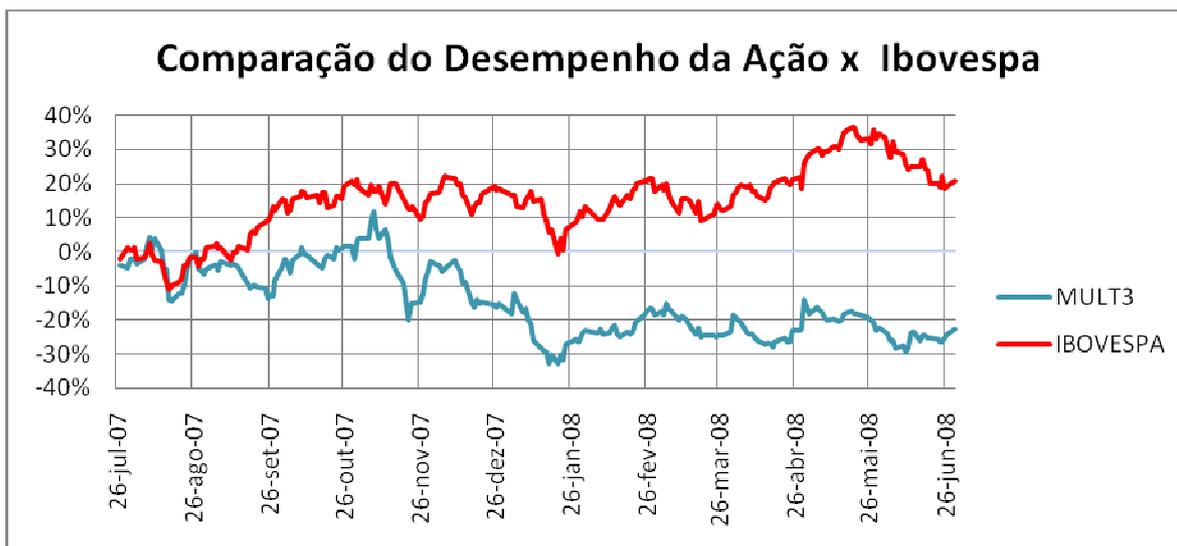


Gráfico 12 - Comparação Retorno MULT3 x Ibovespa

7.15 CONSTRUTORA TENDA S.A

Inaugurada em 1969, a Construtora Tenda S.A tem foco exclusivo no segmento popular, para o qual possui planos de financiamentos específicos. A empresa está presente em cerca de oitenta cidades de nove Estados do país, contando com cerca de quarenta lojas próprias, com mais de mil funcionários diretos e outros quinze mil indiretos. Em relação aos financiamentos de seus imóveis, a empresa estabeleceu convênios com a Caixa Econômica Federal, assim como com outros bancos privados.

Atualmente, é importante ressaltar que a empresa paulista Gafisa adquiriu 60% do capital da Construtora Tenda S.A.

O lançamento das ações da empresa foi responsável pela captação de R\$ 603 milhões, com a oferta de 67 milhões de ações ao mercado, vendidas ao preço unitário de R\$ 9,00. Com relação ao retorno proporcionado aos investidores, a ação foi a que teve a quarta maior valorização frente ao preço de lançamento, no período analisado.

O desempenho das ações da Construtora Tenda S.A foi um dos destaques positivos encontrados neste trabalho. Apesar de o gráfico de retorno acumulado da ação apresentar grandes oscilações, tanto positivas, quanto negativas, em ambos os períodos a ação apresentou valorização superior ao Ibovespa, garantindo à empresa a quarta maior valorização, frente às

concorrentes, desde sua entrada no mercado acionário e, também, o terceiro maior retorno anormal frente ao índice. Nos dois meses e meio em que foi negociada no ano de 2007, o preço da ação subiu 13,89%, enquanto que no primeiro semestre de 2008, a cotação subiu outros 10,34%. Neste mesmo período, respectivamente, o Ibovespa valorizou-se 2,29% e 3,51%. Sendo assim, ao final, o retorno anormal apresentado pela ação da Construtora Tenda S.A foi de 20,34% frente ao índice.

Em termos de desempenho financeiro, houve uma melhora após a abertura de capital. A Tenda, que entrou no mercado de capitais no quarto trimestre de 2007 tendo divulgado prejuízos líquidos acumulados nos dois trimestres anteriores, teve piora nos resultados com os custos da abertura, encerrando o ano com prejuízo líquido de R\$ 7,4 milhões. Em 2008, entretanto, os resultados foram melhores, e a empresa encerrou o primeiro semestre com lucro líquido acumulado de R\$ 42,2 milhões.

Em abril de 2008, as ações da companhia tiveram uma forte alta. Justamente neste período, o Banco Brascan havia divulgado relatório onde recomendava compra das ações da companhia, afirmando que os papéis possuíam potencial de alta de 246% no ano. À época, se valorizava o cenário promissor do setor imobiliário, considerado um dos mais atrativos do setor, por concentrar cerca de 90% do déficit habitacional brasileiro. Além disso, a companhia vinha apresentando expressivo crescimento no volume de lançamentos. Entretanto, conforme se confirmou posteriormente, o Banco alertava sobre a baixa liquidez dos papéis, onde uma forte saída de capital estrangeiro poderia provocar perda significativa nas ações rapidamente.

Em relação ao desempenho financeiro do segundo trimestre, é importante ressaltar que, apesar do lucro registrado, os resultados acabaram sendo mal recebidos pelo mercado, verificando-se uma queda brusca na cotação já no próprio dia de divulgação do mesmo. No dia anterior a esta divulgação de resultados, o Credit Suisse havia reduzido a recomendação e o preço-alvo para as ações da companhia, com base no elevado número de vendas canceladas no trimestre, apesar do lucro apresentado, indicando para resultados futuros ruins.

Ao contrário do que aconteceu com a empresa anterior, no caso da Construtora Tenda S.A, ambos os indicadores apontaram a ação da companhia como estando no grupo das mais caras frente às demais empresas do estudo. O indicador de Preço sobre o Lucro por ação apresentou como resultado 43,94, enquanto que o indicador de Preço sobre o Valor Patrimonial por Ação encontrou resultado de 2,40. Para se chegar a eles, foi considerado o lucro por ação de R\$ 0,25, o valor patrimonial por ação de R\$ 4,67, além da cotação da ação

ao final do período de estudo, onde a mesma fechou negociada a R\$ 11,20. Coincidentemente, ambos indicadores colocaram os papéis da Tenda no quarto lugar entre os mais caros das quinze empresas, sendo que o segundo indicador ainda aponta para o fato de o valor de mercado da companhia estar 140% superior ao seu patrimônio líquido.

Tabela 14 - Comparação Retorno TEND3 x Ibovespa

	15/10/2007 a 28/12/2007	02/01/2008 a 30/06/2008	15/10/2007 a 30/06/2008
TEND3	13,89%	10,34%	24,44%
Ibovespa	2,29%	3,51%	4,10%
Retorno Anormal	11,60%	6,84%	20,34%

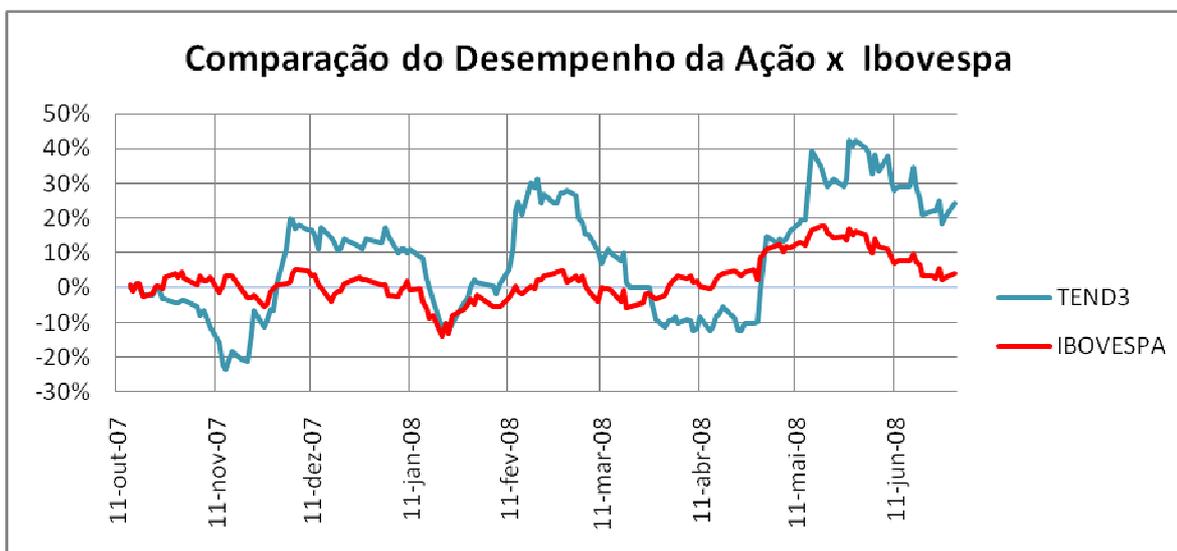


Gráfico 13 - Comparação Retorno TEND3 x Ibovespa

7.16 BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A

A Brasil Brokers Participações S.A também é uma empresa jovem a ingressar no mercado de capitais brasileiro. Constituída em Janeiro de 2007, a empresa iniciou as suas atividades em Junho de 2007. Naquela ocasião, a Brasil Brokers detinha o controle de dezesseis empresas do ramo de intermediação imobiliária. Atualmente, a empresa já é formada por vinte e seis empresas imobiliárias.

Trata-se de um dos maiores grupos de consultoria e intermediação imobiliária da América Latina, cujas receitas e despesas são relacionadas majoritariamente a essas atividades. Em relação à sua área de abrangência, a empresa está presente em quatorze

estados do Brasil, pertencentes às cinco regiões do país, possuindo mais de setecentos pontos-de-venda e mais de oito mil corretores.

Um sucesso para os investidores que apostaram em suas ações, a Brasil Brokers Participações S.A levantou R\$ 699 milhões ao oferecer ao mercado cerca de 735 mil ações ao preço de R\$ 950,00 cada. Com sua colocação de ações destinada a investidores com qualificação para aplicação de, no mínimo, R\$ 300 mil, a IPO contou com 13 investidores.

Em comparação com o índice Ibovespa, a ação da Brasil Brokers Participações S.A foi o grande destaque deste trabalho, tendo apresentado o maior retorno anormal. Além do mais, a valorização no ano de 2007 inclusive contrariou a tendência do mercado, tendo em vista que o Ibovespa perdeu 0,61% da data de estréia da BR Brokers em pregão até o final do ano, enquanto o papel da empresa valorizou-se 36,84%. Já no primeiro semestre de 2008, embora em ritmo menor, o preço da ação também subiu acima do Ibovespa, valorizando-se 8,68%, mais do que o dobro da valorização do índice no mesmo período. Assim, ao final, a ação fechou cotada a um preço 51,58% maior do que o de sua IPO, com um retorno anormal de 50,42% frente ao Ibovespa. Este retorno anormal acumulado é de longe o maior dentre as demais empresas, pois a segunda empresa que mais se valorizou em comparação com o índice, a mineira MRV, teve retorno anormal de pouco mais de 23%.

A Brasil Brokers encerrou o ano de 2007 com prejuízo líquido de R\$ 8,8 milhões, principalmente devido aos custos do IPO ocorridos no último trimestre do ano, já que, no trimestre anterior à abertura, havia apresentado lucro líquido de R\$ 13,9 milhões. Em 2008, o lucro líquido acumulado chegou a R\$ 47,2 milhões nos primeiros seis meses do ano, configurando-se em um bom desempenho. Os lucros dos dois trimestres do ano foram praticamente iguais. No primeiro, somou R\$ 23,9 milhões, mesmo com o aumento considerável de 40,3% nos custos e despesas operacionais, que chegaram a R\$ 26,8 milhões. Já no segundo trimestre, o lucro foi de R\$ 23,3 milhões.

Durante o período analisado, a BR Brokers anunciou diversas aquisições de imobiliárias, de acordo com a estratégia da empresa de crescer por esta via. Aliás, cerca de 80% do total captado com sua oferta pública foi justamente direcionado para estas aquisições. Assim, ao final de Março de 2008, a empresa já contava com vinte e duas subsidiárias, pertencente a treze Estados brasileiros, sendo que quando abriu o capital, contava com dezesseis. Outros 10% do dinheiro levantado na oferta foram aplicados na compra e implantação de um software de gestão empresarial para unificar a administração das

subsidiárias. Desta forma, com as aquisições efetuadas, a empresa encerrou o período de análise contando com mais de 4,6 mil corretores, possuindo 600 lojas físicas e dispondo de uma expressiva carteira de lançamentos avaliada em R\$ 32,65 bilhões para comercialização até o final de 2009.

A Brasil Brokers Participações S.A foi a empresa que mais apresentou discrepância entre os indicadores fundamentalistas utilizados. O indicador que considera o preço patrimonial por ação de R\$ 2,28, assim como a cotação de 30 de Junho de 2008, pregão em que o papel fechou cotado a R\$ 14,40, apresenta como resultado 6,31, o maior disparado dentre as empresas analisadas, classificando a ação como a mais cara frente às demais, além de indicar que o valor de mercado da empresa estaria expressivos 531% maior do que o patrimônio líquido da companhia. Entretanto, o segundo indicador, que leva em consideração o lucro por ação de R\$ 23,87, classifica o papel da empresa na direção contrária, como o segundo mais barato do estudo, considerando o resultado de P/LPA de 0,60.

A seguir, são apresentados a tabela e o gráfico com os retornos acumulados da ação da empresa e do Ibovespa, assim como a comparação entre ambos.

Tabela 15 - Comparação Retorno BBRK3 x Ibovespa

	29/10/2007 a 28/12/2007	02/01/2008 a 30/06/2008	29/10/2007 a 30/06/2008
BBRK3	36,84%	8,68%	51,58%
Ibovespa	-0,61%	3,51%	1,15%
Retorno Anormal	37,45%	5,17%	50,42%

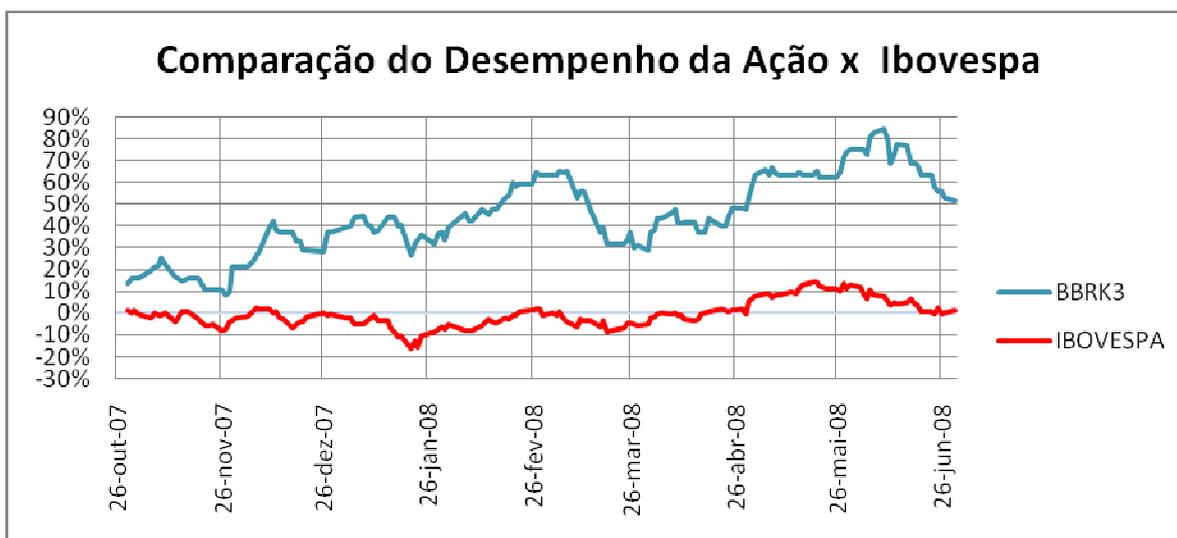


Gráfico 14 - Comparação Retorno BBRK3 x Ibovespa

7.17 HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A

Inaugurada em 1977, a incorporadora tem atuação em dezoito cidades localizadas em seis Estados do país. Em relação ao público-alvo, a empresa desenvolve suas atividades de incorporação em empreendimentos voltados para desde a classe médio-baixa até a classe alta. Além disso, a companhia também atua na incorporação de empreendimentos do segmento comercial e de loteamentos residenciais.

A empresa não realiza construção de imóveis, mas age por meio de parcerias com construtoras ou mesmo com outras incorporadoras do segmento ou região-alvo. Quanto à comercialização, na maior parte dos negócios, é feita por empresas especializadas nesta atividade. Entretanto, é interessante ressaltar que a Helbor Empreendimentos S.A também realiza vendas diretas com equipe própria, principalmente para atender a demanda gerada através do site da empresa, onde as vendas realizadas atingem 15% das vendas totais.

A Helbor Empreendimentos S.A foi a última empresa do setor imobiliário brasileiro a abrir capital no ano de 2007. Com sua oferta pública de ações de natureza primária, a companhia foi a que captou o menor valor de recursos, tendo levantado R\$ 252 milhões ao vender suas ações pelo preço de R\$ 11,00 cada.

Assim como os papéis da BR Brokers, que estrearam na Bovespa na mesma data que os papéis da Helbor Empreendimentos S.A, a ação da empresa também apresentou crescimento até o final de 2007, contrariando o Ibovespa, que desvalorizou-se. A alta nos dois últimos meses daquele ano foi de 4,36%. Já no ano de 2008, verificamos uma queda no preço da ação, que amargou desvalorização de 17,83%, constituindo um retorno anormal negativo de 21,33%. Conforme podemos observar pelo gráfico da próxima página, o comportamento da ação no semestre do atual ano destoou do comportamento do índice Bovespa. No final de Fevereiro, enquanto o Ibovespa caía, o preço da ação subia. Já no final de março, a situação se inverteu, com a cotação do papel caindo e o índice do mercado subindo. Com isto, a ação da Helbor encerrou o período de análise com desvalorização de 14,84% frente ao preço de lançamento, o que representa um retorno anormal negativo de 15,99% frente ao Ibovespa.

Após o IPO, o desempenho financeiro da Helbor foi positivo, embora não tão forte quanto o de algumas das empresas citadas anteriormente. Em 2007, a empresa obteve lucro

líquido anual de R\$ 6,5 milhões, sendo que, no segundo trimestre daquele ano, o lucro estava em R\$ 13,9 milhões, antes de contabilizadas as despesas de abertura de capital. Ainda naquele ano, a empresa registrou crescimento de 129% no VGV e de 68,6% na receita líquida em relação ao ano de 2006. Entretanto, já no ano de 2008, a empresa seguiu no campo positivo, mas com lucros relativamente pequenos. Ao final do primeiro semestre, a empresa havia lucrado R\$ 15,9 milhões, representando um crescimento de apenas 14% frente ao igual período do ano anterior. Além disso, ao divulgar seus resultados do segundo trimestre, a Helbor anunciou recuo nos lançamentos em relação ao ano anterior, com queda de 20,7% no VGV lançado. Desta forma, nota-se que, em certa medida, o desempenho das ações acompanhou o desempenho financeiro da empresa.

Quanto à aplicação dos recursos obtidos com a abertura de capital, a empresa ainda não os tinha utilizado completamente ao final do primeiro semestre de 2008. Esta captação, somada com o que a empresa tinha em caixa ao final daquele período, que era cerca de R\$ 200 milhões, além de uma oferta de debêntures que a Helbor também realizou, lhe daria uma certa tranquilidade quanto aos atingimento de projetos futuros. Além disso, a empresa afirmava, nesta época, que boa parte dos mesmos seriam aplicados para a ampliação do banco de terrenos da companhia.

Por fim, os indicadores fundamentalistas utilizados no trabalho também apontam para conclusões opostas em relação à ação da Helbor Empreendimentos S.A. O indicador de Preço sobre o Lucro por Ação dá como resultado 49,65, número que coloca o papel desta companhia como o segundo mais caro dentre as quinze empresas analisadas. Este indicador é calculado com base na cotação ao final do período de análise deste trabalho, onde a ação fechou cotada ao preço de R\$ 9,34, e também com base no lucro por ação apresentado pela empresa, que foi de R\$ 0,19. Já o segundo indicador, de Preço sobre o Valor Patrimonial por Ação, calculado com base no valor patrimonial de R\$ 6,88 por ação, apresenta como resultado 1,36, o quinto menor entre as demais empresas, e que indica o valor de mercado da Helbor estar 36% acima do seu patrimônio líquido.

Tabela 16 - Comparação Retorno HBOR3 x Ibovespa

	29/10/2007 a 28/12/2007	02/01/2008 a 30/06/2008	29/10/2007 a 30/06/2008
HBOR3	4,36%	-17,83%	-14,84%
Ibovespa	-0,61%	3,51%	1,15%
Retorno Anormal	4,97%	-21,33%	-15,99%

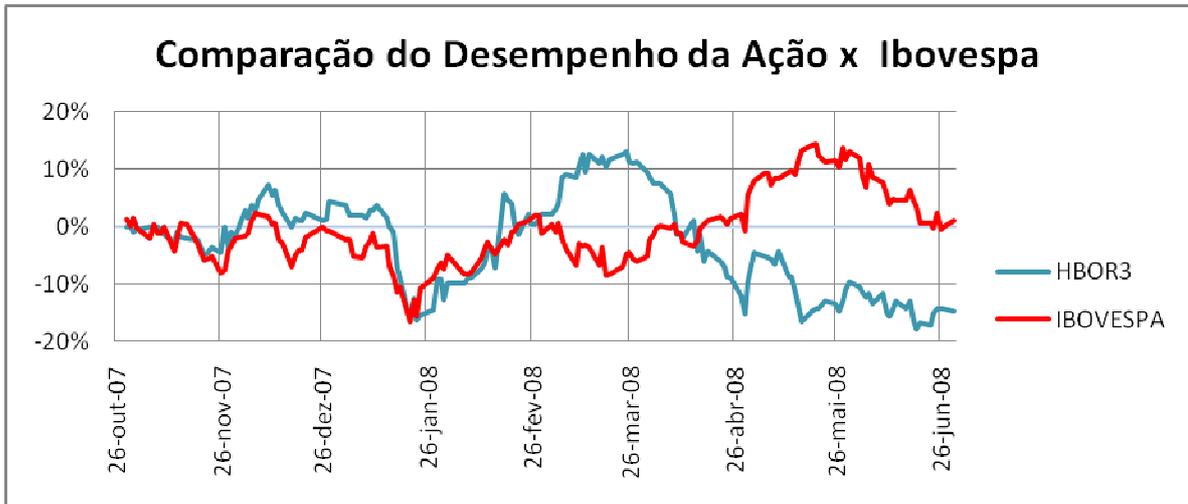


Gráfico 15 - Comparação Retorno HBOR3 x Ibovespa

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste trabalho, foram analisadas as ofertas públicas iniciais de ações realizadas pelas empresas do setor imobiliário brasileiro no ano de 2007. O principal objetivo, com isso, foi verificar os resultados reais dessas IPOs, tanto para investidores, através da comparação do retorno acumulado proporcionado pela ação em relação ao índice Bovespa, como para as empresas, através da verificação dos resultados financeiros apresentados posteriormente à abertura de capital, como forma de identificar oportunidades de investimento através da utilização de indicadores fundamentalistas.

No ano considerado, quinze empresas do setor entraram no mercado de capitais brasileiro, sendo que o ponto de corte da análise, utilizado para verificarem-se os resultados, foi o final do primeiro semestre de 2008.

Neste período, conforme vimos ao longo do trabalho, as empresas divulgaram lucros recordes, com grandes acréscimos percentuais frente aos lucros líquidos e operacionais de anos anteriores. Para se ter uma idéia, todas as quinze empresas analisadas apresentaram, apenas nos primeiros seis meses de 2008, lucros acumulados superiores ao de todo o ano anterior, onde realizaram suas respectivas IPOs. Isso ocorreu, em grande parte, graças à capitalização obtida com a oferta de ações, que gerou um crescimento vertical nas empresas, possibilitando aumentar consideravelmente o número de empreendimentos lançados e comercializados em quase todas as companhias analisadas.

Quanto ao retorno proporcionado para o investidor, este estudo utilizou como embasamento científico os cálculos referentes aos retornos acumulados e aos retornos anormais acumulados das empresas em comparação com o Ibovespa. Desta forma, foi verificado que, de um modo geral, o retorno proporcionado pelos IPOs, até o final do segundo trimestre de 2008, foi inferior ao retorno proporcionado pelo índice Bovespa no mesmo período. Conforme foi visto, oito das quinze companhias estudadas encerraram o período de análise tendo a sua ação valendo menos do que quando do lançamento em pregão. Além disso, das sete empresas que fecharam cotadas a um preço maior que o de estréia, apenas quatro companhias obtiveram retornos acumulados superiores ao Ibovespa em igual período.

Elas estão listadas na tabela constante na página seguinte, ordenadas pela ordem do maior retorno anormal acumulado em relação ao índice.

Tabela 17 - Melhores retornos anormais frente ao Ibovespa

Empresas	Retorno Acumulado	Retorno Anormal
Brasil Brokers Participações S.A	51,58%	50,42%
MRV Engenharia e Participações S.A	36,87%	23,69%
Coonstrutora Tenda S.A	24,44%	20,34%
PDG Realty S.A	64,89%	19,39%

Este resultado predominantemente negativo pode ser atribuído a diversas causas. Em primeiro lugar, as ações das companhias do setor imobiliário são ações de empresas novatas na Bolsa. E são justamente os papéis deste tipo de empresa os que mais sofrem com a crise financeira deflagrada nos mercados de capitais internacionais no segundo semestre de 2008. São essas companhias, recém listadas, as que justamente possuíam maior participação de estrangeiros nas ações, algo em torno de 75% em média. Com a saída do capital internacional, essa proporção de estrangeiros tem baixado para menos de 50% na maioria das empresas novatas na Bovespa.

Não obstante, as ações das companhias do setor imobiliário foram especialmente afetadas pela crise, devido principalmente à sua maior sensibilidade às expectativas de taxas de juros, já que o crescimento do setor está fortemente relacionado aos financiamentos de longo prazo a menores taxas.

Outra causa apontada é que, apesar do aumento no número de empreendimentos lançados e comercializados pelas empresas analisadas, boa parte delas prometeu metas ainda maiores e não cumpriram. Até o final do terceiro trimestre de 2007, por exemplo, a maioria das empresas do setor, listadas na Bovespa, sequer tinha lançado metade do volume de imóveis previsto para o ano, sendo que a previsão de lançamentos de novas unidades é um dos mais importantes indicadores a respeito do desempenho futuro de uma incorporadora, norteando, assim, as decisões dos investidores. No ano de 2008, conforme vimos no trabalho, diversas das empresas estudadas reduziram seu *guidance* previsto para o ano.

Como conseqüência deste período negativo nos mercados, dificilmente essas empresas do ramo imobiliário que entraram na Bovespa irão conseguir atingir suas metas de crescimento futuros, caso realmente a taxa de juros apresente sucessivas altas e haja uma diminuição da oferta de crédito imobiliário. Além disso, depois da crise do *subprime* norte-

americano, o lançamento de ações se tornou menos interessante, o que pode ser visto pela forte diminuição no número de IPOs ocorridos no primeiro semestre de 2008, onde apenas quatro empresas estrearam em pregão, fazendo que essa fonte de captação de recursos esteja temporariamente fora de opção. Desta forma, outros caminhos se apresentaram para as empresas do setor capitalizarem-se. O primeiro deles é pela diminuição de lançamentos, o que já vem ocorrendo este ano, e reduz a necessidade de crédito, mas também tem impacto negativo junto aos acionistas.

Outra solução é a venda de parte do *land bank* ou de outros ativos. Além disso, também há a possibilidade de realizar aumentos de capital com a busca de novos parceiros. Aliás, com as desvalorizações ocorridas em grande parte das companhias do setor, há agora uma tendência de que haja um movimento forte de consolidação no nosso mercado, que se daria seja através de fusões ou de aquisições, inclusive como já começou a ocorrer, como foi o caso da construtora mineira Tenda, analisada neste trabalho, que já teve 60% de seu capital social comprado pela Gafisa.

Contudo, vimos que a abertura de capital como forma de captação de recursos para as empresas do setor imobiliário nacional, e, como alternativa de investimentos no mercado de capitais brasileiro, apresentou, em termos gerais, diferentes resultados para companhias e investidores. Quanto ao primeiro grupo, vimos que a realização dos IPOs atingiu os objetivos esperados pelas companhias. Ou seja, mostrou-se um eficiente meio para levantamento de recursos, capaz de proporcionar às empresas uma maior capacidade de investimentos, garantindo, assim, que elas, em grande parte, apresentassem resultados financeiros muito positivos se comparados com o período anterior à abertura de capital.

Já em relação ao segundo grupo, o dos investidores, os resultados não foram tão positivos assim. Mais de dois terços das ações estudadas encerraram o período de análise com rendimentos inferiores ao Ibovespa, de modo que o acionista que comprou e manteve o papel em sua carteira de investimentos acabou tendo prejuízo. Este fato demonstra que o investimento em IPOs, diferentemente do que ocorreu em períodos anteriores, como no ano de 2006, não se mostrou mais uma alternativa de investimento tão atraente.

Assim, ao investir, o novo sócio deve acompanhar as perspectivas da empresa, na projeção de resultados e expectativas de lucro futuros. Estes dados são disponibilizados para o mercado e são colocados para a CVM, o qual constitui uma informação de valor para a tomada de decisão.

REFERÊNCIAS

AUMENTO de IPOs impulsiona procura de pessoas físicas pelo investimento em Bolsa. **InfoMoney**, São Paulo, 12 nov. 2007. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultnot/infomoney/2007/11/12/ult4040u8071.jhtm>>. Acesso em 15 abr. 2008.

BACHA, Edmar L.; OLIVEIRA FILHO, Luiz C.; **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005.

BOOM imobiliário traz oportunidades para investidores. **Portal EXAME**, São Paulo, 05 out. 2007. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/servicos/guiadoinvestidor/artigos/m0140289.html>>. Acesso em 20 jun. 2008.

BREALEY, Richard A.; MYRES, Stewart C. **Financiamento e gestão de risco**. São Paulo: Bookmann, 2005.

CASAGRANDE NETO, Humberto; CINTRA, Manoel F., MAGLIANO FILHO, Raymundo; **Mercado de Capitais: A Saída para o Crescimento**. São Paulo: Lazuli Editora, 2002.

CAVALCANTE, Francisco; YOSHIO MISUMI, Jorge; **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

CUCHIERATO, Guilherme; Ofertas públicas iniciais tiveram em 2007 seu grande ano. **UOL Economia**, São Paulo, 02 jan. 2008. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultnot/2008/01/02/ult4294u906.jhtm>>. Acesso em 03 abr. 2008.

DAMODARAM, Aswath. **Finanças corporativas**. São Paulo: Bookmann, 2004.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Mercados financeiros e estratégia corporativa**. São Paulo: Editora Bookman, 2005.

GRABIANOWSKI, Edward. Como funcionam as ofertas públicas iniciais (IPOs). **How Stuff Works**, São Paulo. Disponível em: <<http://empresafinancas.hsw.uol.com.br/ipo.htm>>. Acesso em 04 abr. 2008.

MILANESE, Daniela; RAGAZZI, Ana Paula; FROUFE, Célia; Para CVM, movimento de IPOs não é coisa passageira. Agência Estado, São Paulo, 30 nov. 2007. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultnot/estado/2007/11/30/ult4530u94.jhtm>>. Acesso em 05 abr. 2008.

PINHEIRO, Juliano. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas**. 4ª edição. São Paulo: Editora Atlas, 2007.

ROCCA, Carlos Antonio. **Soluções para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro**. 2ª edição. Rio de Janeiro: José Olympio, 2002.

VOLUME de IPOs no mundo soma US\$ 255 bilhões e bate recorde; Brasil é terceiro país mais ativo. **Valor Online**, São Paulo, 17 dez. 2007. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultnot/valor/2007/12/17/ult1913u80752.jhtm>>. Acesso em 03 abr. 2008.

ANEXO A – PLANILHA DE INDICADORES FUNDAMENTALISTAS

INDICADORES FUNDAMENTALISTAS				
1 - PREÇO/VALOR PATRIMONIAL POR AÇÃO				
	Empresas	Cotação em 30/06/2008	Valor Patrimonial por Ação: Posição de 30/06/2008 (em R\$)	Resultado: Preço/VPA
1	EZTec	R\$ 4,70	5,40	0,87
2	Invest Tur	R\$ 839,00	956,60	0,88
3	CR2	R\$ 8,48	8,29	1,02
4	Inpar S/A	R\$ 7,90	7,70	1,03
5	Helbor	R\$ 9,34	6,88	1,36
6	CC Des Imob	R\$ 8,95	6,36	1,41
7	Tecnisa	R\$ 7,99	5,49	1,46
8	Multiplan	R\$ 19,40	12,85	1,51
9	Rodobensimob	R\$ 19,80	12,17	1,63
10	Agra Incorp	R\$ 8,76	5,21	1,68
11	PDG Realty	R\$ 22,89	9,97	2,30
12	Tenda	R\$ 11,20	4,67	2,40
13	MRV	R\$ 35,50	10,97	3,24
14	JHSF Part	R\$ 8,02	2,12	3,78
15	BR Brokers	R\$ 14,40	2,28	6,31
2 - PREÇO/LUCRO POR AÇÃO				
	Empresas	Cotação em 30/06/2008	Lucro por Ação Posição consolidada de 30/06/2008 (em R\$)	Resultado: Preço/LPA
1	Invest Tur	R\$ 839,00	-45,28	-18,53
2	BR Brokers	R\$ 14,40	23,87	0,60
3	EZTec	R\$ 4,70	0,72	6,54
4	CR2	R\$ 8,48	0,89	9,56
5	CC Des Imob	R\$ 8,95	0,82	10,86
6	Rodobensimob	R\$ 19,80	1,73	11,44
7	Tecnisa	R\$ 7,99	0,59	13,45
8	JHSF Part	R\$ 8,02	0,46	17,60
9	PDG Realty	R\$ 22,89	1,19	19,19
10	MRV	R\$ 35,50	1,07	33,15
11	Inpar S/A	R\$ 7,90	0,20	39,54
12	Tenda	R\$ 11,20	0,25	43,94
13	Agra Incorp	R\$ 8,76	0,20	44,41
14	Helbor	R\$ 9,34	0,19	49,65

15	Multiplan	R\$ 19,40	0,23	83,56
----	------------------	-----------	------	-------

ANEXO B – RANKINGS DE RETORNOS APRESENTADOS

RANKING DE VALORIZAÇÃO DA AÇÃO NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2008			
Pos.	Empresa	Ação	Oscilação
1	JHSF Participações S.A	JHSF3	44,25%
2	Invest Tur –Desenvolvimento Turístico Imobiliário S.A	IVTT3	10,39%
3	Construtora Tenda S.A	TEND3	10,34%
4	Brasil Brokers Participações S.A	BBRK3	8,68%
5	-	IBOVESPA	3,51%
6	PDG Realty S.A – Empreendimentos e Participações S.A	PDGR3	-4,12%
7	Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A	MULT3	-5,37%
8	Rodobens Negócios Imobiliários S.A	RDNI3	-6,06%
9	MRV Engenharia E Participações S.A	MRVE3	-7,57%
10	Helbor Empreendimentos S.A	HBOR3	-17,83%
11	Agra Empreendimentos Imobiliários S.A	AGIN3	-20,36%
12	Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário S.A	CCIM3	-22,72%
13	Tecnisa S.A	TCSA3	-26,56%
14	CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A	CRDE3	-40,41%
15	EZ TEC Empreendimentos e Participações S.A	EZTC3	-45,38%
16	Inpar S.A	INPR3	-56,59%

RANKING DE RETORNO ACUMULADO – PERÍODO: DATA DO IPO ATÉ 30/06/2008			
	Empresa	Ação	Oscilação
1	PDG Realty S.A – Empreendimentos e Participações S.A	PDGR3	64,89%
2	Brasil Brokers Participações S.A	BBRK3	51,58%
3	MRV Engenharia e Participações S.A	MRVE3	36,87%
4	Construtora Tenda S.A	TEND3	24,44%
5	Agra Empreendimentos Imobiliários S.A	AGIN3	3,06%
6	Rodobens Negócios Imobiliários S.A	RDNI3	2,65%
7	JHSF Participações S.A	JHSF3	0,79%
8	Helbor Empreendimentos S.A	HBOR3	-14,84%
9	Invest Tur – Desenvolvimento Imobiliário Turístico S.A	IVTT3	-16,10%
10	Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A	MULT3	-22,40%
11	Tecnisa S.A	TCSA3	-38,05%
12	Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário S.A	CCIM3	-38,15%

13	Inpar S.A	INPR3	-54,86%
14	CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A	CRDE3	-56,18%
15	EZ TEC Empreendimentos e Participações S.A	EZTC3	-56,56%

RANKING DE RETORNO ANORMAL ACUMULADO FRENTE AO IBOVESPA			
	Empresa	Ação	Oscilação
1	Brasil Brokers Participações S.A	BBRK3	50,42%
2	MRV Engenharia e Participações S.A	MRVE3	23,69%
3	Coonstrutora Tenda S.A	TEND3	20,34%
4	PDG Realty S.A – Empreendimentos e Participações S.A	PDGR3	19,39%
5	Helbor Empreendimentos S.A	HBOR3	-15,99%
6	Agra Empreendimentos Imobiliários S.A	AGIN3	-27,83%
7	Invest Tur – Desenvolvimento Imobiliário Turístico S.A	IVTT3	-28,89%
8	JHSF Participações S.A	JHSF3	-37,72%
9	Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A	MULT3	-43,04%
10	Rodobens Negócios Imobiliários S.A	RDNI3	-44,97%
11	EZ TEC Empreendimentos e Participações S.A	EZTC3	-75,51%
12	Inpar S.A	INPR3	-77,16%
13	Tecnisa S.A	TCSA3	-83,69%
14	Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário S.A	CCIM3	-85,77%
15	CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A	CRDE3	-87,77%

TRABALHO APRESENTADO EM BANCA E APROVADO POR:

Conceito Final:

Porto Alegre, __ de _____ de 2008

Professor Orientador: Oscar Claudino Galli

Disciplina: Estágio Final - ADM 01198

Área de Concentração: Finanças