



**ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**  
**DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE CONSTRUÇÃO CIVIL**  
**GRUPO DE ENSINO E PESQUISA EM REAL ESTATE**

---

**NÚCLEO DE REAL ESTATE**  
**REAL ESTATE RESEARCH GROUP**

---

Texto para Coluna do NRE-POLI  
na Revista Construção e Mercado – Pini – Fevereiro 2012

## **DISCUSSÃO SOBRE O ATUAL NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS DE REAL ESTATE**

**Fernando Ferreira de Araujo Souza**

O ano de 2012 já é esperado como um ano de menor crescimento, acomodação de preços e arrumação da casa. No que se refere ao endividamento, não será diferente. As empresas listadas no novo mercado do segmento construção civil da BM&FBovespa estão em patamar de endividamento nunca antes atingido desde o início do ciclo de abertura de capital. Enquanto as empresas cresceram 8 vezes em receita operacional bruta e 6 vezes em patrimônio líquido entre 2006 e 2011, o crescimento da dívida onerosa foi de 21 vezes.

Com o objetivo de discutir o nível de endividamento das empresas, entender a composição, o destino dos recursos e os prazos de vencimento, apresentamos abaixo alguns números para discussão – TABELA 01.

---



TABELA 1 EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA DE CAPITAL, DÍVIDA ONEROSA E INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO

INDICADORES [R\$ Milhão - Valores nominais]	2006	2007	2008	2009	2010	12M 3T11
CAPITAL PRÓPRIO	54%	58%	49%	44%	40%	39%
CAPITAL DE TERCEIROS	46%	42%	51%	56%	60%	61%
DÍVIDA ONEROSA	1.483	4.866	10.852	15.356	25.249	31.760
CAIXA E AP. FINANCEIRAS	2.367	5.408	3.789	8.539	8.581	10.339
DÍVIDA LÍQUIDA	(884)	(542)	7.063	6.817	16.668	21.421
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	5.974	15.507	17.101	23.180	31.751	36.362
DÍVIDA ONEROSA / PL	25%	31%	63%	66%	80%	87%
DÍVIDA ONEROSA LÍQUIDA / PL	-15%	-3%	41%	29%	52%	59%
EBITDA	722	1.355	2.143	4.029	5.716	5.780
DÍVIDA / EBITDA	2,1	3,6	5,1	3,8	4,4	5,5
DÍVIDA LÍQUIDA / EBITDA	-1,2	-0,4	3,3	1,7	2,9	3,7

Fonte: BM&FBovespa. Elaboração do autor

No ano de 2006, o conjunto das empresas de real estate somava um patrimônio líquido de R\$ 5,9 bilhões. Nesta época, 54% dos investimentos eram financiados por capital próprio, e 46% por terceiros. Entre debêntures e financiamentos para a produção via SFH, as empresas encerraram o exercício com R\$ 1,4 bilhão em dívidas onerosas, representando um endividamento bruto e líquido de, respectivamente, 25% e -15% do patrimônio líquido. Dívida líquida negativa significa dizer que as empresas dispunham de recursos em caixa suficientes para pagamento integral da dívida.

Nos últimos 12 meses contados até o 3T11, as mesmas empresas de real estate detinham um patrimônio líquido de R\$ 36 bilhões. A participação do capital próprio caiu para 39%, enquanto os recursos de terceiros passaram a representar 61% da estrutura de capital. O nível de endividamento bruto e líquido do conjunto das empresas do setor chegou ao patamar de, respectivamente, 87% e 59% do patrimônio líquido, sendo o seu montante 3,7 vezes a capacidade de geração de caixa operacional medido no conceito *ebitda* [DÍVIDA LÍQUIDA / EBITDA], o que significa dizer que,

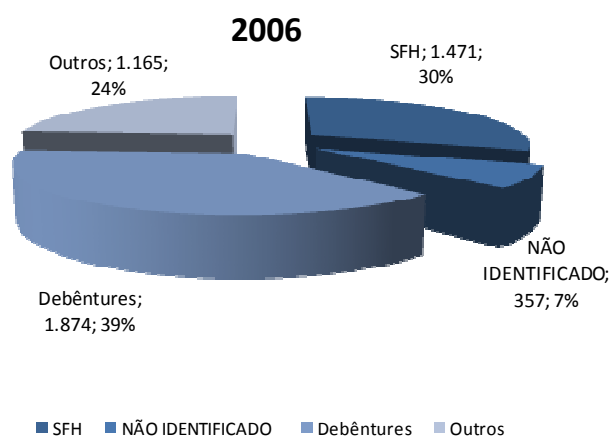


congelada as condições atuais, seriam necessários quase quatro anos de geração de caixa para pagamento de todas as obrigações onerosas.

A partir das informações presentes nos relatórios de divulgação de resultados das empresas, estima-se que no ano de 2006 30% da dívida bruta foi contraída para financiamento da produção via SFH, 40% via debêntures e 30% via outros tipos de empréstimos, tais como cédulas de crédito bancário, entre outros.

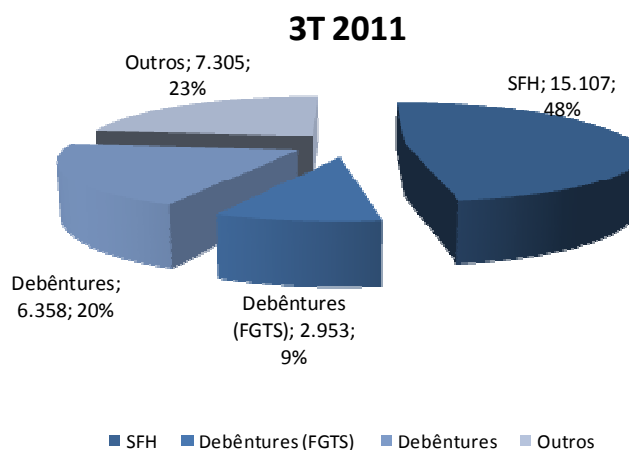
No 3T11, do montante de R\$ 31,7 Bilhões de dívida onerosa, estima-se que aproximadamente R\$ 15 Bilhões (48%) são destinados para financiamento da produção via SFH, R\$ 6,2 Bilhões (20%) são debêntures de mercado, R\$ 3 Bilhões (9%) debêntures da CAIXA/FGTS e o restante outros tipos de emissões ou créditos bancários.

GRÁFICO 1 – COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA NO 4T DE 2006



Fonte: Relatórios de divulgação dos resultados anuais e trimestrais das empresas. Elaboração do autor

GRÁFICO 2 – COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA NO 3T DE 2011



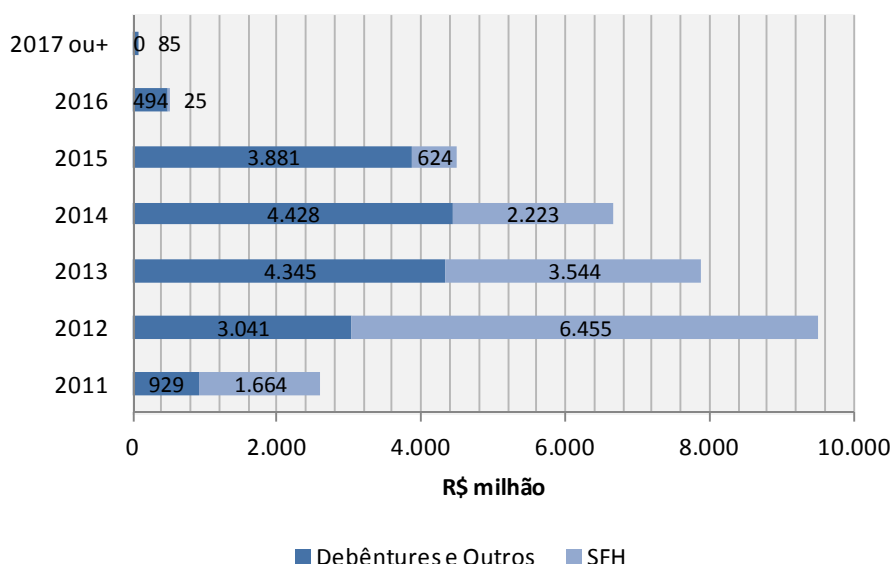
Fonte: Relatórios de divulgação dos resultados anuais e trimestrais das empresas. Elaboração do autor

Sabe-se que os financiamentos tomados no âmbito do SFH são destinados à construção, cuja liquidação da dívida se dá ao término do empreendimento. Possuem, assim, destinação de recursos e prazos que acompanham os ciclos de produção dos empreendimentos. Já os recursos obtidos via debêntures, certificados de recebíveis imobiliários e outros créditos, além da maior flexibilidade na destinação dos recursos, que podem variar desde o pagamento de dívidas, compra de terrenos, capital de giro e até mesmo obras, geralmente possuem prazo de carência e prazo de vencimento mais longos. Desta maneira, a partir da análise dos prospectos das emissões de debêntures das empresas, estima-se que 30% dos recursos obtidos a partir de 2006 foram destinados para compra de terrenos, outros 30% para capital de giro, e 40% para o pagamento e substituição de dívidas antigas.



O gráfico 03 apresenta o cronograma de vencimento destas dívidas, construído a partir das informações divulgadas pelas empresas nos relatórios de resultados do terceiro trimestre de 2011. Verifica-se que no horizonte dos próximos dois anos a maioria das obrigações é composta por SFH. No entanto, a partir de 2013 o SFH é minoria, com destaque para as debêntures. Considerando que aproximadamente 40% dos recursos foram destinados para o pagamento de dívidas, e outros 30% para capital de giro, cabe aos empreendimentos lançados nos anos de 2011 e 2012 - cujos resultados serão reconhecidos a partir de 2013 – gerarem recursos suficientes não somente para o pagamento das obrigações do SFH, mas também para a liquidação das outras obrigações.

**GRÁFICO 3 – CRONOGRAMA DE VENCIMENTO DA DÍVIDA DO CONJUNTO DAS EMPRESAS DE REAL ESTATE**



Fonte: Relatórios de divulgação dos resultados do 3T11 das empresas. Elaboração do autor



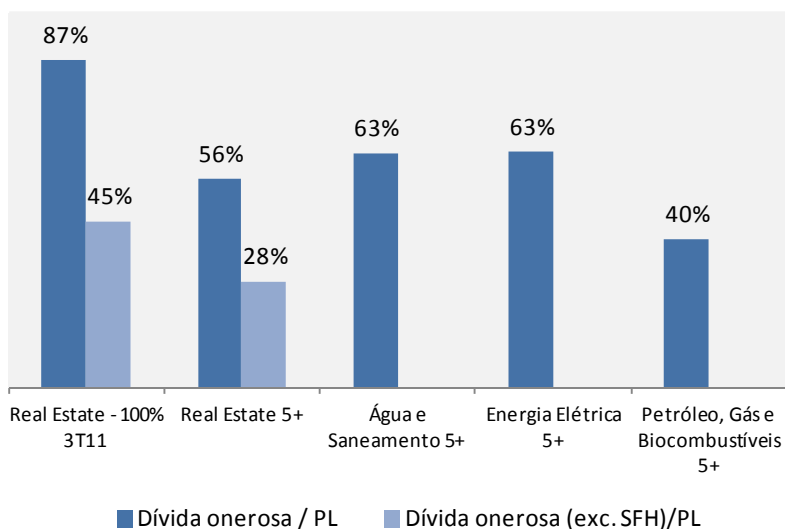
Até este parágrafo apresentamos números relativos ao endividamento das empresas do setor, sua evolução desde 2006 e estimativas da destinação dos recursos e vencimento das obrigações. Verificamos que as empresas hoje possuem mais recursos de terceiros, contraíram mais dívidas e obrigações em relação ao ano de 2006, seja em número absoluto ou em termos relativos ao patrimônio líquido e geração de ebitda. Falta, no entanto, comparar a situação atual das empresas de Real Estate com outros setores de atuação. Assim, o gráfico 4 compara o endividamento das empresas com outros setores de infraestrutura de Petróleo e Gás, Energia e Saneamento. Os dados dos setores citados foram extraídos do VALOR 1000 (edição 2011), e as informações são do exercício de 2010 das cinco maiores empresas de cada setor, em receita líquida. O conjunto das empresas de Real Estate é composto por todas as empresas listadas no novo mercado do segmento construção civil da BM&FBovespa.

Verifica-se que a dívida bruta do conjunto das empresas de Real Estate, relativamente ao patrimônio líquido, situa-se em patamar superior aos demais setores. Se considerarmos as cinco maiores empresas somente (em receita líquida – RE5+), o endividamento situa-se em nível equivalente aos demais setores.

---



GRÁFICO 4 – ENDIVIDAMENTO ONEROSO POR SETOR DE ATUAÇÃO

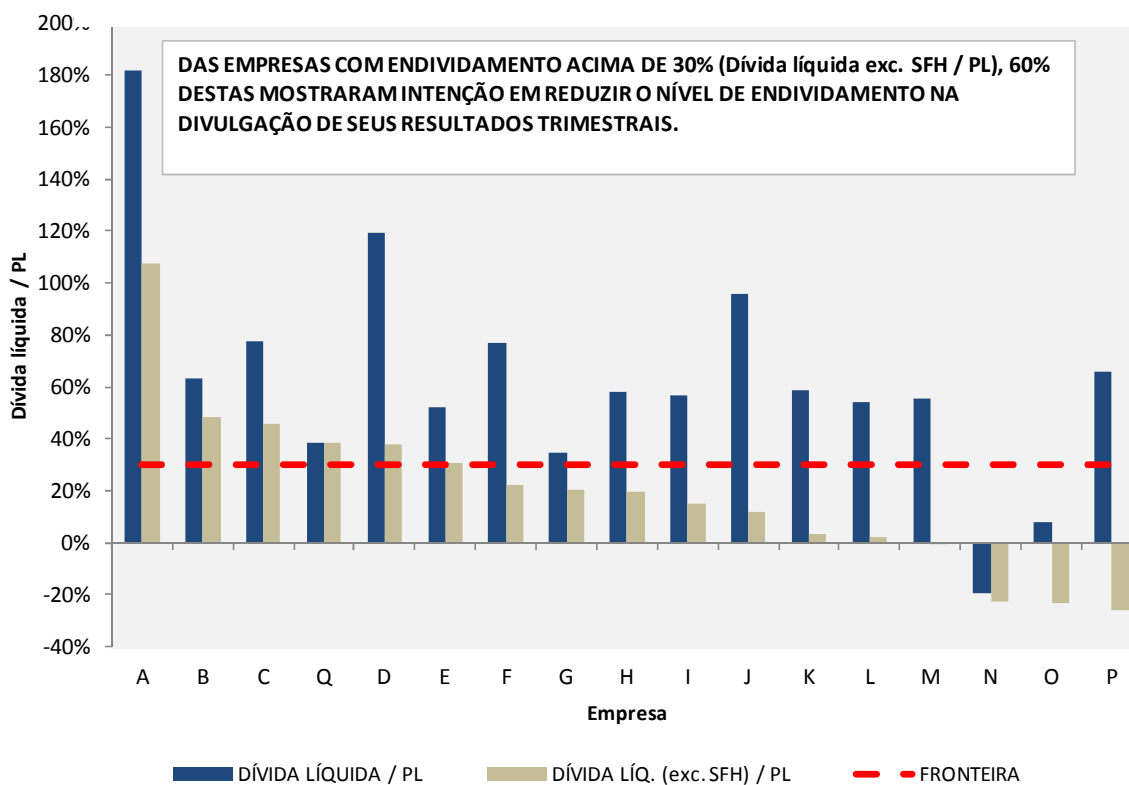


Fonte: BM&FBovespa e Valor 1000 (Ed. 2011). Elaboração do autor

Ainda com o objetivo de se apoiar em algum *benchmark*, ao analisarmos os relatórios de divulgação de resultados do 3T11, verificamos que a maioria das empresas externalizaram algum tipo de preocupação, ou intenção em reduzir o nível da dívida, quando a exposição à outras fontes que não o SFH ultrapassou a fronteira dos 30% de dívida líquida sobre o patrimônio líquido – Gráfico 5. Este número, apesar de obtido sem qualquer critério científico e qualquer relevância estatística, estima uma fronteira cuja dívida, se superior, é vista pelas empresas como necessária de redução.



GRÁFICO 5 – DÍVIDA LÍQUIDA POR EMPRESAS



Fonte: BM&FBovespa. Elaboração do autor

## Discussão

As empresas do setor nunca estiveram em patamar equivalente de dívida desde o início do ciclo de abertura de capital. Enquanto as emissões primárias de ações serviram de base para o início do crescimento, destinando os recursos principalmente para a aquisição de terrenos, as empresas parecem ter usado o capital de terceiros para financiamento dos novos empreendimentos, capital de giro e, inclusive, a substituição e pagamento de dívidas antigas.





Apesar do endividamento alto em relação aos demais setores de infraestrutura aqui analisados, convém frisar que o conjunto das maiores empresas (em receita líquida) apresentam nível de endividamento equivalente aos demais setores. Importante ainda ressaltar que, das dezessete empresas analisadas neste último exercício, apenas quatro externalizaram algum tipo de preocupação em reduzir o endividamento. Destas, três empresas possuem endividamento líquido acima de 60%, número equivalente aos setores de Água e Saneamento e Energia.

Desta maneira, considerando os referenciais aqui analisados e as preocupações externalizadas pelas companhias em seus documentos oficiais, estimamos que um nível entre 50%-60% de endividamento bruto, ou 30% quando exceto o SFH, ambos em relação ao patrimônio líquido, parecem ser níveis de endividamento toleráveis pelas empresas de Real Estate na atual conjuntura.

Quanto às captações, as debêntures se mostraram uma importante opção aos financiamentos do SFH e outros créditos bancários neste período. Apesar de mais onerosa em relação aos empréstimos do SFH, permitem maior flexibilidade no uso dos recursos e prazos mais longos de pagamento. As debêntures com recursos do FGTS também se mostraram opção ao financiamento da produção, por apresentar custos equivalentes ao SFH (TR + 8% a 9% aa) e menor tempo para aprovação do financiamento.

Dado os números apresentados, e a leitura da conjuntura atual, é mais provável que o crescimento dos próximos anos seja financiado por capital próprio do que por aquisição de dívida, cujo patamar, na leitura sem SFH, situa-se em nível próximo dos setores utilizados como comparação, e na leitura com SFH, situa-se acima. Soma-se a este fato a menor capacidade de geração de caixa no conceito *ebitda* em relação ao montante da dívida, situada em seu pior nível desde o ano de 2006. Assim, atividades

---



necessárias à produção, porém não ligadas às obras, tais como projetos e aquisição de terrenos, deverão ser financiadas por capital próprio.

O vencimento das debêntures entre os anos de 2012 e 2015, cuja parte expressiva foi contraída para o pagamento de dívidas antigas, exigirá atenção na gestão do caixa pelas empresas e pressão por resultado dos empreendimentos, estando estes já comprometidos com o pagamento da dívida do SFH.

Convém ainda discutir que, não havendo ambiente propício para novas emissões de ações, seja para o financiamento do crescimento como para o pagamento de dívidas, aumenta-se a pressão pela geração de resultado dos empreendimentos em construção e futuros lançamentos.

Assim, o ambiente de menor crescimento esperado para 2012 é propício para que as empresas dirijam suas ações mais para dentro de si mesmas do que para o ambiente externo. Combinado isso à necessidade de geração de resultado pelos empreendimentos, de geração de caixa e manutenção ou redução (em alguns casos) do nível de endividamento, o ano de 2012 torna-se de fundamental importância para a reorganização de processos internos com vistas ao aumento de eficiência em nível da empresa e dos empreendimentos. Tarefa difícil, ou mesmo impossível, em períodos de aquecimento e expansão do setor como o que vivenciamos desde 2006.

---