

ANDRÉ RODRIGUES TONETO

**Aplicação de rotina para orientar o processo de decisão de investimentos
em um portfólio de empreendimentos de base imobiliária utilizando a
ferramenta da análise SWOT**

São Paulo

2018

ANDRÉ RODRIGUES TONETO

**Aplicação de rotina para orientar o processo de decisão de investimentos
em um portfólio de empreendimentos de base imobiliária utilizando a
ferramenta da análise SWOT**

Monografia apresentada à Escola Politécnica da
Universidade de São Paulo para a obtenção do
título de Especialista em Real Estate: Economia
Setorial e Mercados (MBA – USP).

Orientador:

Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar

São Paulo

2018

FICHA CATALOGRÁFICA

Toneto, André Rodrigues

Aplicação de rotina para orientar o processo de decisão de investimentos em um portfólio de empreendimentos de base imobiliária utilizando a ferramenta da análise SWOT/ A.R. Toneto -- São Paulo, 2018.

95 p.

Monografia (MBA em Economia Setorial e Mercados, com ênfase em *Real Estate*) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Poli.Integra.

1. Empreendimentos Imobiliário 2. Portfólios 3. Edifícios de escritórios 4. Planejamento estratégico 5. Análise SWOT I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Poli.Integra II.t.

RESUMO

É sabido que muitas das decisões de investimentos tomadas em empresas de Real Estate são baseadas estritamente sobre uma visão financeira, apoiadas em análises de qualidade de investimento e com base na experiência de mercado de seus gestores, reduzindo as análises estratégicas de cunho qualitativo a um segundo plano.

Dessa maneira, esse trabalho tem por objetivo aplicar uma rotina de análise para orientação do processo de decisão de investimentos em um portfólio de empreendimentos de base imobiliária para renda de uma empresa de investimentos imobiliários (*Property Company*), baseada em parte da tese desenvolvida previamente por Porto (2010), utilizando para tal ferramentas e conceitos da área de administração de empresas e planejamento estratégico a esse processo, em especial a análise SWOT.

Tal rotina considera, de forma complementar, tanto elementos qualitativos, como por exemplo a localização do ativo, seu grau de especificidade e seu padrão de qualidade frente à oferta competitiva, como elementos quantitativos, representados por alguns indicadores específicos de qualidade selecionados, sendo tais elementos os *inputs* da matriz SWOT em análise.

A aplicação prática desse processo tomou como base uma análise *ex-post* de um caso de discussão de investimento de uma *Property Company* em um novo empreendimento de base imobiliária para renda, a saber um edifício de escritórios para locação localizado na cidade do Rio de Janeiro.

Dessa maneira, a aplicação da rotina visou obter informações sobre o posicionamento competitivo do ativo, bem como potenciais oportunidades/ameaças e vantagens/desvantagens de uma eventual aquisição, considerando para tal a situação do portfólio da empresa e o impacto de uma eventual aquisição, fornecendo subsídios importantes para uma tomada de decisão mais balizada.

Palavras-chave: Investimentos. Planejamento estratégico. Portfólio de ativos. Análise SWOT.

ABSTRACT

It is well known that many of the investment decisions made in Real Estate companies are based strictly on a financial perspective, supported by investment analysis made, or based on the market experience of its controllers and directors, reducing the strategic analysis to a second plan.

In this sense, this paper aims to apply an existing routine to guide the investment decision process considering a portfolio of real estate income generators properties of a certain real estate investment company (Property Company), based on part of the work developed by Porto (2010), applying tools and concepts of business administration and strategic planning to this process, especially the SWOT analysis.

This routine considers, in a complementary approach, qualitative elements, such as the asset's location, its degree of specificity and its quality standard in relation to the competition, and quantitative elements, represented by selected indicators. These elements are inputs of the SWOT matrix under analysis.

The routine's practical application will be based on an ex-post analysis of an investment case in a new real estate asset, namely an office building located in the city of Rio de Janeiro.

Thus, the application of the routine aimed to obtain information about the competitive positioning of the asset, as well as potential opportunities / threats and advantages / disadvantages of a potential acquisition, considering the situation of the Company's portfolio and the impact of this potential acquisition, providing important inputs to a better decision-making process.

Keywords: Investment. Strategic planning. Asset's portfolio. SWOT analysis.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Matriz SWOT genérica – principais elementos selecionados	34
Figura 2: Principais regiões de escritórios da cidade do Rio de Janeiro	44
Figura 3: Distribuição geográfica do portfólio considerando a ABL	50
Figura 4: Distribuição geográfica do portfólio considerando a receita	51
Figura 5: Distribuição do portfólio por ciclo de vida dos ativos	52
Figura 6: Distribuição de locatários por setor econômico	53
Figura 7: Contribuição por ativo no valor total do portfólio (10 maiores ativos)	54
Figura 8: Contribuição por ativo na receita do portfólio (10 maiores ativos)	55
Figura 9: Evolução do estoque de qualidade de escritórios no Rio de Janeiro	56
Figura 10: Estoque de escritórios de qualidade no Rio de Janeiro por região	57
Figura 11: Evolução do novo estoque de escritórios de qualidade no Rio de Janeiro por região	58
Figura 12: Evolução da absorção bruta por região na cidade do Rio de Janeiro	59
Figura 13: Evolução da absorção líquida por região na cidade do Rio de Janeiro	59
Figura 14: Análise SWOT genérica aplicada ao Estudo de Caso	62
Figura 15: Estações de metrô na região de escritórios do Flamengo	63
Figura 16: Distribuição geográfica do portfólio considerando a ABL (cenário original)	67
Figura 17: Distribuição geográfica do portfólio considerando a ABL (após a aquisição)	68
Figura 18: Distribuição geográfica do portfólio considerando a receita (cenário original)	68
Figura 19: Distribuição geográfica do portfólio considerando a receita (após a aquisição)	69
Figura 20: Distribuição por ciclo de vida do ativo (cenário original)	70
Figura 21: Distribuição por ciclo de vida do ativo (após a aquisição)	70
Figura 22: Evolução do PIB nacional entre 2000 e 2010	80
Figura 23: Evolução da Meta SELIC (% a.a.) entre 2005 e abril de 2010	81
Figura 24: Resumo dos elementos apontados pela análise SWOT no Estudo de Caso	87

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Resumo quantitativo do Portfólio da <i>Property Company</i>	56
Tabela 2: Taxa de vacância e faixa de preço pedido de locação por região (base: 2010)	60
Tabela 3: Principais intervenções a serem realizadas no Edifício X	65
Tabela 4: Indicadores de qualidade estimados - Edifício X (Cenário Base)	73
Tabela 5: Análise de Sensibilidade - TRM do Edifício X	73
Tabela 6: Análise de Sensibilidade - RTe do Edifício X	73
Tabela 7: Comparação entre o resumo do portfólio da Property Company no cenário original e o resumo do portfólio da Property Company esperado após a aquisição	74
Tabela 8: Distribuição da vacância do portfólio no cenário original	76
Tabela 9: Distribuição da vacância do portfólio após aquisição	77
Tabela 10: Comparação entre o Resumo do Portfólio da Property Company no cenário original e no cenário logo após a aquisição	78
Tabela 11: Comparação entre o Resumo do Portfólio da Property Company no cenário original e no cenário esperado após o retrofit	78
Tabela 12: Portfólio da Property Company – Detalhamento por ativo	87

SUMÁRIO

RESUMO	4
ABSTRACT	5
LISTA DE FIGURAS	6
LISTA DE TABELAS	7
SUMÁRIO	8
1. INTRODUÇÃO	10
1.1 Objetivos	11
1.2 Metodologia	12
2. IMPORTÂNCIA DO PLANEJAMENTO ESTRATÉGICO PARA AS <i>PROPERTY COMPANIES</i>	14
2.1 Aplicação da rotina de análise	16
3. ANÁLISE DO PORTFÓLIO	19
3.1 Gestão do Portfólio	19
3.2 Aspectos qualitativos	21
3.2.1 Localização	21
3.2.2 Classe dos ativos	22
3.2.3 Ciclo dos ativos	22
3.2.4 Base de locatários	22
3.2.5 Condições contratuais dos locatários	23
3.2.6 Especificidade dos ativos	23
3.2.7 Proporção de um ativo na carteira	23
3.2.8 Tipo de ativos	24
3.2.9 Idade dos ativos	24
3.2.10 Nível de valores de locação praticados	24
3.3 Aspectos quantitativos	25
3.3.1 Taxa média de rentabilidade por período	27
3.3.2 Retorno total efetivo	28
4. ANÁLISE SWOT	30
4.1 Matriz SWOT genérica	33
4.1.1 Fatores internos – Potenciais Forças/Fraquezas	34
4.1.1.1 Deterioração e Obsolescência	34
4.1.1.2 Especificidade	35

4.1.1.3 Padrão de qualidade do edifício frente à oferta Competitiva	35
4.1.1.4 Capacidade de pagamento do locatário	36
4.1.1.5 Localização do ativo	36
4.1.1.6 Padrão construtivo e especificações técnicas	37
4.1.1.7 Visibilidade e imagem corporativa	37
4.1.1.8 Composição do portfólio	37
4.1.2 Fatores externos – Potenciais Oportunidades/Ameaças	38
4.1.2.1 Fatores de inserção urbana do imóvel	38
4.1.2.2 Fatores macroeconômicos e mercadológicos	39
4.1.2.2.1 Indicadores de demanda	40
4.1.2.2.2 Indicadores de oferta	42
5. ESTUDO DE CASO	44
5.1 Introdução ao Estudo de Caso	44
5.2 Oportunidade de investimento - Edifício “X”: histórico e características	45
5.3 Análise do portfólio atual da Companhia (2010)	48
5.4 Análise de mercado (2010)	56
5.5. Análise SWOT	60
5.5.1 Forças	62
5.5.2 Fraquezas	74
5.5.3 Oportunidades	79
5.5.4 Ameaças	82
6. CONCLUSÃO	86
7. BIBLIOGRAFIA	92
APÊNDICE A - PORTFÓLIO DA <i>PROPERTY COMPANY</i> – DETALHAMENTO POR ATIVO	95

1. INTRODUÇÃO

O processo de planejamento estratégico de uma empresa pode ser resumido como o procedimento que envolve o desenvolvimento das metas globais da empresa, bem como a definição de como a mesma irá atingir tais objetivos, considerando sempre aspectos e recursos internos e externos à companhia.

Particularmente, analisando o setor de Real Estate, conforme exposto por Baum (2009), a gestão ativa das propriedades que fazem parte do portfólio da *Property Company*, o que envolve principalmente os processos de aquisição e de vendas de ativos, é uma das maneiras de se atingir objetivos de performance estabelecidos para a empresa, sendo que cabe aos tomadores de decisão das Companhias o monitoramento ativo e a análise de tais oportunidades de aquisições e vendas, sempre medindo e balanceando os riscos atrelados à estas oportunidades, bem como os potenciais retornos que elas proporcionariam ao portfólio.

Neste contexto, nota-se que muitas das decisões de investimentos tomadas em empresas de Real Estate são baseadas estritamente sobre uma visão financeira, apoiadas em análises de qualidade do investimento e baseadas em indicadores financeiros amplamente difundidos no mercado, reduzindo assim análises estratégicas de cunho qualitativo a um segundo plano, quando essas são igualmente importantes e devem ser usadas de forma complementar àquelas.

Observa-se que tais decisões de investimento são muitas vezes baseadas na experiência de mercado de seus controladores e gestores, principalmente com relação aos aspectos qualitativos implícitos às potenciais oportunidades de investimento.

Dessa forma, nota-se que há uma presença limitada de procedimentos estratégicos formais e estruturados nas decisões de investimento que considerem tanto aspectos quantitativos como qualitativos, dada a importância de alinhar esses dois espectros.

Ademais, há atualmente escassez de estudos sobre temas similares a esse para o mercado brasileiro, evidenciando a importância de maiores abordagens sobre o assunto.

Dessa maneira, este trabalho visou abordar esse tema de forma a ampliar a base bibliográfica de referência sobre o assunto, através da aplicação de uma rotina de análise para orientação do processo de decisão de investimentos considerando a situação atual de um portfólio de empreendimentos de base imobiliária para renda de uma empresa de investimentos imobiliários (*Property Company*), a qual leva em consideração tanto elementos qualitativos como quantitativos, estes representados por alguns indicadores específicos de qualidade do portfólio.

O estudo buscou desta forma (i) obter informações sobre o posicionamento competitivo do ativo sob análise, (ii) identificar potenciais oportunidades, ameaças, vantagens e desvantagens da eventual aquisição e (iii) gerar *inputs* relevantes para a tomada de decisão dos gestores do portfólio.

1.1 Objetivos

O trabalho visou a aplicação de uma rotina de análise para orientar o processo de decisão de investimentos em um portfólio de empreendimentos de base imobiliária para renda de uma empresa de investimentos imobiliários (*Property Company*), baseando-se para tal em: (i) parte da tese desenvolvida previamente por Porto (2010) e (ii) ferramentas e conceitos da área de administração de empresas e planejamento estratégico a esse processo, em especial a análise SWOT (em inglês, “S” - *strengths* ou forças, “W” - *weaknesses* ou fraquezas, “O” - *opportunities* ou oportunidades e “T” – *threats* ou ameaças).

Tal rotina considera, de forma complementar, tanto elementos qualitativos, como por exemplo a localização do ativo, seu grau de especificidade e seu padrão de qualidade frente à competição, como elementos quantitativos, representados por alguns indicadores específicos de qualidade selecionados para a verificação da situação atual do portfólio, bem como para a análise que potenciais novas aquisições trariam à carteira.

1.2 Metodologia

O estudo proposto inicia com a revisão bibliográfica sobre a importância do processo de planejamento estratégico nas empresas, inclusive nas *Property Companies*, indicando a análise SWOT como uma das ferramentas utilizadas neste processo.

Dentro desse contexto, a aplicação da rotina de análise foi explicitada, indicando a importância de considerar-se a situação do portfólio em questão, bem como características do imóvel analisado, indicadores e projeções de mercado e macroeconômicos, entre outros.

Focou-se então no tema de gestão de portfólios, baseando-se principalmente em parte da tese desenvolvida previamente por Porto (2010), enfatizando que um gerenciamento estratégico da carteira visa maximizar os resultados da mesma, principalmente através da análise e acompanhamento da performance do portfólio e da análise de novos investimentos.

Para tanto, a bibliografia analisada sugere uma divisão entre aspectos qualitativos e quantitativos. No que tange aos aspectos qualitativos, destacou-se principalmente critérios de diversificação de riscos e, no que tange aos aspectos quantitativos, foram selecionados indicadores de qualidade específicos que visam representar a situação do portfólio de propriedades como um todo.

Assim, o trabalho continua com revisões bibliográficas explicando o conceito e ilustrando os usos da análise SWOT, visando dessa forma aplicá-la nas decisões de novos investimentos no mercado de propriedades comerciais.

A fim de atingir esse objetivo, sugeriu-se a formatação de um modelo genérico de matriz SWOT considerando aspectos importantes quando da tomada de decisão de investimentos de *Property Companies*, utilizando-se como base uma série de pesquisas e trabalhos já desenvolvidos e, indicando dessa forma, fatores internos (potenciais forças ou fraquezas) e externos (potenciais oportunidades ou ameaças).

Uma vez formatada a matriz SWOT genérica, a mesma foi então aplicada em um estudo de caso real de investimento, o qual ilustra uma nova decisão de investimento por parte de uma *Property Company* em um empreendimento de base imobiliária já existente e localizado na cidade do Rio de Janeiro, a saber um edifício de escritórios para locação.

Tal análise é referente a uma situação ocorrida no passado (análise *ex-post*), mais precisamente em meados de 2010. Dessa forma, a aplicação da rotina de análise foi utilizada de forma retroativa considerando o cenário à época - situação de mercado e do portfólio da *Property Company*, bem como o estado e as características do imóvel sob análise.

Dessa maneira, foram abordadas de forma mais extensiva a situação do portfólio de imóveis da Companhia à época, a situação e perspectivas para o mercado onde o imóvel está inserido, os principais riscos inerentes à potencial aquisição e outros pontos intrínsecos à oportunidade de aquisição e que são importantes *inputs* ao modelo genérico de análise SWOT estabelecido.

Assim, a aplicação do modelo genérico de SWOT elaborado possui o intuito de extrair informações sobre o posicionamento competitivo, oportunidades/ameaças e vantagens/desvantagens de uma eventual aquisição do empreendimento em questão, considerando para tal a situação do portfólio da empresa e o impacto que uma eventual transação traria ao mesmo à época de análise, fornecendo subsídios importantes para a tomada de decisão.

2. IMPORTÂNCIA DO PLANEJAMENTO ESTRATÉGICO PARA AS *PROPERTY COMPANIES*

O tema do planejamento ou administração estratégica é amplamente discutido e estudado por diversos autores por todo o mundo. De acordo com Pearce II, Freeman e Robinson (1987), o planejamento estratégico formal é o processo para determinar a missão, principais objetivos, estratégias e políticas para aquisição e alocação de recursos para atingir os objetivos da organização.

Segundo Drucker (1974) o planejamento estratégico é a forma de pensar por meio da missão da empresa. Assim, cabe aos tomadores de decisão nas empresas questionarem-se qual é o negócio da empresa atualmente e como ele deveria ser idealmente, sendo que sua resposta será base para a definição dos objetivos, desenvolvimento das estratégias e planos de ação para a Companhia.

Tiffany & Peterson (1998) afirmam que o planejamento estratégico não é uma ferramenta que gera informações exatas a respeito do futuro das organizações, mas maximiza as possibilidades da companhia explorar seus pontos fortes e aproveitar eventuais oportunidades.

Assim, pode-se dizer que o planejamento estratégico pode ser definido como o processo de desenvolvimento das metas globais da empresa, bem como a definição de como a mesma irá atingir tais objetivos, considerando sempre aspectos e recursos internos e externos à companhia.

Segundo Daft (2006), a administração estratégica é um conjunto de decisões e ações usadas para formular e implementar as estratégias que proporcionarão uma adequação competitivamente superior entre a organização e seu ambiente, de forma que ela possa alcançar suas metas organizacionais. Ou seja, tal conceito vale para todo tipo de empresa e, quando realizado de forma cautelosa e realista, pode auxiliá-las a alcançarem patamares competitivos superiores aos da concorrência.

Ainda segundo Daft, (2006), o processo de administração estratégica das

empresas inicia-se com a avaliação do posicionamento atual da companhia a respeito de sua missão, metas e estratégias. Em seguida, é realizada uma análise dos ambientes interno e externo da organização, identificando eventuais fatores estratégicos que possam necessitar de mudanças (como por exemplo, uma alteração das estratégias adotadas previamente). Desta maneira, pode-se definir novas metas ou estratégias, conforme o resultado dessa análise, ou pode-se concluir pela manutenção das mesmas. O último estágio do processo de administração estratégica seria a execução das estratégias, que é o uso de ferramentas administrativas e organizacionais a fim de atingir os resultados almejados.

Observando o processo exposto, nota-se que a análise SWOT é, dentre outras ferramentas, utilizada ao longo do processo de planejamento, auxiliando os gestores na definição de estratégias para as empresas. Tal análise será explorada e abordada com maiores detalhes no capítulo 4 abaixo.

Focando especificamente no planejamento focado no mercado de *Real Estate*, Baum (2009) afirma que as estratégias de investimento de *Property Companies* devem ser desenvolvidas e organizadas da mesma maneira que um plano de negócios, com (i) uma definição clara dos objetivos (performance) dos investimentos e do horizonte de tempo esperado para alcançá-los, (ii) uma avaliação da estrutura atual do portfólio e da performance recente do mesmo e (iii) uma análise SWOT dos fatores que afetam a organização.

(i) Os objetivos dos investimentos devem ser específicos, mensuráveis, desafiadores (porém alcançáveis), atrativos para eventuais investidores da empresa e possíveis de serem comparados a outros, para definir sucessos ou falhas. Tais objetivos de performance podem ser definidos como retornos absolutos, retornos relativos a um *benchmark* ou retornos específicos visando alcançar um patamar definido para honrar com determinados compromissos da companhia, com por exemplo patamares mínimos de pagamento de dividendos para os acionistas.

(ii) A análise da estrutura atual do portfólio identifica potenciais nichos de mercado

ou regiões em que a empresa possui uma alta concentração ou baixa concentração e, quando combinada com análises e projeções consistentes de mercado, podem auxiliar em decisões de investimento e desinvestimento da empresa.

(iii) A SWOT neste caso visa compreender o estágio em que a companhia se encontra atualmente, e o que precisa ser alterado ou mantido para que ela possa atingir seus objetivos estratégicos, identificando características de ativos, condições de mercado, fluxos de caixa esperados, entre outros aspectos que possam se traduzir em forças, fraquezas, oportunidades ou ameaças para a empresa.

2.1 Aplicação da rotina de análise

Dada a importância de uma abordagem estratégica estruturada exposta acima e a convergência entre autores a respeito da ampla utilização da ferramenta da análise SWOT, o presente trabalho visa a aplicação de uma rotina formal de análise para o processo de decisão de investimentos em um portfólio de empreendimentos de base imobiliária para renda em uma *Property Company*, utilizando para tal a análise SWOT.

Toda a análise irá considerar a atual situação do portfólio de imóveis da *Property Company*, tanto no aspecto qualitativo (abordando tópicos como os tipos de imóveis e suas características principais, classes, localização, distribuição de locatários, entre outros), como no aspecto quantitativo, exposto através de indicadores de qualidade que refletem o equilíbrio financeiro da carteira de imóveis.

Além disso, também serão consideradas as eventuais consequências e impactos que uma potencial aquisição geraria sobre esse portfólio e seus indicadores.

Paralelamente, a diretriz irá sugerir uma matriz SWOT genérica a qual indicará os principais pontos a serem analisados ao longo do processo de tomada de decisão de novos investimentos, considerando além da análise supracitada a respeito da

situação do portfólio, também os aspectos qualitativos relevantes na tomada de decisão de investimentos em propriedades comerciais.

Tal procedimento levará em consideração alguns fatores principais que serão a base da análise SWOT desenvolvida. De modo geral, são eles: características e informações específicas referentes ao imóvel analisado, informações e projeções de indicadores de mercado para a cidade e região em que o imóvel está localizado, indicadores e projeções macroeconômicas, potenciais mudanças na legislação vigente, dentre outros.

Após a definição da matriz SWOT genérica, a mesma será então aplicada diretamente em um caso de decisão de investimento em uma propriedade específica e em suas implicações no portfólio já existente, e não na definição de estratégias da *Property Company*. Dessa maneira, a SWOT será utilizada considerando um espectro um pouco diferente do sugerido na literatura estudada, que a utiliza estritamente para a definição de novas metas e estratégias para as empresas.

O argumento principal para seu uso neste caso é que, dada a natureza deste tipo de empresa, as decisões de investimento e gestão de portfólio da mesma estão bastante próximas às estratégias gerais da empresa, possibilitando o uso da ferramenta sem maiores prejuízos. Além disso, a própria natureza abrangente e de fácil interpretação dessa ferramenta possibilita sua utilização em casos diversos.

Ademais, a diretriz proposta propõe uma análise mais profunda dos tópicos referentes aos indicadores de mercado e a situação do portfólio da empresa, uma vez que estes são os mais complexos e talvez os mais críticos de serem analisados, requerindo desta maneira maior atenção e detalhamento. Isso porque aspectos relacionados às características e informações referentes ao imóvel analisado traz dados que são basicamente expositivos e facilmente obtidos, como localização, infraestrutura de transporte e serviços, metragem, tamanho e layout de lajes, especificações técnicas, vagas de garagem, certificações de sustentabilidade, entre outros.

Desta maneira, o procedimento desenvolvido propõe a abordagem conjunta destes três tópicos a fim de identificar as Forças ou Strengths (“S”), Fraquezas ou Weaknesses (“W”), Oportunidades ou Opportunities (“O”) e Ameaças ou Threats (“T”), conforme sugere a ferramenta da análise SWOT, que será exposta com maiores detalhes mais a frente, visando tirar conclusões acerca da oportunidade de investimento em questão.

3. ANÁLISE DO PORTFÓLIO

3.1 Gestão do Portfólio

Conforme citado anteriormente, a análise deve considerar a atual situação do portfólio de imóveis da *Property Company*, bem como eventuais mudanças que uma potencial transação traria sobre ele, gerando sob a ótica da ferramenta da análise SWOT inferências que ajudem o gestor nas suas tomadas de decisões.

Baum (2009) ressalta a importância da gestão do portfólio em empresas de Real Estate, expondo que uma análise da estrutura atual do portfólio pode identificar potenciais nichos de mercado ou regiões em que a empresa possui uma alta concentração ou baixa concentração e, quando combinada com análises e projeções consistentes de mercado, podem auxiliar em decisões de investimento e desinvestimento da empresa. Neste contexto, vale explorar o conceito de gestão de portfólio e sua importância, em especial para as *Property Companies*.

Muczyński (2015) aponta que a abordagem mais moderna na gestão de Real Estate se baseia em três níveis distintos: *facilities management*, *property management* e *portfolio management*.

O *facilities management* trata da administração dos recursos das propriedades com o intuito principal de oferecer satisfação ao usuário final (inquilino). Ela inclui a gestão de diversas atividades do dia-a-dia do imóvel, tais como manutenções, limpeza, segurança, entre diversas outras. Vale ressaltar a importância deste nível na preservação de valor da propriedade ao longo do tempo.

O *property management*, ou gestão do ativo, se resume à administração de ativos individuais, com o objetivo de maximizar os resultados deles, não focando no todo. Envolve todo o processo de decisões da propriedade, desde sua aquisição até a desmobilização, passando por sua locação, eventuais investimentos adicionais, expansões e etc.

Por sua vez, o *portfolio management*, ou gestão do portfólio envolve o

gerenciamento estratégico de um grupo de propriedades de maneira mais ampla, visando maximizar os resultados como um todo e considerando os efeitos mútuos gerados pelos ativos que compõem o portfólio. Tal gestão envolve a definição de políticas de investimentos, a análise e acompanhamento da performance do portfólio e a análise de novos investimentos/desinvestimentos, sempre considerando os impactos de tais eventos no portfólio como um todo.

Vale ressaltar, conforme Muczyński (2015), que a gestão do portfólio de Real Estate é um processo complexo e contínuo, que envolve minucioso planejamento, análises e monitoramento, buscando atingir uma estrutura de portfólio que seja ótima e que balanceie renda com os riscos inerentes ao investimento em Real Estate.

Assim, conforme exposto por Baum (2009), a gestão ativa das propriedades que fazem parte do portfólio da *Property Company*, o que envolve principalmente os processos de aquisição e de vendas de ativos, é uma das maneiras de se atingir objetivos de performance estabelecidos para a empresa, sendo que cabe aos tomadores de decisão das Companhias o monitoramento ativo e a análise de tais oportunidades de aquisições e vendas, sempre medindo e balanceando os riscos atrelados à estas oportunidades, bem como os potenciais retornos que elas proporcionariam ao portfólio.

Dessa maneira, propõe-se que o foco da análise se dê no âmbito da gestão do portfólio de Real Estate, ou seja, através de uma visão mais estratégica do portfólio como um todo. Nessa esfera, a análise do portfólio considerou tanto aspectos qualitativos, mais relacionados à diversificação do portfólio sob alguns prismas, como aspectos quantitativos, representados por alguns indicadores específicos selecionados.

A análise do portfólio utilizou-se do estudo elaborado por Porto (2010), que desenvolveu um método para orientar a gestão portfólios de investimentos em edifícios de escritórios para locação através de uma análise de desempenho baseada em indicadores de qualidade da carteira (e em sua volatilidade).

Tal estudo também identificou os principais fatores de risco de investimentos dentro deste segmento, e definiu critérios de diversificação de riscos, os quais serão expostos abaixo e serão usados na análise.

3.2 Aspectos qualitativos

Segundo Louargand apud Porto (2010), alguns dos principais critérios de diversificação de riscos (aspectos qualitativos) de seus portfólios são: tipo de ativo, porte da propriedade, localização, idade do imóvel, tipo(s) do(s) contrato(s) de locação e concentração de inquilinos. Além desses, outros importantes aspectos identificados seriam a classificação dos ativos, sua especificidade e o ciclo em que ele se encontra, os quais serão adicionados à análise.

Vale citar que as análises de diversificação do portfólio podem ser realizadas considerando a concentração por área bruta locável (ABL), por receita ou por valor de mercado dos ativos, ficando a critério dos gestores utilizar o melhor indicador para cada aspecto.

Segundo Porto (2010), alguns dos principais aspectos a serem analisados no que diz respeito à diversificação da carteira de imóveis de uma *Property Company* são a dispersão: quanto à concentração geográfica, por classe de imóvel, por fase no ciclo de vida do imóvel, por locatário, temporal (com relação à sua condição contratual), quanto à condição de liquidez do imóvel e proporção de um ativo na carteira. Tais critérios de diversificação pré estabelecidos nos estudos de Porto (2010) são expostos abaixo.

3.2.1 Localização

Trata da dispersão quanto à concentração geográfica, uma vez que potenciais alterações em políticas públicas urbanas podem vir a afetar a competitividade do portfólio se o mesmo estiver concentrado em uma determinada região (por exemplo, mudanças nas regras e diretrizes de ocupação do solo, alterações no plano diretor municipal e mudanças nas condições de acessibilidade do entorno do empreendimento).

Ademais, uma diversificação quanto à concentração geográfica do portfólio o torna menos exposto a grandes oscilações de mercado, principalmente em momentos de recessão e baixa atividade do mercado imobiliário, gerando impactos menores nos indicadores de performance da carteira.

3.2.2 Classe dos ativos

Conforme Porto (2010, p. 114), “o objetivo da dispersão por tipo de imóvel é mitigar o efeito do risco associado à alterações específicas de demanda que podem levar a um maior tempo de venda de ativos de determinada classe ou até mesmo alterar os valores de locação praticados[..]”.

Além disso, a demanda por determinada classe de ativo também pode mudar consideravelmente por conta de fenômenos macroeconômicos, o que afeta diretamente os valores de locação praticados bem como eventuais valores de venda.

3.2.3 Ciclo dos ativos

Deve-se considerar os diferentes ciclos em que os ativos do portfólio se encontram, evitando assim uma exposição excessiva a determinadas propriedades. Por exemplo, no caso de empreendimentos recém entregues ao mercado, sua absorção pode ocorrer de forma lenta (ou mais lenta quando comparados a empreendimentos já estabelecidos no mercado).

3.2.4 Base de locatários

Uma maior variedade de locatários, tanto com relação a concentração em determinado locatário, como quanto à sua atividade fim, pode mitigar o risco de inadimplência e de rescisões contratuais que possam vir a ocorrer caso os inquilinos estejam passando por dificuldades financeiras.

Uma maior diversidade na base de locatários também diminui o risco de

determinado fator externo afetar algum setor econômico específico, gerando dificuldades para empresas atuantes neste setor.

3.2.5 Condições contratuais dos locatários

Uma alta concentração de vencimentos e renovações contratuais dos inquilinos em determinado período é um fator de risco, pois no caso de algum evento macroeconômico negativo, tais empresas podem optar conjuntamente por uma renovação abaixo do valor esperado ou ainda um término simultâneo de contratos de locação, podendo comprometer seriamente o fluxo de caixa da empresa proprietária.

3.2.6 Especificidade dos ativos

A concentração de investimentos em imóveis muito específicos (por exemplo, adaptados para operações de um determinado segmento econômico – geralmente mais comum no caso de imóveis com contratos de locação atípicos na modalidade “*built to suit*”) pode afetar a liquidez na saída deste tipo de investimento, gerando riscos para a gestão do portfólio.

Além disso, em um eventual término do contrato de locação com locatário atual, o proprietário pode vir a ter sérias dificuldades em encontrar interessados que procurem um imóvel exatamente com essas características, podendo sofrer com grandes períodos de vacância.

3.2.7 Proporção de um ativo na carteira

Trata da proporção que um determinado ativo representa na carteira da Companhia, tanto no que tange ao valor do ativo em relação ao portfólio total, como em sua participação na geração de renda total da empresa, uma vez que a concentração em um destes dois aspectos pode gerar grandes quebras de receita para a Companhia proprietária, ou ainda, uma potencial grande desvalorização patrimonial da mesma.

Além destes elementos discutidos no trabalho de Porto (2010), também pode-se considerar na análise qualitativa do portfólio:

3.2.8 Tipo de ativos

No caso de *Property Companies* que atuem em mais de um segmento de Real Estate (imóveis comerciais, industriais, logísticos, varejo, residenciais shoppings, entre outros), uma maior diversificação por tipo de ativo pode reduzir os riscos de eventuais crises em setores específicos, como por exemplo uma queda expressiva e duradoura no consumo pode afetar mais os segmentos de varejo, shoppings centers e logístico do que o segmento de imóveis comerciais.

Além disso, uma maior diversificação das receitas por fontes de segmentos distintos diminui a dependência de algum determinado setor, atuando também como mitigador de riscos.

3.2.9 Idade dos ativos

Apesar da idade das propriedades não ser necessariamente um sinônimo de obsolescência ou desgaste, uma concentração muito grande do portfólio em ativos muito antigos pode significar um aumento nesse risco de obsolescência, uma vez que o mercado é dinâmico e novas exigências ou preferências podem surgir por parte dos locatários, sendo que tais demandas podem não ser possíveis de serem atendidas caso a estrutura do imóvel não permitir, por exemplo, um aumento de pé direito.

3.2.10 Nível de valores de locação praticados

Muito relacionado ao item 3.2.5 supra, trata de uma eventual concentração do portfólio em propriedades que apresentem contratos cujos valores de locação praticados mostram-se descolados do praticado pelo mercado. Dessa forma, há um risco potencial de revisionais concomitantes diminuindo estes valores de locação, impactando negativamente na performance da carteira.

Desta forma, a partir dos critérios supracitados, deve-se avaliar a atual situação do mix de propriedades da empresa, no âmbito da gestão de portfólios, e realizar uma simulação comparando esta situação com a de uma eventual aquisição a ser estudada.

A partir destas análises, os gestores poderiam verificar se a nova situação do portfólio da Companhia estaria alinhada ao perfil de risco e aos objetivos estratégicos estabelecidos para a empresa, como por exemplo uma concentração maior em determinada classe ou tipo de ativo, uma maior presença em uma região específica de interesse, uma dependência maior de receita de determinados inquilinos, uma proporção maior de ativos mais específicos no portfólio, entre outros.

É importante frisar que deve-se considerar nas conclusões quanto à diversificação do portfólio da Companhia as estratégias de atuação específicas e o perfil de cada empresa, que podem: (i) apresentar uma gestão ativa de suas carteiras, identificando continuamente oportunidades de aquisições e vendas (reciclagem do portfólio), bem como oportunidades de locações, (ii) possuir prazos indeterminados de investimentos, ao contrário de outros veículos de investimento, como fundos de *Private Equity*, (iii) possuir uma política de investimentos limitada a determinados nichos do mercado *Real Estate* e (iv) possuir uma maior concentração de investimentos em determinados tipos de ativos (por exemplo propriedades existentes ou projetos para desenvolvimento).

3.3 Aspectos quantitativos

Com relação aos aspectos quantitativos adotados para a análise do portfólio, observa-se a necessidade de definição de alguns indicadores específicos para a verificação da situação atual do portfólio, bem como para a análise que potenciais aquisições ou vendas trariam à carteira.

De acordo com Porto (2010), é importante que os indicadores permitam aos gestores uma avaliação do equilíbrio financeiro do portfólio, da sua capacidade de geração de renda no horizonte de análise e do valor do lastro do portfólio

Vale frisar que, conforme Baum (2009), as empresas devem apresentar expectativas claras de objetivos organizacionais, ou seja, os gestores de portfólio de imóveis devem entender e definir os retornos almejados e os níveis de tolerância ao risco aceitáveis, bem como ter claro a questão do momento dos investimentos/desinvestimentos (caso haja um prazo determinado para tais ações).

Deve-se considerar também o perfil e as estratégias de atuação específicas de cada Companhia (gestão mais ou menos ativa, limitações de mandato de atuação em determinados segmentos, prazos de investimentos, concentração em determinados tipos ou estágios de investimentos, entre outros), uma vez que esses fatores são fundamentais no alinhamento das expectativas dessas empresas.

Dessa maneira, baseando-se nos trabalhos de Porto (2010), o presente estudo adotou alguns dos indicadores de qualidade abordados àquela ocasião (indicadores para monitoramento do portfólio de ativos) com o intuito de introduzir também uma visão quantitativa à análise do portfólio.

Assim, os indicadores taxa média de rentabilidade por período (“TRM”) e retorno total efetivo (“R_{Te}”), melhor explicados abaixo, foram escolhidos para refletir os resultados do portfólio como um todo, uma vez que a premissa adotada na análise de *Property Companies* é que a mesma tem uma característica patrimonialista, com foco na geração harmônica de receitas de locação de imóveis e com visão de longo prazo para seus investimentos.

Outros indicadores de qualidade do portfólio sugeridos nos estudos de Porto (2010) são o grau de homogeneidade da renda ajustada à inflação (“GHRa”) que é um indicador que ilustra o quão homogênea é a geração de renda para o investidor considerando a frequência dessa renda, e o conceito de lastro (“LAS”) do portfólio, o qual representa a segurança do investimento ou a reserva de valor destinada a cobrir perdas por eventuais distúrbios no desempenho da carteira.

No entanto, entendendo que, para o presente estudo os dois indicadores selecionados seriam adequados para refletir o foco de atuação das *Property*

Companies, e a fim de que a análise quantitativa não se tornasse muito extensa, a rotina aqui proposta focou nos indicadores TRM e RTe.

3.3.1 Taxa média de rentabilidade por período

Este indicador trata da renda recebida pelo proprietário de um empreendimento em operação, relativamente ao seu valor de avaliação atual. Ou seja, conforme Rocha Lima Jr., J. R.; Monetti, E.; Alencar, C. T. (2011), este indicador mostrará de forma simplificada a renda média que o investidor obterá, corrigida pela inflação, sem a consideração da devolução da capacidade de investimento, no período de análise em questão.

O presente estudo considera como período de análise o prazo de um ano, devido às avaliações dos imóveis de *Property Companies* geralmente serem realizadas neste prazo e pelo fato da baixa variação nos valores de avaliação de edifícios corporativos no curto prazo.

Desta maneira, a taxa média de rentabilidade por período do portfólio (TRM) pode ser expressa através da seguinte fórmula:

$$TRM_{p,b} = \frac{\sum_{q=1}^{nq} TRM_{q,b} \cdot VOI_q}{\sum_{q=1}^{nq} VOI_q}$$

Onde,

$TRM_{p,b}$: taxa média de rentabilidade do portfólio, calculada no momento b, base da análise;

$TRM_{q,b}$: taxa média de rentabilidade do ativo q, calculada no momento b;

VOI_q : valor do ativo q, na sua última avaliação;

nq : total de ativos no portfólio.

Ainda, para calcular-se a taxa média de rentabilidade do ativo q no momento b,

conforme acima:

$$TRM_{q,b} = \frac{\sum_{i=1}^{\text{período}} ROD_{q,i} \cdot Inf_{(i,b)}}{VOI_q \cdot \text{período}}$$

Onde,

$TRM_{q,b}$: taxa média de rentabilidade do ativo q, no período de análise, calculada no momento b, base da análise;

$ROD_{q,i}$: receita operacional disponível do ativo q, no momento i, que corresponde à receita operacional bruta proveniente do recebimento das locações, descontada das contas operacionais, de gestão e encargos, e após recolhimento do Fundo para Reposição de Ativos (FRA);

VOI_q : valor do ativo q, na sua última avaliação;

período: intervalo de análise;

$Inf_{(i,b)} = \frac{IInf_b}{IInf_i}$: inflator para a base b, onde IInf corresponde ao índice de inflação adequado para a manutenção do poder de compra da renda.

3.3.2 Retorno total efetivo

Ainda, segundo o trabalho de Porto (2010), outro indicador de equilíbrio econômico para monitoramento de um portfólio de ativos é o retorno total efetivo (R_{Te}), que reflete o retorno obtido a partir da receita operacional distribuída, adicionada ao ganho de capital no período analisado, descontada a inflação no período:

$$R_{Te,p,ano} = \frac{VOI_{p,b} - VOI_{p,b-1} \cdot Inf_{(b-1,b)} + \sum_{i=b-1}^{b-2} ROD_{p,i} \cdot Inf_{(i,b)} + \Delta_{caixa(b-1,b)} - \sum_{i=b-1}^{b-2} A_i \cdot Inf_{(i,b)}}{VOI_{p,b-1} \cdot Inf_{(b-1,b)} + \sum_{i=b-1}^{b-2} A_i \cdot Inf_{(i,b)} + S_{caixa(b-1)} \cdot Inf_{(b-1,b)}}$$

Onde,

$VOI_{p,b}$:	valor do portfólio no momento b, correspondente à soma dos valores totais dos ativos na carteira;
$VOI_{p,b-1}$:	valor do portfólio no momento b-1;
$ROD_{p,i}$:	receita operacional disponível dos ativos do portfólio no momento i;
$\Delta_caixa(b-1, b)$:	diferença efetiva entre o estado do caixa entre os anos b e b-1;
A_i :	eventuais aportes de capital na carteira de investimentos da empresa entre os anos b-1 e b para a aquisição de um novo ativo;
$Inf_{(i,b)} = \frac{Inf_b}{Inf_i}$:	inflator para a base b, onde Inf corresponde ao índice de inflação adequado para a manutenção do poder de compra da renda.

A fim de simplificar a presente análise, foram desconsiderados dos cálculos de retorno total efetivo as variações do estado do caixa, fato que não prejudica as análises uma vez que o foco do estudo é estritamente o comportamento da carteira de ativos e suas características, bem como eventuais impactos gerados sobre o portfólio por conta de uma nova aquisição.

Assim, este indicador mostra o retorno obtido pelo portfólio dentro de certo prazo, definido neste estudo como um ano, conforme previamente explicado.

4. ANÁLISE SWOT

Conforme mencionado anteriormente, o procedimento proposto visa analisar e gerar *inputs* para a tomada de decisão quanto a um investimento por parte de uma *Property Company* em um novo ativo, utilizando-se para tal de uma ferramenta muito utilizada na área de administração de empresas e planejamento estratégico, a análise SWOT.

O principal objetivo da análise é expor e analisar os principais aspectos qualitativos, internos e externos à *Property Company*, que poderiam influenciar na decisão de seguir em frente com determinado investimento, sempre considerando nesse espectro a situação atual da carteira de imóveis, bem como eventuais impactos que um potencial novo investimento possa trazer a ela.

A análise SWOT é um método analítico bastante difundido que visa posicionar a empresa competitivamente com base em fatores positivos e negativos, internos e externos, visando dessa forma gerar conclusões que se traduzam em tomadas de ações de correção ou de manutenção de determinadas estratégias corporativas, objetivando alcançar as metas estratégicas da companhia. Seu desenvolvimento se deu na década de 1960, através de atividades de pesquisas realizadas na Universidade de Stanford, nos Estados Unidos, lideradas por Robert Stewart e Albert Humphrey.

Conforme mencionado, a ferramenta pode ser utilizada, além do processo de definição das metas estratégicas, para criar planos de ação específicos, avaliar possibilidades de novos investimentos em novos nichos de mercado, identificar problemas na empresa, entre muitos outros, dada a praticidade e simplicidade de seu uso. No entanto, dada a subjetividade presente na análise, a mesma deve ser realizada com bastante critério e de forma realista, sempre em conjunto com outras análises complementares, visando uma tomada de decisão mais confiável.

De forma geral, os tomadores de decisão devem organizar e identificar, através de um *brainstorm* com as diversas áreas da empresa, os fatores que a identifiquem nos seguintes quesitos: Forças ou Strengths (“S”), Fraquezas ou Weaknesses

("W"), Oportunidades ou Opportunities ("O") e Ameaças ou Threats ("T"). Dessa maneira, uma estratégia é definida de forma a, na medida do possível, aproveitar as oportunidades disponíveis, capitalizar as forças da empresa, neutralizar suas fraquezas e combater potenciais ameaças.

De acordo com Daft (2006), os pontos fortes são as características internas identificadas como positivas, as quais podem alavancar a empresa no objetivo de alcançar suas metas estratégicas. Os pontos fracos também tratam-se de características internas da companhia, mas atuam como inibidores do desempenho dela. Desta forma, dado que os gestores que realizam a SWOT são profundos conhecedores das atividades da empresa e do mercado em que atuam, estes devem elencar tais pontos identificados como destaques da empresa, em relação à concorrência e ao mercado em geral, por exemplo.

Assim, potenciais fatores internos identificados como forças ou fraquezas devem considerar áreas como os recursos físicos da companhia (por exemplo equipamentos, localização, prédio, máquinas), seus recursos humanos (executivos, membros de Conselho de Administração), seus recursos financeiros (fontes de geração de receitas, empréstimos), processos e atividades, cultura organizacional, entre outros. De modo geral, para auxiliar na identificação destes fatores, os gestores devem responder, de forma realista, questionamentos como: o que a empresa executa bem e o que ainda há para melhorar? Quais recursos escassos a empresa possui acesso em relação aos concorrentes? Quais são as vantagens competitivas identificadas e o que poderia ser aprimorado?

Ainda segundo Daft (2006), as ameaças tratam de características do ambiente externo da organização, que podem atuar impedindo ou dificultando a mesma em seus objetivos estratégicos. Por sua vez, as oportunidades são os fatores do ambiente externo que possuem o potencial de ajudar a empresa a alcançar ou exceder suas metas estratégicas. De maneira geral, os executivos que aplicam a análise SWOT avaliam o ambiente externo com base em informações presentes em nove dimensões, divididas em dois ambientes: ambiente operacional e ambiente geral:

(i) Ambiente operacional: é aquele mais próximo à organização e considera dimensões que influem diretamente no operacional da empresa, ou seja, que estão muito próximas das transações diárias realizadas por ela. São quatro principais dimensões: clientes, fornecedores, concorrentes e mercado de trabalho.

(ii) Ambiente geral: representa de fato a camada totalmente externa à empresa, mas que possuem grande influência sobre a mesma ao longo do tempo, não possuindo impacto direto nas operações e no dia a dia no curto prazo. Existem cinco principais dimensões: tecnologia, aspectos socioculturais, fatores econômicos, fatores político-legais e influência internacional.

Portanto, pode-se dizer que são fatores externos todos aqueles nos quais a organização é de alguma forma afetada, mas não é capaz de exercer influência relevante para evitá-lo. Eventos econômicos nacionais ou internacionais, disponibilidade de crédito, mudanças na legislação, desenvolvimento de novas tecnologias, novas tendências e padrões socioculturais são alguns exemplos de fatores externos que podem afetar as organizações.

Elencados e organizados os fatores dentre as possibilidades expostas acima, os gestores das empresas devem focar sempre em unir e maximizar as forças e oportunidades e em converter ou minimizar as fraquezas e ameaças, visando gerar vantagens competitivas duradouras para a companhia no longo prazo.

Vale frisar que apesar da popularidade desta ferramenta no campo do planejamento estratégico, muito devido a sua versatilidade e simplicidade, ela apresenta riscos importantes e que devem ser monitorados quando a SWOT for realizada, como a simplificação excessiva das análises e o interesse oculto das partes poder esconder eventuais fraquezas ou ameaças à organização. Tais riscos podem comprometer a eficácia e a robustez da análise, podendo torná-la nociva à companhia por conta de conclusões mal fundamentadas.

Vistos o conceito e os usos da análise SWOT explorados acima, a diretriz proposta visa inserir e desenvolver esta ferramenta nas decisões de investimentos em novos empreendimentos no mercado de *Real Estate*, em especial no segmento de

empreendimentos de base imobiliária, utilizando-se principalmente das características e informações específicas referentes ao imóvel analisado e de informações e projeções de indicadores de macroeconômicos e de mercado para a cidade e região em que o imóvel está localizado. Além desses, vale frisar que a atual situação do portfólio de imóveis da *Property Company* e as eventuais consequências da potencial transação sobre esse portfólio, exploradas no capítulo anterior, também serão levadas em conta na análise.

Assim, com a inserção, análise e interpretação destas informações sob a ótica da SWOT, chega-se a conclusões, positivas ou negativas, acerca da decisão de novos investimentos.

4.1 Matriz SWOT genérica

Para a formatação de um modelo genérico de matriz SWOT foram selecionados alguns dos principais aspectos qualitativos a serem levados em consideração quando da tomada de decisão de investimentos no mercado de edifícios corporativos.

Para tal formatação, utilizou-se como base principalmente a pesquisa e os trabalhos de Porto (2010), apoiados dos estudos de Pires (2016) e de Medeiros (2015), além de conceitos e racionais amplamente utilizados e difundidos no mercado imobiliário e que podem influenciar nas decisões de investimentos de *Property Companies*.

Assim, os elementos selecionados para compor a matriz SWOT genérica foram divididos sob os espectros referentes ao imóvel, ao portfólio da empresa e ao mercado, conforme figura 1 abaixo, sendo que tais elementos, quando aplicados em um caso prático serão identificados como sendo fatores internos (“Forças” e “Fraquezas”, ou “Strengths” e “Weaknesses”) e externos (“Oportunidades” e “Ameaças”, ou “Opportunities” e “Threats”) relacionados à oportunidade de investimento em questão.



Figura 1 – Matriz SWOT genérica – principais elementos selecionados.

4.1.1 Fatores internos – Potenciais Forças/Fraquezas

Os aspectos internos relacionados à potencial oportunidade de investimento em questão, são os fatores intrínsecos à ela, ou seja, são (ou podem ser) características do empreendimento.

Ademais, também são considerados aspectos internos aqueles em que a *Property Company*, sempre sob o prisma de seu portfólio de investimentos, possui alguma influência ou ingerência nos resultados.

Assim, alguns dos fatores da matriz genérica supra foram selecionados com base em fatores pré estabelecidos nos estudos de Porto (2010), a saber:

4.1.1.1 Deterioração e Obsolescência

Uma manutenção e monitoramento constantes, bem como eventuais atualizações nos imóveis podem ser consideradas o bastante para mitigar o risco de

deterioração do mesmo. Já a obsolescência pode ocorrer caso novas exigências ou preferências surjam por parte dos locatários, por exemplo, sendo que tais demandas podem não ser possíveis de serem atendidas pelo imóvel, ocorrendo uma potencial redução da performance e eventualmente do valor do mesmo.

Nesse sentido, segundo Hoesli e MacGregor apud Porto (2010, p.88), “a obsolescência pode ser classificada em quatro categorias: (i) obsolescência da infra-estrutura do edifício (tais como ineficiência dos sistemas de ar condicionado, aquecimento, serviços elétricos, água ou elevadores); (ii) obsolescência funcional (tais como ausência de flexibilidade da planta, pé-direito inadequado); (iii) obsolescência estética e, por último, (iv) ausência de serviços complementares (como espaços para conferências, restaurantes, etc)”, sendo a categoria “funcional” a mais crítica quando observado apenas o imóvel, uma vez que intervenções em itens estruturais do imóvel muitas vezes demandam vultuosos investimentos ou simplesmente não são possíveis de serem realizadas.

4.1.1.2 Especificidade

Ainda segundo Porto (2010), imóveis com características muito específicas (por exemplo, adaptados para operações de um determinado segmento econômico – geralmente mais comum no caso de imóveis com contratos de locação atípicos na modalidade “*built to suit*”) podem levar um maior período de absorção, justamente por conta da dificuldade em encontrar locatários cuja operação se adapte a eles.

Além disso, no caso de imóveis já ocupados, em um eventual término do contrato de locação com locatário atual, o proprietário pode vir a ter sérias dificuldades em encontrar interessados que procurem um imóvel exatamente com essas características, podendo sofrer com grandes períodos de vacância.

4.1.1.3 Padrão de qualidade do edifício frente à oferta competitiva

Outro fator presente nos trabalhos de Porto (2010), trata da necessidade de se interpretar também a inserção do empreendimento em questão em sua região específica, no que diz respeito a seu padrão de qualidade frente à concorrência.

Dessa maneira, uma escassez de empreendimentos de qualidade pode representar uma vantagem competitiva ao imóvel, impactando diretamente em seus níveis de ocupação, valores de locação, valores de avaliação e, por consequência, em sua rentabilidade.

4.1.1.4 Capacidade de pagamento do locatário

Deve-se considerar ao longo do processo de análise, no caso de um potencial investimento em ativo já locado, a capacidade de pagamento do locatário, avaliando os potenciais riscos de inadimplência do mesmo, seja por insolvência momentânea da empresa, seja por um potencial risco de falência.

Vale ressaltar que além deste risco, há também o risco de rescisão contratual antes do prazo previsto, o que resulta em aumento da vacância e queda de rentabilidade do ativo e conseqüentemente do portfólio.

Além destes quatro elementos identificados nos estudos de Porto (2010), também foram considerados na análise os seguintes fatores:

4.1.1.5 Localização do ativo

A boa localização do empreendimento sob análise pode ser considerada um dos principais fatores internos à análise de potencial investimento, uma vez que é premissa básica para escolhas de potenciais locatários e pode influenciar diretamente nos valores de locação praticados.

Neste caso, por boa localização entende-se (i) infraestrutura disponível de transporte público, como linhas de ônibus e metrô, bem como de aeroportos (ii) proximidade de vias importantes da cidade e facilidade de acesso ao imóvel, seja a pé ou de carro, (iii) facilidade de acesso à outras regiões importantes da cidade, (iv) disponibilidade de infraestrutura de serviços (por exemplo, restaurantes, bancos, shoppings, hotéis, etc), entre outros.

Tais aspectos são fundamentais para a escolha de espaços corporativos para

grandes inquilinos, que buscam sempre estar localizados próximos a esses pontos de interesse.

4.1.1.6 Padrão construtivo e especificações técnicas

Ativos que apresentem bom padrão construtivo, como lajes amplas e com poucos pilares, geram valor principalmente por aumentar flexibilidade de uso dos andares e por possibilitar eventuais modulações.

Ademais, especificações técnicas atuais (como por exemplo: modernos sistemas de ar condicionado central, relação de vagas de estacionamento adequada, piso elevado, forro modular, luminárias de baixo consumo, elevadores de alta velocidade, entre outros) bem como eventuais certificações que o ativo possa apresentar, geram valor ao mesmo frente a potenciais inquilinos.

4.1.1.7 Visibilidade e imagem corporativa

Ativos localizados em endereços *prime*, onde sua visibilidade e exposição são altas, podem vir a ser mais cobiçados por locatários de renome, preocupados com a imagem e reputação de suas empresas, gerando um valor adicional ao imóvel.

Além disso, edifícios que possuem apelo histórico, diferenciais arquitetônicos ou que estejam localizados próximos a pontos de interesse amplamente conhecidos, também têm o potencial de atrair grandes inquilinos interessados em eventuais ganhos de imagem corporativa.

4.1.1.8 Composição do portfólio

Conforme explorado no capítulo anterior, o gerenciamento de determinados fatores qualitativos referentes à composição da carteira da Companhia contribui para uma maior diversificação do portfólio e para uma tomada de decisão mais embasada.

Uma maior diversificação quanto (i) ao tipo de ativo alvo de investimento da

Property Company (caso aplicável); (ii) à classe de ativos (Classe AAA, A ou B, por exemplo); (iii) ao ciclo em que os ativos do portfólio se encontram; (iv) à base de locatários (tanto concentração em poucos locatários, como em atividades fim similares); (v) à representatividade de um determinado empreendimento em relação ao portfólio total, entre outros pontos melhor abordados no capítulo 3 supra, atua como importante mitigadora de riscos sistêmicos para o portfólio, também fazendo parte do processo de análise proposto.

4.1.2 Fatores externos – Potenciais Oportunidades/Ameaças

Analisando os principais aspectos externos à *Property Company* e ao seu portfólio, expostos no trabalho de Porto (2010), ou seja, aqueles fatores em que não há influência ou ingerência alguma por parte dela, nota-se que eles estão concentrados basicamente em três níveis: fatores de inserção urbana do imóvel, fatores macroeconômicos e fatores mercadológicos, sendo que os últimos dois possuem alta correlação e serão tratados em conjunto neste tópico.

4.1.2.1 Fatores de inserção urbana do imóvel

Segundo Porto (2010, p.79), “alterações das condições locais onde está situado o empreendimento podem afetar adversamente seus níveis de ocupação e valores de locação e, conseqüentemente, o seu resultado operacional, valor e liquidez”.

Assim, um dos principais fatores dentro desse item seriam as influências que novas políticas públicas podem ter sobre o mercado imobiliário em determinadas regiões, que podem alavancar o desenvolvimento imobiliário, como no caso das Operações Urbanas Consorciadas, onde os parâmetros urbanísticos são ampliados e as limitações construtivas de determinadas regiões são superadas através do pagamento de contrapartida à prefeitura.

Tais políticas podem também exercer efeitos contrários, ou seja, inibir o desenvolvimento imobiliário, como no caso por exemplo de alterações não esperadas no Plano Diretor da cidade, que podem limitar e até inviabilizar projetos imobiliários.

Outro aspecto relevante é a questão de eventuais melhorias de acessibilidade e infraestrutura, primordial para os ocupantes e grande gerador de valor para os imóveis. Ou seja, potenciais investimentos em melhorias de acessos em determinada região, seja através de novas vias ou reformulação de vias já existentes, ou ainda novos investimentos em infraestrutura de transporte, são fatores externos que possuem um grande potencial de impacto positivo nas propriedades localizadas em seu entorno.

Ainda, explorando o espectro da acessibilidade, há que se considerar também a capacidade da região que irá receber tais investimentos suportar o maior fluxo de pessoas que o mesmo trará, o que Porto (2010) define como “deseconomia de aglomeração”, o que pode vir a ser uma ameaça aos imóveis do entorno.

Outro aspecto incluído neste tópico é relacionado à segurança, ou seja, a sensação de falta de segurança em determinadas condições pode afetar negativamente a performance dos ativos, podendo comprometer os resultados da carteira como um todo.

4.1.2.2 Fatores macroeconômicos e mercadológicos

Para que a diretriz proposta seja confiável e apresente resultados robustos, é necessária uma análise ampla e realista sobre as informações e projeções de indicadores de mercado para torres corporativas, considerando a cidade e a região em que o imóvel está inserido.

Isso devido ao fato de tais indicadores terem o potencial de traduzir em números a atual situação de mercado de determinada região, bem como possibilitar que os tomadores de decisão projetem cenários plausíveis e prováveis para a área de influência desejada. Estes indicadores, tanto de oferta, como de demanda, são diretamente afetados por fatores macroeconômicos diversos, e quando bem interpretados e considerados conjuntamente, embasados também por projeções baseadas em dados atuais e expectativas dos gestores das empresas, podem auxiliar em decisões mais assertivas.

Diversos eventos econômicos podem vir a influenciar tais indicadores, de forma positiva ou negativa, e conseqüentemente atuando sobre as decisões de investimento de gestores. Assim, de acordo com Porto (2010), os principais fatores macroeconômicos que influem no mercado de escritórios tratam de eventos que afetam: o crescimento da economia, movimentos das taxas de juros e inflação, montante de investimentos estrangeiros, variações nas taxas de câmbio e mudanças regulatórias.

4.1.2.2.1 Indicadores de demanda

A demanda por espaços corporativos sofre a influência direta de diversos eventos macroeconômicos e específicos da região analisada, podendo estes serem inibidores ou catalisadores da demanda.

Em momentos de expansão da economia, evidenciado principalmente pela variação do PIB nacional e diminuição das taxas de desemprego, há uma grande tendência de influência positiva sobre a demanda por escritórios. Isso porque tal cenário gera perspectivas de maiores investimentos e resultados por parte das empresas, que passam a projetar uma expansão de suas atividades e, conseqüentemente, de sua força de trabalho, gerando a necessidade de ampliar suas sedes e filiais.

Outro fator positivo para a demanda por áreas corporativas é o movimento de queda de taxas de juros, seja pelo fato do Banco Central visar um maior controle da inflação, seja pelo próprio incentivo ao crescimento econômico que tal queda pode gerar na economia nacional. Isso porque taxas menores de juros incentivam maiores investimentos por parte da iniciativa privada, pois diminuem seus custos de financiamento e seus custos de oportunidade. Uma indicação de incentivos na expansão do crédito às empresas privadas possui similar efeito. Assim, tais fatores também geram otimismo e levam às empresas a planejarem possíveis aumentos de pessoal, impulsionando a demanda por áreas.

Ademais, eventos que incentivam a entrada e aumentos nos montantes de investimento estrangeiro no país também são grandes impulsionadores da

demanda. Mudanças em marcos regulatórios, tornando-os mais claros e abertos ao capital externo, incentivos fiscais específicos a alguns setores e abertura de setores para a concorrência internacional são alguns possíveis exemplos destes eventos que incentivam um maior fluxo de capital para o país e geram uma nova demanda por espaços corporativos.

Além destes aspectos citados como indutores ou inibidores da demanda, há também de se levar em consideração aspectos locais das regiões específicas em que se realiza a análise de um empreendimento, conforme item 4.1.2.1. supra. Acessibilidade, infraestrutura de transporte público e de serviços próximas, segurança, proximidade de aeroportos, proximidade aos centros de negócios mais importantes da cidade, status da região e qualidade do estoque são alguns dos principais aspectos locais que auxiliam em uma demanda maior por uma região em detrimento de outras.

Considerando os principais fatores que influenciam a demanda por áreas de escritórios, serão explorados os principais indicadores de demanda que ilustram a influência direta dos eventos supracitados e são capazes de serem utilizados para interpretar a situação atual do mercado. Os dois principais e mais difundidos destes indicadores utilizados no mercado de *Real Estate* nacional são a absorção bruta e a absorção líquida.

Com relação à absorção bruta, que é o número que indica a ocupação de espaços vagos em determinado período, pode-se afirmar que ela pode ser interpretada como indicador da movimentação de mercado neste período. Isso porque uma maior absorção bruta pode indicar não apenas novas demandas, mas também mudanças de endereços de empresas entre regiões ou até mesmo na mesma região (como por exemplo, movimentos de *flight to quality* ou *flight to price*).

Já a absorção líquida mostra a diferença no volume total ocupado entre dois períodos distintos, podendo ser interpretada como um indicador que reflete a evolução e o direcionamento de novas demandas por áreas em determinado período.

Desta forma, em um cenário em que haja condições locais e macroeconômicas que incentivem a demanda, bem como uma oferta disponível que atenda aos anseios desta, estes indicadores tendem a apresentar resultados positivos, indicando um aquecimento no mercado e, refletindo assim, a situação atual da demanda em determinadas regiões.

4.1.2.2.2 Indicadores de oferta

Do mesmo modo que a demanda, a oferta de espaços corporativos sofre influências diretas de fatores locais e macroeconômicos que, conjuntamente, podem impulsioná-la ou retrai-la.

Observando os aspectos econômicos, pode-se afirmar que a oferta de áreas de escritórios é diretamente ligada às condições e incentivos que os empreendedores que as desenvolvem estão sujeitos. Desta maneira, pode-se inferir que fatores como um alto índice de confiança do setor, a percepção de solidez e prosperidade econômica e uma maior segurança jurídica nos negócios são fatores importantes e catalisadores da oferta, dado que são bastante positivos aos empreendedores.

Uma perspectiva de manutenção e estabilidade econômica do país também se traduz em maior confiança dos empreendedores e maiores níveis de oferta, uma vez que os mesmos enxergam que tal movimento possui grande impacto na demanda por seus espaços, incentivando-o assim a produzir mais.

Além destes, há de se destacar que menores taxas de juros e maior disponibilidade de crédito à produção também são impulsionadores da oferta, uma vez que estes aprimoram a equação de *funding* dos empreendedores, aumentando a proporção de dívida na mesma (consequentemente diminuindo a necessidade direta de *equity*) além de baixarem seus custos (no caso de taxas de juros menores), ou seja, influenciam a oferta positivamente. A queda das taxas de juros também pode ser positiva para a oferta no sentido que diminui os custos de oportunidade de potenciais investidores, que podem transferir seus recursos para atividades de desenvolvimento imobiliário.

Há também de se considerar aspectos locais das regiões específicas que podem atuar sobre a oferta de novos espaços corporativos, conforme item 4.1.2.1. supra. Da mesma forma que os fatores econômicos, os principais aspectos locais que afetam a oferta devem ser entendidos como aqueles que influenciam os empreendedores. Assim, fatores como mudanças da lei de uso e ocupação do solo, disponibilidade e preços de terrenos e a expectativa e atual situação da infraestrutura de transporte local são fundamentais para uma perspectiva de aumento ou restrição na oferta de espaços corporativos.

Desta forma, expostos alguns dos principais fatores que influenciam a oferta de áreas de escritórios, chega-se aos principais indicadores de oferta que demonstram a influência direta dos eventos supracitados e ilustram a situação atual do mercado. Estes indicadores são o estoque total, que indica o volume total do estoque existente em determinado mercado, em metros quadrados, o novo estoque, que representa a totalidade de áreas entregues em determinado mercado em um período de tempo e o novo estoque projetado, que indica os projetos que ainda estão em desenvolvimento e espera-se que sejam entregues em algum momento no futuro.

Desta forma, sob a influência dos aspectos citados, bem como das expectativas da evolução da demanda que os empreendedores esperam para o médio e longo prazo, estes indicadores indicam a situação atual e a esperada para o mercado de espaços corporativos.

5. ESTUDO DE CASO

5.1 Introdução ao estudo de caso

O estudo de caso elaborado foi baseado em uma situação real ilustrando uma nova decisão de investimento por parte de uma *Property Company* em um empreendimento de base imobiliária já existente e localizado na cidade do Rio de Janeiro, a saber um edifício de escritórios para locação.

Será adotada uma análise *ex-post* do caso, ou seja, o procedimento já exposto será aplicado em uma situação ocorrida no passado, mais precisamente em meados de 2010, gerando críticas e conclusões, convergentes ou não, acerca das decisões tomadas à época.

Dessa forma, a rotina de análise exposta previamente será utilizada de forma retroativa, considerando o processo de decisão de investimento em 2010, bem como o cenário à época da análise, evitando qualquer tipo de viés que o lapso temporal existente na análise possa trazer.

É de suma importância que o formato dessa abordagem esteja claro, uma vez que os dados que serão expostos e analisados nos próximos tópicos refletirão a situação de mercado, do portfólio da companhia, do estado do imóvel e as informações disponíveis à época em que a discussão acerca do investimento ocorreu, sendo que essas características podem se mostrar sensivelmente diferentes nos dias atuais.

Conforme sugerido anteriormente, serão abordadas: a situação do portfólio de imóveis da Companhia e as eventuais consequências e impactos da potencial transação sobre esse portfólio; a situação e perspectiva para o mercado onde o imóvel está inserido (considerando as informações e projeções disponíveis à época que tal discussão de investimento ocorreu – meados de 2010), os principais riscos inerentes à potencial aquisição, entre outros pontos intrínsecos à oportunidade de aquisição e que são importantes *inputs* ao modelo de análise SWOT estabelecido.

O conceito da análise SWOT explorado previamente, bem como o modelo genérico elaborado, serão aplicados na prática, com o intuito de extrair informações sobre o posicionamento competitivo, oportunidades/ameaças e vantagens/desvantagens do empreendimento e, paralelamente, da situação do portfólio da empresa como um todo e das perspectivas macroeconômicas e mercadológicas, fornecendo subsídios importantes para a tomada de decisão.

Dessa maneira, essa aplicação prática visa explicitar a importância da utilização de uma análise estratégica de cunho qualitativo aliada a indicadores quantitativos aos gestores e tomadores de decisão das empresas, e como tais elementos podem e devem influenciar em decisões como essa, dado que são tão relevantes quanto indicadores e projeções financeiras realizadas em análises da qualidade de investimentos, além de possuírem o potencial de mitigar alguns riscos relevantes do setor de Real Estate.

5.2 Oportunidade de investimento - Edifício “X”: histórico e características

Conforme mencionado anteriormente, o caso irá tratar de uma discussão acerca de um potencial investimento em um edifício de escritórios para locação, aqui denominado “Edifício X”, em meados de 2010.

O Edifício X localiza-se no Bairro da Glória, o mais antigo da Zona Sul da cidade do Rio de Janeiro, o qual está inserido na região de escritórios do Flamengo, uma das regiões com demanda consistente por áreas de escritórios na cidade do Rio de Janeiro, principalmente devido ao fato de estar localizada próxima ao aeroporto doméstico Santos Dumont, ter proximidade a diferentes meios de transporte públicos (diferentes estações de ônibus e duas estações de metrô) e possuir uma boa infraestrutura de serviços.

Além disso, há o fato da região estar localizada muito próxima ao centro da cidade, onde está concentrado grande parte do estoque de escritórios da cidade e onde a maioria dos principais locatários está instalada.

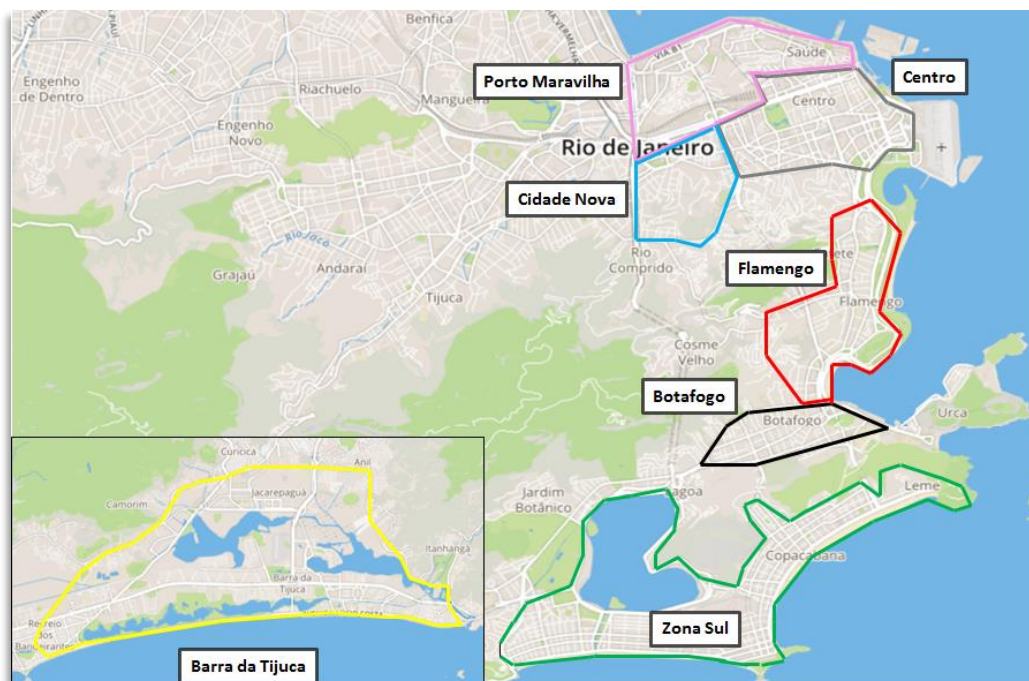


Figura 2 – Principais regiões de escritórios da cidade do Rio de Janeiro.

Fontes: CBRE e Buildings

O Edifício X apresenta um forte apelo histórico sendo que sua construção iniciou-se no final da década de 1960, em um projeto do renomado e mundialmente conhecido arquiteto Oscar Niemeyer. Seus jardins também foram trabalho de um renomado profissional em sua área, o artista plástico e paisagista Roberto Burle Max.

Tornou-se rapidamente um símbolo da paisagem carioca, por conta do seu projeto arrojado, alinhando modernidade e sofisticação, bem como sua grande visibilidade e localização frontal para a Baía de Guanabara.

O empreendimento foi a luxuosa sede de uma grande editora nacional por quase 3 décadas, que acabou vindo a falência e leiloando esse imóvel que era seu ativo de maior valor. Foi ainda um antigo escritório do ex-presidente Juscelino Kubitschek, o qual foi mantido pelos proprietários intacto até sua morte. Foi lá também o local escolhido para seu velório, em 1976.

Na data de análise, em meados de 2010, o Edifício X encontrava-se vago, sendo que o mesmo havia sido praticamente inutilizado há alguns anos antes. Por esses

motivos, a condição aparente do empreendimento era de deterioração e suas especificações técnicas e acabamentos estavam desatualizados quando comparados a edifícios de alta qualidade.

Apesar disso, o Edifício X possui uma área locável bastante relevante, com mais de 25.000 m² distribuídos em 12 andares, bem como um andar tipo amplo e com poucos pilares, com um layout bastante favorável à potencial instalação de grandes empresas. O empreendimento, originalmente, é constituído de três edifícios, um inaugurado em 1968 e outros dois inaugurados em 1980. Ainda, na parte posterior do edifício, foi construído um auditório.

Em 2009, o Edifício X foi arrematado através de um leilão judicial, sendo que o investidor que o comprou identificou uma real oportunidade de serem realizados investimentos maciços na reforma e readequação do imóvel, bem como de melhorias em seu entorno, visando atualizá-lo e inserí-lo novamente no mercado como um edifício extremamente competitivo, inclusive com especificações técnicas condizentes com um edifício “*Triple A*”.

Além do *retrofit* completo previsto para o empreendimento, outra intervenção extremamente relevante, dada a grande limitação de vagas de garagem existentes para edifícios de escritórios no Rio de Janeiro, seria a construção de um edifício garagem localizado na parte posterior do Edifício X, que teria um total de 12 pavimentos com capacidade para aproximadamente 308 vagas de estacionamento. Outra grande mudança prevista seria a revitalização do auditório existente a fim de modernizar o espaço e criar um teatro com capacidade para cerca de 400 pessoas.

Ainda, o projeto contendo todas essas readequações e intervenções, seria certificado pelo *Leadership in Energy and Environmental Design* (LEED), garantindo qualidade nas especificações técnicas a serem implementadas, além de um menor custo futuro de operação (custos condominiais) para futuros locatários.

5.3 Análise do portfólio da Companhia à época (2010)

Com o intuito de avaliar quais seriam os eventuais impactos da aquisição do imóvel-alvo do estudo de caso aqui desenvolvido sobre o portfólio de imóveis da *Property Company* que está realizando a aplicação da rotina proposta por este trabalho, será descrita a situação do mix de propriedades e de locatários da Companhia, bem como será analisado seu grau de diversificação e sua estratégia de atuação à época da análise de investimento.

Ainda, em um segundo momento, será exposto um resumo contendo os indicadores de qualidade para o monitoramento da carteira de ativos, indicadores estes selecionados previamente na rotina estruturada, a saber a “taxa média de rentabilidade por período (TRM)” e o “retorno total efetivo (RTe)”.

Tais indicadores possuem o objetivo de introduzir também uma visão quantitativa à análise da situação do portfólio da Companhia, sendo capazes de refletir os resultados do portfólio como um todo.

Toma-se como premissas neste estudo de caso que a *Property Company* abordada possui capacidade financeira suficiente para fazer frente à possíveis investimentos maciços em aquisições de propriedades e que ela pode atuar em diferentes praças no território nacional.

Dessa maneira, a *Property Company* em questão, aqui denominada “Companhia”, é uma das maiores empresas de investimento imobiliário em empreendimentos de base imobiliária do país, com foco na aquisição, desenvolvimento, gerenciamento, locação e venda de propriedades de alta qualidade, em especial torres de escritórios e galpões industriais ou logísticos, localizados em regiões consolidadas, exclusivamente em território nacional.

Os principais focos estratégicos da Companhia, no que tange novos negócios, são a proatividade na obtenção de potenciais *deals*; a identificação de oportunidades de possíveis *upsides* nos imóveis investidos, com geração de valor adicional aos mesmos; a reciclagem oportunística e contínua do portfólio e a manutenção de um

elevado grau de diversificação do portfólio, sempre visando atuar nas regiões mais dinâmicas e consolidadas do Brasil.

Vale ressaltar que a Companhia em questão é uma *Property Company* patrimonialista, com foco na geração harmônica de receitas de locação de imóveis e com visão de longo prazo para a geração de valor ao seu acionista, de modo que não possui em seu mandato prazos definidos para investimentos ou desinvestimentos dos ativos que compõem sua carteira, ao contrário de alguns veículos de investimento como Fundos de *Private Equity* que apresentam tal característica.

Assim sendo, tanto no caso de novas aquisições como de potenciais desinvestimentos, a tomada de decisões não sofre uma pressão específica relacionada ao prazo, o que possibilita uma maior flexibilidade aos gestores quanto ao momento de suas decisões.

A Companhia possuía, na data de análise em questão, 61 propriedades em seu portfólio, totalizando mais de 1 milhão de m² de área bruta locável e alcançando mais de R\$ 4 bilhões em valor de mercado, segundo avaliações da consultoria imobiliária CB Richard Ellis, sendo que aproximadamente 58% desse valor era representado por propriedades comerciais e 42% por galpões industriais e logísticos, evidenciando um grau de diversificação quanto ao tipo de imóveis presentes no portfólio.

Tal diversificação por tipo de ativo atua como redutora de riscos de eventuais crises em setores específicos, diminuindo a dependência de algum determinado segmento.

Quanto à dispersão geográfica do mix de propriedades da Companhia, tanto considerando a distribuição por área bruta locável como por receitas, pode-se verificar uma concentração importante no Estado de São Paulo, que representava 84% da área bruta locável do portfólio e 73% das receitas de locação. Vale frisar que o Estado de São Paulo possui a economia mais desenvolvida e, principalmente, mais diversificada do país.

Ademais, a Companhia mostrava-se alinhada com a estratégia de atuar apenas nos mercados mais relevantes e dinâmicos do país, apresentando concentrações maiores nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro, dado que tratam-se dos maiores e mais líquidos mercados de escritórios do Brasil, onde concentra-se grande parte do PIB nacional.

Com isso, pode-se aferir que o risco de uma eventual crise ou evento, como por exemplo mudanças em legislações, que afete especificamente um estado ou cidade é baixo, uma vez que apesar da maior concentração no Estado de São Paulo, o mesmo possui uma variedade de atividades ampla e grande pujança econômica. Além disso, a receita da Companhia estava distribuída em quatro estados diferentes, com 27% fora do Estado de São Paulo.

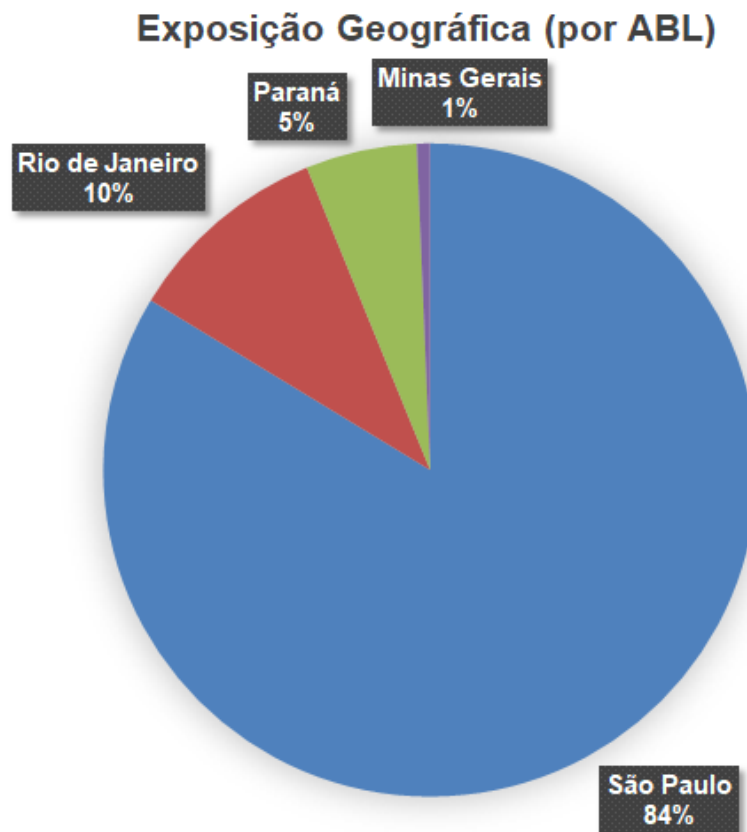


Figura 3 – Distribuição geográfica do portfólio considerando a ABL

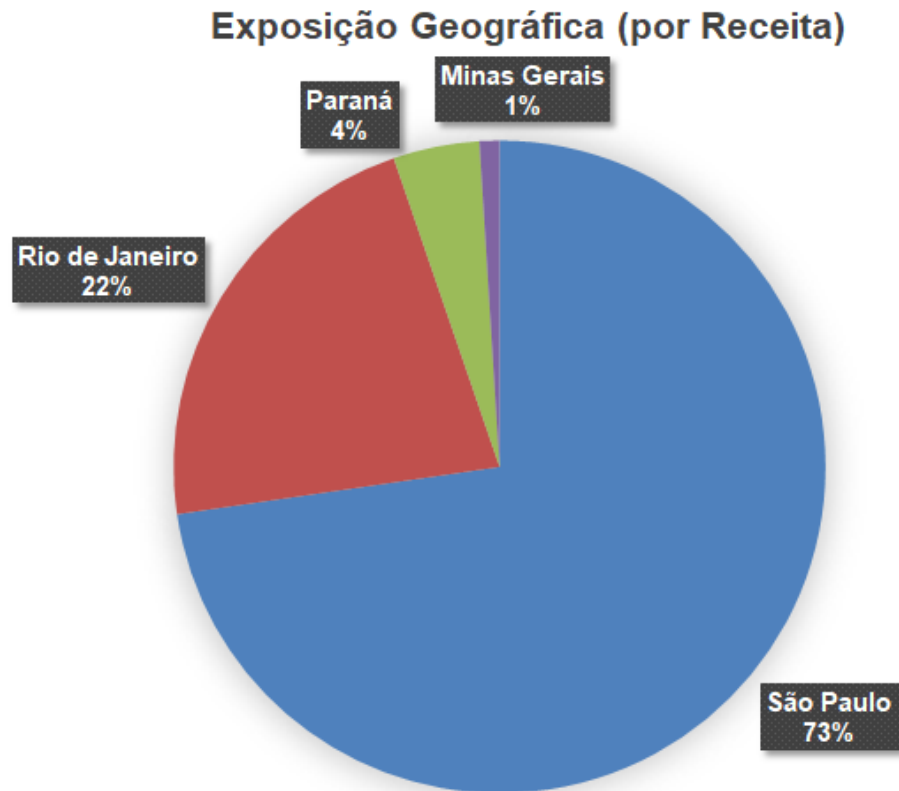


Figura 4 – Distribuição geográfica do portfólio considerando a receita

Analisando a distribuição dos ativos da Companhia por ciclo de vida, ou seja, se tratam-se de ativos em desenvolvimento, recém-entregues, em fase de absorção de áreas (*ramp up*) ou já consolidados, nota-se que havia uma dispersão importante entre estes ciclos, fato positivo pois mitiga uma eventual exposição excessiva a riscos de absorção de empreendimentos recém entregues, bem como a ativos em fase de exaustão.

Das 61 propriedades da Companhia à época de análise, 5 delas estavam em estágio de desenvolvimento, 13 eram ativos recém entregues, 26 encontravam-se em fase de *ramp up* e 17 eram consideradas como já consolidadas. Sob o espectro do valor dessas propriedades, apenas 4% eram ativos em desenvolvimento, 31% empreendimentos recém entregues, 44% imóveis em fase de *ramp up* e 20% eram os ativos mais consolidados.

Distribuição por ciclo de vida do ativo (por valor de mercado)

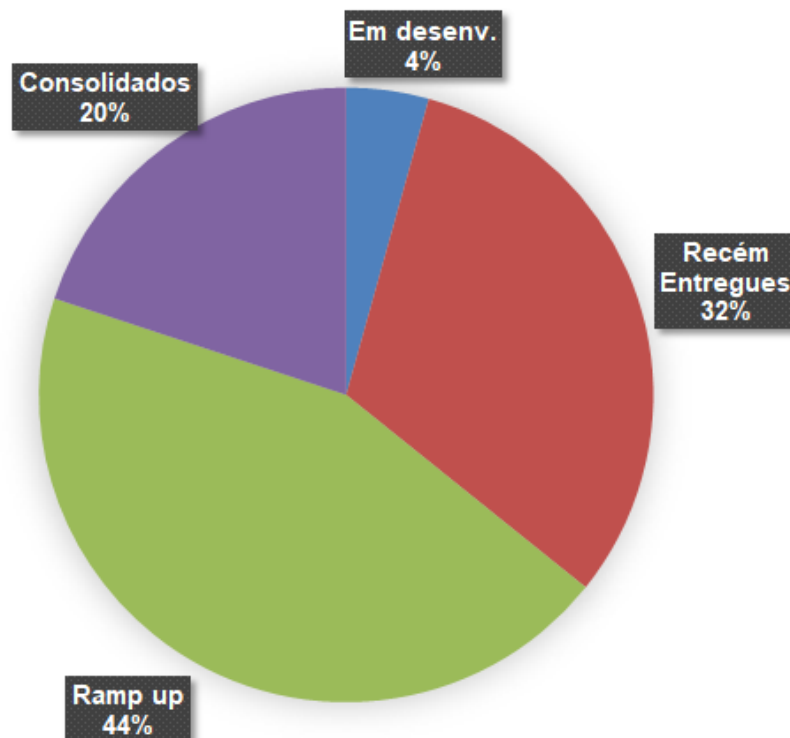


Figura 5 – Distribuição do portfólio por ciclo de vida dos ativos

Conforme exposto anteriormente, apesar da idade das propriedades não ser um sinônimo de obsolescência ou desgaste, uma concentração muito grande do portfólio em ativos muito antigos pode significar um aumento no risco de obsolescência, uma vez que o mercado é dinâmico e novas exigências ou preferências podem surgir por parte dos locatários. Além disso, uma proporção elevada de propriedades mais velhas em carteira pode indicar necessidades mais importantes de investimentos em atualizações.

Dentre as 61 propriedades do portfólio analisado, apenas 11% delas (ou 7 propriedades), possuíam idade superior à 20 anos, ou seja, tratava-se de uma carteira de ativos mais novos, fator mitigador do risco supracitado.

Com o propósito de mitigar eventuais riscos de inadimplência relacionados a locatários ou a setores econômicos específicos, a Companhia também buscava diversificar a natureza das atividades de seus locatários, além é claro de analisar sempre a qualidade do crédito de todos os potenciais locatários de suas

propriedades, visando sempre priorizar locações com inquilinos de primeira linha.

Ademais, é política da Companhia a exigência, para todos os contratos de locação, de apresentação de sólidos instrumentos de garantia, como por exemplo fiança bancária, seguro locação, caução de uma quantidade específica de aluguéis e fiador. Além disso, existem muitas acordadas contratualmente, que também visam aumentar ainda mais o nível de segurança dos contratos de locação e proteger a Companhia de potenciais inadimplências.

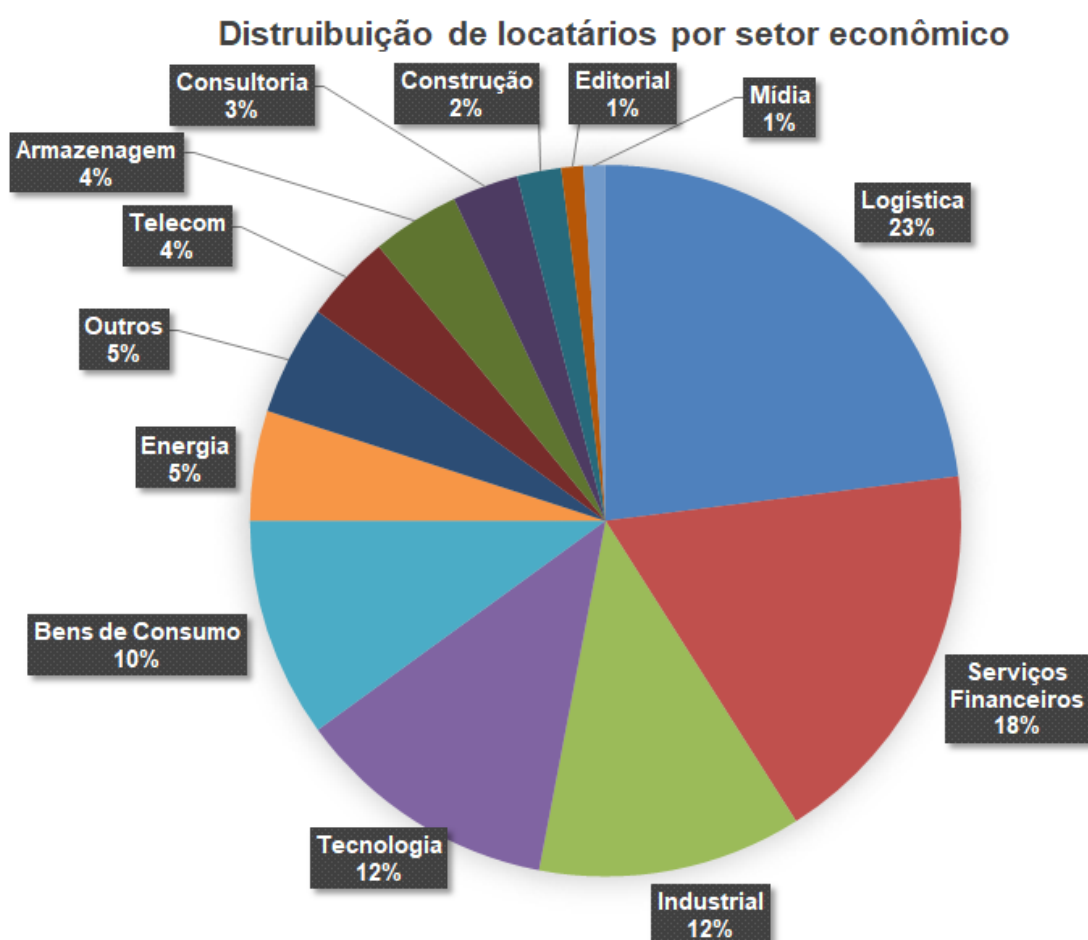


Figura 6 – Distribuição de locatários por setor econômico

Com relação à especificidade dos imóveis, a qual pode afetar tanto a liquidez na saída deste tipo de investimento como a absorção do mesmo no caso de uma eventual saída de locatário(s), a carteira da Companhia apresentava um percentual baixo de imóveis considerados específicos - apenas 10%.

Outro aspecto analisado é referente à proporção que um determinado ativo representa na carteira da Companhia como um todo, tanto no que tange ao valor do ativo em relação ao portfólio total, como em sua participação na geração de receita total da empresa.

Quanto a este fator, nota-se que a situação do mix de propriedades da empresa à época de análise mostrava-se bastante equilibrada, uma vez que os 5 ativos que mais contribuíam no valor total de avaliação do portfólio somavam 35% do valor total da carteira e 32% do total de receita gerada por ela, conforme observado nas figuras 7 e 8 abaixo.

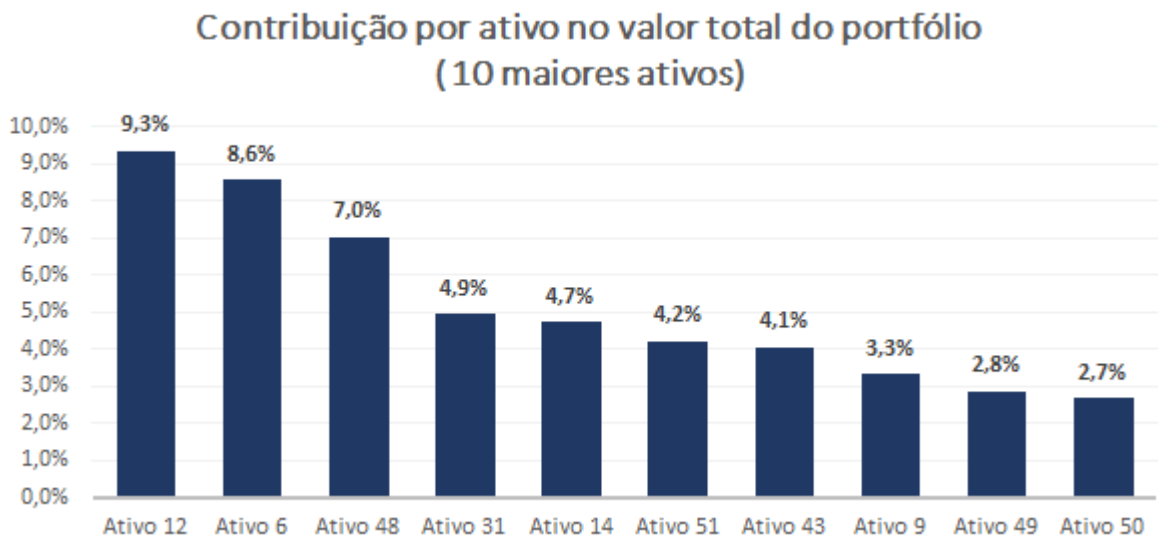


Figura 7 – Contribuição por ativo no valor total do portfólio (10 maiores ativos)

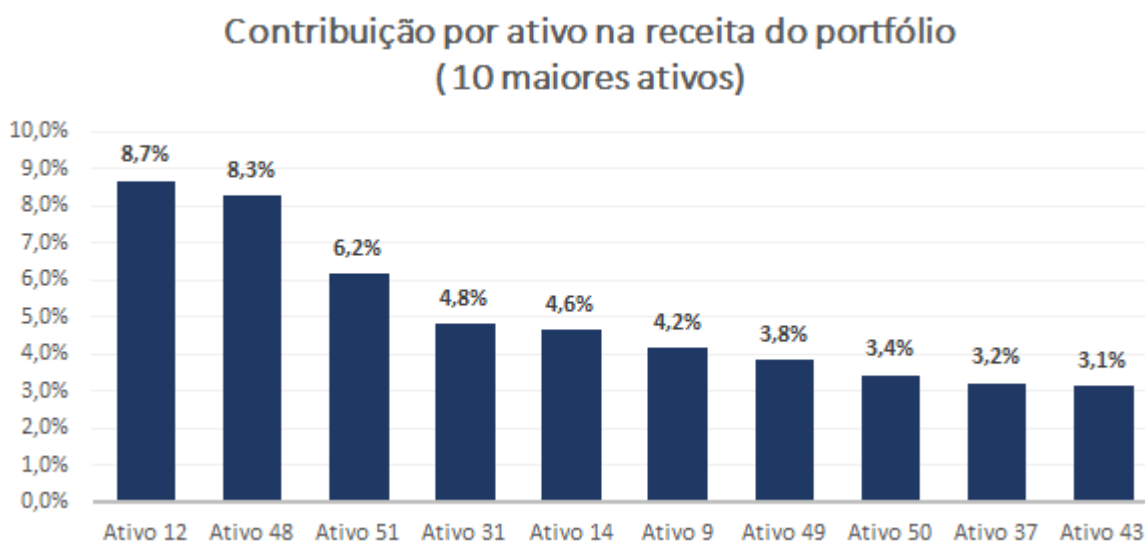


Figura 8 – Contribuição por ativo na receita do portfólio (10 maiores ativos)

Observando a situação do portfólio sob o ótica quantitativa, principalmente através dos indicadores de qualidade selecionados na rotina estruturada, a “taxa média de rentabilidade por período (TRM)” e o “retorno total efetivo (RTe)”, nota-se que o portfólio apresentou bons resultados entre o final de 2009 e o final de 2010, período considerado na análise.

Nota-se inicialmente uma baixa taxa de vacância do portfólio na data de análise, de apenas 3,3%, indicando que o mesmo mostrava-se bastante competitivo no mercado e com demanda positiva por parte de locatários.

A renda média oferecida pelo portfólio no período de análise, indicada pela TRM da carteira, foi de 6,4% a.a., considerando os valores de *RODi* auferidos entre 2009 e 2010, bem como o último valor de avaliação da carteira como um todo.

Já RTe foi de 24,4% ao longo do período de análise, entre o final de 2009 e o final de 2010, indicando que os retornos obtidos a partir da receita operacional disponível da carteira adicionados ao ganho de capital dos imóveis ao longo do ano de 2010 foram atrativos. A tabela 1 abaixo mostra um resumo com os principais resultados da *Property Company* ao longo do período de análise.

Resumo - Portfólio da Property Company:	
# de propriedades	61
Valuation Total:	4.012.915.341
Taxa de vacância:	3,3%
TRMp:	6,4%
RTe:	24,4%

Tabela 1 – Resumo quantitativo do Portfólio da Property Company

Os resultados detalhados por ativo, incluindo as TRMs por ativo, podem ser visualizados na tabela 12 que consta no Apêndice A.

5.4 Análise de mercado (2010)

O mercado de escritórios da cidade do Rio de Janeiro é o segundo maior e mais consolidado mercado nacional, estando atrás apenas do mercado da cidade de São Paulo. Segundo dados da CB Richard Ellis, o estoque total da cidade do Rio de Janeiro era de aproximadamente 5.835.000 m² em meados de 2010, sendo que apenas 2.780.400 m² deste total possuía qualidade significativa, com especificações técnicas mais atualizadas e competitivas, considerando a demanda dos principais ocupantes. Como principais critérios de qualidade, a CB Richard Ellis considera: edifícios construídos após 1965, com ar condicionado central, lajes de ao menos 250 m² e área total de, no mínimo, 1.000 m². Além disso, consideram-se edifícios com piso elevado e pé direito livre de, ao menos, 2,50 m.

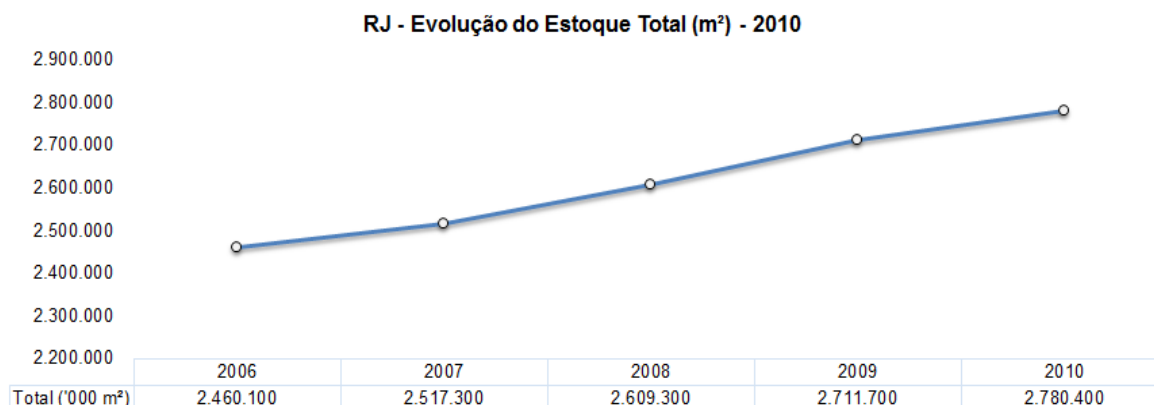


Figura 9 – Evolução do estoque de qualidade de escritórios no Rio de Janeiro

Fonte: CBRE

O estoque da cidade do Rio de Janeiro teve um crescimento lento ao longo dos últimos 10 anos, muito por conta da escassez de terrenos passíveis de serem desenvolvidos e por conta de restrições de zoneamento para novas incorporações.

Tais dificuldades podem ser observadas na figura 9, onde nota-se que a evolução do estoque de qualidade representou um crescimento de apenas 13,0% no período compreendido entre 2006 e 2010.

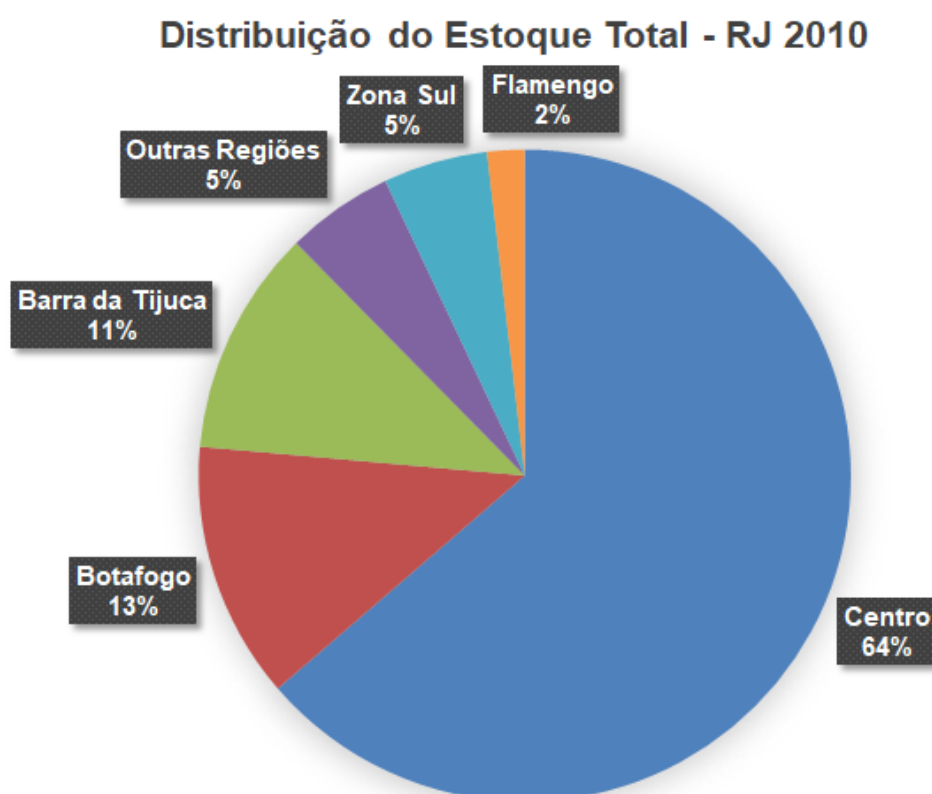


Figura 10 – Estoque de escritórios de qualidade no Rio de Janeiro por região

Fonte: CBRE

Notava-se pela distribuição do estoque total que a região do Flamengo, onde o Edifício X está inserido, representava apenas 2% do estoque total de qualidade da cidade do Rio de Janeiro, totalizando aproximadamente 51.500 m². A concentração mais relevante ocorria na região central da cidade, devido principalmente ao fato da região contar com uma boa infraestrutura de transporte público e acessibilidade, ser um centro bastante consolidado do mercado de escritórios da cidade, estar próximo ao aeroporto Santos Dumont e possuir acesso

rápido a uma boa infraestrutura hoteleira, cultural e de serviços gerais.

Analisando a evolução e perspectivas para a entrega de novos espaços na cidade do Rio de Janeiro, entre os anos de 2005 e 2010, observa-se que a grande maioria dos novos projetos de torres de escritórios se concentravam basicamente nas regiões do Centro, em poucos edifícios e pelos motivos já citados anteriormente, e da Barra da Tijuca, onde ainda existia um déficit importante no transporte público e na disponibilidade de funcionários para potenciais empresas ocupantes.

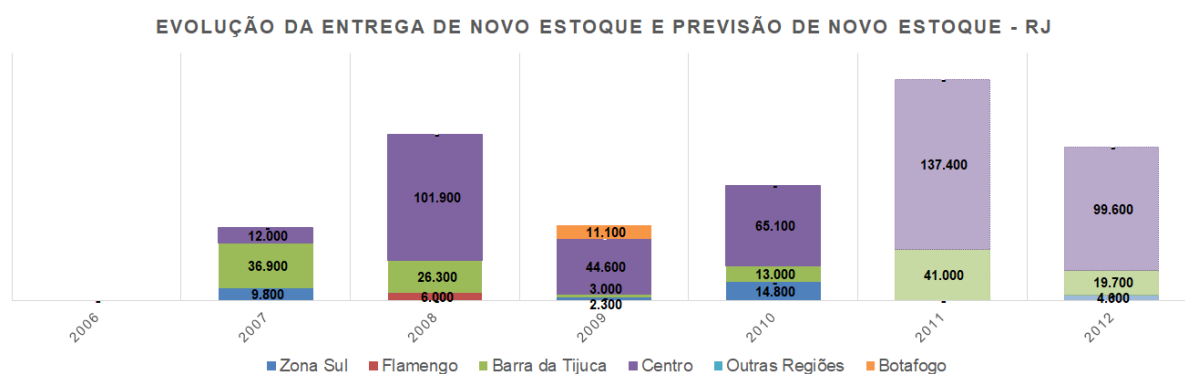


Figura 11 – Evolução do novo estoque de escritórios de qualidade no Rio de Janeiro por região

Fonte: CBRE

Especificamente na região do Flamengo, o desenvolvimento de novos projetos vinha sendo bastante discreto, concentrando-se em edifícios de pequeno porte e sem expressão para o mercado, sendo que o último desenvolvimento relevante na região havia ocorrido no ano de 2008, com uma área total de 6.000 m², conforme visto na figura 11.

Ainda, quanto ao novo estoque esperado para os próximos anos, pode-se dizer que a situação se mantinha parecida, com entregas concentradas nas regiões central e na Barra da Tijuca.

Com relação à absorção bruta, número que indica a ocupação de espaços vagos em determinado período e pode ser interpretado como indicador da movimentação de mercado, verificava-se uma evolução gradual no mercado do Rio de Janeiro, evidenciando a expansão esperada pelas empresas, que gera a busca por novos

espaços corporativos, principalmente por conta dos bons fundamentos econômicos apresentados e esperados à época.

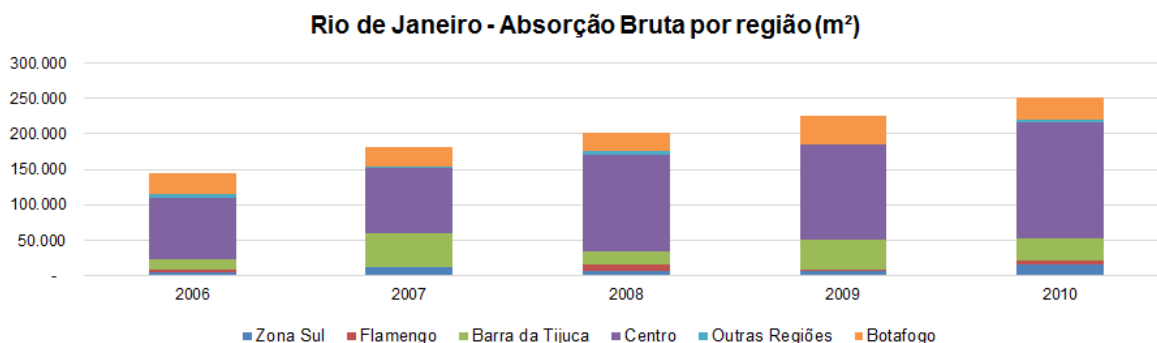


Figura 12 – Evolução da absorção bruta por região na cidade do Rio de Janeiro

Fonte: CBRE

A absorção líquida na cidade do Rio de Janeiro, que mostra a diferença no volume total ocupado entre dois períodos e é um indicador que reflete a demanda por áreas em determinado período, registrou um montante significativo de 128.000 m² de áreas de escritórios absorvidas o que fez, segundo informações da CB Richard Ellis, a absorção líquida superar a nova oferta de espaços em 45% em 2010.

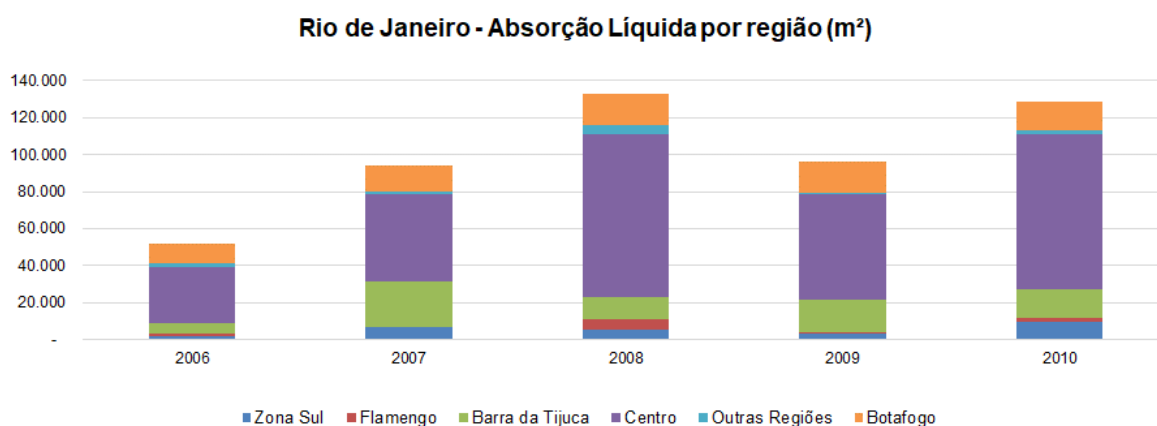


Figura 13 – Evolução da absorção líquida por região na cidade do Rio de Janeiro

Fonte: CBRE

Tais resultados ocorridos à época podem ser atribuídos, principalmente, a dois fatores: (i) boas perspectivas econômicas, favoráveis ao aquecimento do mercado de Real Estate comercial, como taxas de juros mais baixas, maior disponibilidade de linhas de crédito, crescimento vigoroso do PIB nacional (estimado em 7,5% a.a.

para o final de 2010) e a queda na taxa de desemprego e (ii) baixos níveis de novo estoque por conta da escassez de terrenos (principalmente nas regiões mais consolidadas) e restrições de zoneamento para novas incorporações, conforme citado anteriormente.

Dessa maneira, devido aos fatores e dados supracitados a respeito da situação da oferta e limitação da nova oferta de espaços à época, bem como do aquecimento e evolução da demanda, a taxa de vacância da cidade do Rio de Janeiro em meados de 2010 mostrava-se bastante baixa, ao redor dos 2,0%, sendo que na região do Flamengo, foco da análise do estudo de caso, a vacância era nula.

Regiões	Taxa de vacância	Faixa de Preço Pedido de Locação - Classe A (R\$/m ² /mês)
Centro	2,0%	100 - 180
Botafogo	0,9%	100 – 150
Flamengo	0,0%	90 – 130
Barra da Tijuca	1,8%	80 – 115
Zona Sul	3,2%	120 – 180
Outros	5,5%	60 – 90
Mercado Geral	2,0%	60 – 180

Tabela 2 – Taxa de vacância e faixa de preço pedido de locação por região (base: 2010)

Fonte: CBRE

5.5 Análise SWOT

A partir das informações e dados expostos sobre o histórico e aspectos técnicos do Edifício X, sobre a situação do mercado em que ele estava inserido e suas perspectivas futuras, bem como o mix de propriedades da Companhia, a análise SWOT genérica foi aplicada ao caso, a fim de explicitar os principais fatores atrativos do potencial investimento e seus impactos no portfólio da Companhia, bem como os riscos mais evidentes e eventuais formas de mitigá-los.

Vale ressaltar que tal análise visa incorporar às decisões de investimento um embasamento crítico qualitativo, baseado em dados concretos e tangíveis. Obviamente, um caso real de discussão de investimentos também deve se pautar na utilização das tradicionais projeções e modelos de análise da qualidade de investimentos (AQI), em conjunto com a rotina abordada neste estudo, sendo estas análises complementares entre si.

Conforme visto anteriormente, a análise SWOT visa expor e interpretar fatores internos e externos à determinada empresa, vistos como seus pontos fortes ou fracos e oportunidades ou ameaças ao seu negócio, de forma a entender sua atual situação competitiva e eventuais novos direcionamentos que a mesma deveria tomar.

No trabalho aqui desenvolvido, a matriz SWOT genérica foi utilizada de maneira similar, mas aplicada diretamente tanto à oportunidade de investimento em questão como às suas implicações sobre o portfólio da Companhia, explorando os principais e mais importantes fatores internos (“Forças” e “Fraquezas”, ou “Strengths” e “Weaknesses”) e externos (“Oportunidades” e “Ameaças”, ou “Opportunities” e “Threats”).

Conforme visto na figura 14 abaixo, a matriz SWOT genérica proposta foi aplicada ao caso em estudo, conforme dados e informações explorados nos tópicos anteriores, apontando assim alguns fatores principais positivos e negativos.

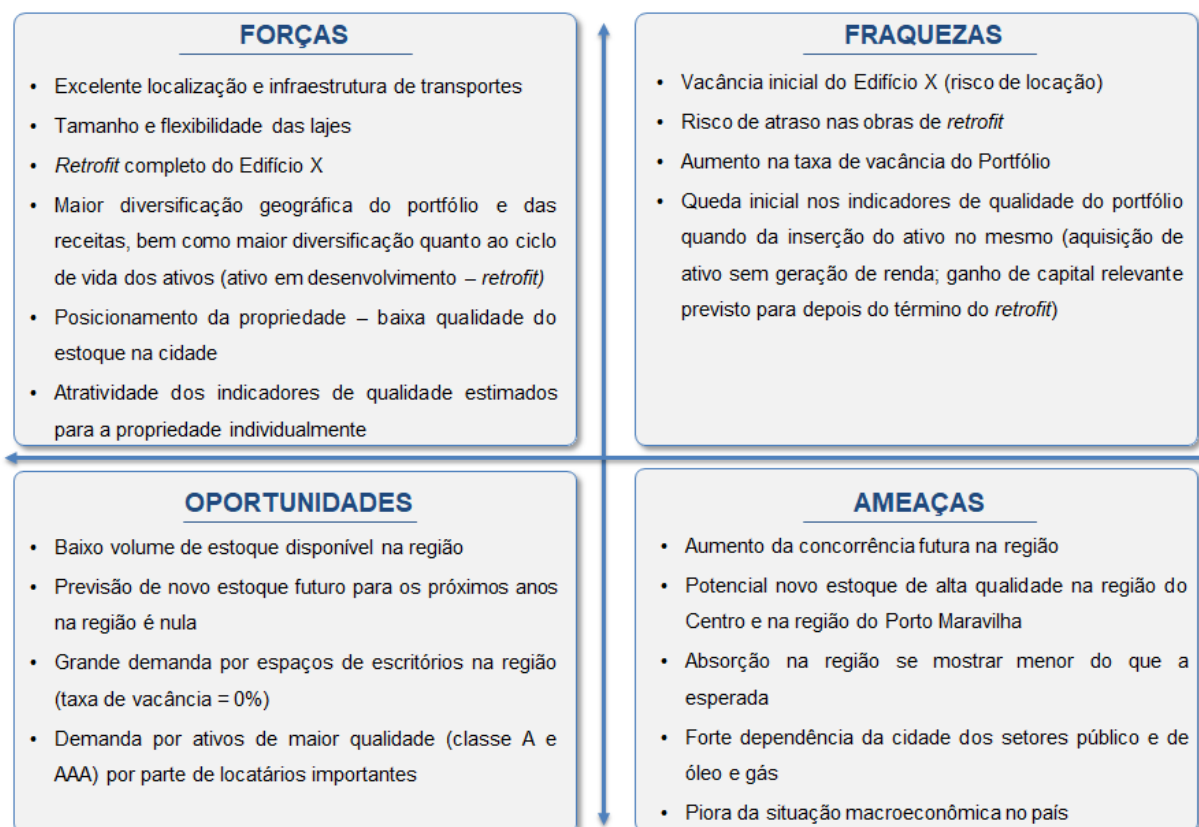


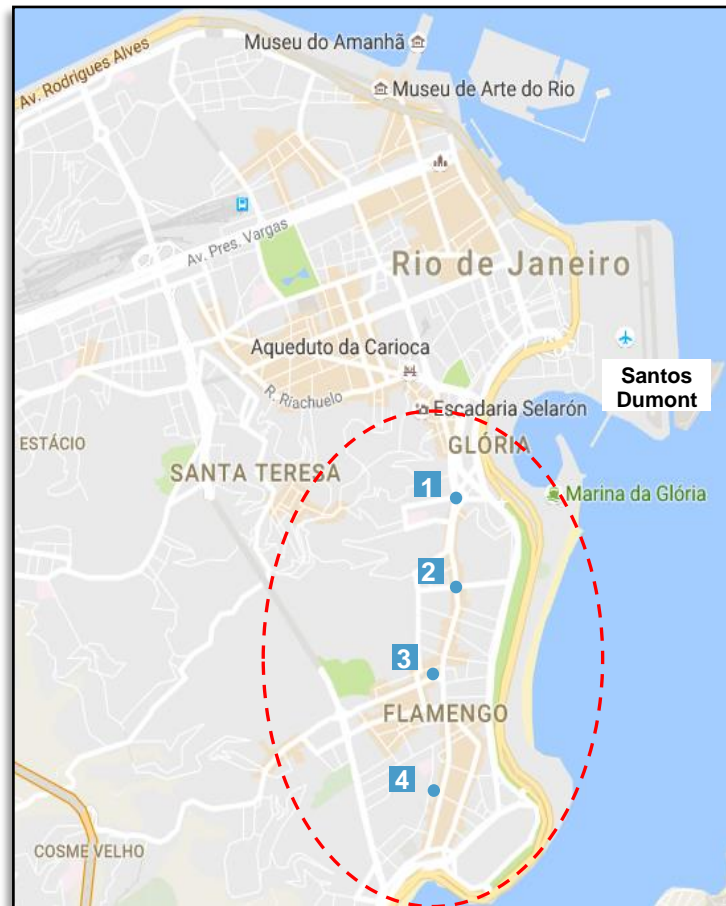
Figura 14 – Análise SWOT genérica aplicada ao Estudo de Caso

5.5.1 Forças

Conforme exposto, foram identificadas as principais “Forças”, ou pontos fortes da oportunidade de investimento no Edifício X, que serão aqui explorados, tanto no que tange ao investimento em si, como na visão da composição do portfólio da empresa e eventuais impactos sobre o mesmo.

Aspectos intrínsecos ao imóvel e à sua revitalização são considerados fatores internos positivos do projeto, que apoiariam uma eventual decisão de investimento por parte da Companhia.

Pode-se afirmar que um dos grandes atrativos do empreendimento em questão é sua excelente localização, no Bairro da Glória (região de escritórios do Flamengo), conforme já explorado anteriormente, a qual conta com uma ampla infraestrutura cultural, hoteleira, de transportes e serviços.



- 1** Estação de Metrô Glória
- 2** Estação de Metrô Catete
- 3** Estação de Metrô Largo do Machado
- 4** Estação de Metrô Flamengo

Figura 15 – Estações de metrô na região de escritórios do Flamengo

Essa região está bastante próxima ao aeroporto doméstico Santos Dumont (ao redor de 2,5 km), além de estar localizada muito próxima ao centro da cidade, onde está concentrado grande parte do estoque de escritórios da cidade, bem como os inquilinos mais relevantes e de maior qualidade. Nota-se também pela figura 15 que a região conta com quatro estações de metrô (Glória, Catete, Largo do Machado e Flamengo), além de diversas estações de ônibus, o que é extremamente positivo em uma cidade onde a infraestrutura de transporte público é limitada e os congestionamentos são um grande problema. Pode-se afirmar que, na grande maioria dos casos, as distâncias supracitadas são fundamentais para a escolha de espaços corporativos para grandes inquilinos, que buscam sempre

estar localizados próximos a tais pontos de interesse.

Além desses fatores, o ativo ainda apresenta grande apelo histórico e arquitetônico, com projeto do renomado arquiteto Oscar Niemeyer e jardins elaborados por Roberto Burle Max. Tais elementos, somados ao fato do empreendimento estar localizado de frente para a Baía de Guanabara, têm o potencial de atrair grandes inquilinos interessados também em eventuais ganhos de imagem corporativa e aumento de visibilidade que tais fatores podem gerar para suas respectivas empresas.

Outro atributo positivo do empreendimento é sua área locável relevante, com mais de 25.000 m², e a dimensão de suas lajes, com aproximadamente 1.700 m² cada, que tem a capacidade de comportar empresas multinacionais e nacionais de grande porte. Além disso, o layout das lajes e a disposição dos pilares nos andares possibilitam grande flexibilidade no estabelecimento de novos locatários, podendo atender a necessidades específicas para layouts de potenciais inquilinos, que muitas vezes apresentam diferentes exigências neste sentido, além de poder abrigar mais de uma empresa por laje.

Nota-se que os fatores citados até o momento já estavam presentes no imóvel independente dos projetos de *retrofit* previstos para o mesmo, sendo pontos fortes intrínsecos ao imóvel mesmo sem as intervenções planejadas. No entanto, pode-se concluir que dada a situação do imóvel à época e sua obsolescência técnica perante seus concorrentes, de nada iriam adiantar os atributos explorados acima sem antes serem realizados grandes investimentos na revitalização e modernização do Edifício X, inserindo o empreendimento de forma competitiva no mercado.

Dessa maneira, conforme já explorado na descrição das características do Edifício X, o mesmo será alvo de maciças reformas e intervenções, visando atualizar as especificações técnicas do prédio, agregando valor ao mesmo e tornando-o um empreendimento de alto padrão, transformando-o de um empreendimento obsoleto em outro extremamente competitivo. As principais intervenções programadas para o Edifício X foram expostas na Tabela 3.

Ainda, estavam programadas dentre todas essas intervenções, as adequações necessárias para que o projeto seja certificado pelo *Leadership in Energy and Environmental Design* (LEED), garantindo a qualidade de suas especificações técnicas e uma maior eficiência nos custos de operação de futuros locatários, além de terem um apelo sustentável que é cada vez mais relevante.

Principais Intervenções a serem realizadas	
Ar condicionado de última geração	Piso elevado e forro modular na totalidade das áreas privativas/locáveis
Controle de temperatura por sensores de temperatura do ambiente	Sistema de CFTV (Circuito Fechado de Televisão)
Vidro com caixilho e perfil de alumínio com pintura eletrostática	Luminárias na totalidade das áreas privativas/locáveis
7 elevadores inteligentes distribuídos em dois cores centrais	Luminárias na totalidade das áreas comuns
Central de controle e gerenciamento único para todo o edifício, 24 horas por dia	Acabamento completo das áreas comuns e de alto padrão nos <i>halls</i> dos andares
4 rotas de fugas/escadas de emergência	Completo sistema de combate a incêndio com <i>sprinklers</i> , detectores de fumaça, hidrantes e sistema de alarmes

Tabela 3 – Principais intervenções a serem realizadas no Edifício X

Adicionalmente ao *retrofit* completo que o Edifício X seria submetido, outro fator extremamente positivo para a competitividade do prédio é a previsão de construção de um edifício garagem com 12 pavimentos e com capacidade para aproximadamente 308 vagas, a ser desenvolvido em uma área disponível e inutilizada na parte posterior do empreendimento. Tal ação melhoraria sensivelmente a relação de entre vagas e área privativa total do empreendimento, aumentando a atratividade do prédio para futuros inquilinos, dada a escassez de locais para estacionamento de veículos na região, com falta de vagas nas ruas e estacionamentos existentes com preços altos, além do fato de grande parte do

estoque de torres comerciais existente na cidade do Rio de Janeiro ser antigo, quando não se priorizavam investimentos em subsolos e vagas de garagem.

Além desses fatores, haveria também a criação de um teatro pertencente ao Edifício X, o que poderia gerar receitas adicionais de locação, *naming rights*, entre outras, bem como contribuir com a imagem corporativa que o empreendimento passa, adicionando um viés cultural ao mesmo.

Considerando os fatores relativos à situação do portfólio e os eventuais impactos que essa aquisição traria ao mesmo, nota-se inicialmente que havia uma diversificação relevante referente ao tipo de propriedades que a Companhia detém à época da análise. Conforme citado anteriormente, aproximadamente 58% do valor de mercado do portfólio referia-se a imóveis comerciais e 42% a galpões.

Assim, notava-se um grau elevado de diversificação entre os tipos de propriedades que compõem o portfólio da Companhia, diminuindo potenciais riscos de exposição a um determinado segmento em detrimento a outro. Ou seja, no caso de algum evento que impacte negativamente um desses segmentos específicos, o fato da carteira de imóveis ser diversificada diminuiria as consequências para o resultado do portfólio como um todo.

Considerando a eventual aquisição, pode-se afirmar que esta relação ainda estaria mantida, dado que a distribuição do valor de mercado do portfólio seria alterada marginalmente para 61% do valor de mercado do portfólio referente a imóveis comerciais e 39% a galpões.

Ainda, uma eventual decisão de seguir com o investimento no Edifício X incorreria em um maior grau de diversificação geográfica da carteira, uma vez que a mesma possuía um grau de concentração elevado de exposição geográfica em São Paulo (84% da ABL e 73% das receitas da Companhia estão concentradas no Estado, conforme figuras 16 e 18 abaixo).

Com esta eventual aquisição tal distribuição mudaria, aumentando a participação no Rio de Janeiro, tanto considerando a ABL total da companhia, como a

distribuição das receitas de aluguéis, gerando um maior equilíbrio e diversificação de seu mix de propriedades, conforme visto nas figuras 17 e 19 abaixo. Para a exposição por receita, considerou-se a título de análise a receita potencial das áreas vagas do Edifício X (valor de aluguel considerado: R\$ 120/m²/mês).

Exposição Geográfica (por ABL) - Cenário Original

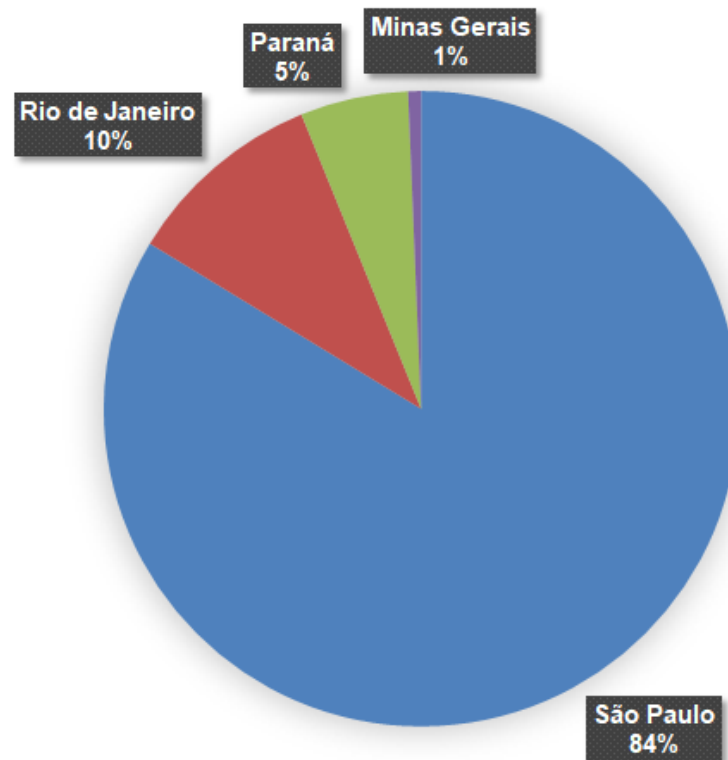


Figura 16 – Distribuição geográfica do portfólio considerando a ABL (cenário original)

Exposição Geográfica (por ABL) - após a aquisição

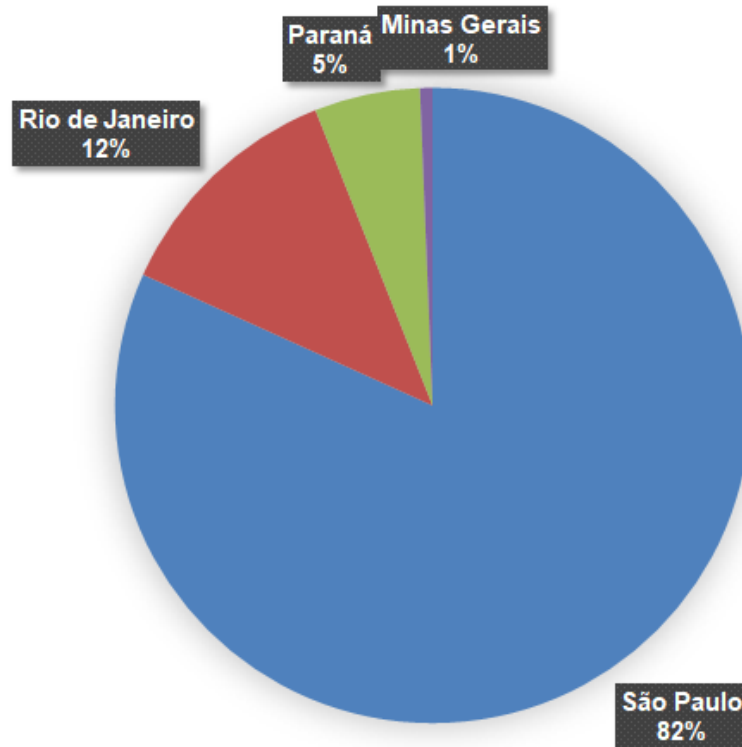


Figura 17 – Distribuição geográfica do portfólio considerando a ABL (após a aquisição)

Exposição Geográfica (por Receita) - Cenário Original

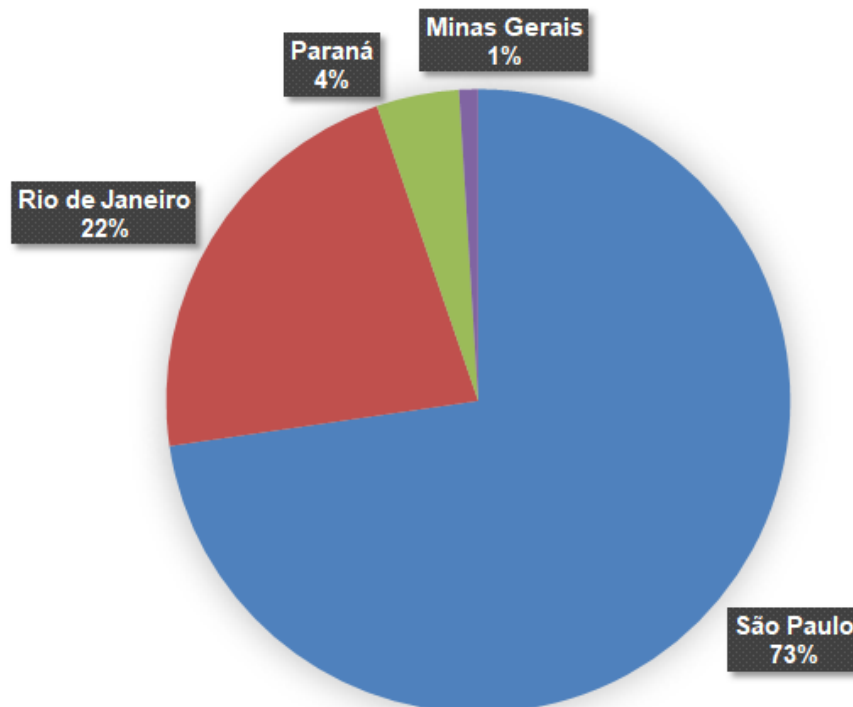


Figura 18 – Distribuição geográfica do portfólio considerando a receita (cenário original)

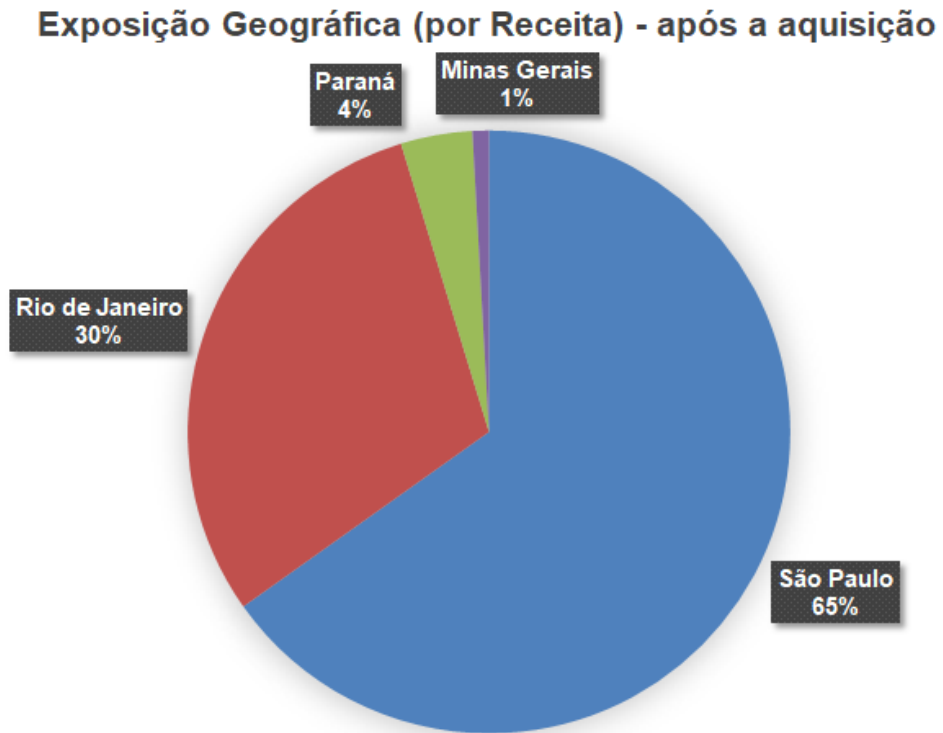


Figura 19 – Distribuição geográfica do portfólio considerando a receita (após a aquisição)

Considerando o ciclo de vida dos ativos da carteira da Companhia, nota-se que contando com a eventual aquisição do Edifício X a distribuição do portfólio ficaria ainda mais equilibrada, assumindo que o mesmo enquadraria-se na categoria “em desenvolvimento. Isso porque apesar de tratar-se de um ativo já existente, o mesmo passaria por grandes intervenções, alterando sua formatação e estrutura de forma importante. Além disso, por conta dessas intervenções, o mesmo não estaria apto a ser ocupado.

**Distribuição por ciclo de vida do ativo
(por valor de mercado) - cenário original**

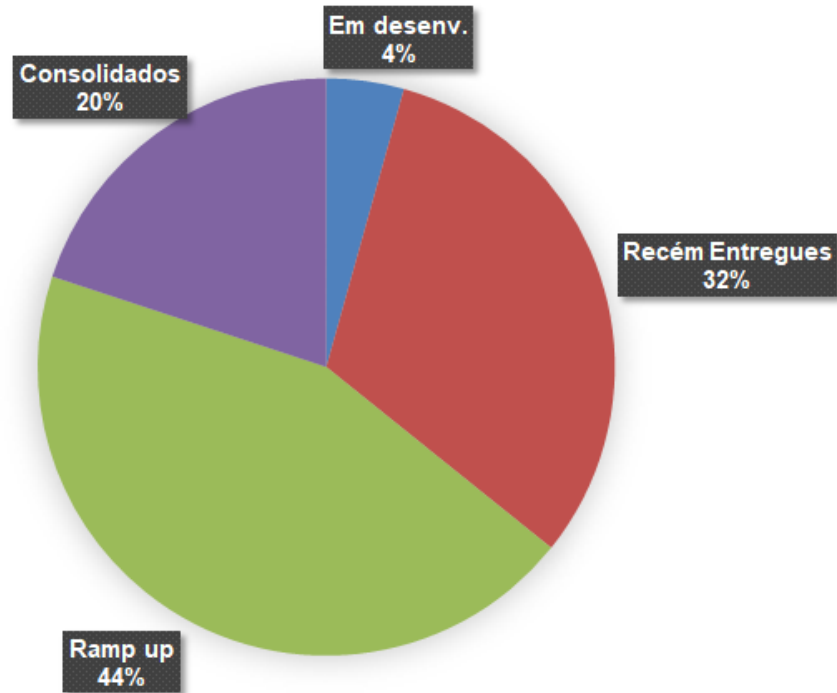


Figura 20 – Distribuição por ciclo de vida do ativo (cenário original)

**Distribuição por ciclo de vida do ativo
(por valor de mercado) - após a aquisição**

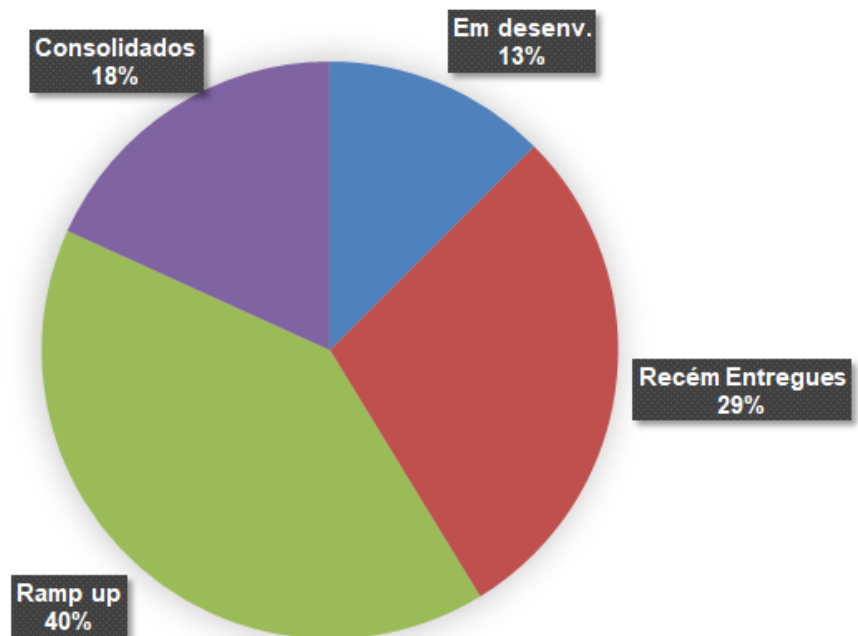


Figura 21 – Distribuição por ciclo de vida do ativo (após a aquisição)

Ademais, vale ressaltar que na formatação original, mais de 95% do valor do portfólio era representado por ativos prontos e geradores de receita. Sendo assim, a exposição a potenciais riscos de atrasos de qualquer natureza, como por exemplo nas aprovações de projetos junto à municipalidade e na execução das obras, que poderiam acarretar em custos bastante relevantes para a Companhia, era baixa no portfólio. Considerando a nova aquisição, tal proporção seria de 87% do valor da carteira, o que ainda pode ser considerado bastante confortável.

Outro fator positivo destacado na análise referente ao portfólio refere-se ao fato de que a grande maioria do portfólio (inclusive a aquisição em discussão) estava concentrada nos mercados de São Paulo e do Rio de Janeiro, que são os maiores e mais dinâmicos mercados corporativos do país, conforme abordado anteriormente, onde as principais demandas por áreas de escritórios das grandes empresas estão localizadas.

Outra característica interna positiva do portfólio trata da composição e do mix de locatários da Companhia. A empresa contava com mais de 130 locatários de alta qualidade que passaram por análises e aprovações internas de crédito, de diferentes setores, conforme visto anteriormente na figura 6, variando desde empresas que atuam no setor industrial, logístico, financeiro, tecnologia, bens de consumo, energia, entre outros.

Tal aspecto atua de forma a mitigar o risco de crédito por parte dos locatários, pois visa minimizar as chances de potencial inadimplência dos mesmos através de uma minuciosa análise de crédito que tem por objetivo mapear e entender de forma mais profunda a capacidade financeira da locatária, sua estrutura societária e o tipo de garantias que serão requeridas.

Devido as características do ativo em questão já exploradas anteriormente como localização, infraestrutura de transporte e serviços, tamanho e flexibilidade das lajes e especificações técnicas atualizadas (após as intervenções), pode-se inferir que o mesmo seria competidor de ativos *triple A* da cidade, ou seja, seria alvo de potenciais locatários de renome e qualidade, que são a principal demanda por esse tipo de ativo, alavancando ainda mais o mix de locatários da Companhia.

Conforme citado anteriormente, o estoque da cidade do Rio de Janeiro era de aproximadamente 5.835.000 m², sendo que apenas 2.780.400 m² deste total possuía qualidade significativa, com especificações técnicas atualizadas e competitivas, considerando a demanda dos principais ocupantes.

Dessa forma, o edifício se encontraria em uma posição competitiva superior frente à maioria de seus concorrentes diretos, dada suas especificações e localização privilegiada, tendo o potencial de tornar-se um ícone de qualidade na região do Flamengo.

Com relação aos indicadores de qualidade esperados para a propriedade (individualmente) nota-se que, dadas todas as intervenções já citadas previstas para o imóvel, bem como seu posicionamento também já explorado neste tópico, o ativo teria o potencial de gerar resultados bastante atraentes para a Companhia.

Foram consideradas como premissas principais: (i) um valor de locação considerado para as áreas vagas de R\$ 120/m² (pouco acima do praticado na região do Flamengo, segundo a consultoria imobiliária CB Richard Ellis, dado o nível de qualidade esperado para o ativo), (ii) custos de vacância ao redor dos R\$ 25/m², (iii) custos com administração e impostos totalizando 14,45% sobre a receita e (iv) o período de análise de um ano (primeiro ano após a conclusão do *retrofit* do ativo).

Dadas estas premissas, o cenário estabelecido como “cenário base” para a análise do ativo individualmente considerou que o mesmo apresentaria uma valorização de 25% ao final do primeiro ano após o término do *retrofit* (ganho de capital), bem como uma taxa de vacância de 20% ao final desse mesmo período.

Dessa forma, a TRM para o Edifício X foi estimada em 7,5% a.a. considerando o período de um ano após o *retrofit*, e seu RTe foi estimado em 28,5% a.a., considerando o mesmo período, ou seja, resultados esperados bastante atrativos para a Companhia.

Os resultados estimados, bem como a análise de sensibilidade dos indicadores

considerando como variáveis o ganho de capital da propriedade e sua taxa de vacância podem ser observados nas tabelas 4, 5 e 6 abaixo.

Indicadores de qualidade estimados - Edifício X (Cenário Base)	
Taxa de vacância:	20,0%
TRM:	7,5%
RTe:	28,5%

Tabela 4 – Indicadores de qualidade estimados - Edifício X (Cenário Base)

Análise de Sensibilidade - TRM do Edifício X						
Variação do Ganho de Capital						
		10%	20%	25%	30%	35%
Variação da Taxa de Vacância	70%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%
	50%	4,3%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%
	40%	5,7%	5,2%	5,0%	4,8%	4,7%
	20%	8,6%	7,8%	7,5%	7,2%	7,0%
	10%	10,0%	9,1%	8,8%	8,4%	8,1%
	0%	11,4%	10,4%	10,0%	9,6%	9,3%

Tabela 5 – Análise de Sensibilidade - TRM do Edifício X

Análise de Sensibilidade - RTe do Edifício X						
Variação do Ganho de Capital						
		10%	20%	25%	30%	35%
Variação da Taxa de Vacância	70%	6,4%	15,9%	20,7%	25,4%	30,2%
	50%	9,5%	19,0%	23,8%	28,5%	33,3%
	40%	11,1%	20,6%	25,3%	30,1%	34,9%
	20%	14,2%	23,7%	28,5%	33,2%	38,0%
	10%	15,7%	25,3%	30,0%	34,8%	39,5%
	0%	17,3%	26,8%	31,6%	36,3%	41,1%

Tabela 6 – Análise de Sensibilidade - RTe do Edifício X

Ainda, considerando todas as premissas supracitadas para o Edifício X em seu cenário base, ao analisar as potenciais implicações da eventual aquisição do ativo na ótica do portfólio como um todo, observa-se uma pequena melhora em ambos os indicadores de qualidade do portfólio, assumindo também que o portfólio manteve-se inalterado ao longo da análise.

Dessa maneira, a TRM esperada do portfólio considerando a eventual aquisição aumentaria 0,1 pontos percentuais quando comparada ao cenário original do portfólio e o RTe esperado do portfólio aumentaria 0,3 pontos percentuais, conforme tabela 7 abaixo.

Resumo - Portfólio da Property Company (cenário original)	
Valuation Total:	4.012.915.341
Taxa de vacância:	3,3%
TRMp:	6,4%
RTe:	24,4%

Resumo - Portfólio da Property Company esperado após a aquisição	
Valuation Total:	4.337.915.341
Taxa de vacância:	3,7%
TRMp:	6,5%
RTe:	24,7%

Tabela 7 – Comparação entre o resumo do portfólio da Property Company no cenário original e o resumo do portfólio da Property Company esperado após a aquisição

5.5.2 Fraquezas

Analisando as “Fraquezas” ou pontos fracos identificados como internos ao empreendimento, destacaram-se três aspectos importantes e geradores de incertezas quanto à aquisição do Edifício X.

O primeiro aspecto trata diretamente do risco de locação do empreendimento, dada a vacância total inicial do Edifício X. Tal risco é intrínseco a novos negócios no mercado imobiliário comercial, sejam desenvolvimentos ou *retrofits* como é o caso. Ele trata da possibilidade de, após todos os investimentos, tanto no ativo em si como nas obras previstas para o prédio, a velocidade ou os preços de locação do mesmo se mostrarem diferentes do que foi projetado anteriormente à aquisição, o que diminuiria drasticamente a rentabilidade da Companhia no projeto. Além disso, uma velocidade de locação menor do que a prevista, aumentaria os custos de vacância da Companhia.

No entanto, é importante frisar que o risco citado é inerente à esse tipo de negócio,

sendo os tomadores de decisão responsáveis por balizarem suas análises considerando premissas realistas quanto aos preços futuros praticados e absorção das áreas do empreendimento, levando em consideração transações comparáveis, dados de mercado e projeções de demanda e oferta futuras. Uma escolha dessas premissas realizada de forma bem fundamentada atua, de certa maneira, como mitigadora deste risco.

No caso em questão, tomando como base os dados de mercado levantados, pode-se concluir que havia diversos aspectos qualitativos que apontavam que esse seria um risco interessante frente aos potenciais retornos esperados, sendo estes aspectos (já explorados anteriormente) associados à: falta de empreendimentos de qualidade na região do Flamengo - estoque atual da região era pequeno (2% do estoque total da cidade) e composto basicamente de edifícios de pequeno porte e baixa qualidade; projeção de novas entregas de espaços corporativos bastante baixa e concentrada (região central) e; demanda aquecida por boas áreas de escritórios na região, onde a vacância era nula.

Apesar disso, vale ressaltar que os edifícios de qualidade localizados em regiões próximas a do Flamengo, como por exemplo o Botafogo e principalmente o Centro, também podem ser considerados como concorrentes do Edifício X.

Nesse sentido, a maior preocupação seria com a região do Centro, uma vez que era e ainda é a região de escritórios mais consolidada do Rio de Janeiro, concentrando na época cerca de 64% do estoque total de escritórios e onde os principais locatários da cidade estavam instalados.

Isso porque a região conta com boa infraestrutura de transportes e serviços, proximidade ao aeroporto e, na data da análise, detinha um novo estoque esperado para os próximos anos relevante que, adicionados às suas áreas vagas atuais, poderia representar uma concorrência importante para a região do Flamengo e seus ativos.

Outro ponto identificado como sendo uma fraqueza no caso do Edifício X seria o risco no atraso das reformas e adequações do prédio, o que ocasionaria um

aumento de custos para a Companhia, sejam custos de vacância ou o custo de oportunidade do capital investido no empreendimento, além de um atraso nas receitas com locações previamente projetadas.

A fim de diminuir os impactos negativos desse risco para os retornos dos investimentos a serem realizados no edifício, um contrato de construção bem elaborado, que condicione a liberação dos pagamentos à construtora a partir da medição de etapas específicas das obras e que estabeleça multas por eventuais atrasos no cronograma acordado, seria uma solução plausível, relativamente simples e bastante efetiva no sentido de mitigar este risco.

Analisando os aspectos negativos intrínsecos ao portfólio e aos impactos que esta eventual aquisição traria, nota-se que a vacância do portfólio aumentaria de forma relevante, de 3,3%, no cenário original, para 5,6%, após a aquisição.

Além disso, a concentração dessa vacância mudaria. No cenário original, a vacância concentrava-se no mercado de São Paulo, que contribuía com 2,4% de vacância. Já no cenário após a aquisição, a concentração se deslocaria para o mercado do Rio de Janeiro, que contribuiria com 3,3% de vacância.

Distribuição da vacância (por tipo de imóvel) - Cenário original	
Taxa de vacância do Portfólio:	3,3%
Taxa de vacância (escritórios):	3,0%
Taxa de vacância (galpões):	0,3%

Distribuição da vacância (por região) - Cenário original	
Taxa de vacância do Portfólio:	3,3%
Taxa de vacância (SP):	2,4%
Taxa de vacância (RJ):	0,9%
Taxa de vacância (MG):	0,0%

Tabela 8 – Distribuição da vacância do portfólio no cenário original

Distribuição da vacância (por tipo de imóvel) - Após aquisição	
Taxa de vacância do Portfólio:	5,6%
Taxa de vacância (escritórios):	5,4%
Taxa de vacância (galpões):	0,3%

Distribuição da vacância (por região) - Após aquisição	
Taxa de vacância do Portfólio:	5,6%
Taxa de vacância (SP):	2,3%
Taxa de vacância (RJ):	3,3%
Taxa de vacância (MG):	0,0%

Tabela 9 – Distribuição da vacância do portfólio após aquisição

Assim, mesmo entendendo que a nova taxa de vacância ainda estaria em linha com o observado no mercado à época e que os diferenciais do edifício e as condições de mercado para a região apontavam para uma absorção rápida das novas áreas, tal aumento da concentração representaria um ponto de atenção para o portfólio.

Isso porque o perfil de ocupação do mercado de escritórios do Rio de Janeiro, ao contrário do mercado de São Paulo, é bastante concentrado no setor de óleo e gás (e sua cadeia de fornecedores e prestadores de serviços) e em órgãos públicos.

Desta maneira, este aumento na vacância representaria indiretamente uma maior exposição a esta limitação de locatários, eventualmente aumentando a concentração neste tipo de locatários, o que poderia ser um fator de risco caso haja algum evento que afete especificamente estes segmentos, apesar das boas perspectivas esperadas em meados de 2010 para o setor de óleo e gás.

O último fator apontado como fraqueza pela matriz SWOT trata da piora inicial nos indicadores de qualidade de monitoramento do portfólio, a TRM e o RTe, com a potencial inserção do ativo no portfólio.

Vale apontar que isso se deve por conta de se tratar da aquisição de um ativo 100% vago, ou seja, que não é gerador de renda enquanto estiver sofrendo as intervenções previstas. Além disso, tal piora também ocorre pois não considerou-se inicialmente um ganho de capital para o ativo, o qual está previsto para ocorrer

de forma relevante após o término do *retrofit*, com seu reposicionamento de mercado. Dessa forma, ao considerar-se apenas a inserção do ativo no portfólio, observou-se tal queda nos indicadores de qualidade da carteira.

Assim, a fim de contemplar uma visão mais ampla dos indicadores do portfólio, comparou-se (i) os indicadores de qualidade observados no cenário original, (ii) os indicadores de qualidade observados apenas com a inserção do ativo no portfólio e (iii) os indicadores de qualidade estimados para o portfólio após as intervenções programadas (considerando a renda gerada pelo Edifício X, assim como sua valorização – ganho de capital), conforme calculado no item 5.5.1 supra. Tais resultados podem ser observados nas tabelas 10 e 11 abaixo.

Comparação - Portfólio Property Company:			
	Original	Após Aquisição	Varição
Valuation Total:	4.012.915.341	4.272.915.341	260.000.000
Taxa de vacância:	3,3%	5,6%	2,3%
TRMp:	6,4%	6,0%	-0,4%
RTe:	24,4%	22,6%	-1,8%

Tabela 10 – Comparação entre o Resumo do Portfólio da Property Company no cenário original e no cenário logo após a aquisição

Comparação - Portfólio Property Company:			
	Original	Esperado após o retrofit	Varição
Valuation Total:	4.012.915.341	4.337.915.341	325.000.000
Taxa de vacância:	3,3%	3,7%	0,4%
TRMp:	6,4%	6,5%	0,1%
RTe:	24,4%	24,7%	0,3%

Tabela 11 – Comparação entre o Resumo do Portfólio da Property Company no cenário original e no cenário esperado após o retrofit

Observou-se então uma piora de 0,4 pontos percentuais na TRM comparando o cenário original com o cenário após a aquisição do ativo. Como já foi dito, isso se deve basicamente ao fato do ativo em questão não ser gerador de renda e pelo fato de que o valor total de avaliação do portfólio foi acrescido do valor do Edifício X sem que houvesse no entanto aumento na base de receitas da carteira. Vale frisar que,

conforme exposto no item 5.5.1 supra, a expectativa para a TRM do portfólio após as intervenções previstas e após um ano de operação do ativo é de um acréscimo de 0,1 pontos percentuais, considerando que o prédio esteja 80% ocupado.

Quanto ao RTe, notou-se uma queda de 1,8 pontos percentuais, comparando o cenário original com o cenário após a aquisição do ativo, a qual se deve basicamente a não geração de receita frente ao aporte de capital realizado para a nova aquisição, bem como ao fato de não ter sido considerado ganho de capital algum referente ao ativo.

Considerando o cenário esperado após o término do *retrofit*, conforme observado na tabela 11, previu-se um acréscimo no RTe do portfólio de 0,3 pontos percentuais, considerando um ganho de capital de 25% sobre o ativo, além da geração de receitas ao longo do primeiro ano de operação do mesmo após as intervenções, conforme exposto no item 5.5.1.

Portanto, apesar da inserção do ativo na ótica do portfólio gerar impactos negativos no mesmo inicialmente (e ao longo do processo de *retrofit*), pode-se dizer que tais impactos são esperados, principalmente ao analisar ativos em desenvolvimento ou que passarão por *retrofits*, os quais muitas vezes não são geradores de receitas e não geram, em um primeiro momento, valorização significativa.

5.5.3 Oportunidades

Observando os aspectos externos ao Edifício X que o afetam de forma positiva, nota-se que a maioria deles estava relacionada à situação atual do mercado de escritórios do Rio de Janeiro e da região específica do Flamengo, bem como às perspectivas futuras para este mercado. Isso porque, ao se analisar os dados de mercado expostos, observava-se bons fundamentos para a cidade do Rio de Janeiro, que evidenciavam uma janela de oportunidade aparentemente bastante atraente.

Inicialmente, focando no lado da demanda por áreas de escritórios, era evidente que a cidade e o mercado de escritórios como um todo se beneficiava do momento

econômico pelo qual o país estava passando, com altas taxas de crescimento, o que indicava que empresas estavam gerando mais riqueza e, por consequência, expandindo suas operações (ou contratando mais funcionários - fato evidenciado pelas quedas sucessivas nas taxas de desemprego), menores taxas de juros (fato que incentiva os investimentos por parte das empresas), disponibilidade de crédito e maior abertura ao mercado externo, gerando também um fluxo maior de multinacionais se estabelecendo no Brasil.

Todos estes fatores ajudavam a entender o bom momento de mercado vivido em meados de 2010 e apontavam para uma demanda consistente por áreas de escritórios. No caso específico do Rio de Janeiro, havia também bastante otimismo com relação ao setor de óleo e gás, com perspectivas de grandes investimentos por parte da Petrobrás e de toda a cadeia produtiva relacionada a ela.

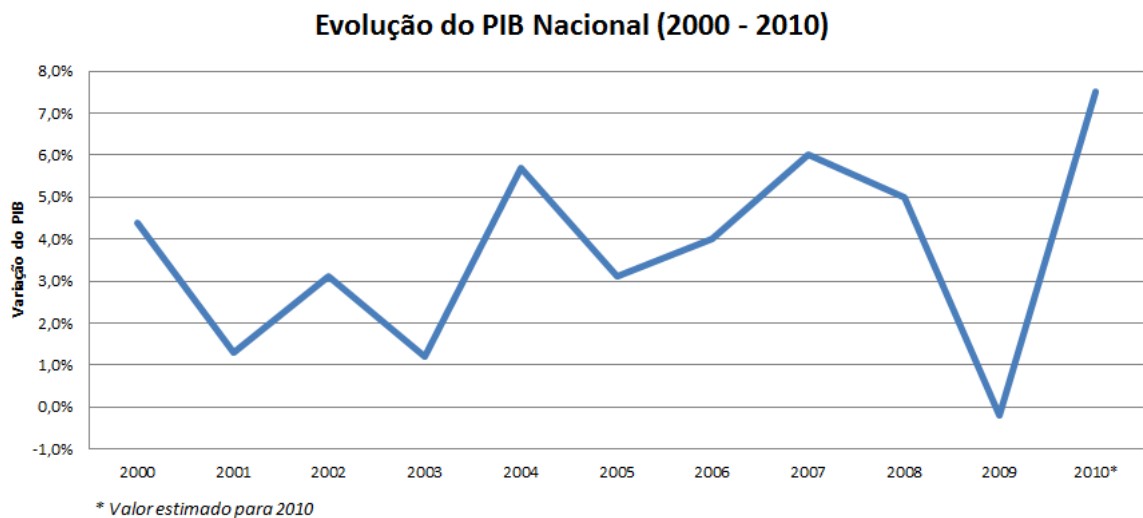


Figura 22 – Evolução do PIB nacional entre 2000 e 2010

Fonte: IBGE

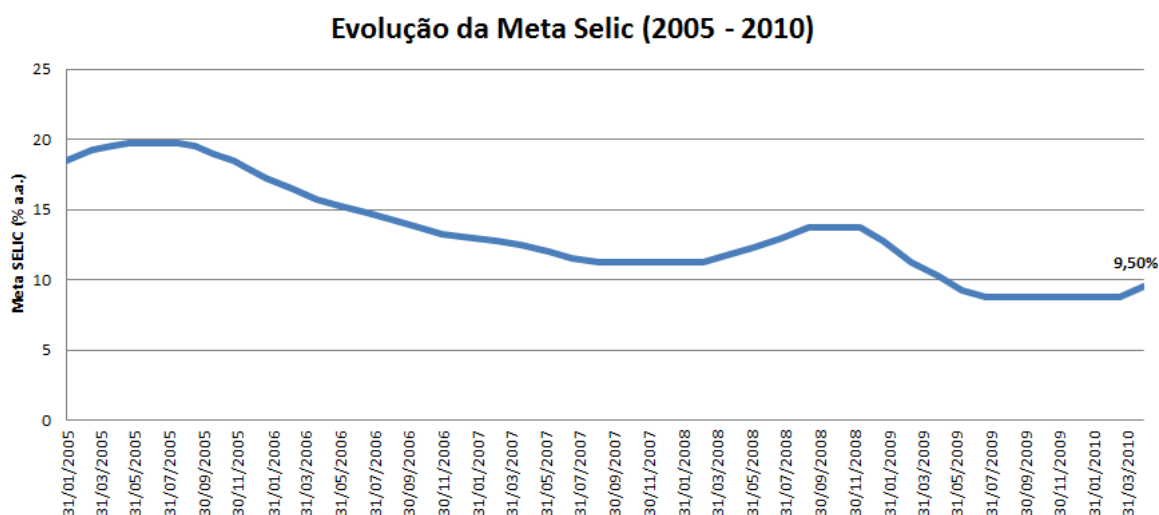


Figura 23 – Evolução da Meta SELIC (% a.a.) entre 2005 e abril de 2010

Fonte: Banco Central do Brasil

Com base nesses fundamentos, notava-se uma demanda bastante consistente ao longo dos anos no mercado de escritórios do Rio de Janeiro, evidenciada pelas baixas taxas de vacância (no patamar de 2% do estoque total em 2010) e absorções crescentes, limitadas principalmente pelo baixo volume de estoque de qualidade disponível e esperado para o futuro.

Focando mais especificamente na região do Flamengo, como foi observado anteriormente, a taxa de vacância era nula, por conta tanto da demanda aquecida, como pelo estoque extremamente baixo e de prédios de menor porte na região, correspondente a 2% do estoque total da cidade. Conforme exposto anteriormente, o último empreendimento desenvolvido na região foi em 2008, correspondente a uma área de 6.000 m².

Ainda, apesar da região contar com uma ótima localização e boa infraestrutura de transportes, conforme discorrido no tópico relacionados aos pontos fortes, ela não contava com empreendimentos atualizados, de alta qualidade e de porte relevante, muito por conta da escassez de terrenos para novos desenvolvimentos e pela dificuldade em se obter aprovações para novos projetos. Conforme exposto no item 5.4, não havia também previsão de novo estoque com essas características no médio prazo, uma vez que as novas entregas estavam concentradas basicamente no centro da cidade.

Tais pontos evidenciavam ainda que o eventual desenvolvimento de um projeto de alta qualidade como o esperado para o Edifício X na região poderia ainda possibilitar a cobrança de preços de aluguel superiores aos praticados pelo mercado na data de análise, que encontravam-se ao redor dos R\$ 100,00 por metro quadrado na região do Flamengo, conforme dados da consultoria imobiliária CB Richard Ellis.

A única ressalva a respeito deste ponto seria a potencial competição de outras regiões próximas à do Flamengo, em especial a região do Centro, dada a proximidade entre as duas. Na data da análise, o Centro possuía um nível de novas entregas esperado relevante para os próximos anos que poderia representar uma concorrência importante para os ativos localizados na região do Flamengo.

Sendo assim, pode-se inferir que os fatores e situações de mercado aqui expostas, a saber o baixo volume disponível e futuro de estoque de áreas de escritórios, a baixa qualidade deste estoque, a demanda robusta gerada por perspectivas e dados econômicos e a possibilidade de praticar preços superiores aos correntes, eram pontos positivos alheios à vontade ou gerência dos tomadores de decisões, ou seja, potenciais oportunidades.

5.5.4 Ameaças

Por fim, o último quadrante da análise SWOT referente às “Ameaças”, no qual foram identificados quatro fatores que potencialmente afetariam a decisão de investimento tanto no que tange aos atrativos do potencial investimento, como nos potenciais impactos sobre o atual portfólio da Companhia, sendo que tais fatores estão, de alguma forma, correlacionados.

A primeira ameaça apontada seria um aumento sensível da concorrência na região analisada através da entrada de empreendimentos concorrentes ao Edifício X. De acordo com a discussão até o momento, não havia na região do Flamengo nenhum prédio pronto ou projeto previsto a ser desenvolvido que apresentasse as características técnicas, dimensões de lajes e área privativa total comparáveis às

do Edifício X. Desta maneira, pode-se considerar que esta ameaça em potencial encontrava-se mitigada pelos próprios indicadores de mercado da região, salvo a ressalva feita no item anterior com relação à competição entre regiões vizinhas, em especial o Centro.

Outro fator indicado como uma ameaça para o portfólio da Companhia, em especial aos ativos corporativos localizados no Rio de Janeiro, seria o potencial novo estoque de alta qualidade a ser desenvolvido na nova região do Porto Maravilha, que poderia vir a se tornar um concorrente de ativos *Triple A* da cidade.

A nova região do Porto Maravilha foi concebida com o conceito de revitalizar a região portuária da cidade do Rio de Janeiro, a qual sofreu um processo de deterioração desde que as principais atividades comerciais da cidade passaram a ser desenvolvidas no Centro. Este conceito visa a recuperação e a implantação de uma infraestrutura urbana, de transportes, do meio ambiente e de patrimônios históricos na região.

Tal processo de revitalização teve início em meados de 2009, através da Operação Urbana Porto Maravilha, a qual visava atrair grandes investimentos para a região, entre eles a demolição do Elevado Perimetral (substituído por uma malha de vias expressas), a construção de novos museus, a instalação e operação do VLT (veículo leve sobre trilhos), entre diversos outros. Esses investimentos visavam atrair novos projetos para a região, tornando-a um novo centro de negócios da cidade.

Com a expectativa de vultuosos investimentos alinhada ao fato da região estar bastante próxima do Centro da cidade, que era e ainda é a região de escritórios mais importante do Rio de Janeiro, havia grandes expectativas para o lançamento de diversos novos empreendimentos de escritórios no Porto Maravilha, fator que poderia ser uma ameaça às demais regiões que contam com um estoque mais atualizado e de qualidade superior, devido ao aumento importante da oferta de imóveis concorrentes.

No entanto, o resultado desse processo de revitalização ainda era incerto e

distante, uma vez que os investimentos previstos ainda não haviam sido concluídos (havia também o risco de atraso nas obras dos mesmos), não havia uma infraestrutura adequada de serviços na região e ainda não haviam grandes empresas instaladas na área.

Sendo assim, apesar da nova região do Porto Maravilha pudesse apresentar ativos que seriam concorrentes do ativo em análise, este risco pode ser considerado baixo pelas grandes incertezas existentes quanto à conclusão do processo de revitalização e consolidação da região como um centro de negócios.

Outra ameaça identificada para o caso em discussão, que é alheia à vontade dos gestores e tomadores de decisão e que afeta o portfólio da Companhia como um todo, seria a piora do cenário macroeconômico no país, seja a piora do crescimento do PIB, aumento da taxa básica de juros, aumento do desemprego, ou algum outro evento negativo.

Acontecimentos desta natureza afetam diretamente o mercado de escritórios, na forma de menores níveis de novas demandas por áreas, diminuição das áreas já ocupadas através da devolução de espaços, quedas nos preços de aluguel transacionados e nos valores de revisão, maiores concessões de benefícios para novos potenciais inquilinos (como carências de aluguel, descontos nos valores praticados e *allowances*, por exemplo) e absorções mais lenta das áreas vagas.

Vale citar também que eventuais impactos negativos na economia mundial também podem influenciar diretamente no mercado de escritórios nacional, por conta da maior incerteza gerada por tais impactos, gerando uma demanda consequentemente menor por escritórios fora de seu país de origem.

Ademais, tais eventos negativos também poderiam ser relacionados a um setor ou segmento econômico específico, o qual está localizado especificamente em um estado ou região. No caso do Edifício X, localizado no Rio de Janeiro, observa-se que havia uma relativa concentração de setores atuantes na cidade, em especial o setor de óleo e gás e sua cadeia de fornecedores e prestadores de serviços, e o setor público. Assim, eventuais efeitos de impactos econômicos negativos em

setores específicos no mercado de escritórios seriam os mesmos citados nos parágrafos acima.

6. CONCLUSÃO

Sabendo que muitas das decisões de investimentos tomadas em empresas de Real Estate são baseadas estritamente sobre uma visão financeira, reduzindo as análises estratégicas a um segundo plano, este trabalho teve por objetivo aplicar rotina de análise para orientação do processo de decisão de investimentos considerando a situação atual de um portfólio de empreendimentos de base imobiliária para renda de uma empresa de investimentos imobiliários (*Property Company*), a qual leva em consideração tanto elementos qualitativos como quantitativos, estes representados por alguns indicadores específicos de qualidade do portfólio.

Para tal finalidade, foi discutida e aplicada uma matriz SWOT genérica, que destaca alguns importantes aspectos identificados na literatura sobre o tema de análise de novos investimentos e gestão de portfólios. Tal matriz foi desenvolvida de maneira genérica a fim de que seja aplicável aos mais diversos casos de investimentos em empreendimentos de base imobiliária para renda.

Dessa maneira, a aplicação de tal matriz a casos específicos de potenciais investimentos em empreendimentos de base imobiliárias gera *inputs* relevantes que colaboram para uma tomada de decisão mais embasada por parte dos gestores.

Assim sendo, uma vez expostos e discutidos o histórico e as características do imóvel sob análise, a situação do mercado de escritórios do Rio de Janeiro e da região do Flamengo (em meados de 2010) e suas perspectivas futuras e a situação do portfólio da Companhia à época da análise (2010), utilizou-se a matriz SWOT genérica a fim de orientar e gerar *inputs* sobre a decisão de investimento no Edifício X, apontando os pontos positivos e negativos atrelados ao mesmo, bem como suas influências e impactos sobre o portfólio da Companhia, resumidos na figura 24 abaixo.

	Imóvel	Portfólio	Mercado
Aspectos Positivos	Excelente localização; infraestrutura de transportes e serviços; dimensão e flexibilidade das lajes e possibilidade de retrofit completo no imóvel ; posicionamento competitivo do imóvel frente à concorrência (estoque do Rio de Janeiro é predominantemente de baixa qualidade); atratividade dos indicadores de qualidade estimados para o imóvel	Aumento no grau de diversificação geográfica , balanceando o mix de propriedades; aumento na diversificação pelo ciclo de vida dos ativos em carteira, antes mais concentrada em ativos em fase de <i>ramp up</i> e recém entregues e agora mais distribuída; melhora futura esperada para os indicadores de qualidade do portfólio	Bom momento econômico de crescimento e otimismo com relação à expansão do setor de óleo e gás ; demanda consistente ao longo dos anos, evidenciada pelas baixas taxas de vacância ; baixo volume de estoque disponível na região ; previsão de novo estoque para os próximos anos na região é nula ; demanda por ativos de maior qualidade por parte de locatários importantes
Aspectos Negativos	Vacância total inicial do imóvel (risco de locação do empreendimento); risco no atraso das reformas e adequações do prédio	Aumento na vacância do portfólio , além de uma maior concentração da vacância no mercado do Rio de Janeiro; queda inicial nos indicadores de qualidade do portfólio quando da inserção do ativo no mesmo	Piora do cenário macroeconômico ou de um segmento econômico específico relevante para a região (setores público e de óleo e gás); aumento da concorrência de edifícios de qualidade localizados em regiões próximas, em especial no Centro ; potencial novo estoque de qualidade na nova região do Porto Maravilha

Figura 24 – Resumo dos elementos apontados pela análise SWOT no Estudo de Caso

No tocante aos aspectos positivos (internos e externos) identificados e apontados como *inputs* para a tomada de decisão, pode-se destacar elementos referentes ao:

- (i) Imóvel: excelente localização, a qual conta com uma ampla infraestrutura cultural, hoteleira, de transportes e serviços; dimensão e flexibilidade de suas lajes; e possibilidade de intervenções relevantes, visando atualizar as especificações técnicas do prédio; posicionamento competitivo do imóvel frente à concorrência (devido ao estoque da cidade do Rio de Janeiro ser predominantemente de baixa qualidade, e dadas as características do ativo em questão já exploradas); alta atratividade dos indicadores de qualidade previstos para o ativo individualmente (TRM = 7,5% a.a. e RTe = 28,5% a.a., conforme premissas estabelecidas no item 5.5.1 supra);
- (ii) Portfólio: aumento no grau de diversificação geográfica, antes mais concentrada em São Paulo (84% da ABL e 73% das receitas da Companhia, no cenário original), balanceando melhor seu mix de propriedades (82% da ABL e 65% das receitas da Companhia, no cenário após a aquisição); aumento na diversificação pelo ciclo de vida dos ativos em carteira da Companhia, antes mais concentrada em ativos em fase de *ramp up* e recém entregues (*ramp up* = 44%, recém entregues = 32%, consolidados = 20% e

em desenvolvimento = 4%, no cenário original) e agora mais distribuída entre todas as categorias (*ramp up* = 40%, recém entregues = 29%, consolidados = 18% e em desenvolvimento = 13%, no cenário após a aquisição);

- (iii) Mercado: bom momento econômico de crescimento e otimismo com relação à expansão do setor de óleo e gás; demanda consistente ao longo dos anos, evidenciada pelas baixas taxas de vacância (nula na região do Flamengo à época); baixo volume de estoque disponível na região; sem previsão de novo estoque futuro para a região; demanda por empreendimentos de maior qualidade e de porte relevante.

Com relação aos aspectos negativos (internos e externos) também apontados como *inputs* para a tomada de decisão, pode-se citar elementos referentes ao:

- (i) Imóvel: vacância total inicial do imóvel (risco de locação do empreendimento); risco no atraso das reformas e adequações do prédio;
- (ii) Portfólio: aumento na vacância do portfólio, de 3,3% para 5,6%, além de uma maior concentração da vacância no mercado do Rio de Janeiro (0,9% do total da vacância da carteira no cenário original para 3,3% do total da vacância da carteira no cenário após a aquisição); piora inicial nos indicadores de qualidade de monitoramento do portfólio (TRM e RTe) de 0,4 pontos percentuais e 1,8 pontos percentuais, respectivamente;
- (iii) Mercado: a piora do cenário macroeconômico no país ou de um setor ou segmento econômico específico relevante para a região (dependência dos setores público e de óleo e gás); aumento da concorrência de edifícios de qualidade localizados em regiões próximas a do Flamengo, como por exemplo o Botafogo e principalmente o Centro, que é a região de escritórios mais consolidada do Rio de Janeiro, e que concentra cerca de 64% do estoque total de escritórios; e potencial novo estoque de qualidade na nova região do Porto Maravilha.

Uma vez que a rotina trouxe tais elementos (positivos e negativos) à tona, cabe aos gestores interpretar estes fatores e incluí-los em suas premissas de análises financeiras, para então tomar a decisão sobre seguir com determinado

investimento. Isso porque, conforme já citado anteriormente, o procedimento realizado apresenta cunho fortemente qualitativo, com exceção às análises de indicadores de qualidade do ativo sob análise e do portfólio, devendo ser realizado em conjunto com análises de qualidade de investimentos e análises de riscos, de forma a embasar de forma completa a tomada de decisão por parte dos gestores.

Com relação às análises de indicadores de qualidade do portfólio, considerando a formatação e condição do mesmo à época da análise, pode-se dizer que as quedas iniciais em ambos indicadores de qualidade eram esperadas, já que o ativo em questão será alvo de intervenções importantes, não havendo qualquer geração de receita ao longo deste período. Além disso, embora o edifício possua um valor intrínseco à época da análise, o mesmo ainda não refletia os benefícios advindos das intervenções (ganho de capital) e nem a potencial maior geração de receita futura do imóvel. Pode-se dizer que tais efeitos serão esperados em casos de tomada de decisões de novos investimentos em ativos em fase de desenvolvimento ou de *retrofit* relevante (impossibilidade de geração de renda).

Além disso, observa-se que a queda dos indicadores de qualidade da carteira é baixa, uma vez que o ativo representa apenas 6% do valor total do portfólio. Assim, pode-se dizer que ao realizar aquisições de ativos individualmente, o fato da Companhia possuir uma carteira relevante de imóveis atua como atenuante de eventuais impactos negativos que tal ativo possa trazer sobre os indicadores de qualidade do portfólio.

A título de simulação, caso o valor do ativo sob análise fosse 4 vezes maior, ou seja, o mesmo representasse 20,6% do portfólio, a TRM do portfólio cairia para 5,1% (contra 6,4% no cenário original) e o RTe cairia para 18,6% (contra 24,4% no cenário original), ou seja, seriam impactos mais acentuados na carteira.

Como simulação adicional, caso o gestor do portfólio não esteja disposto a piorar os indicadores de vacância e de qualidade do portfólio inicialmente a fim de obter retornos potencialmente maiores no futuro, uma eventual nova aquisição (com metragem e investimentos equivalentes aos do Edifício X) deveria ter o seguinte perfil para que os indicadores aos menos se mantivessem nos níveis originais: (i)

possuir taxa de vacância de no máximo 4,7%; (ii) gerar uma receita operacional disponível mensal em torno de R\$ 1.700.000,00 – TRM do ativo de no mínimo 4,5% para o portfólio atingir uma TRM de 6,4%; e (iii) gerar uma receita operacional disponível mensal em torno de R\$ 2.950.000 – TRM do ativo de no mínimo 8,0% para o portfólio atingir um RTe de 24,4%.

Ademais, conforme apontado no item 5.5.1, os indicadores de qualidade esperados para a propriedade (individualmente), que consideram todas as intervenções previstas para o imóvel finalizadas e o período de análise de um ano (primeiro ano de operação do imóvel após o término do *retrofit*), demonstram que o ativo teria o potencial de gerar resultados bastante atraentes para a Companhia, sendo a TRM estimada em 7,5% a.a. e o RTe estimado em 28,5% a.a.

Sendo assim, considerando as premissas previamente apontadas para os cálculos dos indicadores de qualidade do Edifício X e que o portfólio não sofreu quaisquer alterações ao longo do período de análise acima citado, as potenciais implicações da eventual aquisição do ativo na ótica do portfólio como um todo seriam positivas, apresentando uma sensível melhora em ambos os indicadores de qualidade do portfólio (0,1 pontos percentuais na TRM e 0,3 pontos percentuais no RTe).

Dessa maneira, assim como nas análises dos elementos qualitativos, cabe aos tomadores de decisão avaliar principalmente se os riscos de locação (absorção mais lenta), de atraso de obras, de aumento de vacância do portfólio e de queda inicial nos indicadores de qualidade da carteira são compatíveis com a expectativa de retorno que o ativo poderá gerar ao final do seu *retrofit*.

Ademais, é importante frisar novamente que decisões desta natureza variam conforme as estratégias de atuação específicas e o perfil de cada empresa, que podem ser mais conservadoras ou mais agressivas; podem apresentar uma gestão mais ativa de suas carteiras ou menos ativas; podem ter uma política de investimentos mais abrangente ou mais limitada; podem ainda possuir prazos determinados de investimentos e desinvestimentos, possuindo assim um período específico para realizarem aquisições.

Por fim, recomendam-se novos estudos e pesquisas complementares ao presente trabalho, tanto abordando novos aspectos qualitativos nas análises (como a utilização de outras ferramentas estratégicas conclusivas, como por exemplo a matriz de Porter), como combinando também análises de qualidade de investimento à presente rotina, incluindo também análises de riscos.

Novos estudos neste sentido possibilitariam uma abordagem mais completa na decisão de investimentos para os tomadores de decisões, tornando-as mais embasadas tanto em aspectos quantitativos como qualitativos, além de minimizar alguns riscos importantes existentes em processos de aquisição de novos ativos.

7. BIBLIOGRAFIA

Bateman, T.S.; Snell, S.A. **Administração: liderança & colaboração no mundo competitivo**. 7ª edição. Tradução de Claudia Freire, Ivan Pedro Ferreira Santos, Lucas M. F. Yassumura, Mary Ellen da Costa Mickle Griesi e Suely Sonoe Murai Cuccio. São Paulo: McGraw-Hill, 2007. 695 p.

Baum, A. **Commercial Real Estate Investment: a strategic approach**. 2nd edition. Oxford: Elsevier, 2009. 413 p.

BUILDINGS – Pesquisa Imobiliária Inteligente. Disponível em <www.buildings.com.br/cretool>.

Chermack, T. J.; Kasshanna, B. K. **The use and misuse of SWOT analysis and implications for HRD professionals**. Human Resource Development International. v.10. 2007. p. 383 – 399.

Daft, R.L. **Administração**. 6ª edição. Tradução de Robert Brian Taylor. São Paulo: Thomson Learning, 2006. 581 p.

Drucker, P. **Management tasks, responsibilities, practices**. Harper Collins. 1974. 864 p.

Forte, S. A. B. **Um sistema de decisão estruturado em análise SWOT e posturas estratégicas aplicando análise multicritério**. 2017. 169 p. Dissertação (Pós graduação em informática aplicada) – Universidade de Fortaleza. Fortaleza.

Georgiev, G. **The benefits of Real Estate Investment**. 2002. 16p. CISDM Working Paper – University of Massachusetts. Massachusetts.

Kotler, P.; Keller, K. L. **Administração de Marketing**. 12ª edição. Prentice Hall, 2006. 450 p.

MARKET VIEW 1º trimestre 2006. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2006. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 2º trimestre 2006. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2006. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 3º trimestre 2006. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2006. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 4º trimestre 2006. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2006. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 1º trimestre 2007. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2007. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 2º trimestre 2007. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2007. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 3º trimestre 2007. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2007. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 4º trimestre 2007. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2007. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 1º trimestre 2008. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2008. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 2º trimestre 2008. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2008. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 3º trimestre 2008. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2008. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 4º trimestre 2008. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2008. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 1º trimestre 2009. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2009. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 2º trimestre 2009. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2009. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 3º trimestre 2009. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2009. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 4º trimestre 2009. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2009. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 1º trimestre 2010. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2010. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 2º trimestre 2010. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2010. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 3º trimestre 2010. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2010. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

MARKET VIEW 4º trimestre 2010. Rio de Janeiro: CB Richard Ellis, 2010. Publicação eletrônica trimestral disponível em <<http://www.cbre.com.br>>.

Medeiros, D. V. **Comportamento da oferta e demanda de espaços corporativos na Cidade do Rio de Janeiro**: A revitalização portuária e a criação da região do Porto Maravilha. 2015. 82 p. Monografia (MBA em Economia Setorial e Mercados, com Ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo.

Muczyński A. **An Integrated Approach to Real Estate (Portfolio) Management**. Real Estate Management and Valuation, Vol. 23. 2015. p. 5-16.

Pearce II, J. A.; Freeman, E. B.; Robinson, R. B. **The Tenuous Link Between Formal Strategic Planning and Financial Performance**. *Academy of Management Review*, v. 12, n.4. 1987. p. 658–675.

Pires, D. B. R. **A Influência da Macroeconomia no Mercado de Escritórios Corporativos de São Paulo**: Um Estudo sobre os Ciclos de Oferta e Demanda no Período de 2001 a 2015. 2016. 85 p. Monografia (MBA em Economia Setorial e Mercados, com Ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo.

Pitta, C.E. **Risco e Retorno do Investimento Imobiliário**. 2000. 84 p. Dissertação (Mestrado) – Fundação Getúlio Vargas. São Paulo

Porto, P.T. **Método para gestão de portfólios de investimentos em edifícios de escritórios para locação no Brasil**. 2010. 280 p. Tese (Doutorado) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

Porto, P.T.; Lima Jr. J.R. **Crítérios de Diversificação e Indicadores da Qualidade para Gestão de Portfólios em Edifícios de Escritórios para Locação**. 2011. 17 p. XI Conferência Internacional da LARES - Latin American Real Estate Society. São Paulo, Brasil.

Rocha Lima Jr., J. R.; Monetti, E.; Alencar, C. T. **Real Estate: Fundamentos para análise de investimentos**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. 440 p.

Santovito, R. F. **A dinâmica do mercado de edifícios de escritórios e a produção de indicadores de comportamento: uma simulação do índice de preços de locação em regiões de ocupação típica na cidade de São Paulo**. 2004. 136 p. Dissertação (Mestrado) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo.

Tiffany, P.; Peterson, S. D. (1998). **Planejamento Estratégico: o melhor roteiro para um planejamento estratégico eficaz**. Rio de Janeiro, Campus.

Varcoe, B. A process for the portfolio management of real estate assets. **Journal of Corporate Real Estate**, v. 2, n. 2, p. 113-122, 2000.

APÊNDICE A - PORTFÓLIO DA *PROPERTY COMPANY* DETALHAMENTO POR ATIVO

Portfólio da Property Company – Detalhamento por ativo

Ativos em operação						
Ativo	Tipo	UF	Taxa de Vacância	Valuation (R\$)	RODi (R\$/ano)	TRMq
Ativo 1	Escritório	MG	3,2%	32.500.000	2.567.227	7,9%
Ativo 2	Escritório	PR	0,0%	12.300.000	993.329	8,1%
Ativo 3	Escritório	RJ	0,0%	49.000.000	2.712.461	5,5%
Ativo 4	Escritório	RJ	0,0%	92.800.000	3.832.529	4,1%
Ativo 5	Escritório	RJ	0,0%	47.600.000	3.009.272	6,3%
Ativo 6	Escritório	RJ	0,0%	73.500.000	3.867.300	5,3%
Ativo 7	Escritório	RJ	0,0%	59.000.000	4.478.839	7,6%
Ativo 8	Escritório	RJ	39,0%	145.500.000	9.802.475	6,7%
Ativo 9	Escritório	RJ	0,0%	34.500.000	2.783.002	8,1%
Ativo 10	Escritório	RJ	0,0%	69.000.000	3.959.970	5,7%
Ativo 11	Escritório	RJ	26,0%	410.000.000	21.550.924	5,3%
Ativo 12	Escritório	SP	0,0%	75.700.000	3.681.542	4,9%
Ativo 13	Escritório	SP	32,6%	207.600.000	9.285.854	4,5%
Ativo 14	Escritório	SP	61,8%	51.300.000	1.196.301	-2,3%
Ativo 15	Escritório	SP	0,0%	49.700.000	3.606.820	7,3%
Ativo 16	Escritório	SP	0,0%	2.600.000	220.693	8,5%
Ativo 17	Escritório	SP	0,0%	54.400.000	3.825.522	7,0%
Ativo 18	Escritório	SP	0,0%	85.600.000	5.790.939	6,8%
Ativo 19	Escritório	SP	0,0%	7.600.000	563.429	7,4%
Ativo 20	Escritório	SP	0,0%	1.600.000	133.755	8,4%
Ativo 21	Escritório	SP	0,0%	5.000.000	360.245	7,2%
Ativo 22	Escritório	SP	0,0%	12.900.000	1.027.840	8,0%
Ativo 23	Escritório	SP	0,0%	89.700.000	7.244.141	8,1%
Ativo 24	Escritório	SP	0,0%	5.700.000	447.433	7,8%
Ativo 25	Escritório	SP	0,0%	19.700.000	1.489.701	7,6%
Ativo 26	Escritório	SP	0,0%	37.000.000	2.055.269	5,6%
Ativo 27	Escritório	SP	0,0%	37.600.000	2.237.793	6,0%
Ativo 28	Escritório	SP	0,0%	27.200.000	1.987.824	7,3%
Ativo 29	Escritório	SP	0,0%	16.100.000	1.519.848	9,4%
Ativo 30	Escritório	SP	18,6%	217.100.000	11.392.614	5,2%
Ativo 31	Escritório	SP	0,0%	58.780.000	3.921.232	6,7%
Ativo 32	Escritório	SP	0,0%	62.320.000	5.140.272	8,2%
Ativo 33	Escritório	SP	0,0%	45.040.000	2.738.844	6,1%
Ativo 34	Escritório	SP	0,0%	3.475.341	235.482	6,8%
Ativo 35	Galpão	PR	0,0%	80.000.000	7.232.375	9,0%
Ativo 36	Galpão	PR	0,0%	8.200.000	580.564	7,1%
Ativo 37	Galpão	PR	0,0%	13.700.000	2.635.906	19,2%
Ativo 38	Galpão	SP	0,0%	14.900.000	1.339.654	9,0%
Ativo 39	Galpão	SP	0,0%	34.300.000	2.240.926	6,5%
Ativo 40	Galpão	SP	0,0%	87.200.000	8.565.312	9,8%
Ativo 41	Galpão	SP	0,0%	6.500.000	655.895	10,1%
Ativo 42	Galpão	SP	0,0%	10.600.000	1.065.574	10,1%
Ativo 43	Galpão	SP	0,0%	45.800.000	5.386.542	11,8%
Ativo 44	Galpão	SP	0,0%	24.300.000	1.457.302	6,0%
Ativo 45	Galpão	SP	0,0%	69.000.000	5.167.369	7,5%
Ativo 46	Galpão	SP	0,0%	178.000.000	8.348.981	4,7%
Ativo 47	Galpão	SP	0,0%	32.000.000	2.170.457	6,8%
Ativo 48	Galpão	SP	0,0%	59.500.000	6.966.628	11,7%
Ativo 49	Galpão	SP	0,0%	38.800.000	2.719.759	7,0%
Ativo 50	Galpão	SP	4,2%	96.300.000	7.480.322	7,8%
Ativo 51	Galpão	SP	0,0%	308.800.000	22.090.130	7,2%
Ativo 52	Galpão	SP	0,0%	124.600.000	10.259.240	8,2%
Ativo 53	Galpão	SP	0,0%	116.900.000	9.153.392	7,8%
Ativo 54	Galpão	SP	0,9%	184.600.000	16.427.022	8,9%
Ativo 55	Galpão	SP	0,0%	84.700.000	6.745.846	8,0%
Ativo 56	Galpão	SP	0,0%	20.700.000	1.656.542	8,0%
TOTAL ATIVOS EM OPERAÇÃO			3,2%	3.838.815.341	257.613.856	
Ativos para desenvolvimento						
Ativo	Tipo	UF	Taxa de Vacância	Valuation (R\$)	RODi (R\$/ano)	TRMq
Ativo 57	Escritório	SP	-	88.650.000	-	-
Ativo 58	Escritório	SP	-	23.850.000	-	-
Ativo 59	Escritório	SP	-	13.200.000	-	-
Ativo 60	Galpão	SP	-	34.500.000	-	-
Ativo 61	Galpão	SP	-	13.900.000	-	-
TOTAL ATIVOS PARA DESENVOLVIMENTO			-	174.100.000	-	-

Tabela 12 – Portfólio da Property Company – Detalhamento por ativo