



**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 – Agosto 2007

**MARGEM OPERACIONAL E LUCROS DAS  
EMPRESAS DE REAL ESTATE LISTADAS NA BOVESPA**  
Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

O segmento de real estate ocupa posição que vem ganhando destaque nos negócios da Bovespa, nem tanto pelo volume transacionado, mas pela oportunidade de escolha entre as diferentes empresas listadas. O volume de transações verificado já atingia no mês de maio-07 perto de R\$ 3,0 bilhões e em julho-07 serão pelo menos 17 as empresas empreendedoras do setor em negociação.

Análises e recomendações de investimento em ações feitas por analistas especializados são apoiadas em avaliações setoriais e no desempenho da empresa. A relação entre o preço de ação verificado no mercado (P) e o resultado que a empresa pode produzir (L) é indicador muito utilizado para hierarquizar oportunidades de investimento. Têm maior potencial de valorização ações cujo P/L estiver fora dos padrões de comportamento setorial, para melhor, ou abaixo da relação apresentada por ações de outros segmentos submetidos a um padrão de risco de comportamento equivalente. A leitura de qualidade do investimento em ações acaba quase que se resumindo na medida da relação P/L, e sua eficiência na geração de resultados à medida de EBITDA. Essa leitura paramétrica simplificadora vai a tal ponto que, em várias ofertas públicas acontecidas entre 2006 e este primeiro semestre de 2007 a

---



valuation das ações tenha sido produzida a partir da imposição de um multiplicador do EBITDA, o histórico médio, o mais recente médio, ou o esperado médio num ciclo curto adiante.

**1. A questão técnica.** EBITDA, igual à margem operacional (MO), traduzida pelo resultado (lucro) produzido no ambiente do empreendimento, descontadas as contas gerais da administração, não é o lucro disponível da operação (LDO), porque ainda há despesas corporativas para descontar. Entretanto, MO reflete a eficiência operacional da corporação.

Para chegar ao LDO partindo da MO:

- descontamos os custos dos financiamentos (I do EBITDA). A alavancagem da operação não é uma questão que traduz eficiência de geração de resultados, mas os riscos que a empresa toma ao multiplicar a sua capacidade de empreender usando recursos de terceiros. A alavancagem pode produzir ganhos de escala no uso da estrutura operacional instalada, mas somente no caso de empresas que operam com baixa produtividade e operando fora do regime;
- descontam-se ainda os impostos sobre o resultado (T do EBITDA), no Brasil representados por imposto sobre a renda e contribuição social sobre o lucro. As contas de depreciações e amortizações (DA do EBITDA) nas empresas de real estate são, em geral, de pouca expressão, considerando que devem carregar um permanente de pouca relevância.

Do lucro disponível da operação (LDO), parte é entregue para o acionista, fazendo retorno via dividendos e o saldo se incorpora na capacidade de empreender da corporação, aumentando o valor patrimonial da ação, com reflexos no seu valor de mercado. LDO é que se usa na relação referencial P/L, que significa o payback virtual

---



do investimento na ação, caso todo o LDO fosse distribuído como dividendos. Como a MO é mais ilustrativa para mostrar diferença de qualidade entre empresas e servir para benchmarking, a valuation se parametriza por meio de um multiplicador da MO e se controla esta MO, para acompanhar o preço da ação e suas eventuais distorções.

**2. A questão operacional.** A maioria das empresas listadas na Bovespa tem seu foco de negócios nos empreendimentos imobiliários residenciais. Considerando as incidências de imposto sobre a renda e contribuição social para as incorporações imobiliárias, para a maioria dos empreendimentos, recomenda-se que sejam desenvolvidos em sociedades de propósito exclusivo, sob regime de lucro presumido (SPE-LP). Essa prática faz ainda segregação de riscos, representando proteção ideal também para os compradores de unidades, financiadores da produção, ou investidores em títulos corporativos de dívida. Fazer uma SPE é ainda recomendável como melhor estrutura para aglutinar as parcerias tão usadas no setor e até para abrigar proprietários de terrenos transformados em credores de área construída ou de participação na receita de vendas.

Decorre daí que a medida da MO da corporação fica dispersa pelas suas SPEs e deve ser objeto de análise compensada, para comparar com empresas que não usam esta prática, ou empresas de outros segmentos da economia, cuja geração de receitas e resultados ocorre num único ambiente.

No modelo de operar por meio de SPEs, a corporação investe via capitalização das sociedades ambiente dos empreendimentos e recebe dividendos dos investimentos que fez. Mantém somente os custos operacionais centralizados (administração geral e financeira, sistema de suprimentos e áreas centrais de engenharia, administração comercial e atendimento ao consumidor), deixando as contas da implantação no

---



ambiente das SPES, bem como toda a receita operacional, as contas da comercialização e os custos dos financiamentos para a produção. Para comparação e benchmarking deve-se fazer a medida de uma MO-virtual ou MO-consolidada (MOC), utilizando-se um misto de valores do seu balanço e dos dividendos recolhidos das SPE. Mesmo assim, medir a MOC em cada ciclo de balanço da corporação apresentará distorções, porque determinados empreendimentos terão fechado seu ciclo e outros estarão em desenvolvimento, portanto, ainda dentro de uma determinada SPE.

**3.** Ilustramos esse entendimento, usando um empreendimento residencial protótipo para classe média alta, na cidade de São Paulo. O protótipo corresponde à uma imagem do segmento de mercado, de forma que os indicadores adiante servem como parâmetros setoriais.

O gráfico mostra a decomposição da receita operacional (100%), separando os ambientes em que as contas são lidas (SPE ou corporação).

Explorando os números do gráfico:

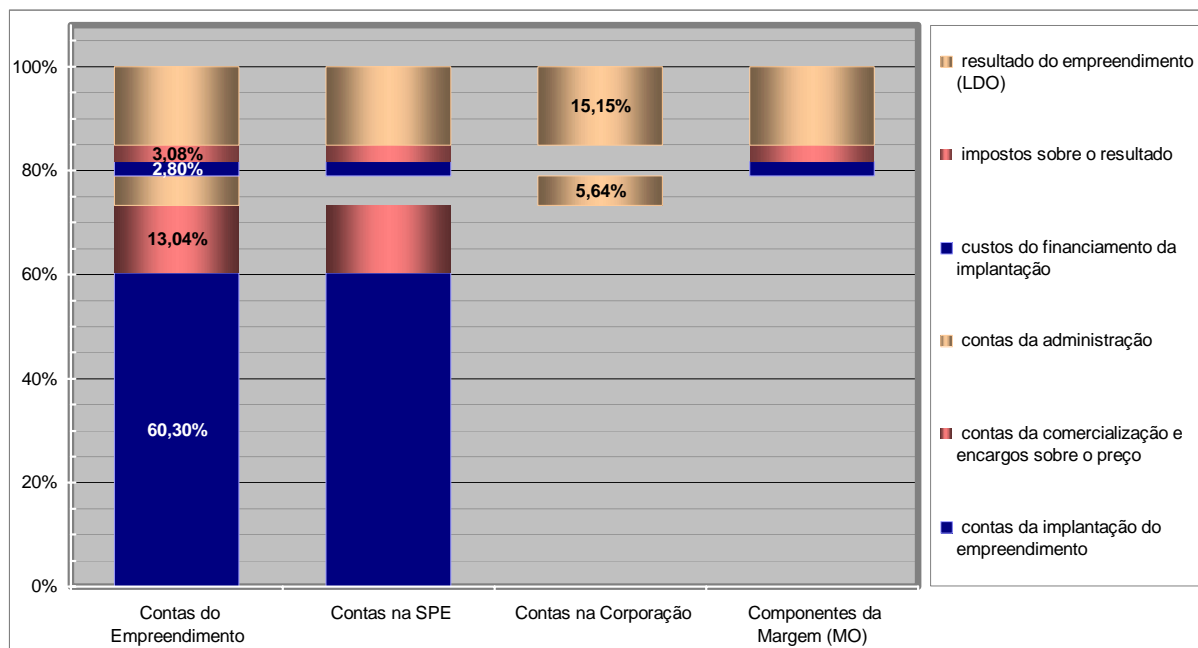
- a MO do empreendimento, que reflete produtividade e eficiência da corporação, será (15,15%+3,08%+2,80%), conta de LDO somada a impostos sobre o resultado e custos financeiros. Verificamos que sua leitura deve ser feita parte nas SPES e parte na corporação;
  - dos custos da operação, uma parte está na corporação (5,64% = contas centralizadas da administração), ficando o restante nas SPES. Para crítica ou benchmarking deste padrão de contas centralizadas, convém relacioná-los com os custos de construção, que estão em outro ambiente (SPES);
  - na corporação só se lê a conta investimentos nas SPES e não as contas de receita ou
-



de custos de implantação, com risco de distorcer a crítica sobre a dimensão das contas centralizadas. Nesse protótipo, com a implantação alavancada, a conta investimento no empreendimento representa 20,05% da receita, de forma que a conta de 5,64% sobre esse investimento pode levar a conclusões equivocadas sobre a ineficiência dos sistemas da corporação (custos elevados).

gráfico

DECOMPOSIÇÃO DA RECEITA OPERACIONAL ENTRE AS  
CONTAS DE UM EMPREENDIMENTO RESIDENCIAL PROTÓTIPO



Portanto, comparar desempenhos de empresas do setor de real estate no Brasil e o setor com outros do mercado, para interpretar a qualidade do investimento nas suas ações, vai além da leitura cuidadosa de balanços e demonstrações de resultado, exigindo mergulhar em informações que nem sempre estão disponíveis.