



Texto para Coluna do NRE-POLI  
na Revista Construção e Mercado – Pini – Maio 2015

**Ciclo Financeiro da Incorporação Imobiliária e Impactos nos Resultados dos Empreendimentos em Momentos de Recessão da Economia e do Setor Imobiliário**  
**Profa. Dra. Carolina Gregório**

O mercado de real estate está passando por um momento de ajustes para enfrentar o ciclo de recessão do setor. Dados publicados pelo Secovi confirmam o período recessivo do setor em 2014, que deve se estender para 2015. A comercialização de imóveis novos caiu 40% em 2014 em relação a 2013, e o número de distratos também apresentou alta.

Um conjunto de fatores leva à recessão do setor. Para cada tipologia de empreendimento esses fatores são distintos. Tratando-se do mercado de real estate residencial, os fatores que mais influenciam o mercado são: [i] níveis de emprego e renda; [ii] disponibilidade de crédito para financiamento dos imóveis aos mutuários em condições adequadas à capacidade de pagar dos compradores; e [iii] confiança dos mutuários em relação à estabilidade da economia para ingressar em um compromisso de longo prazo (pagamento das parcelas do financiamento).

Atualmente a economia passa por um momento de incertezas, que aliado ainda à elevação das taxas de juros dos financiamentos aos mutuários, interferem no apetite dos compradores para se comprometer com a compra do imóvel<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> A CEF (Caixa Econômica Federal), que representa 70% do mercado de financiamento imobiliário, aumentou no início deste ano as taxas de juros em mais de 1,5% a.a para



O NRE-POLI tem contribuído com pesquisas levadas para contribuição do mercado com intuito de buscar a opinião do meio em relação às perspectivas para os diferentes setores de real estate. Na pesquisa realizada em dezembro de 2014 a percepção do mercado é que neste ano (2015) os preços dos empreendimentos residenciais deverão acompanhar a inflação, com viés de baixa moderada. Nesta mesma pesquisa a opinião do mercado para o nível de oferta de empreendimentos em 2015, em relação ao que se observou em 2014, é que cairá, dado que a liquidez dos estoques tem se verificado muito baixa (velocidade de absorção).

Com intuito de verificar como esse cenário recessivo impacta no ciclo das incorporações e nos principais indicadores da qualidade dos investimentos nos empreendimentos, será usado um caso protótipo com base nos valores do mercado de São Paulo, para um público de média renda. Os quadros a seguir apresentam as características gerais do empreendimento protótipo e as premissas para os custos de implantação.

Quadro 01

EMPREENDIMENTO PROTÓTIPO	
áreas em m <sup>2</sup>	
terreno	5.000
aproveitamento	2,5
número de unidades	160
área privativa total (APT)	13.500 referência para preço
área de incorporação	25.540
área equivalente de construção (AEC)	20.119 referência para custos

crédito concedido pelo Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), e ~0,5% a.a (a depender da categoria do mutuário) para crédito pelo Sistema de Financiamento Habitacional (SFH).



## Quadro 02

CUSTOS DE IMPLANTAÇÃO DO EMPREENDIMENTO PROTÓTIPO		
valores em R\$mil mar15		
ORÇAMENTO DE CUSTOS DA IMPLANTAÇÃO		52.950
	parâmetro de orçamento	
1. terreno	2.350 R\$/m2	11.750
2. contas da implantação resultantes	3.052 R\$/m2 APT	41.200
2.1. contas da aquisição do terreno	5,02% [1.]	590
2.2. projeto e planejamento	4,04% [2.4.]	1.300
2.3. contas da incorporação	0,51% [3.]	400
2.4. construção	1.600 R\$/m2 AEC	32.200
2.5. honorários de administração	10,00% [2.1.até 2.4.]	3.449
2.6. honorários de gerenciamento	3,00% [3.= (VGV)]	2.361
2.7. reserva para manutenção e reparos	2,80% [2.4.]	900

Para o cenário de velocidade de vendas e encaixe líquido da receita de vendas serão avaliados três cenários, que conjecturam com os diferentes ciclos do mercado de real estate (mercado aquecido, mercado estagnado e mercado em recessão). O propósito não é demonstrar como se situarão as vendas nestes próximos meses, mas qual é o impacto nos indicadores para ciclos de mercado mais recessivos que passam por estagnação de preços e queda da velocidade de vendas.

As premissas que diferem os cenários são: [i] absorção de mercado (interpretada pela velocidade de vendas nos lançamentos), [ii] preço das unidades (crescimento moderado acima da inflação, crescimento acompanhando a inflação e congelamento dos preços, conferindo queda de valor em termos reais); e [iii] velocidade do encaixe dos repasses, que constituem a maior parcela do encaixe de vendas e que são alongados devido à baixa absorção dos estoques ou aumento da quantidade de



distratos<sup>2</sup>.

O Quadro 03 apresenta as premissas de vendas para o caso protótipo em cada um dos cenários avaliados.

Quadro 03

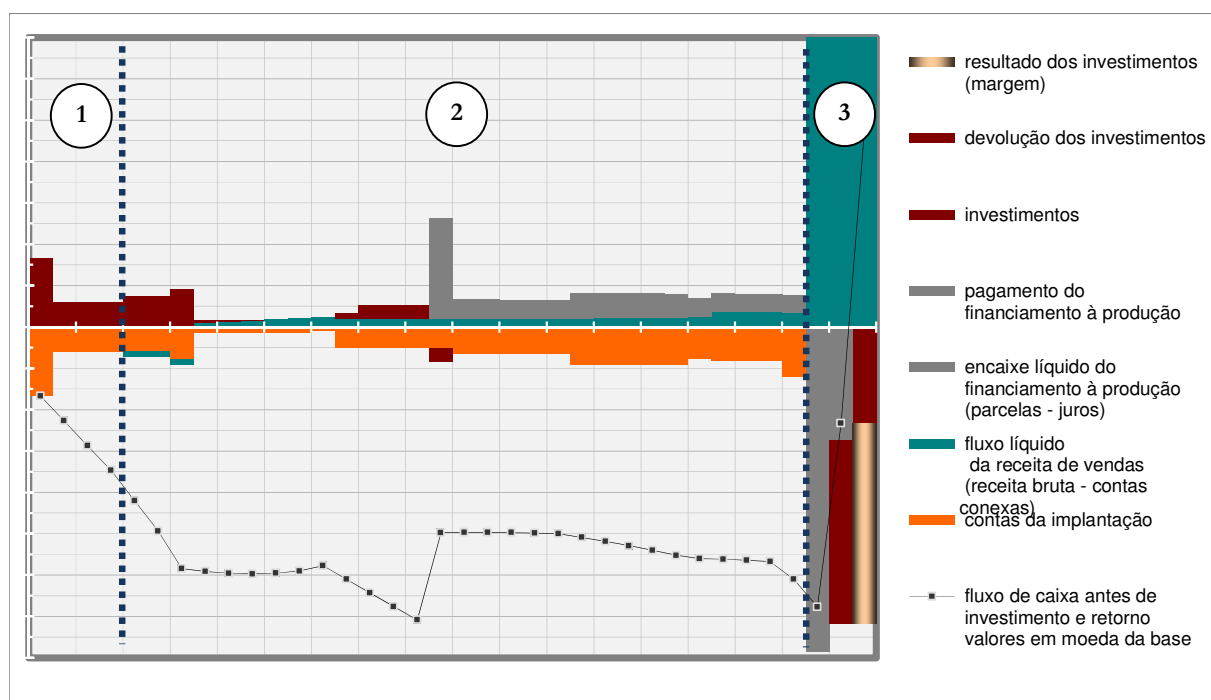
RECEITA DE VENDAS, CONTAS CONEXAS E ENCARGOS DO EMPREENDIMENTO PROTÓTIPO						
valores em R\$mil mar15						
CENÁRIOS PARA DIFERENTES CICLOS DE MERCADO DE REAL ESTATE						
	Aquecido		Estagnado		Recessivo	
[i] Velocidade de Vendas e [ii] Preço das Unidades	R\$/m <sup>2</sup> APT		R\$/m <sup>2</sup> APT		R\$/m <sup>2</sup> APT	
i. lançamento	70,0%	5.760	50,0%	5.760	30,0%	5.760
ii. sustentação durante a construção	10,0%	5.904	30,0%	5.760	50,0%	5.568
iii. venda de saldos	20,0%	6.048	20,0%	5.760	20,0%	5.088
	Crescimento real de 2,5% de um patamar para outro		Crescimento Acompanhando a Inflação		Manutenção dos preços (perda de valor em termos reais)	
[iii] Repasse (encaixe banco repassador)	dividido nos 3 meses após habite-se		dividido nos 5 meses após habite-se		dividido nos 9 meses após habite-se	
<b>RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS</b>	<b>69.314</b>		<b>68.419</b>		<b>65.749</b>	
<b>3. receita operacional bruta (ROB)</b>	<b>78.732</b>		<b>77.760</b>		<b>74.650</b>	
3.1. contas de pp&m (4% da ROB)	-3.200		-3.200		-3.000	
3.2. contas de corretagem (4% da ROB)	-3.150		-3.106		-2.988	
3.3. contas do repasse (R\$ 1200/Un.)	-192		-192		-192	
<b>4. pis+cofins em SPE (3,65%)</b>	<b>-2.876</b>		<b>-2.843</b>		<b>-2.721</b>	

Durante o ciclo completo de uma incorporação pode se observar três períodos que caracterizam os investimentos e retornos dos incorporadores. O primeiro período é o de preparação até o lançamento do empreendimento que configura um ciclo de investimento puro dos incorporadores. O segundo período é quando se iniciam as vendas e, posteriormente, a construção até o habite-se, momento em que começam os

<sup>2</sup> Com os distratos as incorporadores precisam substituir o comprador, muitas vezes acabam ofertando um outro imóvel em que o comprador fica mais confortável com as parcelas, atrasando os repasses por parte do banco.



encaixes das vendas e o financiamento para produção<sup>3</sup>, esse período configura um ciclo de investimento amortecido dos incorporadores, em função da contribuição das vendas e financiamento na equação de fundos necessária para fazer o empreendimento girar. O terceiro ciclo é o momento de retorno puro dos incorporadores, dado o repasse das unidades, que corresponde a maior parcela do encaixe de vendas, e que ocorre após conclusão das obras.



É possível observar no gráfico que o encaixe de vendas e financiamento para produção são fontes relevantes na composição da equação de fundos do empreendimento, demandando nesse período menos necessidade de investimento do incorporador.

<sup>3</sup> Em geral os bancos exigem um percentual aproximado de 30% de vendas com 15% da obra já executada para liberação dos desembolsos.



Para avaliar os impactos de um período de recessão nos indicadores da qualidade do investimento nos empreendimentos foram analisados os resultados isolados e cruzados de cada variável nos cenários denominados: aquecido, estagnado e recessivo conforme premissas ora apresentadas.

Analisando isoladamente a velocidade de vendas no lançamento era de se esperar impacto irrelevante nos indicadores, para a situação em que o incorporador liquida o estoque das unidades logo após habite-se, com o repasse nos 3 meses seguintes. Como é possível observar nos resultados do Quadro 04, dado o pouco incremento do investimento na equação de fundos, e o aumento da margem pela maior quantidade de vendas a um preço moderadamente superior, os indicadores são praticamente mantidos.

Quadro 04

[i] VELOCIDADE DE VENDAS NO LANÇAMENTO (demais condições iguais ao Cenário Aquecido)			
valores em R\$mil mar15	Aquecido (70% de vendas no lançamento)	Estagnado (50% de vendas no lançamento)	Recessivo (30% de venda no lançamento)
<b>Equação de Fundos (índice 100 = custo de implantação total)</b>			
Receita Líquida de Vendas	22	21	19
Financiamento à Produção	45	45	45
Investimento	33	34	36
<b>Resultado do Empreendedor (depois dos impostos)</b>	<b>13.939</b>	<b>14.277</b>	<b>14.608</b>
<b>margem de Resultado</b>	<b>15,4%</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,1%</b>
<b>margem de Resultado, com fluxo deflacionado a CDI</b>	<b>15,1%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,8%</b>
<b>taxa de retorno, depois dos impostos (acima do INCC)</b>	<b>23,5%</b>	<b>23,6%</b>	<b>23,6%</b>
<b>taxa de retorno em múltiplo do CDI-Equivalente</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
<b>payback primário dos investimentos, na curva do INCC (meses)</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>

Porém, em um mercado recessivo, para liquidar os estoques no final do ciclo de implantação pode ser necessário adotar um crescimento de preços que apenas acompanhe a inflação ou manter os preços congelados, como foi a opinião do mercado na pesquisa do NRE-POLI em dezembro de 2014 para a perspectiva dos preços dos empreendimentos residenciais em 2015. Nessa situação os indicadores



seriam os apresentados no Quadro 05. A taxa de retorno cairia 28% no cenário recessivo em relação ao cenário aquecido, caso a incorporadora optasse por congelar os preços das unidades para liquidar o estoque e evitar distratos.

Os resultados confirmam que manter os preços congelados impacta significativamente nos indicadores da qualidade do investimento nos empreendimentos, mesmo se esta estratégia garantisse a venda de todo o estoque logo após término da construção.

Quadro 05

[ii] PREÇO DAS UNIDADES (+ Premissas [i] de Velocidade de Vendas para cada cenário)			
valores em R\$mil mar15	Aquecido (Crescimento de 2,5% de um patamar para outro)	Estagnado (Crescimento acompanha a inflação)	Recessivo (Congelamento dos Preços)
<b>Equação de Fundos (índice 100 = custo de implantação total)</b>			
Receita Líquida de Vendas	22	21	19
Financiamento à Produção	45	45	45
Investimento	33	34	36
<b>Resultado do Empreendedor (depois dos impostos)</b>	<b>13.939</b>	<b>13.112</b>	<b>10.644</b>
<b>margem de Resultado</b>	<b>15,4%</b>	<b>14,5%</b>	<b>11,8%</b>
<b>margem de Resultado, com fluxo deflacionado a CDI</b>	<b>15,1%</b>	<b>14,2%</b>	<b>11,6%</b>
<b>taxa de retorno, depois dos impostos (acima do INCC)</b>	<b>23,5%</b>	<b>21,6%</b>	<b>17,0%</b>
<b>taxa de retorno em múltiplo do CDI-Equivalente</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>
<b>payback primário dos investimentos, na curva do INCC (meses)</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>

Mesmo com preços congelados ou acompanhando apenas a inflação se observa baixa velocidade de absorção dos estoques das incorporadoras. Esse cenário impacta sensivelmente os indicadores dos empreendimentos. É possível analisar esse impacto alongando o encaixe do repasse, por decorrência, tanto de atraso na venda do estoque, como de possíveis distratos, conforme se observa no Quadro 06.



### Quadro 06

[iii] REPASSE (+ Premissas [i] e [ii] para cada cenário)			
valores em R\$mil mar15	Aquecido (repasso dividido em 3 MESES após habite-se)	Estagnado (repasso dividido em 5 MESES após habite-se)	Recessivo (repasso dividido em 9 MESES após habite-se)
<b>Equação de Fundos (índice 100 = custo de implantação total)</b>			
Receita Líquida de Vendas	22	21	19
Financiamento à Produção	45	45	44
Investimento	33	34	37
<b>Resultado do Empreendedor (depois dos impostos)</b>	<b>13.939</b>	<b>10.993</b>	<b>10.647</b>
<b>margem de Resultado</b>	<b>15,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>11,5%</b>
<b>margem de Resultado, com fluxo deflacionado a CDI</b>	<b>15,1%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,1%</b>
<b>taxa de retorno, depois dos impostos (acima do INCC)</b>	<b>23,5%</b>	<b>16,7%</b>	<b>14,1%</b>
<b>taxa de retorno em múltiplo do CDI-Equivalente</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>
<b>payback primário dos investimentos, na curva do INCC (meses)</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>41</b>

O cenário em que há congelamento dos preços com encaixe total da receita líquida de vendas após 9 meses do habite-se leva os indicadores para condições abaixo dos níveis de atratividade para o setor (TIR de 14,1% ao ano acima do INCC, que corresponde a 2,0 o CDI-equivalente e Margem de Resultado de 11,5%).

O ano de 2015 deve ser um ano de ajustes para as incorporadoras. A pressão para vender os estoques para melhorar a condição de liquidez com congelamento dos preços (ou crescimento acompanhando a inflação) reduz as margens dos negócios e levam as incorporadoras para um novo patamar de competitividade.

Esse cenário desafia as incorporadoras em promover ajustes que vão desde cortar custos de construção, reduzir desperdícios nas obras, cumprir a risca os orçamentos, como também na maneira de planejar os empreendimentos antes dos lançamentos. As incorporadoras devem ser mais seletivas e fazer pesquisas para identificação mais precisa dos anseios do público alvo. A assertividade dos novos empreendimentos é essencial dado que no cenário atual não há margens para erros.