

# Construtoras residenciais de baixa e média renda prosperam com mudanças no MCMV e demanda crescente

15 de julho de 2024

*Este relatório não constitui uma ação de rating.*

## Principais Conclusões

- Mudanças nas regras do programa habitacional do governo federal “Minha Casa, Minha Vida” (MCMV) vêm impulsionando lançamentos e vendas das construtoras desde 2023. Com as mudanças no MCMV implementadas no início deste ano, a S&P Global Ratings espera que as vendas das construtoras de unidades residenciais à população de baixa e média renda continuem crescendo em 2024 e 2025.
- Esperamos que a queda nos custos de construção e as entregas dos imóveis que sofreram com a ruptura na cadeia de suprimentos fortaleçam a rentabilidade em 2024. Isso, somado às despesas mais baixas com juros e o maior volume de entregas de unidades de média renda, deverá beneficiar a geração de caixa.
- A melhora nas métricas operacionais deverá ajudar a reduzir a alavancagem das construtoras residenciais, apesar de esperarmos refinanciamento de dívidas em 2025.
- O “Pode Entrar”, programa habitacional da Prefeitura de São Paulo, ajudará a reduzir a exposição do fluxo de caixa das construtoras contratadas. Além disso, a estrutura do programa, incluindo salvaguardas contra inadimplência, aliada à redução dos esforços de vendas, beneficiará as operações das construtoras.

## Contatos analíticos

**Valeria Marquez**  
São Paulo  
55 (11) 3039-4843  
valeria.marquez  
@spglobal.com

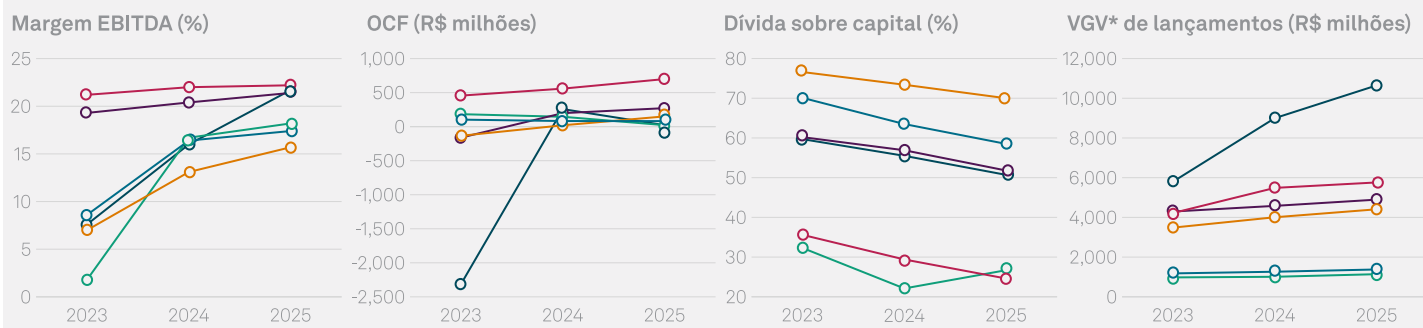
**Wendell Sacramoni, CFA**  
São Paulo  
55 (11) 3039-4855  
wendell.sacramoni  
@spglobal.com

Gráfico 1

Construtoras brasileiras de baixa e média renda

| Empresa                                       | Última revisão    | Rating                      | Sumário da análise  |
|---|-------------------|-----------------------------|---|
| <b>BRZ Empreendimentos e Construções S.A.</b> | Novembro de 2023  | brA-/<br>Negativa/<br>brA-2 | As margens caíram em 2022 e 2023, porém, acreditamos que melhorarão gradualmente com a entrega dos imóveis afetados pela ruptura na cadeia de suprimentos, o foco da empresa no estado de São Paulo, que sustenta tickets mais altos, e as mudanças recentes no programa MCMV. Além disso, como forma de beneficiar a geração de caixa, a empresa aumentou a demanda mínima de comercialização, de 20% para 40%, a fim de iniciar o processo de financiamento da construção com a Caixa Econômica Federal, reduzindo a queima de caixa durante os estágios iniciais da construção, elevando a geração de caixa operacional (OCF - operating cash flow).   |
| <b>Construtora Tenda S.A.</b>                 | Maior de 2024     | brA-/Estável/--             | Cerca de 57% das vendas brutas da Tenda se enquadram na Faixa 1 do MCMV, beneficiando-se da queda no RET (Regime Especial de Tributação). Além disso, assumindo que a empresa complete o reconhecimento dos empreendimentos impactados pela ruptura na cadeia de suprimentos no primeiro semestre de 2024, acreditamos que suas margens melhorarão consistentemente. Ademais, com os melhores resultados operacionais, prevemos uma geração de caixa constante, iniciando-se ainda em 2024.   |
| <b>Cury Construtora e Incorporadora S.A.</b>  | Abril de 2024     | brAAA/Estável/--            | O aumento de lançamentos tem elevado a dívida bruta, porém, a manutenção das margens e o forte OCF mantêm a alavancagem baixa. Em nossa visão, a alavancagem e liquidez devem continuar alinhadas ao nosso cenário de caso-base conforme a empresa refinancia seus vencimentos de curto prazo, enquanto controla a dívida e adota uma política de distribuição de dividendos discricionária atrelada ao fluxo de caixa.   |
| <b>Direcional Engenharia S.A.</b>             | Abril de 2024     | brAAA/Estável/--            | A Direcional realizou revisões orçamentárias constantes, preservando as margens, apesar de uma parcela significativa de seu portfólio estar vinculada ao MCMV, que não inclui correção monetária dos recebíveis das unidades vendidas. Além disso, apesar do aumento no número de obras em andamento, a dívida bruta reportada continuou estável. No entanto, a empresa vem expandindo seu banco de terrenos, o que pressiona as métricas de crédito ajustadas porque incluímos permutas financeiras para aquisição de terrenos em nossas estimativas. Acreditamos que a dívida das aquisições de terrenos é mais flexível do que a financeira tradicional, proporcionando maior conforto para nossa análise.   |
| <b>Emccamp Residencial S.A.</b>               | Fevereiro de 2024 | brA+/Estável/--             | A Emccamp enfrentou desafios, dadas as regras anteriores do MCMV e as pressões na cadeia de suprimentos. O reconhecimento de receitas e custos dos empreendimentos lançados entre 2019 e 2020 comprimiram as margens da empresa em 2022 e 2023. Entretanto, com a entrega desses empreendimentos no primeiro semestre de 2024, acreditamos que as margens melhorarão consistentemente.  |
| <b>MRV Engenharia e Participações S.A.</b>    | Março de 2024     | brA+/Estável/--             | Além da queima de caixa da Resia, subsidiária da MRV nos Estados Unidos, para expandir suas atividades, a estrutura de capital da MRV é principalmente composta de debêntures atreladas ao CDI (Certificado de Depósito Interbancário). Com as altas taxas de juros no Brasil, as despesas com juros têm crescido. A estratégia passada da MRV Brasil de comprar mais de 50% de terrenos utilizando recursos próprios para sustentar seu objetivo passado de lançar 70 mil unidades por ano também contribuiu para a queima de caixa. Para gerar caixa, a MRV Brasil expandiu o ciclo de construção, alongando o tempo entre o lançamento e o início da obra, usando o recurso das vendas para iniciar o empreendimento, reduzindo a queima de caixa. Isso, somado à diminuição de compra de terrenos e redução da velocidade de crescimento da Resia, deve resultar em OCF positivo em 2024. |

Métricas de crédito



Fonte: S&P Global Ratings  
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

## Mudanças recentes no MCMV devem continuar impulsionando as operações em 2024

Os lançamentos das incorporadoras que atuam no segmento de baixa e média renda cresceram cerca de 40% em 2023, enquanto as vendas líquidas aumentaram 32%. Isso se originou da maior demanda por moradias como resultado das mudanças nas regras do MCMV, que ampliou o acesso de potenciais compradores ao programa. Esperamos que os lançamentos aumentem 15% em 2024 e 9% em 2025, conforme as construtoras administram estoques e vendas líquidas – sendo que para estas últimas projetamos um crescimento de 14% em 2024 e 9% em 2025.

Essas projeções incorporam as últimas alterações do MCMV, incluindo as alterações no FGTS Futuro e no RET. Em março de 2024, o Conselho Curador do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) aprovou o FGTS Futuro, programa que permite a famílias com renda mensal de até R\$ 2.640 utilizarem depósitos futuros mensais do FGTS para complementar a capacidade de pagamento nos financiamentos habitacionais do MCMV, facilitando o acesso ao crédito imobiliário e impulsionando a demanda do segmento. Além disso, a Receita Federal reduziu o RET de 4% para 1% para a venda de moradias que se enquadram na Faixa 1 do MCMV.

Entre as construtoras que avaliamos, a **MRV Engenharia e Participações S.A.** (MRV) e a **Construtora Tenda S.A.** (Tenda) possuem os maiores portfólios nesse segmento do programa. Aproximadamente 30% e 60% de suas vendas brutas recentes, respectivamente, se enquadram na Faixa 1 do MCMV. Acreditamos que as mudanças no programa devem favorecer empresas fortemente concentradas nessa faixa, resultando em margens, demanda e geração de caixa mais altas.

Para mais detalhes sobre o MCMV, consulte o comentário "[Recentes iniciativas sinalizam tendências favoráveis às incorporadoras brasileiras](#)", de 25 de julho de 2023.

## Melhora da rentabilidade e da geração de caixa em 2024

O custo dos materiais de construção saltou em 2021 e no primeiro semestre de 2022, devido às paralisações das obras na pandemia e às rupturas na cadeia de suprimento. Consequentemente, as margens EBITDA das construtoras caíram em média 6 pontos percentuais em 2022 e 2023.

No entanto, dado que uma parte significativa dos projetos afetados pelas pressões na cadeia de suprimento foi entregue entre o quarto trimestre de 2023 e o primeiro semestre de 2024, acreditamos que as métricas de crédito melhorarão gradualmente a partir de 2024. Esperamos um aumento de 6 pontos percentuais nas margens EBITDA em 2024 e 1,5 em 2025, impulsionado pelo reconhecimento dos resultados dos lançamentos com margens superiores realizados a partir de 2023.

Além disso, a queda na taxa SELIC – que projetamos chegar a 10% até o final de 2024 de acordo com nosso cenário-base macroeconômico –, a menor exposição de caixa devido aos benefícios do crédito associativo, as vendas de moradias pelo MCMV e um maior volume de entregas de imóveis residenciais de média renda devem começar a impulsionar a geração de caixa ainda em 2024.

Projetamos um fluxo de caixa operacional médio de R\$ 121 milhões em 2024 e de R\$ 206 milhões em 2025 para as seis construtoras residenciais do segmento de baixa e média renda, em relação à perda de R\$ 8 milhões registrada em 2023 (excluindo a MRV).

Gráfico 2

Dívida total ajustada por empresa

■ Dívida ajustada (R\$ milhões) - eixo esquerdo — FFO/dívida (%) eixo direito



\*Destacamos que os números apresentados neste relatório foram ajustados pela S&P Global Ratings. Incluímos em nossa métrica de dívida ajustada os valores da venda de recebíveis, garantias concedidas e contas a pagar relacionadas a aquisições de terrenos. Geração interna de caixa (FFO - funds from operations). Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

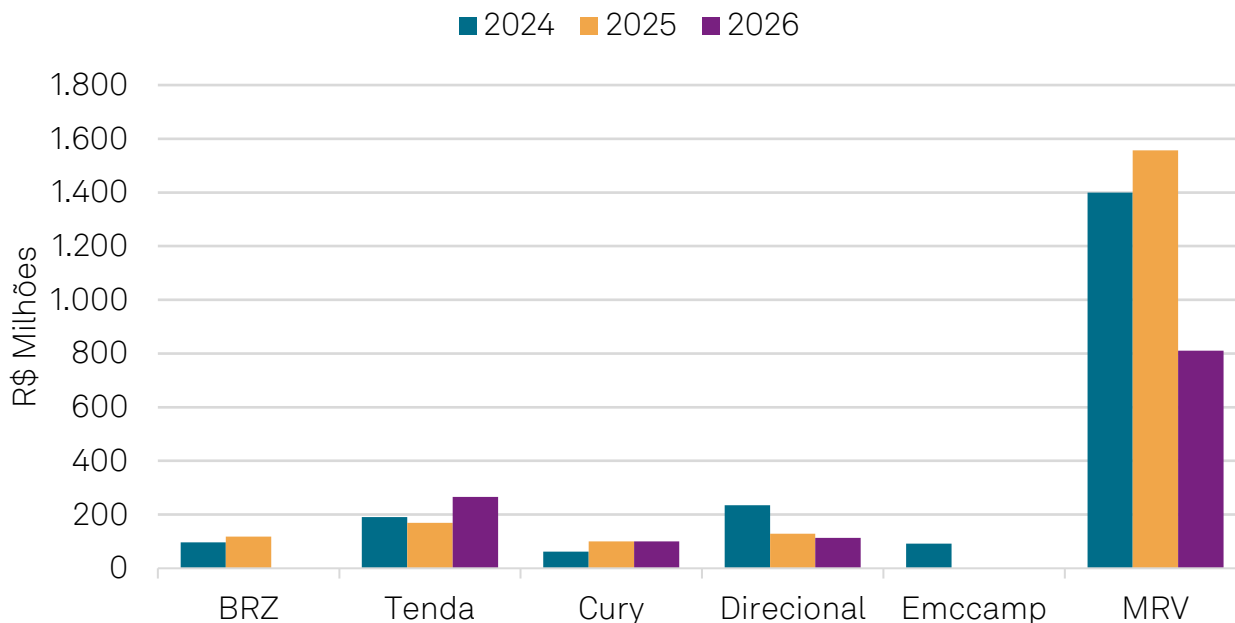
## Melhorias operacionais devem ajudar a reduzir a alavancagem diante das expectativas de refinanciamento de dívidas em 2025

Aproximadamente 60% da dívida das construtoras residenciais avaliadas consiste de debêntures e outros instrumentos de dívida corporativa. O percentual remanescente se refere a linhas de financiamento à construção, que além de serem direcionadas à produção de cada empresa, estão atreladas ao repasse do saldo devedor das unidades aos bancos por intermédio do crédito imobiliário.

Gráfico 3a

### Vencimento da dívida corporativa

Em dezembro de 2023

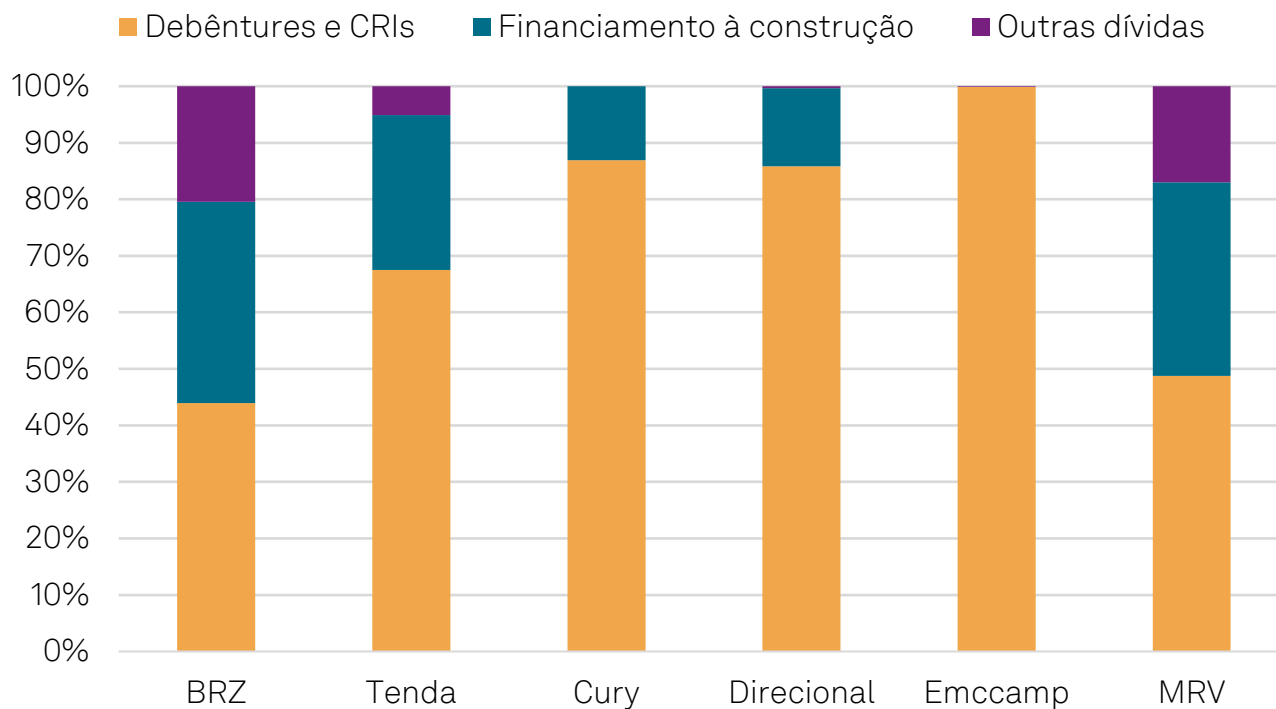


Copyright©2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Gráfico 3b

### Dívida total reportada

Em dezembro de 2023



Copyright©2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Do total da dívida corporativa em aberto das seis incorporadoras avaliadas que atendem à população de baixa e média renda, cerca de 25% vencerá em 2025, representando R\$ 2,1 bilhões. Levando em conta a geração de caixa esperada para 2024 e os benefícios de fluxo de caixa do programa MCMV e do crédito associativo, acreditamos que essas empresas utilizarão caixa para cobrir parte da amortização com o intuito de reduzir a alavancagem.

No entanto, uma parcela significativa da dívida corporativa poderá necessitar de refinanciamento, o que levará as construtoras residenciais a recorrerem ao mercado de capitais e ao financiamento bancário. Além disso, com o provável crescimento dos lançamentos residenciais, apesar do ritmo mais lento em relação a 2023, acreditamos que as construtoras buscarão financiamento no mercado de capitais para executar projetos e adquirir terrenos. Portanto, dadas as melhores métricas operacionais, juntamente com o ritmo mais lento no aumento de lançamentos, esperamos que as empresas reduzam seus índices de alavancagem, resultando em FFO médio sobre dívida ajustada de 32,6% e dívida ajustada sobre capital de 55,8% em 2024, no comparativo com a média de 20,6% e 60,6%, respectivamente, em 2023.

## Mudanças regulatórias facilitam a captação de capital a taxas mais atrativas

A introdução da Resolução CMN nº 5.118, em 1º de fevereiro de 2024, restringiu as garantias elegíveis para emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliário (CRIs). O objetivo principal da mudança é priorizar o destino dos recursos captados por meio dos CRIs para empresas do setor imobiliário. Portanto, o conjunto de potenciais emissores diminuiu significativamente. Em nossa opinião, isso deverá reduzir a competição por financiamentos, possibilitando a empresas focadas no setor imobiliário levantar capital a taxas mais atrativas.

## Programa habitacional de São Paulo fortalecerá o fluxo de caixa

O programa habitacional Pode Entrar da cidade de São Paulo, anunciado em 2023, visa reduzir o déficit habitacional e atender à demanda anteriormente acolhida pelo MCMV. Apesar das vendas de moradias pelo programa gerarem margens brutas mais baixas quando comparadas às realizadas no mercado privado, a diluição das despesas gerais e administrativas, somadas à diminuição dos esforços de vendas, devem elevar as margens EBITDA das construtoras. Além disso, o pagamento de 15% do valor do imóvel no início das obras, junto com o fluxo de pagamentos até a entrega das chaves, evitam a queima de caixa das empresas durante a construção.

Além disso, no caso de inadimplência, por parte da prefeitura de São Paulo, das moradias vendidas pelo programa por mais de três meses, as empresas têm o direito de distratar o contrato, retendo 20% dos pagamentos feitos pelo governo, e podem vender o imóvel por meio do MCMV no mercado privado. Isso garante que as empresas não enfrentem escassez de fluxo de caixa, garantindo os recebíveis mesmo em caso de inadimplência da prefeitura.

Em 2023, a Plano&Plano Desenvolvimento Imobiliário S.A. (não avaliada) vendeu 66% de seus imóveis residenciais pelo Pode Entrar, seguida pela Direcional (18%), MRV (12%) e Tenda (4%). Juntas, as empresas venderam 5.496 unidades residenciais, representando um VGV de R\$ 1 bilhão. Em nossa visão, esse acordo beneficiará o fluxo de caixa operacional das empresas contratadas nos próximos períodos.

## Potenciais riscos macroeconômicos para construtoras residenciais de baixa renda

Apesar de as últimas notícias divulgadas mitigarem potenciais riscos macroeconômicos para o segmento de baixa renda, um aumento consistente e duradouro da inflação pode prejudicar as margens e os fluxos de caixa das empresas com foco nesse mercado.

### Potencial escassez de financiamento apesar dos planos do governo de complementar o orçamento de 2024

Dadas as mudanças nas regras do MCMV realizadas em 2023, a demanda por imóveis residenciais por meio do programa governamental tem dado sinais de superaquecimento desde o início de 2024. A demanda cresceu e se continuar nesse ritmo exigirá um aumento orçamentário no segundo semestre do ano. O governo sinalizou que o fará. Caso contrário,

acreditamos que os novos financiamentos para compra e construção de imóveis residenciais pelo MCMV poderão ser congelados no final de 2024, prejudicando as vendas desse tipo de moradia.

## **INCC em níveis controlados**

O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC-M) aumentou 0,93% em junho de 2024, resultado do aumento da inflação de insumos, dos serviços e da mão de obra no setor da construção. Não obstante, a tendência parece apontar para uma estabilização dos custos de construção, como indica a taxa acumulada em 12 meses de 3,77%, que se manteve perto de 3,68% em maio de 2024. Esses patamares são muito inferiores aos 4,29% de junho de 2023. Embora a maioria das empresas avaliadas do setor tenha certo colchão em seus orçamentos para absorver possíveis altas na inflação, acreditamos que um aumento substancial nesse índice pode drenar as margens dos projetos das empresas com um maior percentual de vendas concluídas.



Copyright © 2024 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completitude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus websites [www.spglobal.com/ratings/pt/](http://www.spglobal.com/ratings/pt/) (gratuito) e [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em [www.spglobal.com/usratingsfees](http://www.spglobal.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.