



SHORENSTEIN

Análise de Caso

Cadeira de Investimentos Imobiliários
Prof. Rui Alpalhão

Elaborado por Gonçalo Nascimento Rodrigues

08 de Abril de 2008

Shorenstein – Análise de Caso – *General Overview*

- A Empresa
 - Efectua investimentos imobiliários, actuando nas áreas do investimento directo e indirecto, gestão, arrendamento e desenvolvimento de edifícios de escritórios de qualidade;
 - Olha para o imobiliário como um investimento de longo prazo;
 - Procura sempre oportunidades de investimento que lhe possibilitem:
 - Gerar um rendimento estável e adequado ao nível de risco que procura;
 - “Sobreviver” a ciclos económicos desfavoráveis.
 - Entre 1992 e 2003, montou 6 fundos de investimento, tendo levantado um total de USD 1,5 *Billion* em *equity* com um *leverage* de 65% (USD 4,3 *Billion* em transacções);
 - Em 2004 fechou mais um fundo com € 775 *Million* em *equity* (*Fund Seven*).

Shorenstein – Análise de Caso – *General Overview*

- A Empresa – Estratégia de Investimento

Escritórios de elevada qualidade, localizados em grandes centros urbanos

Ocupação estável, bons arrendamentos

Níveis de endividamento prudentes

Gerar valor através da gestão

Procurar oportunidades de *disposal/refinancing*

Valorização do imóvel por localização e ocupação

Baixo risco de ocupação

Cash-Flows estáveis / boa gestão dos ciclos económicos

CORE PLUS

Shorenstein – Análise de Caso – *General Overview*

- A Empresa – Fund Six
 - Fechado em Agosto de 2001 com um total de USD 609,4 *Million*;
 - No Verão de 2004 (data actual), já alocou 60% do seu valor;
 - Com este investimento, pretende alocar um total de 85%:
 - Investir cerca de USD 150 *Million* em *equity*.
 - O Fundo tem já 8 investimentos em carteira nas cidades de Chicago, Philadelphia, Nova Iorque, Sacramento e São Francisco.

Shorenstein – Análise de Caso – O Mercado

- Breve Análise do Mercado

- Os imóveis em questão localizam-se ambos em Midtown Manhattan, a maior CBD do mercado de escritórios de Nova Iorque;
- Trata-se de uma localização extremamente central, compreendendo 434 imóveis e 207 milhões de pés quadrados (cerca de 80% são Classe A);
- A Shorenstein acredita que mercados com Midtown Manhattan apresentam mais liquidez e maior velocidade de arrendamento, pelo que está bastante interessada em aqui investir.

Midtown Manhattan	Total Inventory	Total Vacancy	Class A Inventory		Class A Vacancy	Class A Gross Rental Rate
Columbus Circle	19.800.000	6,80%	16.800.000	84,85%	7,10%	49,33
Penn Plaza	40.700.000	7,40%	13.700.000	33,66%	4,10%	36,47
Times Square	23.400.000	7,30%	20.300.000	86,75%	9,00%	51,11
<i>Grand Central</i>	<i>41.400.000</i>	<i>10,10%</i>	<i>37.400.000</i>	<i>90,34%</i>	<i>10,00%</i>	<i>46,27</i>
Plaza District	81.400.000	7,60%	80.200.000	98,53%	7,60%	56,92
Total/Average	206.700.000	8,00%	168.400.000	81,47%	8,00%	51,43

Shorenstein – Análise de Caso – O Mercado



Shorenstein – Análise de Caso – O Mercado

- Breve Análise do Mercado

- No final do 2º trimestre de 2004, as rendas tinham subido já 44% nos últimos 10 anos, apesar de estarem situadas 22% abaixo dos máximos de 2000;
- A absorção líquida de escritórios situava-se em 2,7 Milhões de pés quadrados mas ainda não tinha sido observada uma subida no volume das rendas, apesar de se assistir a um *rebound* no mercado;
- A Shorenstein, com base nos dados de emprego no sector de serviços (com maior ênfase nos sectores financeiro e jurídico), acreditava numa subida das rendas nos anos vindouros;
- Dentro de Midtown Manhattan, os imóveis em apreço localizavam-se na Grand Central submarket que:
 - Apresentava renda médias brutas de \$ 46,27 por pé quadrado (5% acima do ano transacto);
 - Absorção líquida de 637 mil pés quadrados na 1ª metade de 2004;
 - Um stock total de 83 imóveis e 41 milhões de pés quadrados.

Shorenstein – Análise de Caso – O Mercado

- Breve Análise do Mercado

- Algumas transacções tinham sido efectuadas neste mercado com alguma disparidade de preços. No entanto, podemos desde já assinalar o valor de \$ 400 por pé quadrado como referência quer para Park Avenue como para Lexington Avenue.

Trades	Area	Price	Price (sf)
717 Fifth Avenue	450.000	350.100.000	778
600 Third Avenue	525.000	212.100.000	404
530 Fifth Avenue	497.000	210.231.000	423
885 Third Avenue	592.000	235.024.000	397
261 Fifth Avenue	426.500	113.875.500	267
1775 Broadway	625.000	250.000.000	400
Average	519.250	228.555.083	440,16

Shorenstein – Análise de Caso – Os Imóveis

- Park Avenue

- Prédio de escritórios com 25 pisos, classe B+, com uma área total de 575 mil pés quadrados;
- Muito bem localizado, junto ao Grand Central Terminal com acesso directo ao metropolitano pela Park Avenue;
- Rendimento estável;
- Possibilidade de renovação do lobby e espaços comerciais do R/C, posicionando o imóvel com Classe A- no futuro.

Shorenstein – Análise de Caso – Os Imóveis

- Lexington Avenue
 - Complexo de escritórios dividido em 2 prédios de 34 e 31 pisos;
 - Área total de 1,66 milhões de pés quadrados;
 - Propriedade de um Fundo de Pensões que era ao mesmo tempo o arrendatário (de momento, de apenas parte dos imóveis);
 - Bem localizado, na Grand Central mas um pouco distante da Grand Central Terminal.



S H O R E N S T E I N

Questões

Shorenstein – Análise de Caso – Questions

- Pressupostos
 - Year 0 corresponde a 2004;
 - Não há impostos sobre mais-valias;
 - Não há amortizações dos imóveis
 - Valor Residual:
 - Valor de aquisição acrescido de todos os melhoramentos no imóvel, capitalizado à taxa de rendibilidade observada em 2004 no mercado de escritórios dos USA (Fonte: NCREIF);

Shorenstein – Análise de Caso – Questions

- Question 1: Why not buy each property?
 - Park Avenue
 - Idade do imóvel: pode implicar elevados custos de manutenção/modernização (só nos últimos 3 anos foram gastos \$ 26 *Million*);
 - Visibilidade: entrada principal do imóvel de fraca qualidade e visibilidade;
 - Preço: os preços que estão a ser praticados no mercado (acima de \$ 400 por pé quadrado), podem inviabilizar este investimento.



Shorenstein – Análise de Caso – *Questions*

- Question 1: Why not buy each property?
 - Lexington Avenue
 - Estratégia de Investimento: investimento oportunístico e não *core-plus*. Trata-se de um investimento cuja rentabilidade depende muito do potencial de remodelação e trabalho muito activo de gestão e não de um imóvel com baixo risco de ocupação. Por esta razão, este investimento sai um pouco fora da estratégia core-plus da Shorenstein;
 - Localização: localizado numa zona não tão central quanto Park Avenue que tem melhores acessibilidades a meios de transporte colectivos;
 - Diversificação: o próprio Fund Six já tem um imóvel em Lexington Avenue, sendo que este investimento não contribuirá em nada, do ponto de vista da localização, para potenciar diversificação da carteira e, logo, menor risco da mesma;
 - Investimento: oportunidade de remodelação implica necessidades adicionais de *equity*;
 - Ocupação: 64% do edifício estará vago em 2005, obrigando a novos arrendamentos (mais que a absorção líquida de todo o mercado na 1ª metade de 2004)

Shorenstein – Análise de Caso – *Questions*

- Question 2: Risks for each building
 - Park Avenue
 - Risco de Ocupação: o imóvel vai necessitar de alguma gestão activa no sentido de encontrar novos inquilinos à medida em que os espaços vão vagando, sendo que a previsão de um *boost* nas rendas e na procura de escritórios nesta zona, por parte da Shorenstein, podem não se concretizar.
 - Risco de Valor Residual: estima-se forte apreciação do mercado (com base em dados históricos) que se não for cumprido pode prejudicar rendibilidade do investimento.

Shorenstein – Análise de Caso – *Questions*

- Question 2: Rate of Return

- Park Avenue

- Definida uma taxa de rentabilidade alavancada entre 10,41% e 16,04% (conforme investimento financiado a 5 ou a 10 anos);
 - Risco assumido como a média do mercado de REITS;
 - Prémio de mercado equivalente à rentabilidade média do mercado de escritórios norte-americano
 - Alavancagem de 65%.

Park Avenue	5Y	10Y
Rf	3,75%	4,50%
Beta (u)	0,61	0,61
Rm	8,16%	11,12%
Reu	6,43%	8,52%
Rd	5,50%	5,75%
Rel	10,41%	16,04%
t	22,16%	22,16%
Equity	84.000.000	84.000.000
Debt	156.000.000	156.000.000

→ Beta médio dos REITS norte-americanos em 2004
Fonte: Damodaran Online

→ Rentabilidade média do mercado de escritórios norte-americano
Fonte: NCREIF



Shorenstein – Análise de Caso – *Questions*

- Question 2: Risks for each building
 - Lexington Avenue
 - Risco de ocupação: 93% do *Building 2* está arrendado ao proprietário que tenciona sair com a venda do imóvel;
 - Risco de mercado: é necessário colocar muita área de escritórios no mercado para arrendamento no curto prazo e o mercado poderá não corresponder. A área a vagar representa 30% do total de tomada líquida de todo o mercado (dados dos dois primeiros trimestres de 2004) e mais do que o mercado de Grand Central;



Shorenstein – Análise de Caso – *Questions*

- Question 2: Rate of Return

- Lexington Avenue

- Definida uma taxa de rentabilidade alavancada entre 15,71% e 24,16% (conforme investimento financiado a 5 ou a 10 anos);
- Beta ligeiramente acima da média do mercado (considerado investimento de maior risco);
- Prémio de mercado equivalente à rentabilidade média do mercado de escritórios norte-americano;
- Alavancagem de 65%.

Lexington Avenue	5Y	10Y
Rf	3,75%	4,50%
Beta (u)	0,70	0,70
Rm	8,16%	11,12%
Reu	6,83%	9,14%
Rd	5,50%	5,75%
Rel	15,71%	24,16%
t	29,52%	28,19%
Equity	112.500.000	112.500.000
Debt	337.500.000	337.500.000

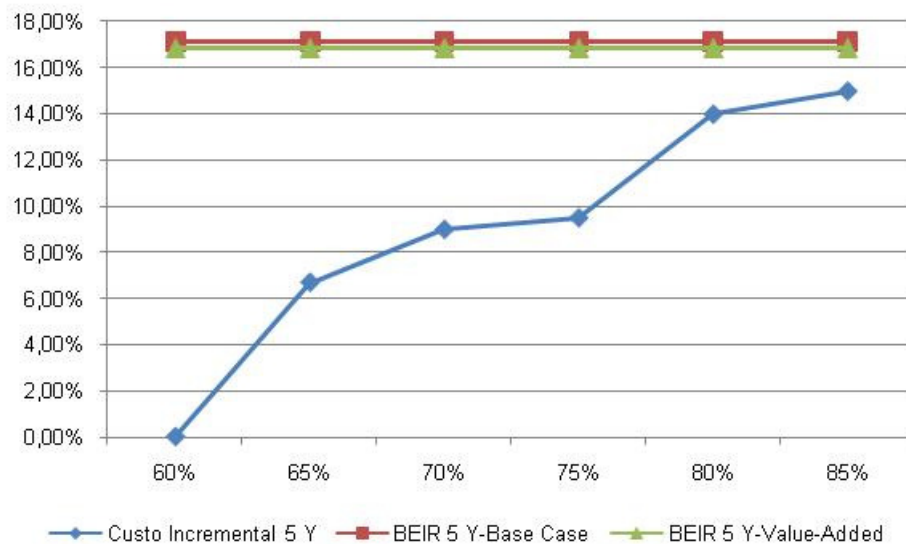
→ Beta ligeiramente acima da média do mercado de REITS



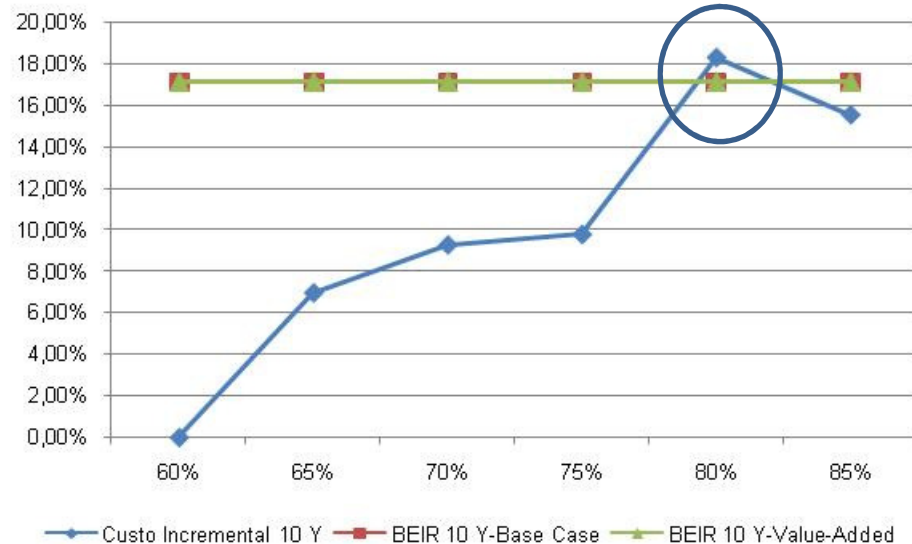
Shorenstein – Análise de Caso – *Questions*

- Question 3: Financing Strategy
 - Park Avenue
 - Para dívida a 5 anos: LTV máximo de 85%
 - Para dívida a 10 anos: LTV máximo de 75%

Financiamento a 5 anos



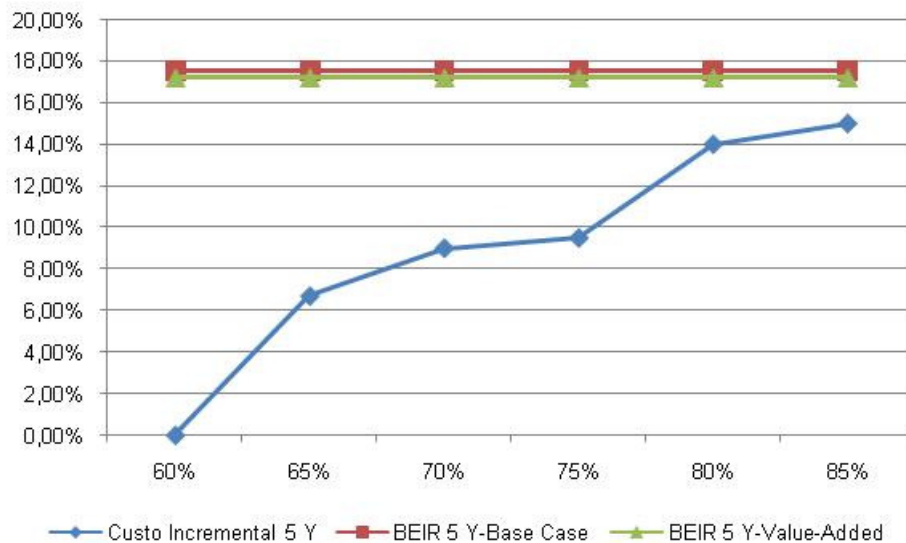
Financiamento a 10 anos



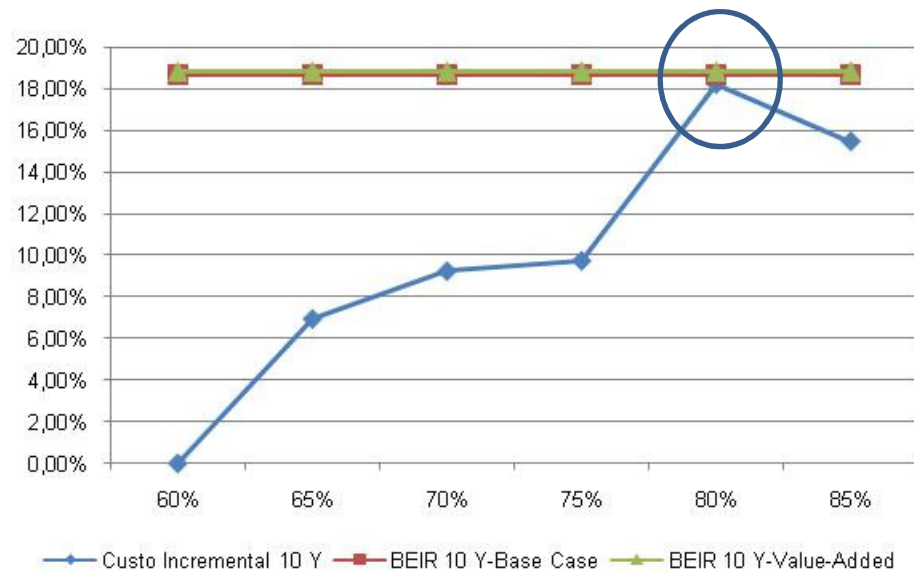
Shorenstein – Análise de Caso – *Questions*

- Question 3: Financing Strategy
 - Lexington Avenue
 - Para dívida a 5 anos: LTV máximo de 85%
 - Para dívida a 10 anos: LTV máximo de 75%

Financiamento a 5 anos



Financiamento a 10 anos



Shorenstein – Análise de Caso – *Questions*

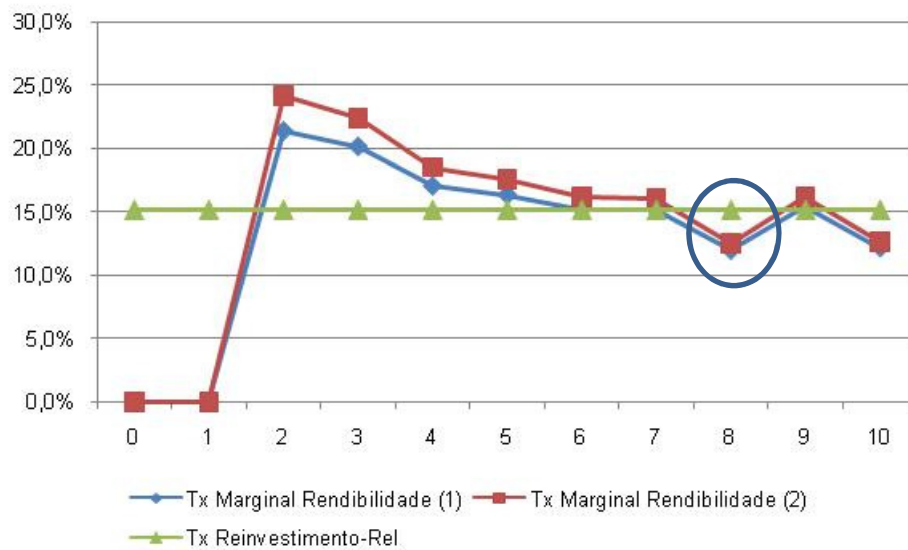
- Question 3, 4 and 5
 - Park Avenue
 - Preço de Compra: Entre \$ 225 Milhões e \$ 240 Milhões;
 - LTV de 65% ou 70%;
 - Financiamento por 10 anos.

	Base Case		Value-Added	
	Simulação 1	Simulação 2	Simulação 1	Simulação 2
Price	240.000.000	225.000.000	240.000.000	225.000.000
LTV	65%	70%	65%	70%
Financing Period	10 Y	10 Y	10 Y	10 Y
Holding Period	7 Y	8 Y	6 Y	7 Y
IRRu	13,60%	13,93%	13,86%	14,19%
IRRI	22,35%	24,49%	22,40%	24,43%

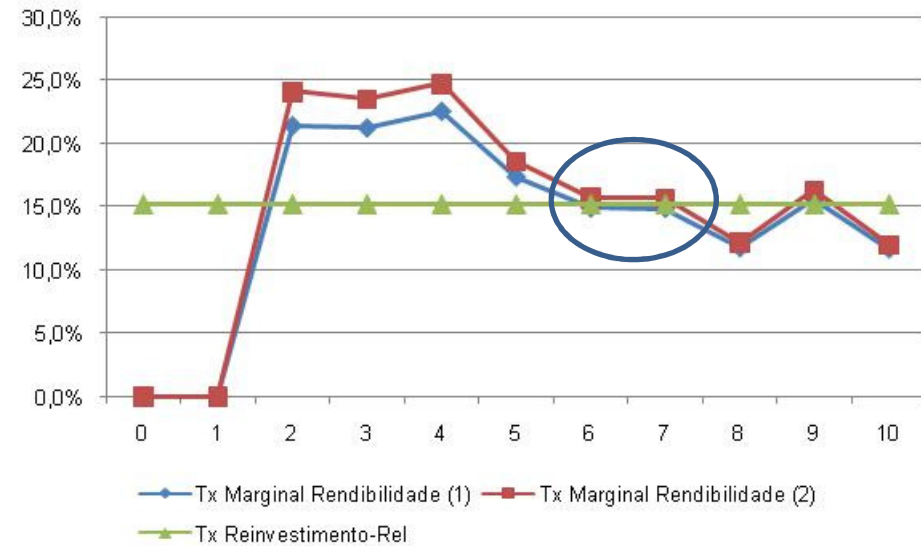
Shorenstein – Análise de Caso – *Questions*

- Question 3, 4 and 5
 - Park Avenue (Holding Period)

Base Case



Value-Added



Shorenstein – Análise de Caso – *Questions*

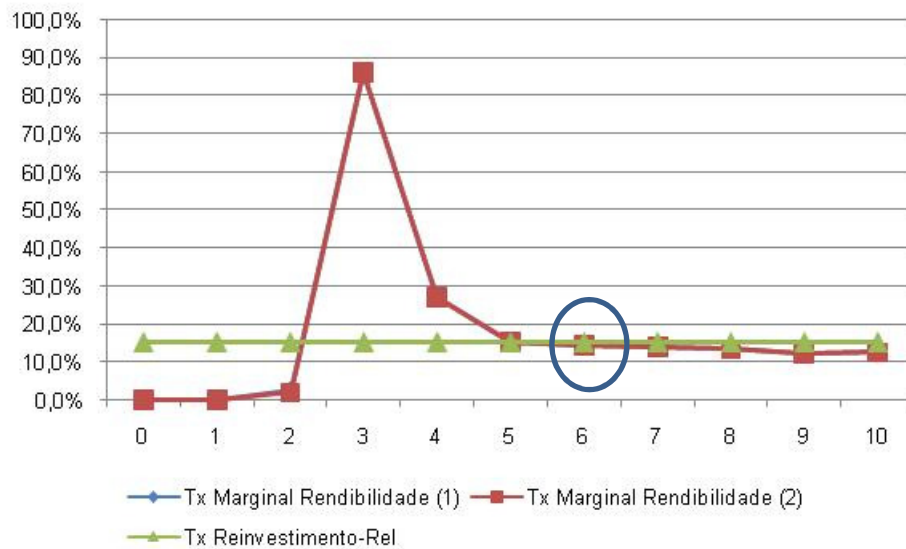
- Question 3, 4 and 5
 - Lexington Avenue
 - Preço de Compra: \$ 450 Milhões;
 - LTV de 75%;
 - Financiamento por 10 anos.

	10Y Finance	5Y Finance
Price	450.000.000	450.000.000
LTV	75%	75%
Financing Period	10 Y	5 Y
Holding Period	6 Y	6 Y
IRRu	13,64%	12,81%
IRRI	23,90%	26,94%

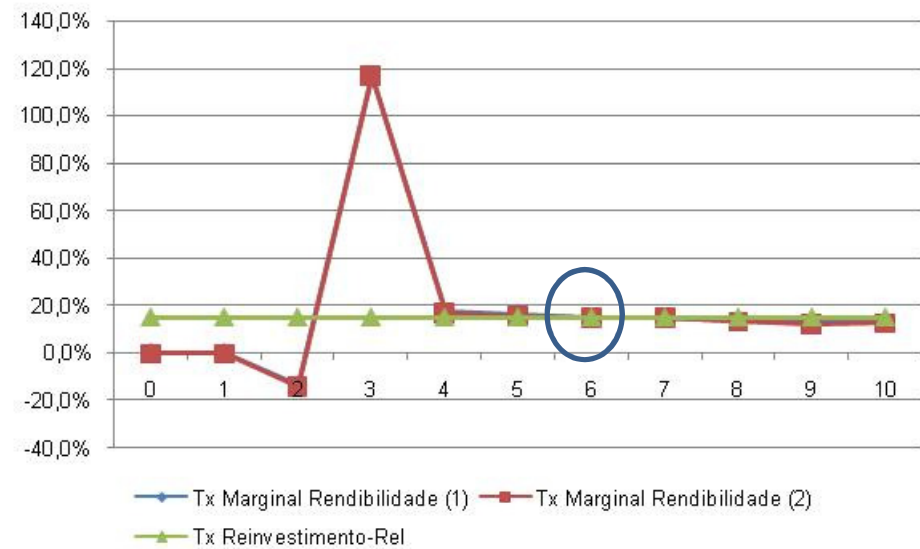
Shorenstein – Análise de Caso – Questions

- Question 3, 4 and 5
 - Lexington Avenue (Holding Period)

Base Case



Value-Added



Shorenstein – Análise de Caso – *Questions*

- Que Decisão Final?
 - Adquirir Park Avenue. A proposta inicial deverá ser de \$ 225 Milhões, a ajustar caso necessário e balanceada com a dívida a contrair;
 - Fazer as obras necessárias de remodelação do lobby e da zona comercial. Assim, o imóvel ganha em nobreza, imagem e remodelação dos espaços comerciais, factores importante para uma venda futura bem sucedida;
 - Vender imóvel no Ano 6. Pode contemplar-se um financiamento a 5 anos (melhora ligeiramente IRR) e um refinanciamento até à data da venda no 6º ano.

Shorenstein – Análise de Caso – *Questions*

- Porquê?
 - Maior IRR;
 - Risco mais baixo;
 - Melhor localização;
 - Ficar com o imóvel para além do Ano 6 representa uma taxa de reinvestimento superior à taxa marginal de rendibilidade dos meus cash-flows;
 - Imóvel mais adequado à estratégia de investimento da Shorenstein;
 - Cash-flows mais estáveis, menor risco de ocupação;
 - Menor envolvimento de equity (agora e durante o *holding period*)
 - Remodelação prepara melhor o imóvel para venda no final a um Institucional.

Shorenstein – Análise de Caso – *Questions*

- Mais alguns dados...
 - Loan-to-Value previsto passa os testes do Banco;
 - Cap Rate dentro ou acima do range do mercado.

