

Artigo nº 3

Custo de Reposição, uma bela referência do valor de um ativo

Gostamos muito de olhar o valor de um ativo físico imobiliário sob a perspectiva do seu **“custo de reposição”**. Claro, também combinamos esse estudo com a análise relativa, e o método do fluxo de caixa descontado – aqui, usamos análise de sensibilidade de aluguel, *cap rate* de entrada/saída, *leasing spread* e alavancagem financeira para entender em que cenário perdemos dinheiro.

A nossa estratégia visa adquirir ativos cujo valor é **inferior** ao seu custo de reposição, em outras palavras, abaixo do montante investido para se desenvolver um novo, “do zero”. O custo de reposição é o somatório do custo de terreno, obra (matéria prima e mão-de-obra), licenças para adicional construtivo (outorga, cepac, etc) e o custo do dinheiro no tempo.

Dessas variáveis, a mais difícil de estimar é o custo do terreno, que é basicamente explicado pela sua localização. A mensuração do valor do terreno envolve análise do adensamento demográfico, renda per capita, empregos formados na região, transporte/infraestrutura, etc. Também é preciso avaliar a sua oferta, na medida que a escassez de áreas aumenta, o terreno se valoriza e vice-versa. Já o custo de obra é fácil estimar, varia pouco independentemente da região do ativo.

Vamos a um exemplo prático de como avaliamos um ativo sob a perspectiva do custo de reposição. A região da Faria Lima na cidade de São Paulo, onde está localizada a RBR e boa parte dos nossos investimentos imobiliários, tem escassez de terreno.

É quase impossível achar uma área à venda por aqui, ainda mais a um valor que “a conta feche” para gente. Adicionalmente, não há CEPACs, certificado que permite ampliar o potencial construtivo, disponível para compra, o que torna ainda mais complexo precificar um ativo na região.

Segundo as nossas contas, um novo prédio comercial triple A (ativo moderno) demanda investimentos da ordem de R\$ 20 mil por metro quadrado, por baixo. Uma laje negociando ao valor abaixo de R\$ 20 mil o metro quadrado pode ser uma bela aquisição. A valorização desses ativos em São Paulo nos últimos 2 anos limitou mais a análise sob o ponto de vista do custo de reposição.

Porém, a conta do custo de reposição não para por aí. Temos que incorporar alguns fatores como risco de execução de obra, risco legal e o próprio custo do dinheiro no tempo. Afinal, uma obra pode atrasar seja por conta de más condições climáticas (leia-se chuva) e/ou por atrasos de licenças e aprovações de prefeitura, dentre outros fatores.

O custo do dinheiro no tempo é mais simples. Podemos partir de uma taxa Selic de 6,5% a.a. – estamos sendo bastante conservadores, aqui. Neste negócio, como temos um risco maior de que um título de Governo, vamos assumir que o risco de execução e obra combinados representam 150 bps.

Assim, chegamos a uma taxa de retorno requerida, ou TIR, de 8% a.a. O retorno acumulado requerido pelo ser investidor em um projeto que demora 4 anos para ficar pronto seria de 36%, neste caso. Incorporando esse prêmio ao nosso custo de reposição de um ativo por metro quadrado na Faria Lima ($R\$ 19.500 \cdot (1,36\%)$), chegamos ao valor aproximado de R\$ 26,5 mil o metro quadrado sob a ótica do custo de reposição.

Um ativo com esse valor, para gerar uma rentabilidade de 8% a.a. daqui a 4 anos, precisa que o aluguel mínimo mensal seja de R\$ 177 por metro quadrado. Interessante notar que, hoje, o valor do aluguel na região está ao redor de R\$ 110,00, ou seja, teríamos que ver uma alta de 60% para fazer sentido econômico ao investidor investir num projeto do zero.

Artigo nº 3

O custo de reposição não deve ser avaliado isoladamente, é preciso entender a tendência do mercado da região. Um ativo com alta vacância, seja por excesso de oferta, baixa demanda, e/ou uma combinação dos ambos negociando abaixo do custo reposição não necessariamente é um bom investimento. Só para se ter um parâmetro, na média, ativos com 60% de vacância tem fluxo de caixa negativo, por conta dos custos das lajes vagas como IPTU e condomínio.

Na região da Faria Lima, por exemplo, a vacância segue caindo trimestre a trimestre (hoje, está próxima de 10%). Para os próximos anos, não temos entregas de novas lajes na localidade e, pela simples lei da oferta/demanda, os preços dos aluguéis tendem a passar por forte correção a ponto de estimularem o desenvolvimento de novos projetos por aqui.

Para nós, a tendência de aumento do preço de aluguel na região é indiscutível. Enquanto isso, seguimos à caça das oportunidades cujo valor de mercado atual é inferior ao custo de reposição, combinado com uma análise setorial e o próprio fluxo de caixa daquele projeto. Ficamos, aqui, com o dever de trazer uma análise setorial de lajes mais ampla para validar a nossa visão construtiva em lajes corporativas em São Paulo.

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda dos produtos da RBR Asset, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.