

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CAMPUS FLORIANÓPLIS
CURSO ENGENHARIA CIVIL

Alan Gutierrez Andrade

**Análise de estratégia competitiva de incorporadoras listadas na Bovespa com base em
indicadores financeiros**

Florianópolis

2021

Alan Gutierrez Andrade

Análise de estratégia competitiva de incorporadoras listadas na Bovespa com base em indicadores financeiros

Trabalho Conclusão do Curso de Graduação em Engenharia Civil do Centro Tecnológico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito para a obtenção do título de Engenheiro Civil

Orientador: Prof. Ricardo Juan Oviedo Haito, Dr.

Florianópolis

2021

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Andrade, Alan Gutierrez

Análise de estratégia competitiva de incorporadoras
listadas na Bovespa com base em indicadores financeiros /
Alan Gutierrez Andrade ; orientador, Ricardo Juan Oviedo
Haito, 2021.

68 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico,
Graduação em Engenharia Civil, Florianópolis, 2021.

Inclui referências.

1. Engenharia Civil. 2. Construção Civil;
Incorporadoras; Estratégia Competitiva. 3. Geração de
Valor; Indicadores Financeiros. I. Oviedo Haito, Ricardo
Juan. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação
em Engenharia Civil. III. Título.

Alan Gutierrez Andrade

Análise de estratégia competitiva de incorporadoras listadas na Bovespa com base em indicadores financeiros

Este Trabalho Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do Título de Engenheiro Civil e aprovado em sua forma final pelo Curso de Engenharia Civil da Universidade Federal de Santa Catarina

Florianópolis, 06 de maio de 2021.

Banca Examinadora:

Prof. Ricardo Juan Oviedo Haito, Dr.
Orientador
UFSC

Prof. André Luis da Silva Leite, Dr.
Avaliador
UFSC

Prof. Eduardo Lobo, Dr.
Avaliador
UFSC

Eng. Ricardo Alexandre Monteiro Marta dos Santos Ferreira
Avaliador
Setin Incorporadora

Este trabalho é dedicado aos meus colegas de classe e aos meus queridos pais.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, a Deus, por ter permitido que eu tivesse força e determinação para ultrapassar todos os obstáculos encontrados ao longo dos meus anos de estudos.

A minha mãe, Sra. Lorena Viviana Gutierrez Espinoza, ao meu pai, Sr. Alexandre dos Santos Andrade e aos meus irmãos Alexandre dos Santos Andrade Júnior e Gabriel Lima de Andrade, que me incentivaram a continuar nos momentos mais difíceis e compreenderam a minha ausência enquanto me dedicava à realização deste trabalho.

Ao professor Ricardo Oviedo Haito, Dr. Por ter sido meu orientador e ter desempenhado tal função com dedicação e amizade.

Aos meus amigos, por todo apoio e ajuda, que muito contribuíram para que eu pudesse chegar até aqui.

RESUMO

O trabalho apresenta um estudo de caso sobre a análise de estratégia competitiva de uma empresa do setor de construção civil do segmento de edificações, adotando a abordagem do valor econômico agregado. O estudo observou como a estratégia de enfoque, especialização e construção de “*capabilities*” da companhia foi refletida em retorno e geração de valor. Para quantificar o custo de oportunidade do capital da empresa foi adotado o modelo CAPM. No geral, a empresa obteve retornos operacionais positivos e acima da média do mercado - média calculada em função das empresas do mesmo ramo cotadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Entretanto, em relação à geração de valor agregado, foi identificado um quadro diferente, caracterizado por lucro econômico igual a zero. Esse resultado, em linhas gerais foi positivo, tendo em vista o histórico de destruição de valor dos últimos 5 anos de todas as companhias analisadas, indicando que a incorporadora reduziu significativamente a destruição de valor.

Palavras-chave: Construção Civil. Estratégia Competitiva. Valor Econômico Agregado. Incorporadoras. Bovespa.

ABSTRACT

This final paper brings a competitive strategy analysis case study on a company from the building construction sector, in which was adopted the economic value-added method. The paper evaluated how the company's geographic concentration strategy, business specialization and development of capabilities resulted in return on invested capital and economic value-added. In order to quantify the company's cost of capital, it was used the CAPM model. Overall, the studied company obtained positive and above the average net operating return, in which the average was calculated as a function of the results from the other companies in the same sector that are listed on the São Paulo Stock Exchange. However, regarding the economic value-added, it was observed a slightly different outcome, in which it was equal to zero. This result, in general, was positive, considering the track record of value destruction of the last 5 years of all companies analyzed, indicating that it significantly reduced value destruction.

Key-words: Construction Industry. Competitive Strategy. Economic Value-added. Property Developers. Bovespa.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1- Exemplo de dados extraídos mediante o site Economática.....	18
Figura 2 – Gráfico comparativo entre o PIB e o PIB da Construção Civil	20
Figura 3 – Pirâmide etária brasileira 2015 versus estimativa para 2035	22
Figura 4 - Evolução anual do número de unidades lançadas entre 2008-2017	23
Figura 5 - Dados gerais das empresas de construção por pessoas ocupadas.....	25
Figura 6 – Ciclo da incorporação imobiliária.....	26
Figura 7 – Etapas do negócio e fluxo de investimentos	27
Figura 8 - Forças que dirigem a concorrência na indústria	29
Figura 9 - Estratégias genéricas.....	31
Figura 10 - Proposição de valor	32
Figura 11 – Risco diversificável e Risco sistemático.....	36
Figura 12 – Gráfico da relação entre capital societário e de terceiros sobre o custo de capital médio ponderado da companhia	39
Figura 13 - Distribuição geográfica das incorporadoras e distribuição de renda domiciliar per capita por estado no ano de 2019	42
Figura 14 - Série histórica de lançamentos e receita líquida TRISUL.SA	44
Figura 15 – Série histórica do percentual de distratos sobre as vendas brutas contratadas	45
Figura 16 - Série histórica normalizada da valorização das ações TRISUL S.A versus pares.....	46
Figura 17 - Retorno total para os acionistas em 1, 3 e 5 anos (2014 a 2019).....	47
Figura 18 - Lançamentos TRISUL S.A entre os anos de 2017 a 2019	48
Figura 19 - Região de atuação em São Paulo da TRISUL.SA – zonas oeste-sul.....	49
Figura 20 - Série histórica do lucro bruto e margem bruta TRISUL S.A	51
Figura 21 - Tempo médio do ciclo de construção da TRISUL S.A versus pares no ano de 2018	52
Figura 22- Série histórica vendas sobre a oferta TRISUL S.A versus pares.....	54
Figura 23 - Porcentagem do estoque de unidades concluídas da TRISUL S.A versus pares em 2019.....	55
Figura 24 - Série histórica dívida líquida sobre o patrimônio líquido da TRISUL S.A e seus pares	56

Figura 25 - ROIC decomposto em margem operacional líquida e giro do investimento TRISUL S.A versus pares no ano de 2019	58
Figura 26 - Comparativo das despesas com vendas e administrativas sobre a receita líquida e a margem bruta da TRISUL S.A versus pares no ano de 2019	59
Figura 27 – Geração / Destruição de valor da TRISUL S.A e pares.....	62

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Descrição do mercado regulado de financiamento imobiliário.....	24
Tabela 2 – Causas da fragmentação da ICE.....	24
Tabela 3 – Efeito POC.....	34
Tabela 4 – Principais indicadores econômico-financeiros utilizados no trabalho	35
Tabela 5 - Comparativo do tamanho das operações entre as incorporadoras	43
Tabela 6 - Resumo dos marcos históricos estratégicos da companhia.....	43
Tabela 7 - Crescimento anual da TRISUL S.A versus pares	46
Tabela 8 - Ciclo de desenvolvimento de terrenos TRISUL S.A	50
Tabela 9 – Premissas para o cálculo do custo de capital próprio	60
Tabela 10 – Premissas e cálculos do custo de capital de terceiros.....	60
Tabela 11 – Premissas e cálculos WACC TRISUL S.A anos de 2014-2019.....	61
Tabela 12 – Resumo dos principais indicadores analisados ano de 2019.....	63

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

IMOB – Índice Imobiliário

ICC – Indústria de Construção Civil

ISE – Indústria de Serviços Especializados

IOI – Indústria de Obras de Infraestrutura

ICE – Indústria de Construção de Edificações

PIB – Produto Interno Bruto

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

FGTS – Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

SBPE – Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

ABECIP – Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

ICC- Índice de Confiança do Consumidor

MCMV – Minha Casa Minha Vida

PAIC – Pesquisa Anual da Indústria da Construção

CDC – Código de Defesa do Consumidor

VGv – Valor Geral de Vendas

POC – *Percentage of Completion*

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

ROIC – *Return on Invested Capital*

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

VSO – Vendas sobre Oferta

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
1.1	ESTRUTURA DO DOCUMENTO	16
1.2	OBJETIVOS	17
1.2.1	Objetivo Geral.....	17
1.2.2	Objetivos Específicos	17
1.3	LIMITAÇÕES DO TRABALHO.....	17
1.4	MÉTODO DE TRABALHO	17
2	MACROECONOMIA APLICADA A INDÚSTRIA De CONSTRUÇÃO DE EDIFICAÇÕES	19
2.1	A INDÚSTRIA DE CONSTRUÇÃO CIVIL COMO AGREGADO ECONÔMICO E SUA DINÂMICA NA ECONOMIA NACIONAL	19
2.2	FONTES DE FINANCIAMENTO DA INDÚSTRIA DE CONSTRUÇÃO DE EDIFICAÇÕES (ICE)	22
2.3	CARACTERÍSTICAS ESPECÍFICAS DA INDÚSTRIA DE CONSTRUÇÃO DE EDIFICAÇÕES (ICE)	24
2.4	MODELO E CICLO DE NEGÓCIOS DA INDÚSTRIA DE CONSTRUÇÃO DE EDIFICAÇÕES (ICE)	26
3	CONCEITO DE ESTRATÉGIA COMPETITIVA.....	27
3.1	AS CINCO FORÇAS DE PORTER	28
3.2	ESTRATÉGIAS GENÉRICAS	30
3.3	A ESCOLHA DA ESTRATÉGIA.....	31
4	CONCEITOS DE CONTABILIDADE E FINANÇAS CORPORATIVAS... 	33
4.1	MÉTODO DE RECONHECIMENTO DE RECEITAS E CUSTOS “PERCENTAGE OF COMPLETION” (POC)	33
4.2	INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS	34
4.3	RISCO, RETORNO E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO	35
4.4	ESTRUTURA DE CAPITAL E USO DE DÍVIDA.....	38

4.5	CUSTO DE CAPITAL, DESEMPENHO OPERACIONAL E GERAÇÃO DE VALOR	39
5	ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS	41
5.1	CONTEXTO HISTÓRICO DO MERCADO	41
5.2	APRESENTAÇÃO DA EMPRESA EM ESTUDO: TRISUL S.A	43
5.3	ANÁLISE DA ESTRATÉGIA COMPETITIVA TRISUL S.A	47
5.3.1	A Competição Baseada no Enfoque e Especialização	47
5.3.2	A Competição Baseada no Tempo e em <i>Capabilities</i>	51
5.3.3	O Uso Eficiente da Dívida e a Escolha da Estrutura de Capital	55
5.4	ANÁLISE DO RETORNO SOBRE O CAPITAL INVESTIDO – DECOMPOSIÇÃO DE UMA PERSPECTIVA INTEGRADA	57
5.5	GERAÇÃO DE VALOR	59
5.5.1	Custo de Capital Próprio	59
5.5.2	Custo de Capital de Terceiros	60
5.5.3	Custo médio ponderado de capital (WACC)	60
5.5.4	Valor Econômico Agregado (EVA)	61
6	CONCLUSÃO	63
	REFERÊNCIAS	65

1 INTRODUÇÃO

As ações de empresas de incorporadoras na bolsa brasileira em 2019 tiveram um desempenho diferenciado. Naquele ano o índice IMOB, índice que mede o desempenho das ações de incorporadoras na Bovespa, teve um crescimento nominal de 70%, enquanto o Ibovespa, índice que mede o desempenho médio das ações de maior volume cotadas na bolsa, cresceu 32% (Valor Econômico, 2019). Entretanto, será que essa performance é sustentável, ou, apenas um otimismo exagerado do mercado? Historicamente o setor de construção de edificações é conhecido por ser altamente fragmentado, com elevado nível de competição e baixa produtividade de inúmeros pequenos competidores (MGI, 2017), o que dificulta o aparecimento de empresas com vantagem competitiva, que gerem lucro econômico e retornos acima da média do mercado. Entre os anos de 2008-2012 segundo Fernanda et al. (2016), as empresas CYRELA S.A, GAFISA S.A, PDG S.A e ROSSI S.A, apenas destruíram valor para os seus detentores de capital, isso é preocupante, já que se esperava das grandes empresas o desenvolvimento de retornos atraentes que consolidem a sua posição no mercado.

Assim, dada a exposição de resultados compulsória para empresas listadas em bolsa de valores, e à facilidade de acesso aos seus dados vinculados às suas performances, é simples comparar os seus resultados, avaliando quais dessas empresas apresentam melhores desempenhos. É importante ainda destacar que cinco das sete incorporadoras analisadas no presente trabalho, estão entre as 11º melhores do ranking Top Imobiliário (EMBRAESP, 2019), ou seja, entre as maiores e melhores incorporadoras do país.

Sendo assim, a partir de análise inicial do resultado das construtoras e incorporadoras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa / B3) escolheu-se a TRISUL S.A como estudo de caso, tendo em vista o seu desempenho destacado entre os anos de crise 2015-2016, e, principalmente, o ano de 2019, conforme detalhado nos capítulos seguintes. Neste trabalho procurou-se estudar os resultados obtidos pela decisão estratégica da TRISUL S.A de focar a sua operação de construção de edifícios regionalmente, atendendo uma faixa específica de renda e adaptando os seus processos construtivos e de vendas para atender a demanda local e o macroambiente competitivo da indústria.

1.1 ESTRUTURA DO DOCUMENTO

Este trabalho é composto por seis capítulos desenvolvidos para criar uma sequência lógica de aprendizado e entendimento do estudo de caso. Para leitores com pouco ou nenhum conhecimento da Indústria de Construção de Edificações recomenda-se a leitura em ordem crescente dos capítulos. Já para os leitores com maior conhecimento do setor, sugere-se a leitura a partir do terceiro capítulo.

O primeiro capítulo trata de apresentar a estrutura, os objetivos e o método utilizado para a elaboração do trabalho.

O segundo capítulo apresenta uma visão geral da Indústria de Construção Civil, das fontes de financiamento dessa indústria, da importância de programas de subsídio habitacional, além das particularidades do modelo de negócio da incorporação imobiliária.

No terceiro capítulo é abordado o conceito de estratégia competitiva. Apresentam-se os princípios teóricos das forças de Porter, o que são estratégias genéricas e a importância das escolhas ao longo do caminho estratégico.

O quarto capítulo é sobre finanças corporativas, ele apresenta conceitos contábeis e de finanças, explica como é feito o reconhecimento das receitas e custos nos balanços das incorporadoras, fornece o primeiro contato com os indicadores analisados no capítulo 5 e explica a teoria por de trás dos cálculos do custo de capital e geração de valor.

O quinto capítulo faz uma análise da estratégia da companhia TRISUL S.A. O processo de análise é feito contextualizando a competição na indústria, apresentando as problemáticas e obstáculos de referências passadas, evoluindo de maneira gradual para o modo como companhia analisada escolheu competir e os resultados obtidos a partir disso.

O sexto capítulo é uma síntese dos principais resultados e considerações finais do trabalho.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo deste trabalho é analisar a estratégia competitiva da TRISUL S.A em função dos seus resultados publicados na BOVESPA.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Abordar conceitos de estratégia competitiva definido por Michael Porter;
- b) Identificar como a TRISUL S.A se difere dos demais competidores;
- c) Analisar os resultados obtidos pela estratégia competitiva da TRISUL S.A com base nos indicadores financeiros analisados e na geração de valor agregado;

1.3 LIMITAÇÕES DO TRABALHO

O trabalho baseou-se em um estudo de caso em que a coleta de informações foi feita *on-line* e sem contato direto com a empresa analisada. Por se tratar de uma companhia de capital aberto, considerou-se que as informações contidas em seus *releases* de resultados são auditadas e, portanto, verdadeiras. Além disso, no que diz respeito a granularidade do conteúdo da pesquisa, procurou-se construir uma análise com indicadores macro sobre a direção estratégica da companhia, não sendo aprofundado alguns aspectos de execução operacional. Para que houvesse o aprofundamento de alguns temas seria necessário a participação de integrantes da empresa analisada para o fornecimento de informações adicionais que vão além das divulgadas ao mercado. Isto porque o autor tentou esse contato e não recebeu qualquer retorno até a data de elaboração deste documento. Devido aos efeitos do COVID-19 no resultado das companhias no ano de 2020 e a dificuldade expurgar os seus efeitos na análise da tendência estratégica, o período analisado limitou-se até o ano 2019.

1.4 MÉTODO DE TRABALHO

O trabalho consiste em uma pesquisa descritiva quali-quantitativa que tem o objetivo de explicar, com base em dados contábeis e indicadores financeiros, o efeito da estratégia competitiva no desempenho das companhias. Para responder à questão: “de que forma as

empresas, incorporadoras e construtoras, de capital aberto materializam a sua estratégia competitiva?” recorreu-se a pesquisa documental, dadas as dificuldades de acesso a entrevistas impostas pelo contexto do COVID-19. Assim, buscaram-se dois tipos de dados: teóricos e do mercado. Especificamente, realizou-se pesquisa em livros, revistas técnicas, artigos publicados, entrevistas gravadas com os gestores das empresas analisadas, *conference calls* e *press releases* de resultados disponíveis na internet. Todas estas fontes estão especificadas nas referências bibliográficas ao final do trabalho.

Dados específicos vinculados com os resultados das empresas de capital aberto, como por exemplo dados contábeis e dos indicadores financeiros, foram obtidos mediante o uso do software Economática. Um exemplo dos dados capturados pode se apreciar na Figura 1.

Figura 1- Exemplo de dados extraídos mediante o site Economática.

Indicadores Financeiros											
	30/09/2017	31/12/2017	31/03/2018	30/06/2018	30/09/2018	31/12/2018	31/03/2019	30/06/2019	30/09/2019	31/12/2019	31/03/2020
Não Consolidado											
EBITDA \$	21.268k	42.104k	51.997k	65.862k	76.882k	76.999k	90.665k	102.005k	124.995k	144.949k	148.280k
LAIR + Desp Fin Liq \$	20.729k	41.562k	51.443k	65.283k	76.441k	76.250k	89.480k	100.399k	122.794k	142.615k	145.928k
Giro do Ativo x	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Giro do Pat Liq x	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Margem Bruta %	28,1	39,9	39,9	39,7	47,5	56,9	55,3	98,0	98,1	97,1	137,4
Margem EBIT (Operac) %	2.098,1	3.617,2	4.453,9	4.517,9	8.637,4	10.112,7	9.011,1	16.988,0	19.678,5	34.037,0	63.447,0
Margem Liquida %	1.680,3	3.045,4	3.953,5	4.163,3	8.107,1	9.541,8	8.621,8	16.147,2	18.735,4	33.432,0	62.861,3
Margem Ebitda %	2.152,6	3.664,4	4.501,9	4.557,9	8.687,2	10.212,1	9.130,4	17.259,7	20.031,3	34.594,0	64.469,6
ROA Rentab do Ativo %	2,4	5,0	6,1	7,9	9,0	8,6	9,8	10,0	8,3	9,8	9,8
ROE Rent Pat(pat final)%	3,3	6,7	8,5	11,0	12,6	12,8	14,6	15,6	11,3	13,4	13,4
ROE Rent Pat(pat medio)%	3,3	6,8	8,8	11,5	13,3	13,3	15,3	16,5	14,6	17,4	17,4
ROE Rent Pat (pat inic)%	3,3	6,9	9,0	12,0	14,1	13,8	16,0	17,4	20,5	25,0	24,6
Consolidado											
EBITDA \$	39.150k	61.134k	70.979k	85.363k	99.998k	102.746k	120.233k	133.859k	157.956k	181.712k	183.892k
LAIR + Desp Fin Liq \$	31.725k	53.212k	62.871k	77.460k	90.030k	92.403k	109.358k	122.140k	147.287k	170.383k	171.469k
Giro do Ativo x	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
Giro do Pat Liq x	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	0,7	0,7	0,7
Margem Bruta %	27,0	28,6	30,5	31,0	32,7	32,7	32,7	33,9	34,6	35,7	36,9
Margem EBIT (Operac) %	8,2	12,0	13,5	15,8	17,2	16,9	18,1	18,3	20,1	21,3	21,7

Fonte: o Autor (2021) a partir de Economática (2021)

Os dados obtidos através do Economática foram exportados para uma planilha e MS-Excel onde foram analisados, plotando os gráficos e tabelas mostrados neste TCC. A Figura 16 foi a única exceção, a plotagem dela foi feita em Python por meio da biblioteca NumPy e do API Yahoo Finance. Assim, os resultados basearam-se nestes dados e análises.

2 MACROECONOMIA APLICADA A INDÚSTRIA DE CONSTRUÇÃO DE EDIFICAÇÕES

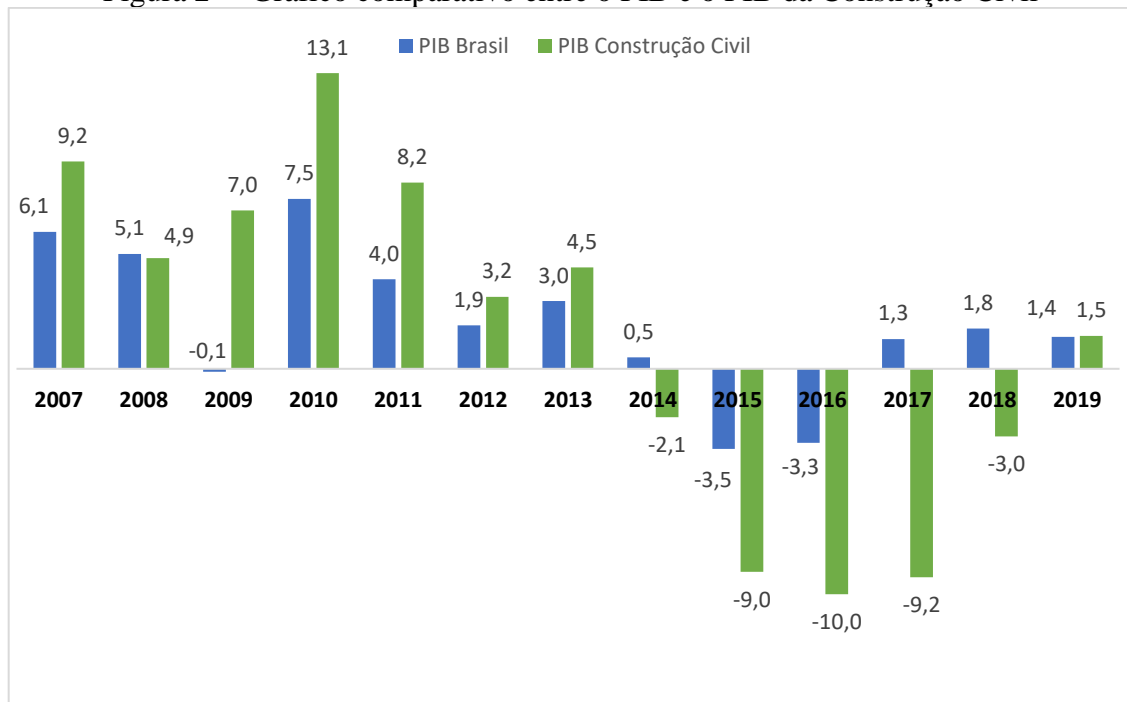
2.1 A INDÚSTRIA DE CONSTRUÇÃO CIVIL COMO AGREGADO ECONÔMICO E SUA DINÂMICA NA ECONOMIA NACIONAL

A Indústria da Construção Civil (ICC) é constituída por três subsectores: Construção de Edificações (ICE), Obras de Infraestrutura (IOI) e Serviços Especializados (ISE). Os três subsectores da indústria contribuíram no ano de 2018, segundo IBGE (PAIC, 2018) com 278,2 bilhões em valor de incorporações, obras e/ou serviços da construção. O subsector da Construção de Edificações contribuiu sozinho com R\$126,6 bilhões. Ainda, segundo o estudo da ABRAIN (FIPE, 2017) o segmento de incorporação imobiliária gerou, anualmente, entre 2010 e 2017, 1,9 milhão de empregos em todo o país. Sendo o subsector de construção responsável por 305,2 mil empregos diretos.

A ICE possui natureza cíclica, isto é, o seu consumo é afetado pelas variações macroeconômicas como condição geral política, econômica e climática. Para PROCHNIK (1987) além de todas as repercussões de carácter econômico que influenciam o subsector, é importante considerar que o setor de edificações fica sujeito, no Brasil, a ciclos de valorização dos imóveis, em função da grande defasagem temporal entre as variações da demanda e da oferta, explicada pela longa duração do processo produtivo. Isso causa escassez de imóveis nas fases ascendentes do ciclo econômico, quando os preços sobem rapidamente, e grandes estoques de apartamentos não vendidos, nas fases de recessão.

Em outras palavras, existem oscilações cíclicas entre o PIB da ICC e aquele geral do País. Na Figura 2 indica-se que o crescimento da ICC foi superior ao PIB em geral para o período 2007-2013. No entanto, o decréscimo da ICC entre 2014 e 2018 foi muito superior ao do PIB em geral, estabilizando-se em 2019. Isto quer dizer que o PIB da construção civil apresenta uma volatilidade histórica superior ao PIB nacional, com crescimentos mais forte durante as fases ascendentes do ciclo econômico e quedas mais acentuadas em períodos de recessão.

Figura 2 – Gráfico comparativo entre o PIB e o PIB da Construção Civil



Fonte: o Autor (2021) a partir de Câmara Brasileira da Indústria da Construção CBIC (2021)

Para a empresa de consultoria EY (Ernst & Young) em seu relatório “Mercado de Incorporação Imobiliária Brasileiro – Potencialidades do mercado Habitacional” (EY, 2008) aliado ao cenário econômico, ainda existem alguns gargalos específicos ao mercado imobiliário e à modernização do setor, sendo o distrato, *funding* para financiamentos imobiliários e o sistema tributário os mais citados. Entretanto, recentemente com a LEI Nº 13.786, de 27 de dezembro de 2018 (BRASIL, 2018) e a queda da taxa Selic, parte dos principais gargalos citados pela consultoria foram amenizados, restando ainda o gargalo tributário que segue no aguardo da aprovação da reforma tributária.

A recuperação do mercado imobiliário após a crise econômica de 2015 está relacionada à melhora do contexto macroeconômico. A queda da inflação, redução da taxa Selic e a melhora no índice de confiança do consumidor (ICC), possibilitaram melhores condições de crédito para novos financiamentos. Ainda, com o aumento do saldo de geração de empregos formais, houve também o aumento do mercado consumidor. Vale ressaltar que a queda da inflação e a taxa Selic também resultaram no aumento da capacidade de compra das famílias, tendo em vista que a inflação mede o nível geral de preços ao consumidor.

Para EY (2008) o crescimento do mercado habitacional brasileiro está assentado sobre quatro pilares: a confiança do consumidor, o desemprego, a renda e a inadimplência.

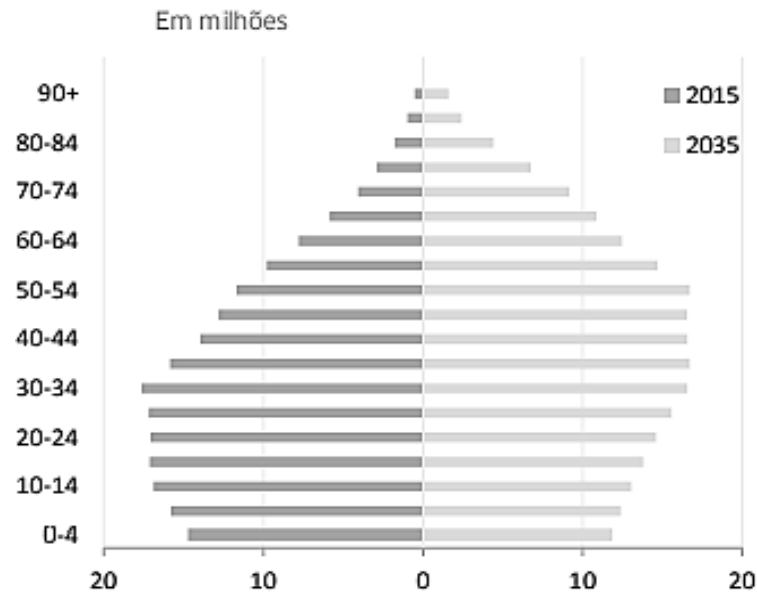
Conforme Santos e Cruz (2000), o elevado valor do bem habitação e a existência de imperfeições nos mercados financeiros (que exigem pagamentos iniciais elevados como entrada e ainda patamares mínimos de renda familiar para liberarem os financiamentos habitacionais) fazem com que as famílias jovens e/ou pobres tenham que recorrer ao imóvel alugado até que tenham poupado a quantidade de capital necessária para a entrada do imóvel.

Para Berger (2015) grande parte dos consumidores necessitam de crédito imobiliário para financiarem a sua aquisição, sendo uma parcela significativa do crédito disponível proveniente do FGTS e da Caderneta de Poupança, que, por sua vez, estão diretamente ligados ao nível de desemprego e a renda das famílias, visto que a contribuição do FGTS é uma obrigação do empregador para com os seus funcionários, e a Caderneta de Poupança é uma alternativa de investimento, ou seja, a criação de renda proveniente do emprego, resulta no aumento da capacidade de poupança do indivíduo. Além disso, quando um indivíduo é demitido, ele tem a possibilidade de sacar o seu saldo de FGTS, consequentemente, isso reduz a disponibilidade de recursos do fundo. Entre os anos de 2015 e 2019 o saldo da Caderneta de poupança cresceu aproximadamente 30% segundo (ABECIP, 2019) e do FGTS 12% conforme a (CAIXA ECONOMICA FEDERAL, 2019).

Segundo Santos e Cruz (2000) a renda tem uma forte correlação positiva com a demanda pelo bem habitação. Isto quer dizer que o aumento do desemprego, e por conseguinte a queda da renda, não só afetam as fontes de recursos destinadas ao crédito imobiliário, mas também a demanda por habitação. Com o desemprego parte da população perde a sua capacidade de arcar com os compromissos financeiros, aumentando a inadimplência e minando a confiança do consumidor, o que resulta na postergação da decisão de compra do bem habitação, reduzindo a demanda pelo produto no curto prazo.

Outro driver importante para o setor é o crescimento populacional. As demandas do setor habitacional são determinadas por meio das necessidades atuais e futuras (EY, 2008), ou seja, do crescimento demográfico e das dinâmicas socioeconômicas que conduzem à formação das famílias. Os censos realizados após 1991 e projeções da população brasileira por sexo e idade (IBGE, 2008), apontam para a tendência de equilíbrio e envelhecimento da população. Estima-se que a partir de 2020 comece a ocorrer a desaceleração do bônus demográfico, sendo a partir de 2030 a reversão da curva de pessoas economicamente ativas versus a população de dependentes. Em 2035 estima-se que a população brasileira será de 226,4 milhões (Figura 3).

Figura 3 – Pirâmide etária brasileira 2015 versus estimativa para 2035



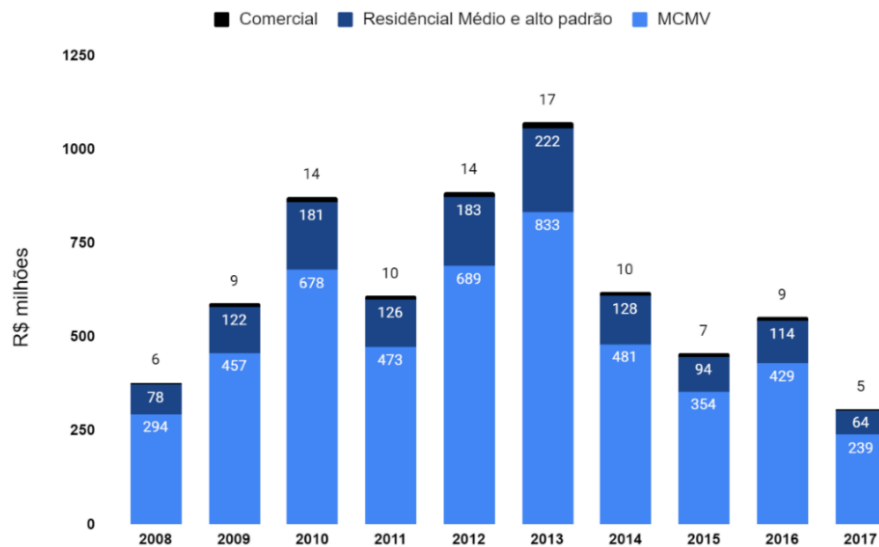
Fonte: EY (2008)

Conforme (EY, 2008), a Figura 3 mostra uma previsão quanto à redução de pessoas economicamente ativas até 2035, traduzindo-se em um decréscimo futuro na demanda por habitação, dado que menos famílias serão formadas.

2.2 FONTES DE FINANCIAMENTO DA INDÚSTRIA DE CONSTRUÇÃO DE EDIFICAÇÕES (ICE)

É importante também entender que políticas habitacionais de interesse social do governo, como o Programa Minha Casa Minha Vida (MCMV) ou o atual Casa Verde Amarela, são essências para o desenvolvimento da indústria e redução do passivo habitacional. Entre os anos de 2008 e 2017, segundo estudo da ABRAINCA foram lançados no Brasil 6,3 milhões de unidades, entre os segmentos: MCMV (77,8%), unidades residenciais de médio e alto padrão (20,7%) e comerciais (1,6%). Esse dado reforça a percepção de que programas relacionados a financiamento e subsídios, apresentam um papel importante, dado o passivo habitacional brasileiro.

Figura 4 - Evolução anual do número de unidades lançadas entre 2008-2017



Fonte: o Autor (2021) a partir de Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias (2017)

No Brasil, os modelos de financiamento atendem tanto à produção (incorporadoras e construtoras) quanto às pessoas físicas (BERGER, 2015). As principais fontes de recurso são a poupança por meio do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Ainda, existem arrecadações secundárias como Letras de Crédito Imobiliário, Securitização e Letras Imobiliárias Garantidas.

No primeiro semestre de 2019, a carteira de crédito imobiliário da Caixa Econômica Federal apresentou saldo de 465,1 bilhões, com 37,9% de participação dos recursos da poupança, 62,1% do FGTS. Atualmente o FGTS apresenta um orçamento de 259,2 bilhões para financiar a habitação de 2019 a 2022, sendo 90% desses recursos direcionado para o segmento do MCMV faixas 1,5, 2 e 3 (MRV, 2019). A tabela abaixo ilustra as principais diferenças entre os financiamentos via SBPE e FGTS.

Com queda da taxa Selic, o SBPE chegou a um patamar comparável ao FGTS Faixa 3. Nos últimos anos a taxa de financiamento do SBPE caiu de 11% a.a em 2016 para 8% a.a em 2019 (MRV, 2019). Isso quer dizer, que a parcela do financiamento imobiliário ficou percentualmente menor em relação a renda das famílias de classe média, o que tem resultado em um estímulo a essa parcela de consumidores.

Tabela 1 - Descrição do mercado regulado de financiamento imobiliário

	FGTS	SBPE
Fontes de Recursos	Depósito do Fundo de Garantia	Depósito da Poupança
Foco	Unidades abaixo de R\$190.000	Unidades entre R\$190.000 e R\$750.000
Parcelas Mensais	Até 30% da renda mensal	Até 30% da renda mensal
Valor Financiável	Até 100% se pago em 240 meses	Até 90%
Prazo	Até 360 meses	Até 360 meses
Taxa de Juros	Entre 4,5% e 8,7% + TR a.a	Entre 8,5% e 12% + TR a.a
Limite de Renda Mensal	Até R\$5.400	Sem limites

Fonte: BERGER (2015)

2.3 CARACTERÍSTICAS ESPECÍFICAS DA INDÚSTRIA DE CONSTRUÇÃO DE EDIFICAÇÕES (ICE)

Para Barros Neto (1997) a Indústria de Obras de Infraestrutura (IOI) e Serviços Especializados (ISE) são historicamente subsetores mais concentrados em termos de competição, já que existe um número reduzido de competidores e uma predominância de custos fixos na composição dos custos das empresas devido à incidência de equipamentos e recursos humanos mais especializados. Já por outro lado, a Indústria de Construção de Edificações (ICE) possui as características fundamentais de uma indústria fragmentada. A Tabela 2 traz as principais causas da fragmentação da ICE sob a ótica desse autor.

Tabela 2 – Causas da fragmentação da ICE

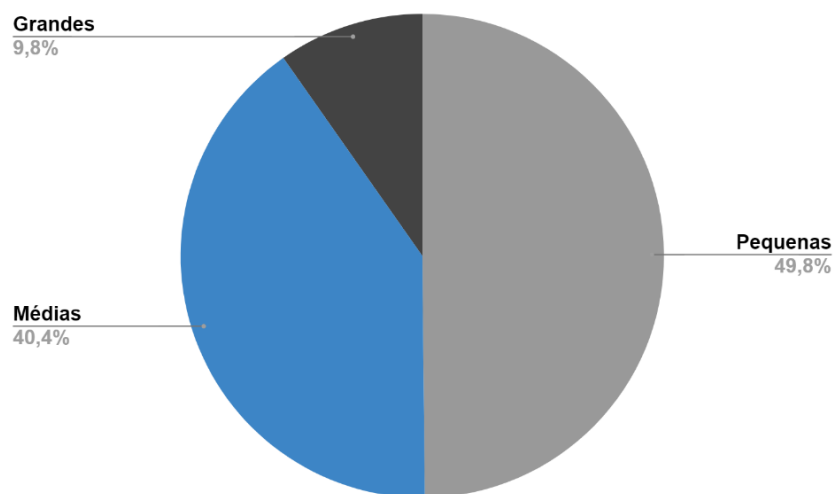
CAUSAS	EXPLICAÇÃO
Barreiras de Entrada Pouco Significativas	Os investimentos em equipamentos para as obras e nas instalações da empresa, no início, são muito insignificantes. Além disso, a mão de obra é desqualificada, barata e normalmente trabalha por empreitada, o que facilita e atrai a entrada de muitos concorrentes.

Ausência de Economias de Escala ou Curva de Experiência	O setor trabalha com um contingente inerentemente elevado de mão-de-obra, que implica em uma grande ocorrência de serviços pessoais com dificuldades de mecanização e de estabelecimento de rotinas.
Ausência de Vantagem de Tamanho em Transações com Fornecedores	A maioria das empresas são de pequeno porte e precisam consumir materiais de um pequeno grupo de fornecedores, por exemplo: aço e cimento. Já com relação aos compradores, o poder de barganha destes é baixo em função do elevado valor do bem em relação à renda do consumidor, mas este poder está aumentando em virtude da crescente tomada de consciência dos consumidores com relação aos seus direitos (CDC). Para minimizar esta ameaça as empresas estão oferecendo serviços além dos já existentes e usando massivamente o marketing.
Necessidades Variadas do Mercado	A indústria trabalha com produtos duráveis e caros e o consumidor exige que ele seja de boa qualidade e diferenciado de outros edifícios já lançados (se possível, esta exigência seria de um apartamento para outro). Além do mais, estes produtos estão sujeitos às preferências que se originam de diferenças locais ou regionais. A produção destes produtos é feita, normalmente, sob encomenda.

Fonte: Autor (2021) a partir de BARROS NETO (1997)

Para Porter (2004) uma indústria fragmentada tem um grande número de empresas de pequeno e médio porte e não há um líder de mercado com influência sobre a atuação da indústria como um todo. A fragmentação da ICE fica evidente quando se observa os dados gerais das empresas de construção e incorporação divididas por pessoas ocupadas ou porte (Figura 5).

Figura 5 - Dados gerais das empresas de construção por pessoas ocupadas



Fonte: o Autor (2021) a partir de PAIC (2018)

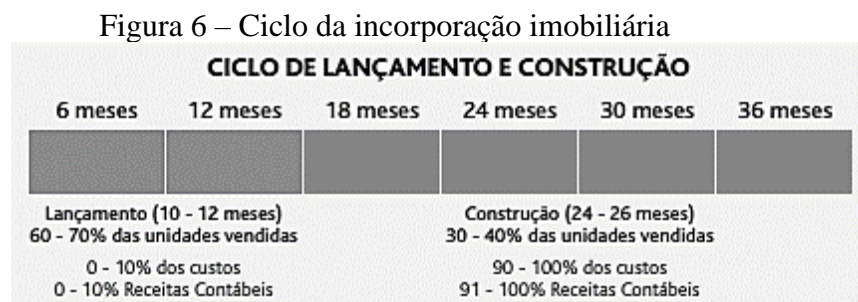
Para Rossetto (1998) a ICE apresenta peculiaridades que a diferencia dos demais subsetores da ICC, que vão desde a sua constituição e influência que sofre das políticas econômicas, até o seu processo produtivo e o tipo de produto final. Para o autor esse subsetor subsiste com menos especialização, tanto em técnicas construtivas como em gerenciamento e mão de obra.

Para a empresa de consultoria McKinsey & Company em seu relatório “*Construction Productivity Survey*” (MGI, 2017), o setor de construção civil é altamente fragmentado. Na visão da consultoria, a causa da fragmentação está ligada a baixa performance dos inúmeros pequenos competidores. Ainda, segundo MGI (2017), os principais detratores de performance das empresas são: a falta de compatibilidade dos contratos na alocação de risco/retorno, o mal gerenciamento dos projetos, as falhas de execução, os designs de processos inadequados e a falta de investimentos no desenvolvimento de pesquisas e inovação.

2.4 MODELO E CICLO DE NEGÓCIOS DA INDÚSTRIA DE CONSTRUÇÃO DE EDIFICAÇÕES (ICE)

Para BERGER (2015) o modelo de negócios de incorporação no Brasil exige uma alta dependência de capital de giro e longo prazo de execução, principalmente para projetos voltados ao público de média e alta renda.

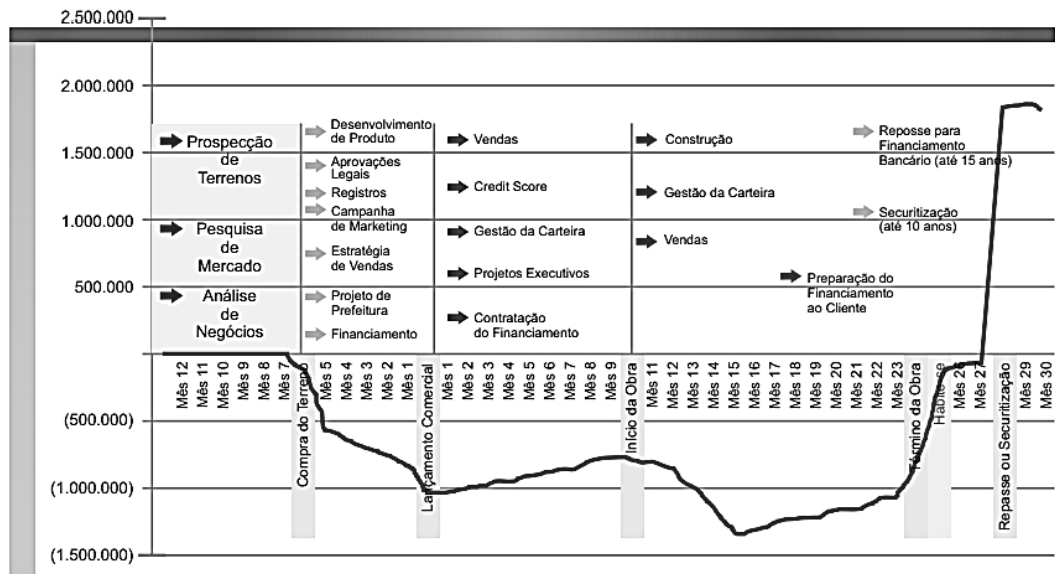
Segundo estudo realizado pela consultoria Booz&Co em seu relatório “O Custo da Burocracia no Imóvel” (Booz&Co, 2014), o ciclo de construção leva aproximadamente 24 meses, enquanto a fase de compra de terrenos e lançamento dura geralmente 12 meses ou mais (Figura 6). Já os empreendimentos de baixa renda costumam ter prazos de execução menores, uma vez que possuem um sistema construtivo de unidades padronizadas, e sem ressaltos arquitetônicos diferenciados.



Fonte: Booz&Co (2014)

Para Booz&Co (2014) a dinâmica de fluxo de caixa das empresas de construção e incorporação brasileiras é caracterizada por um consumo significativo de caixa entre a compra de terrenos e o meio do período de construção - momento em que se deve começar a ter uma injeção de caixa tanto das primeiras parcelas dos imóveis vendidos como do financiamento dos bancos. Sendo o maior montante recebido apenas com a entrega do habite-se.

Figura 7 – Etapas do negócio e fluxo de investimentos



Fonte: Booz&Co (2014)

Conforme BERGER (2015), o entendimento da composição dos custos é extremamente importante para se ter sucesso no empreendimento, a compreensão da sua estrutura é fundamental, costumeiramente o terreno representa entre 15% e 20% do VGV (Valor Geral de Vendas) de um projeto, a construção apresenta 40% e os custos financeiros (juros do empréstimo) outros 5%.

3 CONCEITO DE ESTRATÉGIA COMPETITIVA

Para Henderson (1989) o conceito clássico de estratégia se traduz em um modelo de negócios com uma vantagem única e diferenciada sobre os demais competidores, e que a sua essência está em gerir essa diferenciação.

Para Porter (2004) a estratégia é, em essência, o desenvolvimento de uma fórmula ampla de como uma empresa competirá, estabelecendo quais deveriam ser as suas metas e políticas necessárias para levar a cabo este objetivo. Ainda, Michael Porter define que a

estratégia competitiva é relacionar uma companhia ao seu meio ambiente. Embora o meio ambiente relevante seja muito amplo, abrangendo tanto forças sociais como econômicas, o aspecto principal do meio ambiente da empresa é a indústria ou as indústrias em que ela compete. O autor ainda explica que o termo estratégia, quando utilizado em uma organização, pode ser imaginado como a criação de uma única e valiosa posição.

Porter (1992) define a ênfase da estratégia competitiva na estrutura da indústria e na análise dos concorrentes em vários meios industriais e o conceito de vantagem competitiva como sendo as ações que uma empresa executa para criar valor para os seus consumidores a fim de competir dentro dessa estrutura. Segundo Porter (2004) para diagnosticar a vantagem competitiva, é necessário definir a cadeia de valor de uma empresa em uma indústria particular. Toda empresa é uma união de atividades que são executadas para projetar, produzir, comercializar, entregar e sustentar o seu produto. A cadeia de valor de uma empresa e o modo como ela executa atividades individuais são um reflexo da sua história, da sua estratégia, do seu método e da economia básica das próprias atividades.

3.1 AS CINCO FORÇAS DE PORTER

A estrutura industrial tem uma forte influência na determinação das regras competitivas do jogo, assim como as estratégias potencialmente disponíveis para a empresa. Sendo assim, o grau de concorrência da indústria depende de cinco forças competitivas que definem o nível de retorno médio dos competidores.

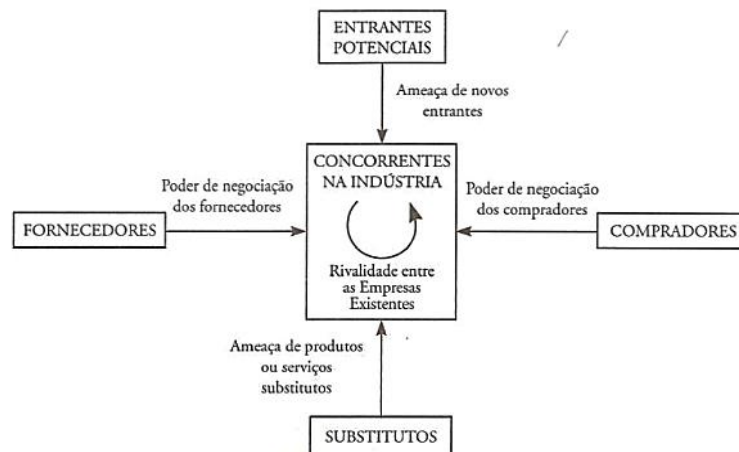
Conforme PORTER (2004) as 5 forças competitivas são: ameaça de novos entrantes, pressão de produtos substitutos, poder de negociação dos compradores, poder de negociação dos fornecedores e rivalidade entre as empresas existentes (Figura 8).

Ameaça de novos entrantes: é caracterizada por novas empresas que trazem capacidade e buscam ganhar uma parcela do mercado. Isso pode acarretar na diminuição dos preços e da rentabilidade dos participantes envolvidos no negócio. A possibilidade ou o impedimento de entrada de novos concorrentes é estabelecida pelas barreiras de entradas, que são constituídas por:

- I. **Economia de escala:** consiste em redução dos custos unitários à medida que a quantidade da produção aumenta;

- II. **Diferenciação do produto:** trata-se da marca desenvolvida pela empresa, seja pela diferença do produto ou qualquer outra qualidade, desenvolvendo um sentimento de fidelidade em seus clientes, fazendo com que os novos concorrentes encontrem dificuldades e tenham que investir pesado para superar a relação criada com os clientes;
- III. **Necessidade de capital:** consiste na necessidade de investimentos para entrar no mercado;
- IV. **Custos de mudanças:** consistem nas despesas que o comprador irá enfrentar ao trocar de fornecedor, essas despesas podem envolver necessidade de assistência técnica, a compra de um novo equipamento entre outros;
- V. **Acesso aos canais de distribuição:** as empresas que já estão inseridas no mercado já possuem seus canais de distribuição, o que faz com que seja uma barreira de entrada para os concorrentes que buscam se estabelecer no mercado, pois estes precisam convencer os canais;

Figura 8 - Forças que dirigem a concorrência na indústria



Fonte: PORTER (2004)

Pressão de produtos substitutos: são produtos diferentes que exercem funções iguais ou semelhantes, se estes produtos conseguirem se destacar seja por qualidade ou diferenciação, os seus concorrentes podem se defrontar com uma situação de desvantagem, apresentando diminuição dos rendimentos e do crescimento. Os produtos substitutos não apenas limitam os lucros em tempos normais, como também reduzem as fontes de riqueza que uma indústria pode obter em tempos de prosperidade.

Poder de negociação dos compradores: os compradores disputam com as indústrias, pressionando por preços mais baixos, negociando maior qualidade ou mais serviços, fazendo com que os concorrentes entrem em confronto, tudo às custas da rentabilidade da indústria. Um grupo comprador é poderoso a partir das seguintes circunstâncias: volume de compras ou grau de concentração, os produtos são padronizados e não diferenciados, custos de mudança são baixos, importância de qualidade dos produtos ou serviços, disponibilidade de informações.

Poder de negociação dos fornecedores: os fornecedores podem influenciar com seu poder de barganha a indústria, através da elevação de preços, redução da qualidade dos bens e serviços ofertados. As condições que tornam os fornecedores poderosos tendem a refletir aquelas que tornam os compradores poderosos. Um grupo fornecedor é poderoso se o seguinte se aplica: é dominado por poucas companhias e é mais concentrado do que a indústria para qual vende, não está obrigado a lutar com outros produtos substitutos na venda para a indústria, a indústria não é um cliente importante para o grupo fornecedor, o produto dos fornecedores é um insumo importante para o negócio do comprador, os produtos do grupo de fornecedores são diferenciados ou o grupo desenvolveu custos de mudança, o grupo de fornecedores é uma ameaça concreta de integração para frente.

Rivalidade entre as empresas existentes: em um ambiente extremamente competitivo, o retorno médio da indústria tende a ser muito baixo. A rivalidade entre os competidores retrata a disposição deles em competir e/ou entrar em uma possível guerra de preços, ambientes muito agressivos tendem a dissipar a concorrência ao longo do tempo, pois não apresentam retornos mínimos de atratividade.

3.2 ESTRATÉGIAS GENÉRICAS

Para PORTER (2004) as organizações ao se defrontar com as cinco forças competitivas podem empregar uma ou mais estratégias genéricas para superar a concorrência. As estratégias genéricas são: a liderança no custo total, a diferenciação e o enfoque. O autor afirma que as estratégias genéricas são métodos para superar os concorrentes, e que cada uma abrange um trajeto diferenciado para se obter uma vantagem competitiva.

Figura 9 - Estratégias genéricas



Fonte: PORTER (2004)

Estratégia de liderança no custo total: consiste em estabelecer uma posição de baixo custo através da redução dos custos dos produtos internos, estabelecendo assim para a empresa uma posição vantajosa em relação aos seus concorrentes.

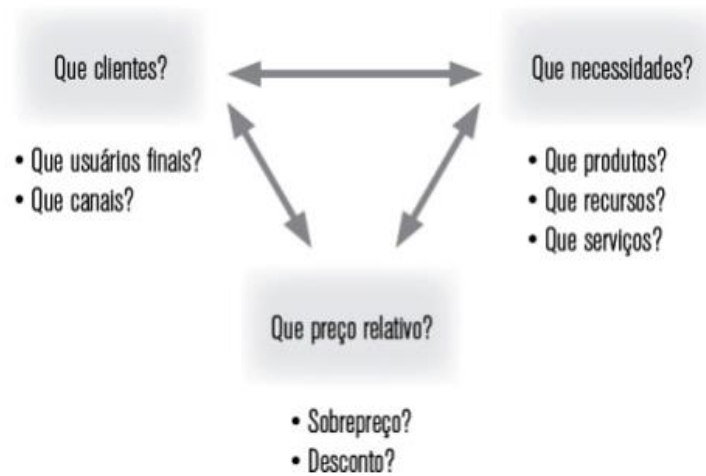
Estratégia de diferenciação: consiste em distinguir o produto ou serviço oferecido pela empresa, fazendo com que seja diferenciado e exclusivo no contexto de toda indústria. Os métodos para se chegar a essa diferenciação pode ser apresentada de várias maneiras: fazer uso da imagem da marca, tecnologia, peculiaridades, serviços sob encomenda, rede de fornecedores entre outros.

Estratégia de enfoque: objetiva focar um alvo estratégico estreito, determinado grupo comprador, um segmento da linha de produtos ou um mercado geográfico, a partir da liderança de custo total ou diferenciação, definindo assim onde competir. A empresa que desenvolve com sucesso essa estratégia pode alcançar retornos acima da média para sua indústria.

3.3 A ESCOLHA DA ESTRATÉGIA

Para MAGRETTA (2018) a vantagem competitiva a que Porter se referia é muitas vezes mal interpretada, pois não se resume apenas à retornos acima da média, mas sim, na capacidade das organizações em repassar preços mais elevados para os consumidores ou em entregar produtos suficientemente sob medida a custos menores. Nesse sentido, Joan Magretta ainda aponta que a proposição de valor é o elemento da estratégia voltado para fora da organização, ou seja, para os clientes, para o lado da demanda do negócio (Figura 10).

Figura 10 - Proposição de valor



Fonte: MAGRETTA (2018)

A cadeia de valor tem foco interno, isto é, nas operações. A estratégia é fundamentalmente integrativa, reunindo os lados da oferta e demanda. Embora, nem toda atividade isolada precise ser única, as estratégias robustas sempre envolvem um grau significativo de adequação. Para conquistar uma vantagem competitiva, as empresas devem fornecer um valor distintivo por meio de uma cadeia de valor sob medida. Isso significa realizar atividades diferentes ou realizar atividades similares de maneira diferente.

Outro ponto importante para a construção de uma cadeia de valor sob medida são os “TRADE-OFFS” necessários. Para Joan Magretta e Michael Porter, o posicionamento estratégico requer escolhas. Magretta (2018) cita os “TRADE-OFFS” como sendo o equivalente estratégico de uma bifurcação na estrada. O que significa que não importa se a bifurcação na estrada trata das características do produto em si ou da configuração das atividades na cadeia de valor, pois não se pode tirar proveito dos dois caminhos.

A segmentação do mercado ou produto são direcionadores para os “TRADE-OFFS” a que Joan Magretta e Michael Porter se referem. Para Tilles (1974) a segmentação é um aspecto crítico para qualquer estratégia corporativa. É essencial para visualizar o terreno de competição e analisar a ênfase estratégica que deverá ser adotada. Para mercados produto diferenciados, a base da segmentação é a combinação entre as características do produto a ser construído e a sua relação custo/preço. A diferenciação para esses mercados apoia-se na relação entre os custos das características do produto para o produtor e o valor delas para o consumidor.

Para Henderson (apud STERN e DEIMLER, 2006, p.141) a segmentação estratégica é uma segmentação de mercado na qual a empresa pode obter e explorar uma vantagem competitiva. Para o autor os limites da segmentação vão até o ponto em que o seu cruzamento implica na máxima taxa de redução das margens competitivas. Isto é, onde o incremento de características do produto adiciona custo, ou seja, não agrega valor na percepção do consumidor.

Na diferenciação do produto, cada característica particular ou serviço oferecido tem um custo, mas o valor adicionado pelo seu incremento varia de cliente para cliente. Na ICE é importante entender quais são os atributos que agregam valor ou não ao empreendimento, pois cada incremento no produto habitação tem um impacto significativo no seu retorno, devido ao seu elevado custo e prazo de desenvolvimento.

4 CONCEITOS DE CONTABILIDADE E FINANÇAS CORPORATIVAS

4.1 MÉTODO DE RECONHECIMENTO DE RECEITAS E CUSTOS “PERCENTAGE OF COMPLETION” (POC)

É importante entender como o reconhecimento das receitas e custos são realizados na elaboração dos balanços das incorporadoras brasileiras. Para Berger (2015) devido à natureza volátil do negócio de incorporação imobiliária, em que os projetos são caracterizados por um consumo significativo de caixa entre a compra do terreno e o meio da construção, a metodologia convencional de reconhecimento de receitas apresentaria não só um descasamento entre as receitas e os respectivos custos de construção no tempo, mas também uma volatilidade alta nos resultados devido ao reconhecimento de toda receita quando a incorporadora entregasse um empreendimento. Nesse sentido, foi desenvolvido o método contábil chamado “POC” (*Percentage of Completion*). Em que as receitas são reconhecidas segundo o avanço da curva de custos, e na proporção das unidades vendidas de cada projeto, diminuindo a volatilidade dos resultados ao longo do tempo (Tabela 3).

Tabela 3 – Efeito POC

TRIMESTRES DESDE O LANÇAMENTO														
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	TOTAL
0% de Vendas Contratadas	A	20%	15%	15%	10%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	100%
0% de Andamento da Obra (Custo)	B			10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	100%
Vendas Contratadas (A x I)	C	20%	15%	15%	10%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	100%
Vendas Contábeis (SB x SC)	D			5,0%	7,0%	7,5%	8,5%	9,5%	10,5%	11,5%	12,5%	13,5%	14,5%	100%
Custo da Incorporação (B x J)	E			6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	65%
Resultado Bruto (D - E)	F			-1,5%	0,5%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	35%
Custo Financeiro	G												5,0%	5%
SG&A + Impostos	H												20,0%	20%
Lucro Bruto F - (G+H+I)														10%
VGv do lançamento (*)	I	100,0												
Custo de Incorporação	J	65,0												

(*) VGv - Valor Geral de Vendas

Fonte: Booz&Co (2014)

Entretanto, segundo BERGER (2015) o método POC, em alguns casos, pode levar a conclusões errôneas, apesar de atenuar a volatilidade de apropriação de receita de uma determinada empresa, ele também embaralha as performances de diferentes empreendimentos e desloca no tempo os resultados. O autor explica que as incorporadoras acabam reconhecendo receitas e custos de empreendimentos de safras diferentes dentro do mesmo exercício contábil. Isso significa, que se obtém uma margem bruta que pode não apresentar a realidade do negócio, uma vez que a empresa pode estar no momento sofrendo com a compressão de margens por uma piora do cenário econômico, mas, ainda reconhecendo as receitas e custos de empreendimentos mais antigos com margens melhores, distorcendo a verdadeira margem praticada. Ainda, para o autor a assertividade da composição dos custos é extremamente importante para garantir confiabilidade nos resultados obtidos, pois um erro na etapa de orçamento, gera uma distorção que será perpetuada para análise da situação financeira da empresa, além, é claro, de impactar nas margens do projeto.

4.2 INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Existem vários indicadores econômico-financeiros utilizados na análise de balanços, porém, o presente trabalho terá como foco apenas aqueles que melhor traduzem a estratégia operacional da empresa.

Tabela 4 – Principais indicadores econômico-financeiros utilizados no trabalho

ÍNDICE	FÓRMULA	CONCEITO	TRADUÇÃO
MARGEM BRUTA	$LUCRO\ BRUTO / RECEITA\ LÍQ.$	A margem bruta indica o que representa o resultado bruto relativamente à sua receita líquida. Para os autores a margem bruta comprova as características de uma indústria, seja por monopólio, ou por real diferenciação.	Quanto a empresa lucrou após descontar os custos com serviços prestados e mercadoria para cada um \$1,00 de vendas líquidas.
MARGEM OPERACIONAL	$LUCRO\ OPERACIONAL / RECEITA\ LÍQ.$	A margem operacional indica o que representa o resultado operacional relativamente à sua receita líquida. Para os autores a margem operacional ilustra a diferença de eficiência das operações dentro de uma indústria.	Quanto a empresa lucrou antes dos juros e impostos para cada \$1,00 de vendas líquidas.
EBITDA	$LUCRO\ ANTES\ DOS\ JUROS,\ IMPOSTOS,\ DEPRECIACÃO\ E\ AMORTIZACÃO$	O EBITDA é um indicador bem próximo da geração de caixa operacional da companhia, pois ele parte do lucro operacional somado à depreciação e amortização e antes dos juros e impostos.	Quanto \$ a empresa lucrou antes dos juros, impostos, depreciação e amortização.
GIRO DO INVESTIMENTO	$RECEITA\ LÍQ. / CAPITAL\ INVESTIDO\ MÉDIO$	Os indicadores de atividade demonstram em que medida a empresa está conseguindo transformar seus ativos, patrimônio e investimentos em receitas (“giro”). Quanto mais altos forem os indicadores de giro, teoricamente mais eficaz é a empresa.	Quanto a empresa vendeu para cada \$1,00 de capital investido (sócios + credores)
ROIC	$MARGEM\ LÍQ.\ APÓS\ IR \times GIRO\ DO\ INVESTIMENTO$	O retorno sobre o capital investido (ROIC) mensura a rentabilidade dos recursos aplicados pelos acionistas e credores da empresa. A maximização consistente no retorno obtido por uma empresa em relação ao Capital Investido Médio é objetivo principal de qualquer negócio.	Quanto a empresa lucrou após impostos e antes dos juros, para cada \$1,00 de capital investido

Fonte: o Autor (2021) a partir de PÓVOA (2012) e NETO (1987)

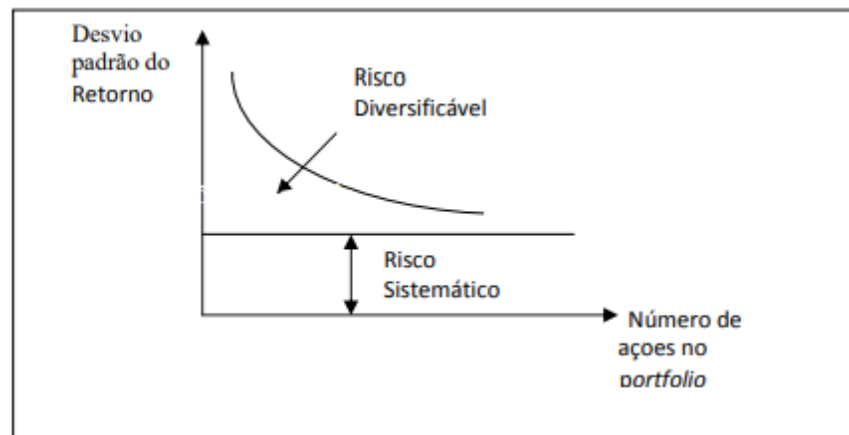
4.3 RISCO, RETORNO E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

As fontes de financiamento das empresas são provenientes de capital próprio (acionistas e lucros retidos acumulados de resultados anteriores) e capital de terceiros (dívida). Essas fontes são permeadas pela relação de risco e retorno. Em finanças, a precificação correta de ativos pode sinalizar para estruturas mais eficientes de financiamento. Para Damodaran (2000) o risco se refere à probabilidade de um recebimento de um retorno sobre um ativo que

seja diferente do esperado. O risco total pode ser decomposto entre dois tipos de risco: diversificável e o não diversificável. Segundo Gitman (2010), o risco diversificável, também conhecido como não sistêmico, é a parcela do risco de um ativo que é atribuível a causas aleatórias e específicas à empresa, e que pode ser reduzido pela diversificação. Já o risco não diversificável, ou, sistêmico é a parcela de risco determinada por um conjunto de fatores de mercado que atingem todas as empresas.

Para Neto, Lima, Araujo (2008) os benefícios da diversificação são mostrados na Figura 11, ela ilustra o desempenho do risco de uma carteira fictícia, à medida que se adiciona mais ações com baixa (ou negativa) correlação entre si a sua composição, o risco total da carteira é reduzido.

Figura 11 – Risco diversificável e Risco sistemático



Fonte: NETO, LIMA, ARAUJO (2008)

Markowitz (1952), precursor da teoria de portfólios, marcou a história da área de finanças com base na elaboração de diversificação de ativos, criando a teoria para as decisões de investimentos em condições de incerteza. O risco criado por Markowitz foi denominado como risco de covariância, no qual o risco de um ativo é analisado em função de sua contribuição ao risco total da carteira. Apesar de fundamentados os procedimentos apresentados por Markowitz, eles eram complexos, levando Sharpe (1963) a desenvolver uma simplificação. O autor propôs que os retornos de todas as ações fossem relacionados a um índice, ao qual a maioria delas estivesse correlacionada.

Segundo Bruni (1998), o modelo resultante desse trabalho ficou conhecido como modelo de índice único, sendo um dos modelos mais simples que poderiam ser construídos e com considerável evidência de que ele capturaria a maior parte das inter-relações entre os ativos. Desse modo, considerando que os preços de um determinado ativo possam estar

correlacionados com um índice, é possível expressar o retorno esperado de um ativo de acordo com a seguinte expressão:

$$\beta = \text{Cov}(\mathbf{x}, \mathbf{y}) / \text{Var}(\mathbf{x}) \quad (1)$$

Sendo:

β , o coeficiente que mede a sensibilidade do retorno de um ativo às variações dos retornos de uma carteira representativa do mercado;

$\text{Cov}(\mathbf{x}, \mathbf{y})$, a covariância entre o retorno de um ativo e os retornos proporcionados pela carteira de mercado;

$\text{Var}(\mathbf{x})$, a variância dos retornos da carteira de mercado;

O modelo CAPM, desenvolvido por Sharpe (1964) e Litner (1965), baseado nos pioneiros estudos de Markowitz, adota a concepção de risco e constitui o principal modelo de cálculo do custo de capital próprio. O CAPM considera que o retorno esperado de um ativo deve ser composto por uma taxa de juros livre de risco, adicionada a um prêmio, sendo este corrigido pelo risco da empresa (beta).

O CAPM pode ser expresso da seguinte forma:

$$E(\mathbf{R}_i) = \mathbf{R}_F + \beta * (\mathbf{R}_M - \mathbf{R}_F) \quad (2)$$

Sendo:

$E(\mathbf{R}_i)$, o retorno esperado do ativo;

\mathbf{R}_F , a taxa livre de risco;

β , o beta do ativo;

$(\mathbf{R}_M - \mathbf{R}_F)$, o prêmio de risco do mercado, que é a diferença entre o retorno do mercado e a taxa livre de risco;

Apesar de algumas críticas ao modelo, Póvoa (2012) e Neto (1987) salientam que apesar da simplificação aparentemente excessiva, a relação custo/benefício de se adotar algo mais complexo é desfavorável, por isso, o método é usado largamente pelos analistas de mercado.

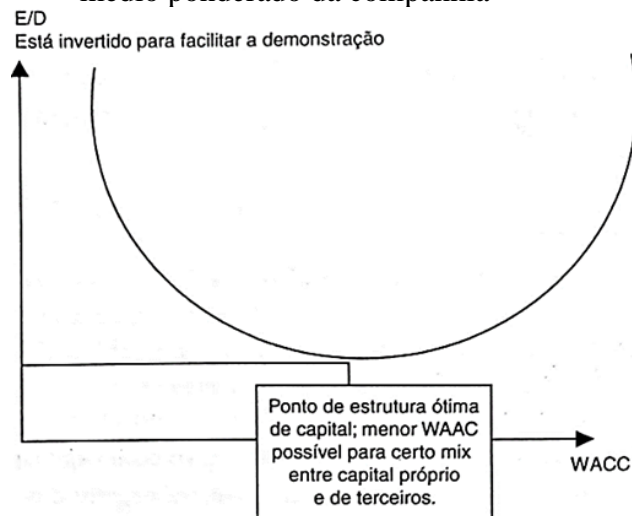
4.4 ESTRUTURA DE CAPITAL E USO DE DÍVIDA

DURAND (1952) foi um dos pioneiros na investigação de que a escolha de uma estrutura de capital ótima é capaz de maximizar o valor das empresas. A argumentação do autor é de que o método de precificação das empresas se baseia em seu fluxo de caixa esperado trazido a valor presente, sendo possível que a empresa tenha seu valor aumentado por meio da redução da taxa de desconto.

Para Póvoa (2012) o custo da dívida é por definição mais barato que o custo de capital próprio. O autor explica que o custo de capital próprio deve ser mais elevado, uma vez que os acionistas assumem a maior parte do risco da operação, participando dos ganhos em cenários de bonança e correndo riscos em cenários de crise. Enquanto os credores por sua vez, emprestam os recursos com juros e prazo para devolução do principal. Além disso, ainda existem vantagens tributárias maiores do uso do capital de terceiros. No caso do capital de terceiros, o custo real dos juros é inteiramente dedutível da base de cálculo de IR. Entretanto, a alavancagem financeira gera benefícios até um certo nível de dívida. Segundo Baxter (1967) um alto nível de endividamento aumenta o risco de falência, reduzindo, assim, os benefícios do capital de terceiros. Quanto mais alavancada estiver a empresa, maior é a percepção de risco por parte do mercado, o que gera uma elevação dos juros para novos empréstimos e do custo do capital próprio exigido.

Conforme Póvoa (2012) à medida em que a companhia vai elevando a participação de capital de terceiros no capital total, tanto os credores como os acionistas passarão a exigir maior retorno de seus investimentos. Isso significa que o tanto o capital de terceiros como o capital próprio irão se elevar até um ponto em que o nem uma participação mais relevante do item mais barato no capital total será suficiente para compensar (Figura 12).

Figura 12 – Gráfico da relação entre capital societário e de terceiros sobre o custo de capital médio ponderado da companhia



Fonte: PÓVOA (2012)

Póvoa (2012) explica que o efeito da maior alavancagem financeira é transmitido ao custo de capital próprio via elevação do Beta.

O Beta da empresa pode ser calculado por:

$$\beta = \beta_d \times (1 + ((D/E) \times (1-t))) \quad (3)$$

Sendo:

β , o beta alavancado da empresa;

β_d , o beta desalavancado da empresa;

D/E , a relação entre dívida e capital de social;

t , a alíquota de imposto;

Fica evidente que, se há elevação da relação entre D/E , o beta da empresa será afetado, fazendo subir, tudo mais constante, o custo de capital próprio.

4.5 CUSTO DE CAPITAL, DESEMPENHO OPERACIONAL E GERAÇÃO DE VALOR

As empresas recorrem tanto ao capital próprio quanto ao capital de terceiros para financiar as suas atividades. O melhor balanço entre os dois, depende dos fatores citados anteriormente. Toda companhia por essência busca oferecer um retorno que exceda a taxa mínima de atratividade exigida pelos seus detentores de capital. Para Neto (1987) o custo de

capital é estabelecido pelas condições com que as empresas obtêm os seus recursos financeiros no mercado de capitais, sendo determinado pela média dos custos de capital próprio e de terceiros, ponderados pelas respectivas proporções utilizadas de capital e líquidos de imposto de renda. O WACC pode ser calculado pela seguinte expressão:

$$\mathbf{WACC = K_e \times (E/D+E) + K_d (D/D+E) \times (1-t)} \quad (4)$$

Sendo:

WACC, o custo ponderado de capital;

E, o valor para o acionista;

D, o valor da dívida;

K_e, a proporção do valor para o acionista sobre o capital total;

K_d, a proporção do valor da dívida sobre o capital total;

Criar valor para uma empresa ultrapassa o objetivo de cobrir os custos explícitos identificados nas vendas e operação (KOLLER, 1994). A criação de valor deve incorporar também os custos de capital investido, em outras palavras, as companhias devem retornar todos os custos envolvidos na sua operação mais o custo de oportunidade de se operar este negócio em detrimento de outros. O EVA é o indicador que mede esse retorno e pode ser calculado através da seguinte expressão:

$$\mathbf{EVA = (ROIC - WACC) \times Capital Investido} \quad (5)$$

Sendo:

EVA, o lucro econômico;

ROIC, o retorno sobre o capital investido

WACC, o custo médio ponderado de capital;

Capital investido, o total de recursos investidos por sócios e credores;

A expressão [ROIC – WACC] é designada como a diferença produzida pelo retorno do negócio e o seu risco envolvido para se operar esse em detrimentos de outros, quando essa expressão é positiva, (ROIC > WACC), indica que houve a geração de lucro econômico, isto é, a empresa retornou todos os custos envolvidos com a sua operação mais um excedente pelo risco de empreender no seu segmento. Em caso contrário, quando (ROIC < WACC), houve a destruição de valor, ou seja, a empresa entregou um retorno que não cobre os riscos envolvidos

pela sua operação, e quando ($ROIC = WACC$) houve a cobertura tanto dos custos como dos riscos envolvidos na operação do negócio. Com isso, é fácil perceber que quando a empresa entrega consistentemente retornos abaixo do seu custo de oportunidade, isso cria um desincentivo para que os detentores de capital continuem reinvestindo no negócio, indicando que em alguns casos a companhia pode estar apresentando retornos sobre os custos operacionais, mas que não serão sustentáveis a longo prazo, tendo em vista que não estão superando os custos pelos riscos envolvidos.

5 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

5.1 CONTEXTO HISTÓRICO DO MERCADO

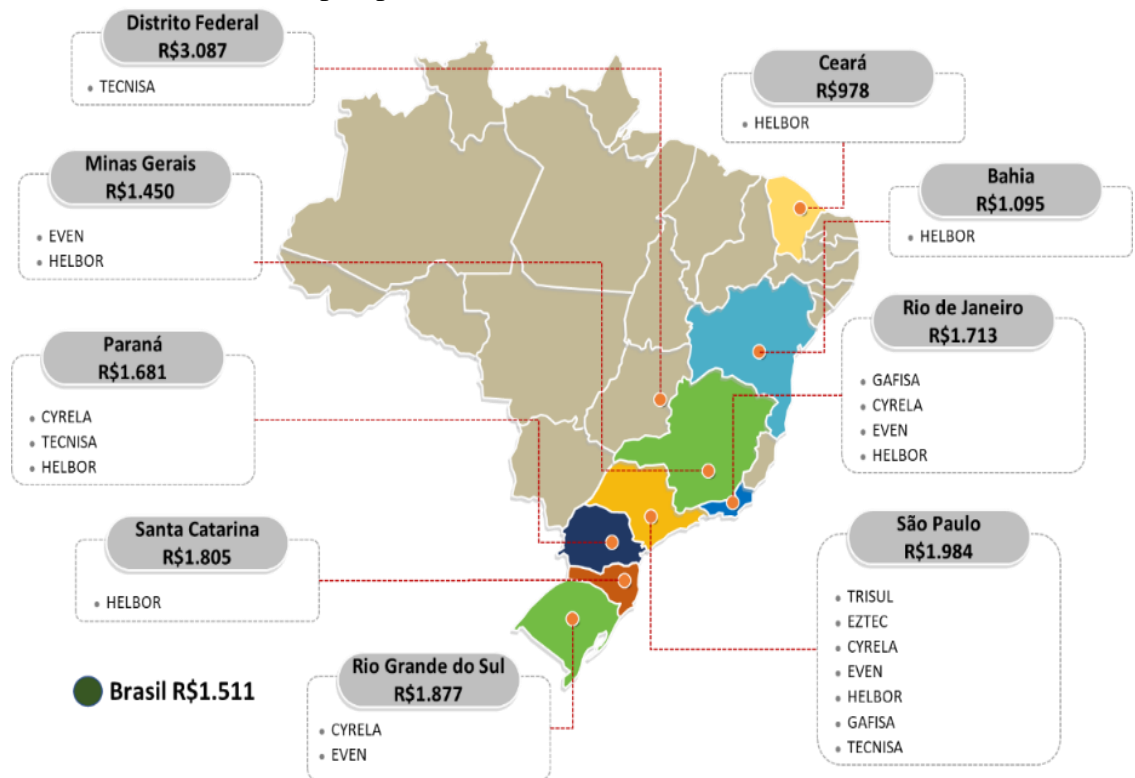
Entre 2005-2007 cerca de 21 incorporadoras abriram seu capital. Naquele ciclo, as 21 companhias arrecadaram o equivalente a mais de R\$22 bilhões, em moeda de abril de 2012. O desempenho das diferentes empresas até 2012 foi muito frágil, isso se deve ao fato, de grande parte do setor ter mergulhado nas estratégias de construção de Land Bank somada à diversificação nas operações. Isto exigiu que a escala das operações apresentasse dispersão por região e produto (ROCHA LIMA, 2012). Para o autor a entrada nos empreendimentos para baixa renda e a dispersão geográfica fez com que muitas empresas amargassem prejuízos.

A penetração em diversos municípios se mostrou uma tarefa desafiadora, uma vez que a competição local por recursos, a perda de produtividade nos canteiros, os custos com comissão de vendas e o pagamento de juros levaram a uma forte compressão das margens, elevando substancialmente o risco do negócio. Algumas incorporadoras não resistiram e, ao longo do caminho, acabaram sendo vendidas ou decretaram falência como a PDG e a Viver Incorporadora e Construtora. Para Porter (2004) em indústrias altamente fragmentadas, estratégias que envolvem a consolidação por expansão geográfica ou penetração em novos mercados, pode, muitas vezes, ampliar as forças competitivas que levam a fragmentação, resultando na destruição de retorno para a companhia.

Através da Figura 13 pode-se observar os resquícios da estratégia de dispersão geográfica das incorporadoras iniciada em 2007. Em 2019, dentre as companhias analisadas, apenas a TRISUL S.A e a EZTEC S.A encontravam-se localizadas regionalmente em um único estado, todas as demais ainda competiam em mais de uma região. Com relação à diversificação de produto, a grande maioria das incorporadoras com exceção da TRISUL S.A e TECNISA

S.A., que focaram no atendimento da média e alta renda, atuam em mais de uma faixa de renda, indo desde segmentos econômicos até comerciais. Ainda, pode-se observar que a rivalidade competitiva é mais intensa em regiões onde a renda domiciliar per capita é mais elevada.

Figura 13 - Distribuição geográfica das incorporadoras e distribuição de renda domiciliar per capita por estado no ano de 2019



Fonte: o Autor (2021) a partir de TRISUL S.A (2019), CYRELA S.A (2019), EZTEC S.A (2019), HELBOR S.A (2019), GAFISA S.A (2019), TECNISA S.A (2019), EVEN S.A (2019) e IBGE (2019)

Ao longo dos últimos anos a capacidade de investimento nas empresas tem sido muito alta, houve a captação de centenas de milhares de reais em chamada de capital e colocações de debêntures (BMF&BOVESPA, 2021). A Tabela 5 traz os valores de faturamento, EBITDA e capital investido nas incorporadoras. No ano de 2019, a CYRELA S.A teve o maior faturamento líquido, R\$3,9 bilhões, isto representa cerca de 10 vezes o valor da última colocada TECNISA S.A e 2 vezes o valor da segunda colocada, EVEN S.A. A EZTEC S.A apresentou a maior margem EBITDA, 29%, e a TRISUL S.A a segunda maior margem, 23%. Quando se observa o montante de capital investido, a TRISUL S.A foi a companhia com o menor montante de investimentos R\$930 milhões.

Tabela 5 - Comparativo do tamanho das operações entre as incorporadoras

Empresa	Receita Líquida (R\$ milhões)	EBITDA (R\$ milhões)	Margem EBITDA	Capital Operacional Investido (R\$ bilhões)
TRISUL	798,67	181,712	23%	0,93
EZETC	804,39	229,647	29%	2,66
EVEN	1913,00	182,861	10%	3,18
CYRELA	3930,82	665,578	17%	6,99
GAFISA	400,47	24,427	6%	1,47
HELBOR	1290,90	22,182	2%	3,26
TECNISA	365,97	-204,252	-56%	1,15

Fonte: o Autor (2021) a partir de ECONOMATICA (2021)

5.2 APRESENTAÇÃO DA EMPRESA EM ESTUDO: TRISUL S.A

A TRISUL S.A é uma companhia familiar, com acionistas controladores ativamente engajados em sua administração, com mais de 30 anos de história e experiência no mercado de incorporação imobiliária (TRISUL, 2020a). A empresa possui um modelo de negócios vertical e integrado, com ciclo de construção reduzido em 8 meses quando comparado com a média dos seus pares.

A companhia se consolidou no mercado de edificações de média e alta renda de São Paulo. Atualmente, a empresa é considerada uma das melhores do setor, com recomendações de compra em cinco das seis casas de análise que cobrem a empresa segundo o artigo “Trisul: como a construtora saiu do endividamento e se transformou em uma das queridinhas dos analistas” publicado no portal de notícias do mercado financeiro (INFOMONEY, 2021). Isso é resultado principalmente da sua performance financeira e operacional superior, mesmo em condições macroeconômicas adversas. A Tabela 6 resume os marcos estratégicos da companhia, desde a sua abertura de capital na BOVESPA.

Tabela 6 - Resumo dos marcos históricos estratégicos da companhia

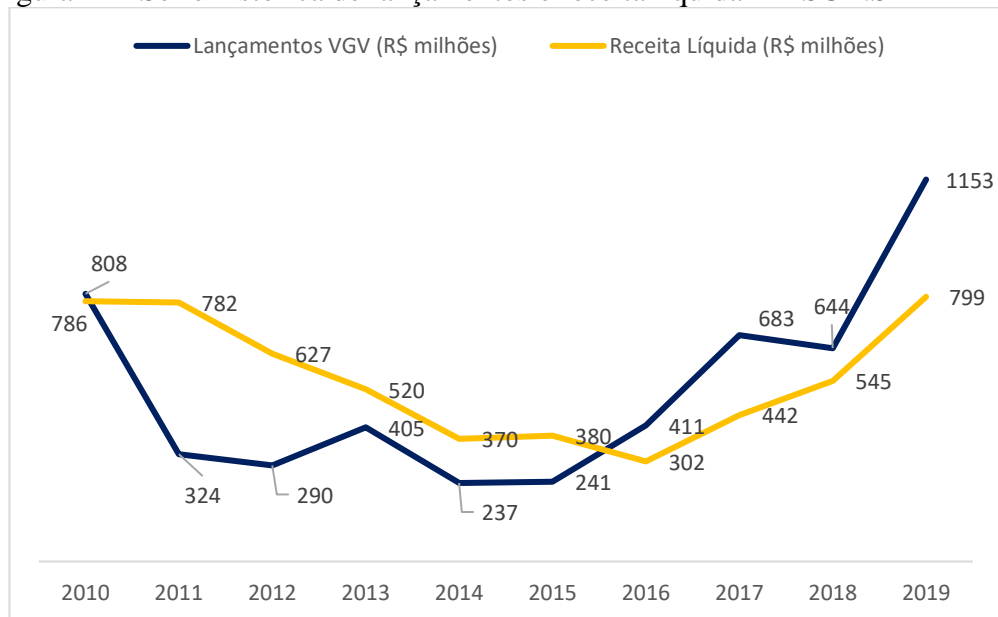
Ano	Estratégia
2007	Em 2007 houve a fusão entre a Tricury Construções e Participações Ltda (Tricury) e a Incosul Incorporação e Construção Ltda (Incosul), formando a TRISUL S.A. A fusão envolveu as atividades da 10ª maior incorporadora imobiliária, a Tricury, e da 11ª colocada, a Incosul, segundo o ranking de 2005 da Embraesp. Após a fusão houve a abertura de capital da nova empresa a TRISUL S. A
2008 - 2009	Entre 2008 e 2009 a Incorporadora adotou uma estratégia de expansão geográfica. A empresa passou a ter canteiros de obra em 24 municípios do estado de São Paulo e Brasília, e a destinar 75% dos negócios para a baixa renda. No entanto, fracassou na sua proposta, e enfrentou resultados decrescentes no lucro líquido nos anos seguintes, com prejuízo líquido de R\$40,4 milhões no exercício de 2011 (Press Release TRISUL S.A 4T11).

2011 - 2013	Entre 2011 e 2013 a Trisul deu início a um processo de desalavancagem financeira e operacional e de concentração geográfica da sua operação. A construtora paulista decidiu cortar custos e focar na entrega do que já havia sido prometido aos clientes.
2016	Em 2016 a companhia voltou a lançar empreendimentos e, desde então, vem entregando resultados superiores aos seus principais concorrentes.
2019	A companhia saltou da destruição de -12% a.a para 0%, ou seja, um avanço bastante superior aos seus concorrentes que seguiram destruindo em média -8,8% a.a.

Fonte: o Autor (2021) a partir de TRISUL (2018) e TRISUL (2020d)

Em 2016 a companhia voltou a lançar empreendimentos e, desde então, vem mostrando resultados crescentes. A Figura 14 resume a estratégia que foi a base do grande movimento de *turnaround* da companhia. Entre os anos de 2014 a 2019 o volume de lançamentos saltou de R\$237 milhões para R\$1,15 bilhões. A receita líquida atingiu R\$799 milhões ao final de 2019, um crescimento de 116% no período.

Figura 14 - Série histórica de lançamentos e receita líquida TRISUL.SA

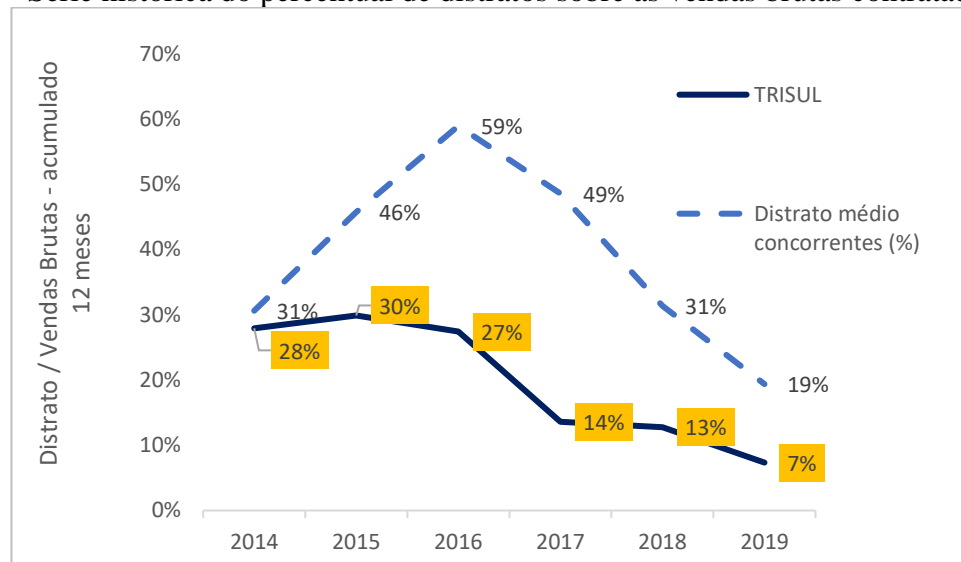


Fonte: o Autor (2021) a partir de ECONOMATICA (2021)

Isso mostra que a companhia foi assertiva tanto na execução quanto no momento de implementação da sua estratégia em 2011-2013. Apesar de ir na contramão do mercado na época, o movimento de enfoque da companhia a colocou em posição de vantagem frente aos seus principais concorrentes, uma vez que no pior momento da “Crise dos Distratos” de 2015 e 2016 - de cada dois imóveis financiados e vendidos no Brasil, um foi “devolvido” às

incorporadoras durante este período (PASQUALIN, 2016) - a TRISUL.SA encontrava-se enxuta e pronta para retomar os seus lançamentos. A Figura 15 ilustra a série histórica do percentual de distrato sobre as vendas brutas contratadas. Através dela pode-se observar que a companhia foi menos impactada pelos distratos quando comparada com a média dos seus pares.

Figura 15 – Série histórica do percentual de distratos sobre as vendas brutas contratadas



Fonte: o Autor (2021) a partir de ECONOMATICA (2021)

A Tabela 7 mostra a taxa do crescimento composto anual (CAGR) de 2014-2019, da receita líquida, do EBITDA – indicador que seria o equivalente mais próximo da capacidade de geração de caixa operacional da empresa – e o retorno sobre o capital investido (ROIC) da TRISUL S.A e seus pares. A companhia apresentou um forte crescimento anual da receita líquida 16,6% a.a e do EBITDA 28,2% a.a. Vale destacar que houve um crescimento do EBITDA superior à sua receita líquida, isso indica, que a empresa não só aumentou o seu volume de lançamentos, como também executou melhorias em sua operação. Enquanto os seus pares, tiveram uma queda média anual de 7,4% a.a da receita líquida e 35,6% a.a do EBITDA, o que mostra que os seus resultados foram impactados pela crise de 2015-2016. O fato de o EBITDA ter apresentado uma queda anual superior a receita líquida, ilustra o efeito da alavancagem operacional nos resultados, a alavancagem amplifica os resultados tanto positivamente em cenários de crescimento quanto negativamente em cenários de recessão – alavancagem operacional indica o grau de variação dos resultados operacionais para cada variação da receita líquida. Os dados obtidos pelo ECONOMATICA (2021) mostram outro ponto positivo no resultado da companhia, houve um crescimento expressivo do seu ROIC a uma taxa de 32% a.a.

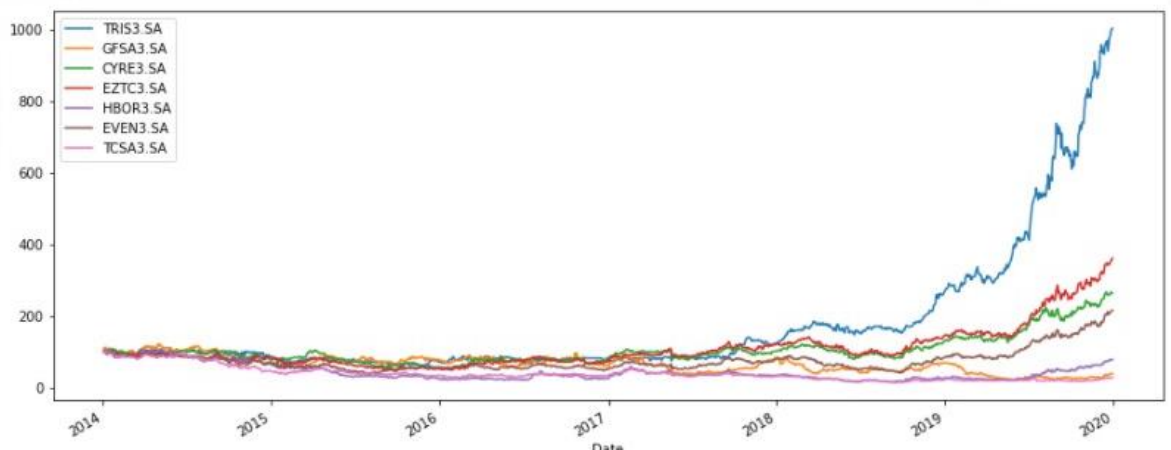
Tabela 7 - Crescimento anual da TRISUL S.A versus pares

CAGR - 2014 - 2019			
Empresa	Rec. Líquida	EBITDA	ROIC Médio
TRISUL	16,6%	28,2%	31,9%
EZETC	-3,3%	-12,4%	-12,5%
EVEN	2,9%	-4,3%	-1,0%
CYRELA	-7,5%	-8,7%	-3,4%
GAFISA	-28,6%	-10,3%	-209,4%
HELBOR	-6,9%	-42,0%	-44,5%
TECNISA	-25,5%	-199,7%	-227%
Média	-7,47%	-35,62%	-66,54%

Fonte: o Autor (2021) a partir de ECONOMATICA (2021)

A partir dos dados do Yahoo Finance API (2021), obtidos por meio do software Python, é possível observar o desempenho da cotação das ações da TRISUL S.A versus os seus pares na BOVESPA. Através da Figura 16 fica evidente a percepção de valor da sua estratégia e operação pelos investidores do mercado. O gráfico abaixo apresenta a cotação da companhia normalizada sob base 100 versus os seus pares entre 2014-2019.

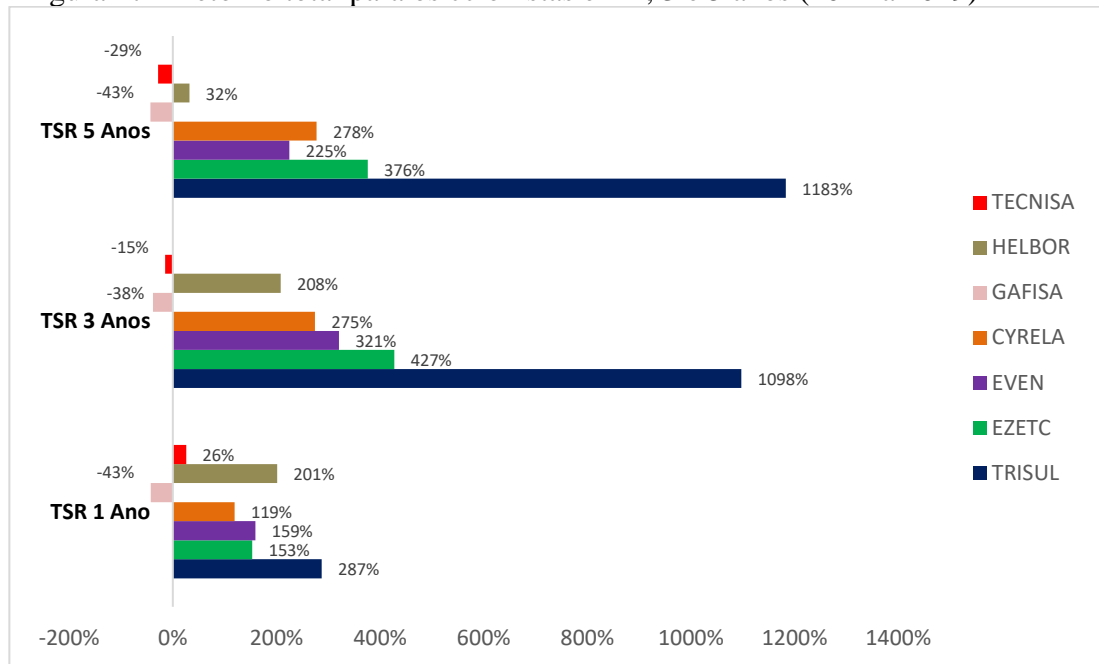
Figura 16 - Série histórica normalizada da valorização das ações TRISUL S.A versus pares



Fonte: o Autor (2021) a partir de Yahoo Finance (2021)

No decorrer dos últimos anos, o retorno total dos acionistas (TSR) - calculado pela soma dos ganhos de capital líquido mais proventos - da TRISUL foi de aproximadamente 1183%, muito maior do que o proporcionado por qualquer outro competidor (os valores são computados em moeda local) (Figura 17). Este retorno representa cerca de 3 vezes o retorno da segunda colocada, EZTEC, e 36 vezes o retorno da última colocada, Helbor.

Figura 17 - Retorno total para os acionistas em 1, 3 e 5 anos (2014 a 2019)



Fonte: o Autor (2021) a partir de ECONOMATICA (2021)

5.3 ANÁLISE DA ESTRATÉGIA COMPETITIVA TRISUL S.A

5.3.1 A Competição Baseada no Enfoque e Especialização

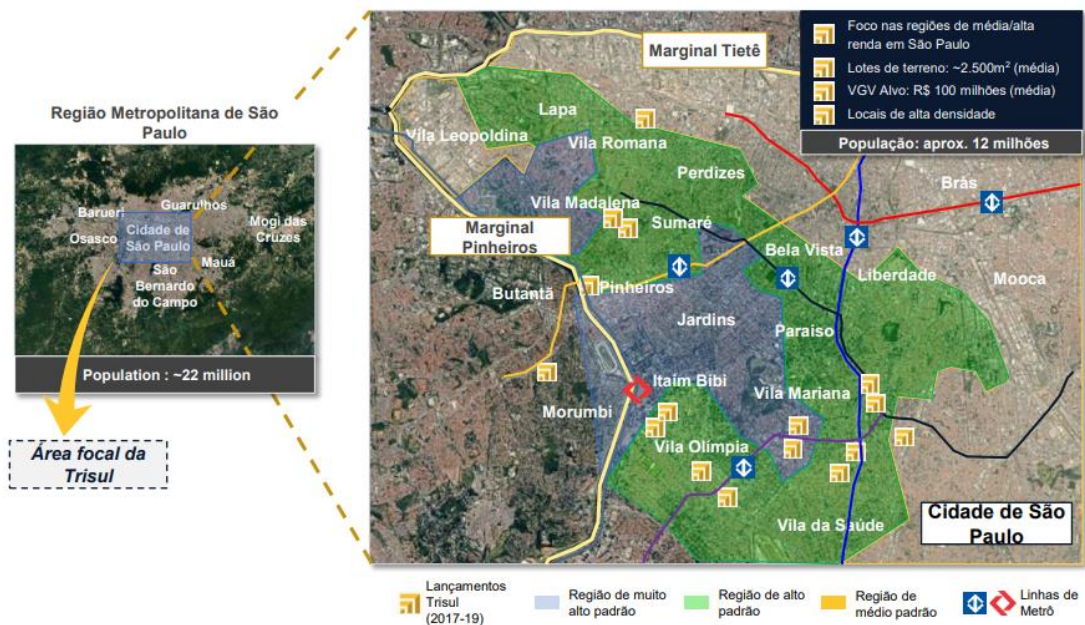
Para Rocha Lima (2012) uma corporação de incorporação pode tomar diferentes decisões estratégicas sobre como conduzir a sua operação e gerenciamento, partindo desde a mais completa verticalização, até soluções fortemente terceirizadas. Cada desenho exige um sistema de decisões e controle adequado. No caso da TRISUL S.A a companhia conta com um processo completamente verticalizado, com incorporação, construção e vendas integrados (TRISUL, 2020a). Isto garante um melhor controle de qualidade em todas as etapas do processo produtivo como veremos mais adiante.

Quando analisada a estratégia da TRISUL S.A sob a ótica de Barros Neto (1997), pode-se observar a manifestação da estratégia de liderança por enfoque como fonte estratégica da companhia. Essa estratégia é a mais comum na ICE, e se baseia na especialização em construir um determinado tipo de imóvel para uma determinada faixa de renda: mansões de luxo para classe alta; conjuntos habitacionais para a classe de baixa renda, edifícios comerciais de salas, lojas e escritórios, ou em restringir a sua região de atuação para um bairro, cidade ou estado.

Para Betts & Ofori (1994) as empresas podem se valer também do desenvolvimento dos princípios de core-competence, em que as empresas vão aumentando progressivamente suas habilidades e competências e descobrem as atividades e as operações que desenvolvem melhor do que os concorrentes, se firmam nestas competências e vão brigar pela liderança de seu mercado.

Entre 2017 a 2019 o core dos lançamentos da incorporadora se concentrou em regiões tradicionais de São Paulo como Vila Olímpia, Itaim Bibi, Pinheiros, Vila Madalena, Vila Romana, entre outras, geralmente, regiões próximas as estações de metrô e com ótima infraestrutura e alta densidade populacional (Figura 18). A companhia tem priorizado o público de alta renda que busca qualidade e comodidade. Os lançamentos da companhia contam com empreendimentos de 45 m² (studios) a 160 m², de 1 à 3 quartos e uma ou duas vagas de garagem. O ticket médio dos apartamentos varia entre R\$280 mil e R\$600 mil (TRISUL, 2020b).

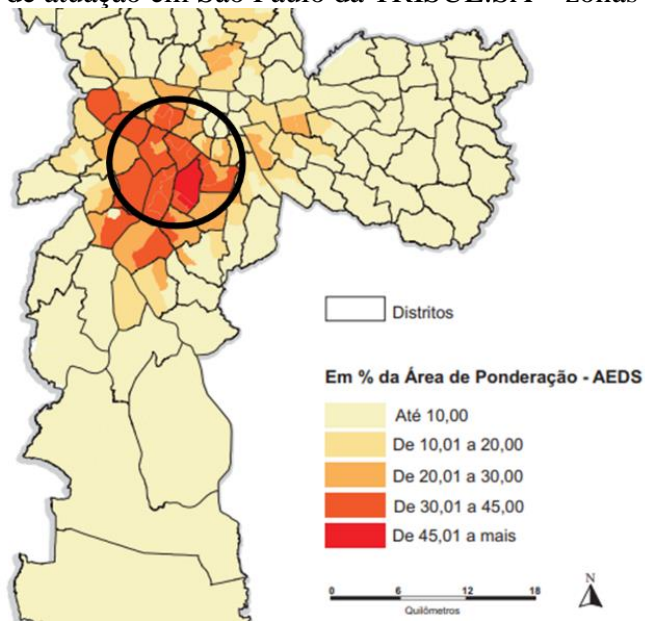
Figura 18 - Lançamentos TRISUL S.A entre os anos de 2017 a 2019



Fonte: TRISUL (2020b)

A companhia desenvolveu a sua operação estrategicamente na região de maior concentração de renda per capita domiciliar da capital paulista segundo censo demográfico (IBGE, 2010). A Figura 19 apresenta a distribuição de renda domiciliar per capita por área de ponderação, através dela pode-se observar que a zona circulada em preto, região de enfoque da companhia, apresenta a maior renda domiciliar per capita, de 20 ou mais salários mínimos.

Figura 19 - Região de atuação em São Paulo da TRISUL.SA – zonas oeste-sul



Fonte: o Autor (2021) a partir de IBGE (2010)

Para Berger (2015) a compra dos terrenos representa cerca de 15% a 20% do VGV (valor geral de vendas) – indicador que mede o valor potencial a ser recebido com a venda de todas as unidades do empreendimento - o que significa que é muito importante a escolha e aquisição do terreno em regiões estratégicas, pois além dele ter uma parcela significativa da composição do VGV do projeto, ele também tem um impacto notável na aceitação do empreendimento por parte dos clientes.

Para Rocha Lima (2012) no ambiente de construção de edificações, cada decisão de investimento, comprar um terreno para implantar um determinado empreendimento, embarca um resultado esperado, dentro de uma faixa determinada pela avaliação dos riscos do negócio. E alcançar o resultado desejado depende, antes de tudo, da qualidade da análise do investimento. Nesse sentido, a TRISUL S.A desenvolveu um sólido processo para análise e concepção do produto, com um ciclo de desenvolvimento do terreno médio de 14 meses (TRISUL, 2020) e rigorosa diligência, a companhia conseguiu ao longo dos 3 últimos anos adquirir ótimos terrenos, incrementando gradativamente as margens dos seus empreendimentos. Os empreendimentos da companhia contam com lotes de aproximadamente 2.500 m² e VGV potencial de R\$100 milhões. O processo de desenvolvimento de terreno da empresa é composto por 8 etapas, conforme ilustrado na tabela abaixo.

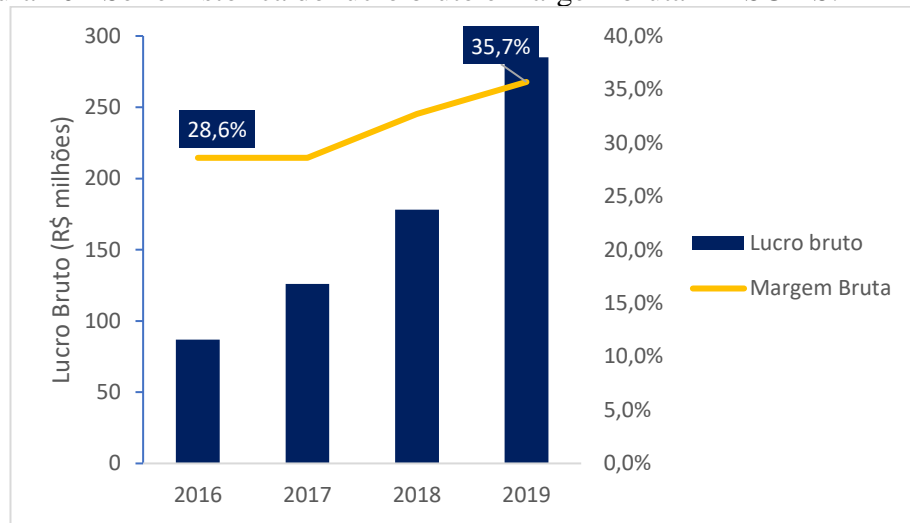
Tabela 8 - Ciclo de desenvolvimento de terrenos TRISUL S.A

Ciclo de desenvolvimento de terrenos	
1° Prospecção de terrenos	Nesta etapa os terrenos são oferecidos por corretores, empresas especializadas e parceiros corporativos
2° Reunião	Durante as reuniões semanais são apresentados os terrenos e ocorre a decisão de prosseguir ou não com a negociação
3° Análise Preliminar	Nesta etapa ocorre a análise preliminar legal e técnica dos terrenos sob negociação
4° Comitê Comercial	Apresentação sobre os custos, preço de venda e viabilidade dos projetos para aprovação da diretoria (Aprovado nesta etapa, ocorre a assinatura do contrato de exclusividade do dono do terreno com a TRISUL)
5° Due Diligence (auditoria)	Análise técnica legal e confirmativa detalhada
6° Comitê Executivo	Comitê de decisão sobre a aquisição
7° Aquisição	Aquisição, notificação, escritura e documentação sobre a propriedade do terreno
8° Comitê de desenvolvimento	Definição do produto e submissão ao departamento de desenvolvimento

Fonte: o Autor (2021) a partir de TRISUL (2020b)

A Figura 20 traz a série histórica do lucro bruto e margem bruta da Cia. Através dela pode-se observar que aos poucos os terrenos de melhores margens começaram a entrar na esteira de lançamentos da empresa. Entre os anos de 2016-2019 houve o incremento de 7 p.p na margem bruta e o crescimento de 227% do lucro bruto, totalizando R\$285 milhões ao final do período.

Figura 20 - Série histórica do lucro bruto e margem bruta TRISUL S.A



Fonte: o Autor (2021) a partir de ECONOMATICA (2021)

5.3.2 A Competição Baseada no Tempo e em *Capabilities*

Para Stalk (1988) as empresas são sistemas e o tempo é o conector de todas as partes. Para o autor o tempo é uma fonte primária de estratégia competitiva. Em indústria que requerem longos prazos de produção, o nível de incerteza com relação as vendas são maiores. Os longos prazos exigem que a gerência realize previsões de vendas para guiar o seu planejamento. Entretanto, toda previsão por definição está errada, pois apesar do embasamento, são palpites sobre o futuro. O autor explica que quanto maior forem os prazos da indústria, maiores serão os erros de estimativa e, conseqüentemente, maiores serão os erros de produção e estoque.

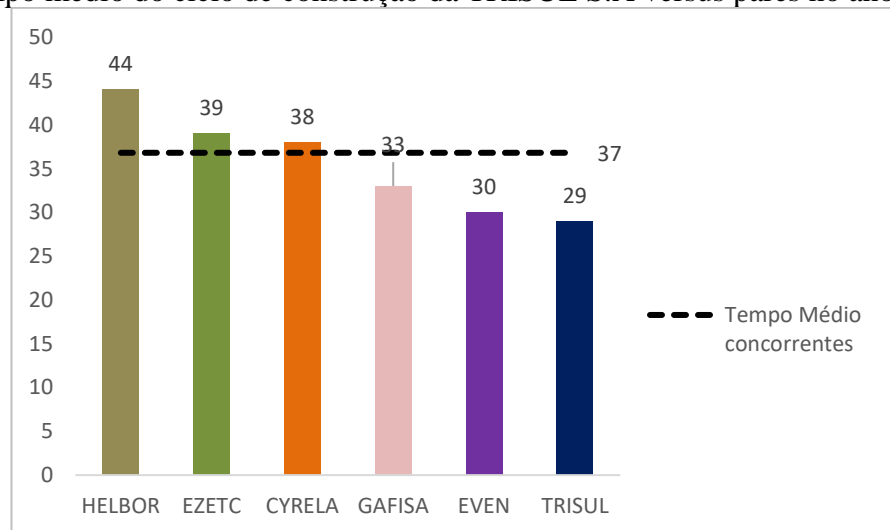
Um grande exemplo disso é a ICE, onde historicamente tem ocorrido um descasamento entre a demanda e a oferta. Isso acontece, porque quando a economia está crescendo e a população começa a demandar o bem habitação, as empresas começam realizar os seus lançamentos e a produzir o bem, como o processo de produção demora pelo menos 36 meses, quando o produto está finalizado a demanda pelo bem já não é mais a mesma e, por conseguinte, faz com que os gestores das empresas decidam reduzir novamente a produção e focar na venda das unidades concluídas. Quando o ciclo de crescimento se inicia de novo, as empresas ainda estão vendendo os estoques de unidades concluídas, o que perpetua o processo de descompasso entre a demanda e a oferta.

Nesse sentido, percebe-se que o tempo de produção do bem habitação na ICE é um recurso essencial para as empresas que desejam desenvolver uma estratégia competitiva.

Conseguir ajustar o seu ciclo de produção ao ciclo da demanda é fundamental para reduzir as distorções nos resultados.

A TRISUL S.A tem adotado a estratégia de possuir um banco de terrenos menor visando um horizonte de tempo mais curto de lançamentos, isso garante um baixo nível de endividamento, uma vez que a companhia compra o terreno para construir no curto prazo, não tendo que contrair muita dívida no mercado financeiro para financiar a sua operação e a compra de terrenos de curto e longo prazo. Essa estratégia é positiva, considerando que a construtora compra um determinado terreno, tendo como base estudos da região e de seu público alvo mais atualizados e, portanto, mais certos, assumindo menos riscos do que se investisse em terrenos, hoje, visando empreendimento futuros com base em estimativas que poderiam não se concretizar. Além disso, a empresa tem otimizado cada vez mais os seus processos para reduzir o seu ciclo médio de construção. A Figura 21 traz um gráfico adaptado a partir das informações disponibilizadas pela companhia que indica o tempo médio do ciclo de construção da TRISUL S.A e dos seus pares no ano de 2018.

Figura 21 - Tempo médio do ciclo de construção da TRISUL S.A versus pares no ano de 2018



Fonte: o Autor (2021) adaptado a partir de TRISUL (2020b)

Pode-se observar que companhia apresenta um ciclo 8 meses menor do que a média dos pares. Isso é fruto de uma equipe de engenharia flexível e canteiros de obra com alto nível de especialização e produtividade. Um exemplo disso, foi a construção do Elev Brás, empreendimento de padrão econômico, com duas torres e 400 apartamentos, que inicialmente foi planejado para ser executado em 24 meses e devido aos novos métodos construtivos - industrialização do canteiro - foi executado em 15 meses (TRISUL, 2020c). Nesse

empreendimento a companhia desenhou com a WEG (empresa fabricante de equipamentos elétricos), kits prontos com todo material elétrico necessário para a instalação nos apartamentos. A construtora tem explorado componentes além dos pré-fabricados tradicionais como *drywall* e placas de concreto para fachada, junto com os provedores de diferentes insumos, ela tem buscado desenhar produtos customizados e racionalizados, como kits elétricos e hidráulicos, portas prontas com dobradiças instaladas, contrapisos prontos e etc.

A construtora tem utilizado também o uso do sistema BIM (*Building Information Modeling*) para a modelagem virtual, orçamentação, contabilização e acompanhamento dos seus projetos. Além disso, nos últimos anos a empresa iniciou uma série de ações de redução de impacto. Isso têm resultado na redução de 50% no consumo de água e 25% no de energia elétrica. Os canteiros da Cia. cada vez mais podem ser comparados com linhas de montagem do setor automobilístico, uma vez que os materiais já chegam prontos para serem usados e montados (REVISTA GRANDES CONSTRUÇÕES, 2020).

Essas ações fazem parte da estratégia de obtenção do certificado AQUA (Alta Qualidade Ambiental) – obtido pela companhia em maio de 2017. O Certificado AQUA, é uma certificação criada em 2008 pela Fundação Vanzolini, sendo o primeiro selo de certificações de construções sustentáveis adaptado à realidade brasileira. O selo é emitido por fases, onde são avaliados: Programa – definição das necessidades e o desempenho do projeto; Concepção – se o sistema de gestão proposto é mantido e há correção de eventuais desvios; Realização – a meta é alcançar o máximo de eficiência com a menor presença de desvios e Operação – obra até a sua conclusão (AMORIM, 2016).

O processo AQUA oferece benefícios tanto para o empreendedor como para o comprador. Para o empreendedor ele serve como um mecanismo para provar a alta qualidade das suas construções, diferenciar o seu produto no mercado e aumentar a sua velocidade de vendas. O selo agrega valor ao produto, uma vez as técnicas empregadas para a sua obtenção se traduzem para o consumidor em economia de água e energia, redução do condomínio, maior conservação da edificação, maior estética e, acima de tudo, maior valor patrimonial ao longo do tempo.

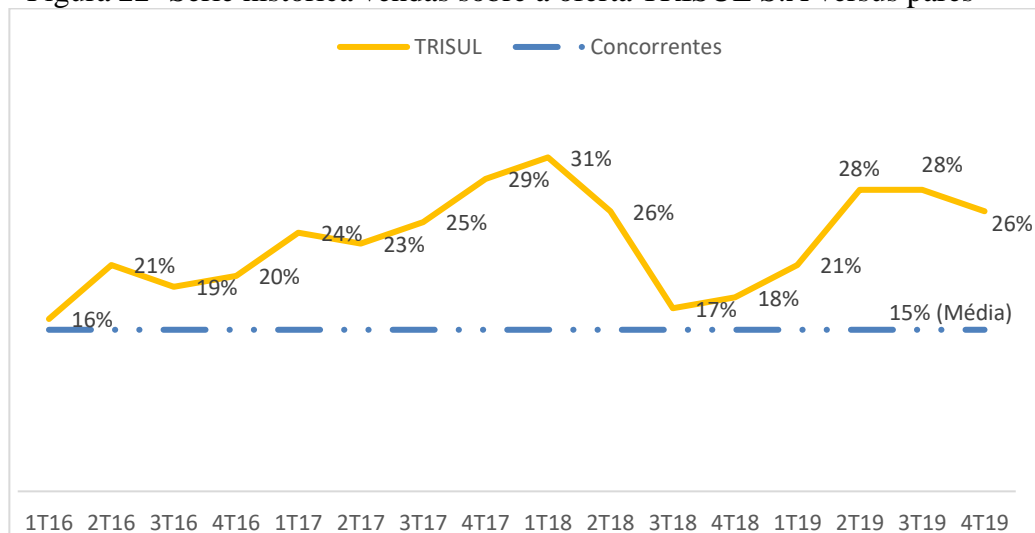
O processo rigoroso de estudo de mercado e *Due Diligence* (auditoria) na aquisição dos terrenos, somado ao menor ciclo médio de construção e aprimoramento das técnicas

construtivas forma o que Stalk et al (1992) nomeou de “*Competing on Capabilities*”. A competição com base em “*Capabilities*” consiste na transformação dos processos da empresa para atender a demanda. Para isso, é necessário ter uma compreensão profunda da real necessidade do cliente e agilidade para transmiti-la e ajustá-la para todas as etapas do processo produtivo.

A companhia também implementou entre 2015-2016 a estratégia de *data analytics* e digitalização. Em parceria com a Hypnobox a empresa passou a utilizar *Business Intelligence* na gestão de vendas, aliada à estratégia de marketing digital e consultoria de mercado. Através dessa parceria a construtora reavaliou a sua estratégia de vendas, o seu custo de aquisição de cliente (CAC) e começou a utilizar o CRM para entender como atua cada consultor comercial a fim de quantificar a dinâmica de vendas. Com isso, a construtora adequou o seu marketing e os canais de comunicação para cada perfil de cliente, reduziu os custos de investimentos em marketing e melhorou a performance de vendas (TRISUL, 2017).

Ao analisar a força de vendas da companhia, vemos que a TRISUL S.A apresentou um VSO (vendas sobre a oferta) médio de 23% ao trimestre, 8 p.p acima da média dos concorrentes (Figura 22) - o VSO é um indicador que mede a velocidade de vendas da companhia, e é calculado dividindo-se as vendas do período pelo estoque total disponível.

Figura 22- Série histórica vendas sobre a oferta TRISUL S.A versus pares

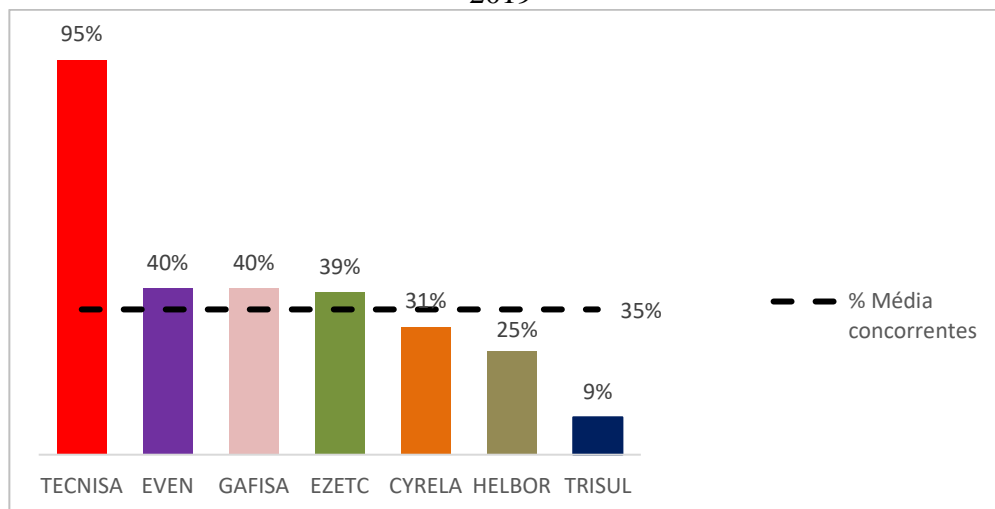


Fonte: o Autor (2021) adaptado a partir de TRISUL S.A. (2020b), CYRELA S.A (2019), EZTEC S.A (2019), HELBOR S.A (2019), GAFISA S.A (2019), TECNISA S.A (2019) e EVEN S.A (2019)

5.3.3 O Uso Eficiente da Dívida e a Escolha da Estrutura de Capital

Um dos principais riscos do negócio de incorporação imobiliária é errar no processo de concepção do empreendimento e, por conseguinte, não conseguir vender as unidades ao longo do seu lançamento e construção. Empiricamente observa-se que à medida que o imóvel vai sendo concluído, torna-se mais difícil o seu processo de venda e mais arriscado o negócio de incorporação. O cenário ideal para qualquer incorporadora é entregar o empreendimento com 100% das unidades vendidas, com isso, a empresa consegue recuperar o seu investimento e já alocar os seus recursos em novas oportunidades. Nesse sentido, a Figura 23 traz a porcentagem de estoque das unidades concluídas sobre as unidades totais no final do exercício de 2019 da TRISUL S.A e seus pares – as unidades totais englobam as unidades de lançamentos, em construção e concluídas.

Figura 23 - Porcentagem do estoque de unidades concluídas da TRISUL S.A versus pares em 2019



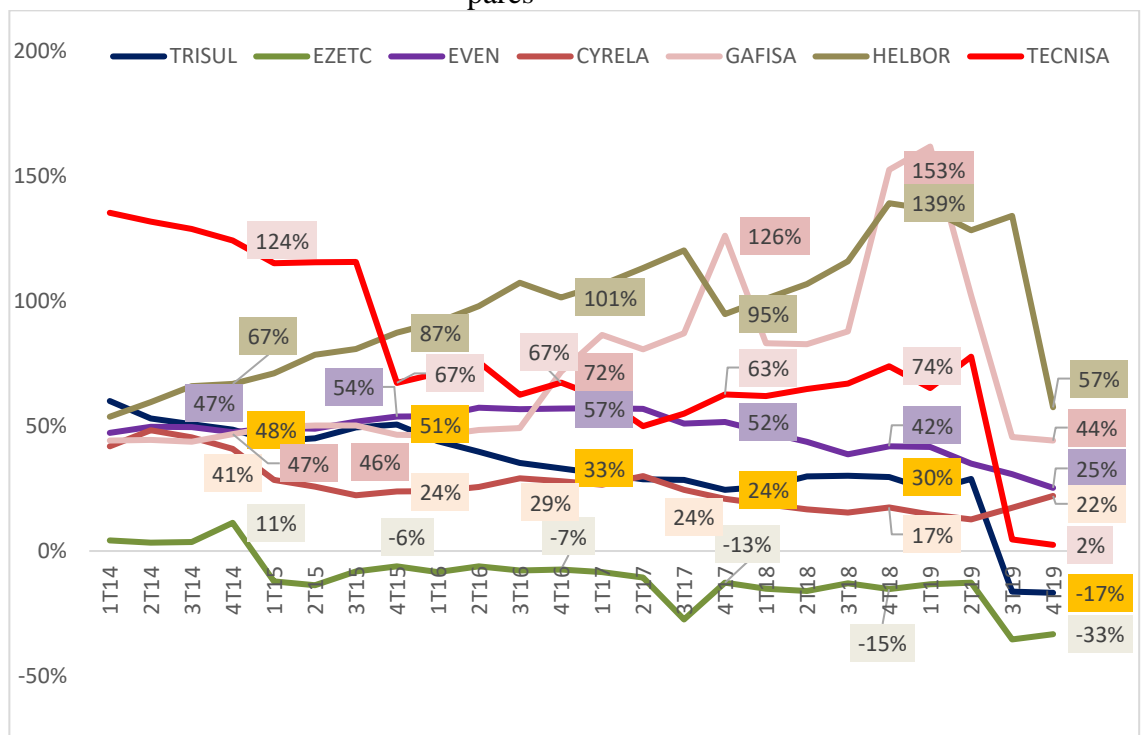
Fonte: o Autor (2021) a partir de TRISUL S.A (2019), CYRELA S.A (2019), EZTEC S.A (2019), HELBOR S.A (2019), GAFISA S.A (2019), TECNISA S.A (2019) e EVEN S.A (2019)

O gráfico acima mostra que TRISUL S.A consegue vender cerca de 92% dos seus empreendimentos dentro do período de um ano, enquanto os seus pares vendem na média de 65%, isso evidencia a assertividade na concepção dos empreendimentos da companhia. Quando a incorporadora erra na concepção do empreendimento, uma grande parcela dos seus recursos fica imobilizada em estoque de unidades concluídas, o que obriga ela a captar uma parcela maior de dívida para girar a sua operação e pagar as despesas fixas de manutenção dessas unidades não vendidas. A captação de dívida em quantidade adequada não é ruim para a

empresa, na verdade, ela proporciona uma melhora na estrutura de capital, pois tem um custo mais baixo do que o capital próprio. Entretanto, quando a empresa contrai muita dívida, ela alavanca os seus resultados, ou seja, amplia o resultado líquido positivamente em cenários de crescimento do lucro operacional ou negativamente em cenários de prejuízo operacional – a alavancagem financeira mede a intensidade com que o lucro líquido varia para cada variação no lucro operacional.

A Figura 24 mostra a série histórica de 2014-2019 do indicador de dívida líquida sobre o patrimônio líquido das incorporadoras.

Figura 24 - Série histórica dívida líquida sobre o patrimônio líquido da TRISUL S.A e seus pares



Fonte: o Autor (2021) a partir de ECONOMATICA (2021)

É notório que a TRISUL S.A buscou ao longo dos últimos anos manter uma estrutura de capital otimizada, se beneficiando do custo mais baixo da dívida versus o capital próprio e ao mesmo tempo, em proporções adequadas para não gerar muita volatilidade nos resultados. No início de 2019 a empresa tinha R\$0,30 de dívida para cada R\$1,00 de capital próprio, enquanto outras empresas como a HELBOR S.A e GAFISA S.A, tinham uma relação de R\$0,95/R\$1,00 e R\$1,26/1,00, respectivamente. Em setembro de 2019 a companhia levantou capital através de uma oferta subsequente de ações “Follow on”, seguindo a tendência do mercado - as empresas estavam levantando investimento no mercado de capitais para saldar

dívidas e aliviar a sua estrutura de capital. Esse movimento deixou a companhia com caixa líquido, ou seja, com recursos em caixa superiores à sua dívida bruta, vide -17% de Dívida Líquida/ PL ao final de 2019 – a dívida líquida é calculada através da dívida bruta menos a disponibilidade de caixa. Com os recursos disponíveis a empresa anunciou publicamente ao mercado a sua intenção de reforçar o seu Land Bank, dentro da região estratégica da empresa, a fim de fortificar o seu posicionamento no mercado local (TRISUL, 2020).

Vale ressaltar que esse nível de alavancagem da TRISUL S.A só é viável devido à alta velocidade de vendas e reduzido ciclo de construção, que permite a empresa manter um bom ritmo de lançamentos sem contrair muita dívida.

5.4 ANÁLISE DO RETORNO SOBRE O CAPITAL INVESTIDO – DECOMPOSIÇÃO DE UMA PERSPECTIVA INTEGRADA

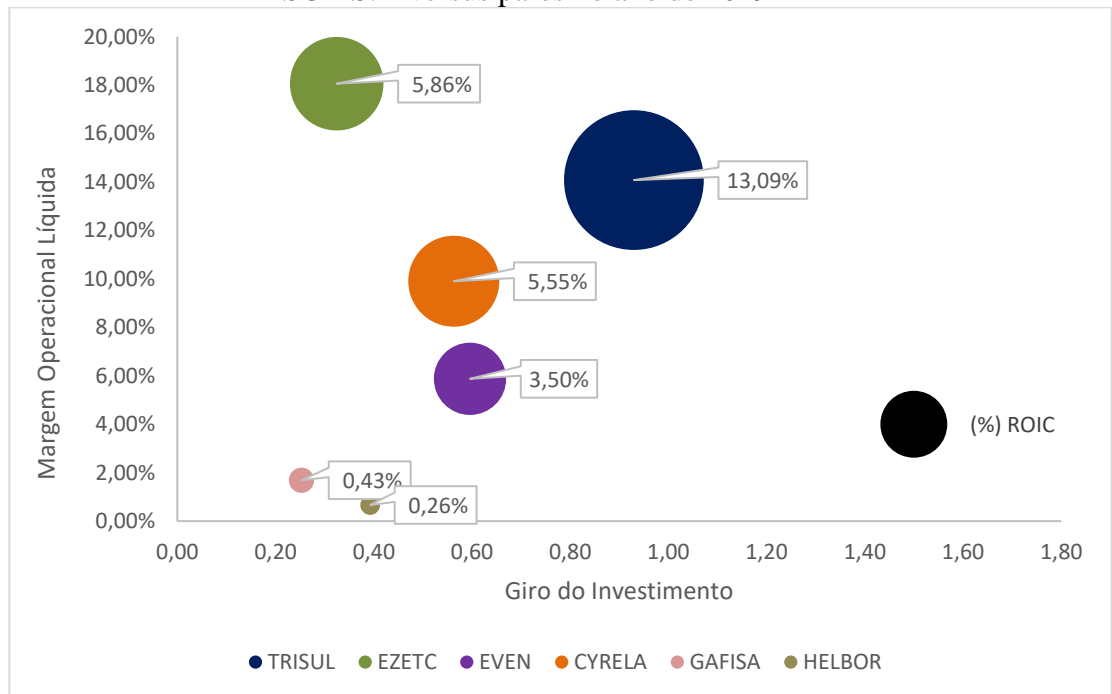
Após entender o histórico da empresa, é necessário analisar o retorno sobre o capital investido (ROIC) e as demais medidas para derivar uma perspectiva integrada do desempenho. Conforme Neto (1987) o ROIC é o resultado do desempenho da empresa em um determinado período. Ele é consequência da estratégia operacional e de investimento. Para Koller (2006) as melhores empresas tendem a superar os concorrentes em todas as medidas de desempenho. Neste sentido, para o cálculo do ROIC foi considerado o investimento como sendo o valor médio do exercício, calculado a partir da média entre início e o fim do período, conforme sugerido por (KOLLER, 2010).

Para o cálculo da margem operacional, utilizou-se o conceito de NOPAT, ou, lucro operacional líquido após impostos conforme sugerido por Neto (1987) e Koller (2006). O imposto de renda de pessoa jurídica (IRPJ) e a contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL) foram calculados observando-se os critérios estabelecidos pela legislação fiscal vigente, pelas alíquotas regulares de 15%, acrescida de adicional de 10% para o imposto de renda, e de 9% para a contribuição social.

A Figura 25 decompõe o ROIC da TRISUL S.A e seus pares no ano de 2019. Através dela é possível observar que a companhia apresentou o maior valor de retorno sobre o capital investido, 13,1% a.a, e a EZTEC S.A o segundo maior, 5,9% a.a. É importante compreender que, apesar da EZTEC S.A ter uma margem operacional cerca de 4 p.p maior do que a TRISUL S.A, o seu ROIC foi 2 vezes menor. Ao comparar a CYRELA S.A com a EZTEC S.A, nota-se

uma diferença ainda maior das margens, aproximadamente 9 p.p, mas uma paridade no ROIC. Isso ilustra o efeito do giro nos resultados, o giro é consequência da estratégia de investimento da empresa. Ao olhar o histórico da TRISUL S.A versus a EZTEC S.A, observa-se que a EZTEC S.A tem carregado um excesso de caixa na sua operação, vide o gráfico de dívida líquida sobre patrimônio líquido, a companhia desde 2015 apresenta um valor negativo desse indicador - isso significa que o caixa da empresa é superior à sua dívida bruta. Esse recurso em caixa reduz o nível de giro da empresa, já que o dinheiro em caixa não está sendo bem aproveitado.

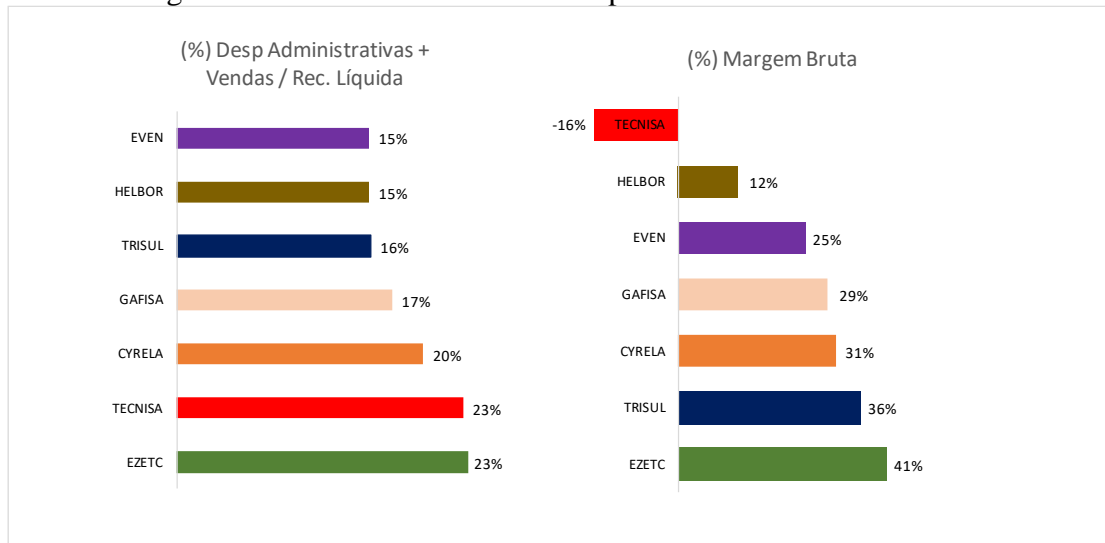
Figura 25 - ROIC decomposto em margem operacional líquida e giro do investimento TRISUL S.A versus pares no ano de 2019



Fonte: o Autor (2021) a partir de ECONOMATICA (2021)

Ao olhar para as margens, observa-se que a TRISUL S.A tem a segunda maior margem operacional líquida, o que pode ser explicado pela estratégia de aquisição de terrenos com margem bruta acima de 30% e ganho de produtividade durante a construção, uma vez que as suas despesas operacionais estão em linha com os seus pares, enquanto a sua margem bruta se destaca (Figura 26).

Figura 26 - Comparativo das despesas com vendas e administrativas sobre a receita líquida e a margem bruta da TRISUL S.A versus pares no ano de 2019



Fonte: o Autor (2021) a partir de ECONOMATICA (2021)

Fica claro que a estratégia de enfoque e desenvolvimento de empreendimentos da TRISUL S.A lhe garante uma alta taxa de vendas e velocidade de construção, e por conseguinte, uma maior eficácia no emprego dos seus recursos, isto é, transforma os seus investimentos em receita a uma taxa muito maior do que os seus concorrentes – a Cia tem o maior giro do investimento, 0,93, 55% maior do que a segunda colocada EVEN S.A. Isso resulta no maior retorno sobre o capital investido.

5.5 GERAÇÃO DE VALOR

5.5.1 Custo de Capital Próprio

Segundo Neto (1987) o custo de oportunidade do capital próprio na apuração dos resultados permite que se avalie a efetiva remuneração dos acionistas. Por simplificação, adotou-se uma única taxa de custo do capital próprio (K_e) para todo o período.

Para o cálculo da taxa do ativo livre de risco foi considerada a taxa real da NTN B - 2026 mais a inflação média do período entre 2014 - 2019. Utilizou-se a NTN B por se tratar de um título livre do risco de reinvestimento, inflação e prêmios exagerados (PÓVAO, 2012).

Para Póvoa (2012) o uso do prêmio de risco em patamares entre 5% e 6% a.a tem sido uma prática comum pelos analistas brasileiros. Sendo assim, como prêmio de mercado utilizou-se o valor 6,0% a.a, com teste de sensibilidade de 5% a.a.

O valor do risco de mercado Beta de 1,15 foi obtido pelo software ECONOMATICA já alavancado dos últimos 60 meses.

Com base nas premissas acima, chegou-se ao valor de 16,47% a.a para o custo do capital próprio da companhia para os anos de 2014-2019 (Tabela 9).

Tabela 9 – Premissas para o cálculo do custo de capital próprio

Ke	16,47%
Prêmio pelo risco	6,00%
NTN-B 2026	3,65%
IPCA Médio do período	5,74%
beta alavancado 60 meses	1,15

Fonte: Autor (2021) a partir de ECONOMATICA (2021), TEOURO DIRETO (2021) e IBGE (2021)

5.5.2 Custo de Capital de Terceiros

Para Neto (1987) o custo de capital de terceiros (Kd) é uma taxa explícita obtida pela relação entre as despesas financeiras (juros) e os passivos onerosos geradores desses encargos. Para o cálculo do Ki foi utilizado as despesas financeiras líquidas do imposto de renda (IR) de cada ano - os juros servem como benefício fiscal, reduzindo o valor a ser recolhido como imposto - divididas pelas respectivas dívidas brutas. A Tabela 10 mostra os valores de Kd entre os anos de 2014-2019 da companhia.

Tabela 10 – Premissas e cálculos do custo de capital de terceiros

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Desp. Financeira Líquida de IR (R\$ milhões)	8,36	10,57	10,14	9,12	7,54	10,93
Dívida Bruta (R\$ milhões)	410,51	319,26	197,01	223,93	277,00	305,31
Kd	2,04%	3,31%	5,15%	4,07%	2,72%	3,58%

Fonte: Autor (2021) a partir de ECONOMATICA (2021)

5.5.3 Custo médio ponderado de capital (WACC)

Conforme Neto (1987) o custo médio ponderado de capital equivale custo total exigido pelos credores da empresa mais os acionistas. Como premissa adotou-se o investimento como sendo o passivo oneroso mais o patrimônio líquido e para a ponderação do custo do capital próprio a relação entre patrimônio líquido/ investimento e para o custo de capital de terceiros a

relação passivo oneroso / investimento. A tabela abaixo traz os valores calculados para o WACC entre os anos de 2014-2019.

Tabela 11 – Premissas e cálculos WACC TRISUL S.A anos de 2014-2019

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Estrutura de Capital (D/D+PL) %	44,48%	38,50%	28,10%	30,02%	33,06%	22,61%
Kd	2,04%	3,31%	5,15%	4,07%	2,72%	3,58%
Ke	16,47%	16,47%	16,47%	16,47%	16,47%	16,47%
Ke Sensibilidade	15,32%	15,32%	15,32%	15,32%	15,32%	15,32%
WACC TRISUL	10,05%	11,40%	13,29%	12,75%	11,92%	13,56%
Sensibilidade Prêmio 5,0% a.a	9,42%	10,70%	12,47%	11,95%	11,16%	12,67%

Fonte: Autor (2021) a partir de ECONOMATICA (2021)

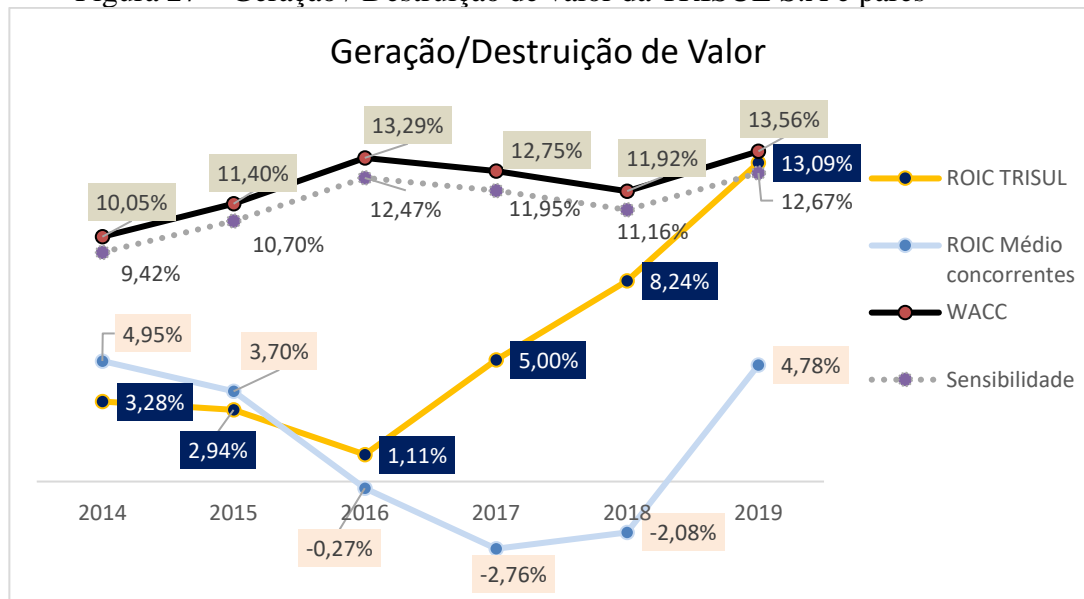
Vale destacar, que em um processo de precificação de ativos é comum se utilizar os valores de mercado do “Equity” e da dívida, pois, nesse caso, espera-se avaliar as perspectivas futuras da companhia. Entretanto, por este trabalho se tratar de uma avaliação retroativa, optou-se pela utilização de valores contábeis do “Equity” e da dívida.

5.5.4 Valor Econômico Agregado (EVA)

Segundo Koller (2006) o lucro econômico é uma medida útil para entender o desempenho de uma empresa em qualquer ano. Para o autor o valor criado por uma empresa durante qualquer período de tempo deve levar em consideração não somente as despesas lançadas em seus registros contábeis, mas também o custo de oportunidade do capital utilizado pela companhia. Para Neto (1987) se uma empresa produzir um ROIC inferior ao seu custo de capital, estará deixando de atender às expectativas mínimas de remuneração de seus proprietários, permitindo a depreciação do seu valor de mercado. Por outro lado, retornos acima do WACC agregam valor, demonstrando maior capacidade de remunerar seus investimentos.

Nesse sentido, a Figura 27 ilustra a relação entre o ROIC e o WACC da TRISUL S.A e o ROIC médio dos pares. Mediante a ela, observa-se que no quinquênio que se encerrou em 2019 a companhia parece ter acertado o ritmo da sua operação, reduzindo a diferença entre o ROIC e o WACC de -12,2% a.a em 2016 para aproximadamente -0,47% a.a em 2019. Quando aplicado o cenário de sensibilidade no cálculo do custo do capital próprio, a companhia passa a ter um spread positivo de 0,42% a.a. Isso quer dizer que em 2019 a companhia entregou exatamente o retorno esperado pelos seus detentores de capital, já que o seu ROIC se encontrava dentro do intervalo de sensibilidade do WACC com um valor muito próximo a zero.

Figura 27 – Geração / Destruição de valor da TRISUL S.A e pares



Fonte: Autor (2021) a partir de ECONOMATICA (2021)

Quando se observa a relação entre o ROIC médio do setor e o WACC exigido pela TRISUL S.A, essa diferença é ainda maior, em 2019 os concorrentes em média destruíram 8,78% a.a de valor aos seus investidores. Vale lembrar que dentre as empresas analisadas a TRISUL S.A apresentava o segundo menor nível de endividamento, o que implica em uma maior utilização de capital próprio no cálculo do WACC, o que resulta em um valor maior. Entretanto, apesar disso, ainda seria possível inferir que durante o período analisado todas as incorporadoras destruíram valor, uma vez que o ROIC gerado por elas é consideravelmente menor do que o WACC que poderia ser obtido por um maior endividamento.

Apesar de ainda não ter agregado valor a sua operação, o exercício de 2019 foi um ótimo resultado, tendo em vista o histórico de destruição de valor dos últimos 5 anos.

A Tabela 12 traz o resumo dos principais indicadores analisados no trabalho. Fica perceptível que a Cia. foi superior em praticamente todas as medidas, com exceção da margem bruta e margem operacional, que ficou abaixo da EZTEC S.A. Isso pode ser explicado pela estratégia de precificação da EZTEC S.A que trabalha com imóveis para média/alta renda a um ticket maior, valor entre R\$700 mil e R\$1,2 milhões (EZTEC, 2019), contra R\$280 a R\$600 mil da TRISUL S.A (TRISUL, 2020)

Tabela 12 – Resumo dos principais indicadores analisados ano de 2019

TABELA RESUMO						
	EVEN	GAFISA	EZETC	CYRELA	HELBOR	TRISUL
Nº de estados em que atua	4	2	1	4	9	1
Ciclo Médio de Construção (meses)	30	33	39	38	44	29
VSO trimestral médio (%)	18%	5%	18%	13%	13%	23%
Estoque pronto sobre estoque total (%)	40%	40%	39%	31%	25%	9%
Dívida Líquida sobre PL (%)	25%	44%	-33%	22%	57%	-17%
Margem Bruta (%)	25%	29%	41%	31%	12%	36%
Despesas Administrativas & Vendas sobre Rec. Líquida (%)	15%	17%	23%	20%	15%	16%
Margem Operacional Líquida de IR	5,9%	1,7%	18,1%	9,9%	0,7%	14,1%
Giro do Investimento	0,6	0,25	0,32	0,56	0,39	0,93
ROIC	3,50%	0,43%	5,86%	5,55%	0,26%	13,09%

Fonte: o Autor (2021) a partir de ECONOMÁTICA (2021) e Cias (2019)

6 CONCLUSÃO

Conforme descrito nos objetivos específicos do trabalho, foi abordado ao longo da revisão teórica a definição de estratégia competitiva estabelecida por Michael Porter. Com base nela e em indicadores financeiros, comparou-se a TRISUL S.A com os seus principais concorrentes, tomando como base uma série de indicadores tais como: TSR, Receita Líquida, Porcentagem de Distratos, EBITDA, Ciclo médio de Construção, VSO, Estrutura de Capital, Margem Bruta, Margem Operacional, Giro do Investimento, ROIC e Geração de Valor, com o intuito de esclarecer em quais deles a companhia se diferenciava. Ao final, concluiu-se com base nestes indicadores no que consiste a estratégia competitiva da companhia e se houve ou não a geração de valor conforme proposto no objetivo geral.

A empresa mostrou um retorno superior aos seus concorrentes para o período 2016 - 2019. É perceptível que focar em uma única região de atuação e se especializar neste mercado tem se mostrado uma alternativa estratégica assertiva e superior ao dogma passado de que era necessário expandir geograficamente e diversificar o produto. É importante entender também que a má gestão financeira das operações e o acúmulo de dívida é extremamente danoso para as incorporadoras, uma vez que o setor é muito impactado pelo macroambiente, o que eleva substancialmente o risco do negócio. Esse estudo procurou também trazer a importância do indicador “giro do investimento” para as operações de construção de edificações, justamente por se tratar de uma indústria muito impactada pelo macroambiente, é imprescindível ajustar

ao máximo o ciclo de oferta ao ciclo de demanda. E isso só é possível através de eficiência operacional e industrialização das atividades.

Além disso, os resultados reforçam a tese de autores que afirmam que nem sempre uma empresa que gera lucro contábil, gera valor aos investidores. Isso demonstra a importância do cálculo do lucro econômico como medida de desempenho e sustentabilidade dos retornos. Um dos fatores que justificam o lucro econômico da TRISUL S.A próximo de zero, é o elevado custo de capital próprio. Como se trata de um setor com maior sensibilidade às variações da carteira de mercado ($\beta > 1,0$), ao se utilizar esse modelo de precificação de ativos, obtém-se um custo de capital próprio corrigido pelo risco bem expressivo. Outro fator que poderia ser explorado para se obter um valor maior do EVA é aumentar a parcela de dívida na estrutura de capital.

Para finalizar, o presente trabalho trouxe como contribuição a criação de uma perspectiva integrada de estratégia, unindo os conceitos de análise de indicadores financeiros, retorno (TSR e ROIC) e lucro econômico e, estratégia competitiva, que até então eram estudados separadamente na literatura técnica. Houve também a introdução do conceito de giro dos investimentos como indicador estratégico para incorporadoras brasileiras e do tempo como recurso estratégico. Sugere-se como tema para estudos futuros a continuidade da análise aqui iniciada, utilizando os métodos aqui propostos e novos métodos de precificação de ativos a fim de aferir possíveis novos resultados. Ainda, pode-se utilizar os conceitos aqui apresentados para se extrapolar o estudo para empresas de capital fechado.

REFERÊNCIAS

- AMORIM, Felipe Ribeiro. Estudo de processos construtivos modulares do ponto de vista da sustentabilidade. **Rio de Janeiro, RJ**, 2016.
- ABECIP, 2019. **Informativos Mensais**. Disponível em: https://www.caixa.gov.br/Downloads/caixa-governanca/Relatorio_de_Analise_do_Desempenho_4T19_VF.pdf. Acesso em: 08/04/2021.
- Baxter, ND 1967, Leverage, risk of ruin and the cost of capital, *The Journal of Finance*, vol. 22, no. 3, pp. 395-403.
- BARROS NETO, J. P. Análise da fragmentação, das forças competitivas e das estratégias utilizadas pela construção de edificações. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 17., 1997, Gramado. **Anais...** Gramado: ENEGEP, 1997.
- BERGER, Marcelo Romano. **Desafios na avaliação de incorporadoras imobiliárias brasileiras de capital aberto**. Dissertação (mestrado) - Fundação Getúlio Vargas, Escola de Pós-Graduação Economia. 2015.
- BETTS M, OFORI G. Strategic planning for competitive advantage in construction: the institutions. **Construction Management and Economics**. 1994 May 1;12(3):203-17.
- BRUNI, A. **Risco, Retorno e Equilíbrio: Uma análise do modelo de precificação de ativos financeiros na avaliação de ações negociadas na Bovespa (1988-1996)**. 1988, 163f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de São Paulo, São Paulo, 1988.
- BMF&BOVESPA, 2021. **Estatísticas Ofertas Públicas**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/estatisticas/?csrt=5414662757540989942. Acesso em: 16/04/2021.
- CBIC. **PIB e Investimento**. Disponível em: <http://www.cbicdados.com.br/menu/pib-e-investimento/>. Acesso em: 20/01/2021.
- COPELAND, Thomas E.; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. Pearson Makron Books, 2006.
- CAIXA ECONOMICA FEDERAL, 2019. **Relatório de Análise de Desempenho**. Disponível em: https://www.caixa.gov.br/Downloads/caixa-governanca/Relatorio_de_Analise_do_Desempenho_4T19_VF.pdf. Acesso em: 16/04/2021.
- DAMODARAN, Aswath; DA CUNHA SERRA, Afonso Celso. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. Grupo Gen-LTC, 2000.
- DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: **Conference on Research on Business Finance**, New York, 1952.

DOS SANTOS FÉLIX, Fernanda et al. Construção civil no brasil: criando ou destruindo valor?. **Revista de Gestão e Projetos**, v. 7, n. 1, p. 70-82, 2016.

ERNST & YOUNG “Mercado de Incorporação Imobiliária Brasileiro – Potencialidades do mercado Habitacional”, 2008.

ECONOMÁTICA, 2021. Base de dados. Disponível em: <https://economica.com/>. Acesso em: 10/02/2021.

EVEN, 2019. **Apresentação Institucional**. Disponível em: https://ri.even.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=57211. Acesso em:13/04/2021.

EZTEC, 2019. **Apresentação Institucional**. Disponível em: <https://ri.eztec.com.br/informacoes-financeiras/resultados-trimestrais/>. Acesso em:13/04/2021.

ESTUDO BOOZ & Co. **O Custo da Burocracia no Imóvel**. – ABRAIN e CBIC, 2014.

FARAH, M. F. S. (1993). **Estratégias empresariais e mudanças no processo de trabalho na construção habitacional no Brasil**. São Paulo: Pioneira.

GAFISA, 2019. **Apresentação Institucional**. Disponível em: <http://ri.gafisa.com.br/listresultados.aspx?idCanal=eigsglmez9Ft/PWmt9AxCA==>: Acesso em: 14/04/2021.

GITMAN, L. **Princípios da administração financeira**. 12.ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

HELBOR, 2019. **Apresentação Institucional**. Disponível em: <https://ri.helbor.com.br/central-de-resultados/resultados-trimestrais/>. Acesso em:13/04/2021.

HENDERSON, Bruce D. The origin of strategy. **Harvard business review**, v. 67, n. 6, p. 139-143, 1989.

INFOMONEY, 2020. **Estratégia Trisul**. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/do-zero-ao-topo/trisul-como-a-construtora-saiu-do-endividamento-e-se-transformou-na-queridinha-dos-analistas/>. Acesso em: 10/04/2021.

KOLLER, T. (1994). **What is value-based management?** McKinsey quarterly, 87-87.

LINTNER, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*. Vol. 47, p. 13-37, 1965.

MAGRETTA, J. (2018). **Entendendo Michael Porter: o guia essencial da competição e estratégia**. Alta Books Editora

MERCADO IMOBILIÁRIO. **Revista Mackenzie De Engenharia e Computação**, v. 18, n. 1, 2018.

- MRV, 2019. **Apresentação Institucional**. Disponível em <https://ri.mrv.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 15/04/2021.
- MCKINSEY & COMPANY. **Construction Productivity Survey – Reinventing Construction: A route to higher productivity**, 2017.
- NETO, A. A. (1987). **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. Atlas.
- NETO, Alexandre Assaf; LIMA, Fabiano Guasti; DE ARAÚJO, Adriana Maria Procópio. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 43, n. 1, p. 72-83, 2008.
- MARKOWITZ, H. **Portfolio selection**. The Journal of Finance, v.7, n.1, p.77-91, 1952
- PORTER, Michael. **Estratégia competitiva**. Elsevier Brasil, 2004.
- PORTER, Michael E. **Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior**. Rio de Janeiro: Campus, 1992.
- PÓVOA, A. (2012). Valuation. Elsevier Brasil.
- PAIC, 2018. **Pesquisa Anual da Indústria da Construção**. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/industria/9018-pesquisa-anual-da-industria-da-construcao.html?=&t=o-que-e>. Acesso em: 10/01/2021.
- PROCHNIK V. **O macrocomplexo da construção civil**. Rio de Janeiro: IEI/UFRJ. 1987 Jan.
- PASQUALIN, L. L. B. Os distratos no mercado imobiliário de empreendimentos residenciais de São Paulo: uma discussão sobre as situações que favorecem a interrupção de contratos. **Monografia de final de curso. MBA Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo**, 2016.
- Revista Grandes Construções – Construção Infraestrutura, Concessões e Sustentabilidade. Ed. Outubro/2020. p. 11-11, 2020. Disponível em: https://issuu.com/sobratema/docs/gc_94_alta. Acesso em: 30/04/2021
- RBC, RBC. Análise Avançada das Demonstrações Contábeis. **Revista Brasileira de Contabilidade**, n. 202, p. 91-91, 2013.
- RIBEIRO, Iara Pereira; BERTRAN, Maria Paula Costa. Crise imobiliária brasileira: a transferência de renda pelos “distratos” e créditos podres. **Revista Eletrônica Direito e Sociedade-REDES**, v. 7, n. 1, p. 139-157, 2019.
- ROCHA LIMA, J. Começar de novo: o futuro das companhias de real estate de capital aberto no Brasil. **Carta do NRE-Poli**, 2012.

ROSSETTO, C. R. (1998). **Adaptação estratégica organizacional: um estudo multi-caso na indústria da construção civil-setor de edificações**. Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico.

STALK, George. Time--the next source of competitive advantage. 1988.

STALK, George; EVANS, Philip; SHULMAN, Lawrence E. Competing on capabilities: The new rules of corporate strategy. **Harvard business review**, v. 70, n. 2, p. 57-69, 1992.

STERN, C. W., & DEIMLER, M. S. (Eds.). (2006). **The Boston consulting group on strategy: Classic concepts and new perspectives**. John Wiley & Sons

SOUZA, D. A. D. (2008). **Análise da elasticidade-atributo do preço em projetos de empreendimentos habitacionais multifamiliares**. Tese (doutorado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico. Programa de Pós-Graduação em Engenharia Civil.

SHARPE, W. F. A simplified model for portfolio analysis. **Management Science**, v.9, n.2, p.277- 293, 1963.

SHARPE, W. Capital asset prices: a theory of capital market equilibrium under conditions of risk. **Journal of Finance**, v. 19, n.3, 425-442, 1964.

SANTOS, Cláudio Hamilton Matos dos; CRUZ, Bruno de Oliveira. Dinâmica dos mercados habitacionais metropolitanos: aspectos teóricos e uma aplicação para a Grande São Paulo. 2000.

TRISUL, 2017. **Incorporadora abandona crise**. Disponível em: <https://www.segs.com.br/info-ti/71487-incorporadora-abandona-crise-investe-em-gestao-por-informacao-e-chega-a-35-em-vendas-atraves-da-internet.html>. Acesso em: 20/04/2021.

TRISUL, 2018. **Apresentação Corporativa**. Disponível em: <http://ri.trisul-sa.com.br/sobre-a-trisul/apresentacoes>. Acesso em: 20/04/2021

TRISUL, 2020d. Tabela 6 – **Resumo dos marcos históricos estratégicos da companhia**. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=t1i4Pwra0MQ&t=1838s>. Acesso em: 01/04/2021.

TRISUL, 2020a. **Perfil Corporativo**. Disponível em: <http://ri.trisul-sa.com.br/sobre-a-trisul/perfil-corporativo/>. Acesso em: 14/04/2021.

TRISUL, 2020b. **Apresentação Corporativa**. Disponível em: <http://ri.trisul-sa.com.br/sobre-a-trisul/apresentacoes/>. Acesso em: 15/04/2021.

TRISUL, 2020c. **Elev Brás**. Disponível em: <https://www.universidadetrisul.com.br/trisul-news/trisul-elev-bras-um-case-de-inovacao-em-processos-para-a-construcao>. Acesso em: 14/04/2021.

TECNISA, 2019. **Apresentação Institucional**. Disponível em:
https://ri.tecnisa.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=50715. Acesso em:
12/04/2021.

TILLES, Seymour. Segmentation and strategy. **Perspectives**, n. 156, 1974.