

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

FLUXO FINANCEIRO X PREÇO DE AÇÕES

O CASO DA MULTIPLAN

Bernardo Rangel da Costa Paiva

0513082.1

Maria de Nazareth Maciel

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

12/2009

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

Agradecimentos

Gostaria de agradecer à paciência e os conselhos da minha professora orientadora, Maria Nazareth, em dedicar parte de seu tempo às nossas discussões acerca do tema deste trabalho, bem como sugerir leituras que nortearam fundamentalmente esta monografia.

Não posso deixar de mencionar o apoio e a ajuda da minha família e namorada, que me ajudaram a ter empenho e afinco em concretizar este trabalho. Sem a ajuda e compreensão deles, este trabalho se tornaria muito mais árduo e complicado.

O Departamento de Economia da PUC também sempre me ofereceu total estrutura e condições para a conclusão da graduação, assim como uma gama de conhecimentos muito boa. Com certeza o curso de graduação em Economia na PUC faz a diferença para o profissional que acaba de ingressar no mercado de trabalho.

Todos os meus amigos e parentes que contribuíram de alguma forma para que eu me tornasse economista e uma boa pessoa. Muitas vezes são estas pessoas que acabam nos ajudando a conseguir ultrapassar todos os obstáculos que a vida nos impõe.

Sumário:

I – INTRODUÇÃO.....	7
II – ANÁLISE FUNDAMENTALISTA.....	8
II.1 – DEFININDO A ANÁLISE FUNDAMENTALISTA.....	8
II.2 – MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	9
III – PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS.....	11
III.1.1 – ANALISANDO O FLUXO DE CAIXA PARA A FIRMA..	11
III.1.2 – CRESCIMENTO E PERPETUIDADE.....	12
III.1.3 – CALCULANDO O WACC.....	13
III.1.4 – ENTENDENDO O MODELO CAPM.....	14
III.1.5 – O CÁLCULO DO BETA.....	15
IV – A AVALIAÇÃO RELATIVA.....	17
IV.1 – O MÉTODO DOS MÚLTIPLOS.....	17
IV.2 - $\frac{EV}{EBITDA}$: MÚLTIPLO DA FIRMA.....	18
IV.3 – OS MÚLTIPLOS DOS ACIONISTAS.....	18
IV.4 - $\frac{Preço}{Receita\ por\ Ação}$: UM MÚLTIPLO HÍBRIDO.....	19
V – O SETOR DE SHOPPING CENTER.....	20
V.1 – POR DENTRO DO SETOR DE SHOPPING CENTER.....	20
V.2 – O MERCADO DE SHOPPING CENTER NO BRASIL.....	21
V.3 – A RELAÇÃO ENTRE SHOPPINGS, IMÓVEIS E VAREJO.....	22
VI – AVALIANDO A MULTIPLAN.....	31
VI.1 – RECEITA.....	31

VI.2 – DESPESAS COM A OPERAÇÃO DOS SHOPPINGS.....	32
VI.3 – DRE E INTERVALO DE CONFIANÇA DO PREÇO DA AÇÃO...33	
CAPÍTULO VII – A RELAÇÃO ENTRE O FLUXO DE CAPITAL E O PREÇO DAS AÇÕES.....	35
VII.1 – O PANORAMA DOS MERCADOS EMERGENTES.....	35
VII.2 – O MERCADO BRASILEIRO E AS EMPRESAS DE SHOPPING.....	39
VIII – CONCLUSÃO.....	44
BIBLIOGRAFIA.....	46

Índices de Quadros:

Quadro I – Modelo de DRE.....	10
Quadro II – Desenvolvimento do Mercado de Shopping Center.....	20
Quadro III – Crescimento de Vendas no Setor Imobiliário em Relação a 2008.....	22
Quadro IV – Série Histórica do PIB brasileiro e mundial.....	23
Quadro V – Comportamento da Taxa SELIC.....	24
Quadro VI – Comportamento do Crédito para Habitação.....	25
Quadro VII – Comportamento do Crédito para Pessoa Física.....	26
Quadro VIII – Evolução da Taxa de Desemprego.....	27
Quadro IX- Dinâmica da Taxa de Inflação.....	28
Quadro X – Desempenho das Vendas no Varejo.....	29
Quadro XI – Demonstrativo de Receitas.....	32
Quadro XII – Demonstrativo de Despesas.....	33
Quadro XIII – DRE Projetado.....	33
Quadro XIV – Perfil da Dívida.....	34
Quadro XV – Intervalo de Confiança do Preço da Ação.....	34
Quadro XVI – Desempenho dos Mercados Emergentes e Nasdaq.....	36
Quadro XVII – Desempenho dos Mercados Emergentes e Nasdaq.....	37
Quadro XVIII – Relação entre Volume e Preços.....	38
Quadro XIX – Desempenho das Empresas de Shopping e Ibovespa.....	39
Quadro XX - Desempenho das Empresas de Shopping e Ibovespa.....	41

CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO

A última crise financeira, que se alastrou pelo mundo inteiro e parece estar próxima do fim, mostrou que o mercado de capitais brasileiro é visto com segurança pelos investidores, devido a boa situação macroeconômica apresentada pelo país, bem como a eficiência dos organismos reguladores.

Durante a crise, o mercado brasileiro sofreu uma desvalorização muito grande, mais influenciado por fatores externos do que por fundamentos internos. No entanto, o mercado de capitais no Brasil, mostrou rápida recuperação para os níveis mundiais e se coloca atualmente como um lugar onde os investidores enxergam a possibilidade de altos retornos ao custo de um risco que já não é tão alto como era antigamente.

O setor de shopping center motivou este estudo, devido ao seu desempenho desde o início da crise em 2007 até o ano de 2009, uma vez que ele apresentou desempenho inferior ao índice Bovespa até meados deste período, e uma posterior recuperação surpreendente, superando o patamar do mercado representado pelo Ibovespa.

A primeira parte do estudo mostra como o setor de shopping Center é constituído e sua relação com os mercados varejista e imobiliário. Além disto, analisa-se o impacto das variáveis macroeconômicas neste mercado, e como elas podem afetar o desempenho das empresas que nele estão inseridas.

A segunda parte tenta mostrar brevemente, os modelos utilizados para se encontrar o valor justo da empresa analisada e os conceitos mais relevantes para se precificar uma ação. Afinal um modelo bom, é aquele que consegue captar de forma mais simples os fatores mais relevantes que afetam o valor da empresa.

Por fim, a última parte é dedicada à análise da dinâmica do mercado brasileiro em relação aos países em desenvolvimento durante a crise econômica, além de estudar o comportamento das ações das empresas de shopping no Brasil neste mesmo período.

CAPÍTULO II – ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

II.1 – Definindo a Análise Fundamentalista

O método fundamentalista de avaliação de empresas, parte do pré suposto básico de que pode-se calcular o valor de uma empresa segundo algumas características inerentes à mesma, como fundamentos macroeconômicos e setoriais, que permitam estimar um “valor justo” para esta.

A escola fundamentalista, busca reduzir a intangibilidade do valor de um ativo. Assim, estuda-se a fundo as características de uma empresa e o contexto no qual ela está inserida. O trabalho mais importante da análise fundamentalista não é o de estabelecer um preço alvo exato para uma empresa, mas sim, compreender como este preço reage às oscilações nas diversas variáveis importantes.

Há diferentes métodos pelos quais pode-se analisar a variação no preço de um ativo face à variações em outros fatores que o afetam . Dentre todos estes métodos, os mais utilizados são o método do fluxo de caixa descontado e o método dos múltiplos comparativos.

O método do fluxo de caixa descontado é considerado como o mais completo, pois analisa detalhadamente, o impacto de cada variável sobre o modelo, o que transmite maior confiança ao investidor. Este método consiste em relacionar o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros previstos deste ativo. Por outro lado, há quem diga que um nível muito alto de detalhamento pode, até mesmo, confundir um investidor, dado o alto grau de complexidade da interação destas variáveis com o valor da empresa.

O método dos múltiplos comparativos, por sua vez, é caracterizado por sua simplicidade ao precificar ativos pela comparação com indicadores padronizados do mercado. Este método estima o valor de um ativo, analisando a precificação de outros ativos comparáveis, em relação a uma variável comum. No entanto, o uso destes múltiplos sem a devida precaução, pode gerar um resultado distorcido. Isto se deve à diferença dos estágios de crescimento entre as empresas, suas exposições ao risco e também por possuírem potenciais de rentabilidade distintos.

Esta monografia irá abordar a análise fundamentalista através do método do fluxo de caixa descontado, por que este processo é o confiável e utilizado dentre todos os modelos de precificação de ativos.

II.2 – Método do Fluxo de Caixa Descontado

O fluxo de caixa descontado é o método de precificação de ações mais utilizado e respeitado no mercado, pois consegue alinhar premissas teóricas da empresa com variáveis macroeconômicas e microeconômicas. Desta forma a apresentar um resultado capaz de captar o efeito destes fatores sobre o resultado da empresa, considerando seu momento em relação ao ciclo, e em relação à economia como um todo.

O método é trivial, pois consiste em projetar a futura geração de caixa de uma empresa, de acordo com seu nível de desenvolvimento, e trazê-la ao valor do tempo presente, através de uma taxa de desconto. De uma maneira geral, para empresas “normais” (com alguma geração de lucros e sem grandes alterações em seu perfil de crescimento) o modelo de fluxo de caixa descontado pode ser aplicado sem grandes alterações:

$$NPV \text{ de uma ação} = \frac{FC1}{(1+r)} + \frac{FC2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCN * (1+g)}{(r' - g) * (1+r)^{(N-1)}}$$

Onde:

FC = Fluxo de caixa no período t

FCN = Fluxo de caixa na perpetuidade

r = Taxa de desconto até a perpetuidade

r' = Taxa de desconto na perpetuidade

g = taxa de crescimento na perpetuidade

Dada a equação, pode-se calcular o fluxo de caixa sob duas óticas. A primeira, é a ótica do fluxo de caixa para o acionista, também representado pela sigla FCFE (*Free Cash Flow to the Equity*), que é o montante que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído aos acionistas. A segunda, é a ótica do fluxo de caixa para a firma, ou FCFF (*Free Cash Flow to the Firm*), ou seja, compreende todo o fluxo de

caixa da empresa que será distribuído aos credores sob a forma de juros, e aos acionistas, sob a forma de dividendos.

De acordo com Póvoa, 2008, deve-se ter cuidado ao denotar o valor da firma (*enterprise value*), como pertencente a acionistas e credores, enquanto nomeações de companhia ou valor de mercado (*market value*) são um direito exclusivo do acionista.

Neste contexto, percebe-se que o FCFE sempre tem de ser descontado pelo custo de capital próprio (*cost of equity*). De outra forma, o fluxo de caixa para a firma FCCF deve sempre ser descontado pela média ponderada do custo de capital próprio e de terceiros WACC (*weighted average cost of capital*).

De acordo com Damodaran, 2008, quando o FCFE é maior que o dividendo, e o excesso de caixa rende juros abaixo do de mercado, ou está investido em ativos de valor presente líquido negativo, o valor do modelo FCFE será maior que o valor do modelo FCFF. Além disto, o pagamento de dividendos inferiores ao FCFE reduz as razões dívida/patrimônio líquido e pode levar a empresa a se tornar não alavancada, acarretando perda de valor. Para o autor, a ocorrência mais comum é que o valor do modelo FCFE exceda o valor do modelo FCFF. Esta diferença entre o valor do modelo FCFE e o valor do modelo FCFF pode ser encarada como um componente do valor de controlar uma empresa, medindo o valor da política de controle de dividendos.

Desta forma, o valor da empresa será nada mais do que a soma do valor de mercado para o acionista com o valor total da dívida. Assim, com o intuito de encontrar o fluxo de caixa descontado para a firma, deve-se obter o somatório do fluxo de caixa descontado para o acionista com o a dívida total da empresa.

Segundo Póvoa, 2008, se a empresa em questão tem perspectivas relevantes de mudança na estrutura de capital no futuro, a opção mais correta é o uso da metodologia do fluxo de caixa para a firma, que reconhece as mudanças na estrutura de capital e na taxa de desconto de forma muito mais direta e mensurável.

A fim de precificar a Multiplan Empreendimentos Imobiliários, reconhecemos que a empresa se enquadra na descrição de Póvoa. Portanto, utilizaremos o método do FCFF, por se tratar de um método menos sofisticado que o FCFE, além deste último requerer uma gama de variáveis financeiras que não estão disponíveis no mercado e apresentarem particularidades que dificultam sua análise.

CAPÍTULO III – PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS

III.1.1 – Analisando o Fluxo de Caixa para a Firma (FCFF)

O objetivo deste modelo é calcular o quanto vale a empresa tanto para os acionistas quanto para os credores, ou seja, antes de qualquer remuneração, seja ela de capital próprio ou de terceiros, estabelecemos que o Valor da Firma = Valor de Mercado + Valor da dívida financeira total.

No modelo FCFF partimos do lucro antes dos juros e depois dos impostos, que significa EBIT (1-t) (Earnings Before Interest and Taxes minus Taxes) em inglês. Neste modelo, após o cálculo do EBIT (1-t), descontamos os valores correspondentes à impostos, investimentos líquidos de depreciação, variação do capital de giro e partes beneficiárias e estatutárias. O quadro abaixo representa este cálculo e acordo com a Demonstração de Resultados (DRE):

Quadro I

Receita Bruta
(-) Impostos sobre Receita Bruta
(=) Receita Líquida
(-) Custo do Produto Vendido
(-) Depreciação / Amortização
(=) Lucro Bruto
(-) Despesas
(=) EBIT (Lucro Operacional)
(-) Impostos
(+) Depreciação / Amortização
(=) Fluxo de Caixa Operacional
(-) Investimento
(-) Variação do Capital de Giro
Partes Beneficiárias e
(-) Estatutárias
(=) Free Cash Flow to the Firm

Fonte: Autor

Na prática, pode-se projetar o Fluxo de Caixa item a item, ou seja, calculando-se, detalhadamente, cada linha que compõe o DRE da empresa, ou através da projeção mais ampliada de margens, indicadores de giro, política de dividendos da empresa e da

estrutura de capital da companhia. A partir destas, assume-se diretamente certas premissas sobre o crescimento do EBIT (1-t) e do Lucro Líquido.

III.1.2 – Crescimento e Perpetuidade

De acordo com Póvoa, 2008, o crescimento do lucro operacional de uma empresa só é possível em dois casos: através do aumento de eficiência operacional, que significa maior retorno sobre o capital investido, ou pela efetivação de maior investimento, seja em capital físico ou de giro, dada pela taxa de reinvestimento sobre o lucro operacional.

Desta forma, o cálculo que estabelece o crescimento esperado do EBIT é o seguinte:

$$g_{EBIT(1-t)} = \frac{Invest. L\acute{i}q. + Var. Capital de Giro}{EBIT(1-t)} \times \frac{ROC (= EBIT(1-t))}{(Patr. L\acute{i}q. + D\acute{i}vida)}$$

Esta metodologia, chamada de Teste de Consist\ecancia na Perpetuidade, estabelece ao longo da vida da empresa e sobretudo na perpetuidade, uma coer\ecancia entre o fluxo de caixa para a firma e o crescimento embutido do lucro operacional. O primeiro fator da equa\ccao acima, significa a taxa de reinvestimento sobre o EBIT (1-t), que multiplicado pelo retorno sobre o capital (ROC), ou (*Return on Capital*), obt\ecm-se a taxa de crescimento do lucro operacional.

O conceito de perpetuidade \ec entendido como a fase em que a empresa atinge o m\aximo de sua produtividade, onde a \ucnica forma de promover um crescimento \ec atrav\es de maiores investimentos, tamb\em chamada de fase de maturidade. A partir deste conceito, admite-se ser imposs\ivel um crescimento indefinido da efici\ecncia de uma empresa. Assim, espera-se que o retorno sobre capital se estabilize pr\oximo ao n\ivel do custo de da empresa (WACC), chamado de “ponto de equil\ubrio”. Desta maneira, a \ucnica forma da empresa crescer na sua maturidade, \ec atrav\es de um investimento l\iquido maior que a deprecia\ccao.

Outra maneira de entender o crescimento do lucro operacional depois de impostos, é o sistema de Dupont, como segue:

$$g LP = Taxa de Reinvest. do EBIT (1 - t) \times Margem Oper. \times Giro do Ativo$$

Onde:

$$g LP = Crescimento de Longo Prazo do EBIT (1 - t)$$

$$Taxa de Reinvest. do EBIT (1 - t) = \frac{Var. Capital de Giro + Invest. Líq.}{EBIT (1 - t)}$$

$$Margem Operacional = \frac{EBIT (1 - t)}{Receita Líquida}$$

$$Giro do Ativo = \frac{EBIT (1 - t)}{Ativo}$$

III.1.3 – Calculando o WACC

O WACC (Weighted Average Cost of Capital) representa a média ponderada entre o custo de capital próprio e o custo da dívida de uma empresa, e é a medida mais adequada para descontar-se o Fluxo de Caixa Livre da empresa, uma vez que apresenta o risco associado aos acionistas e aos credores da mesma.

De acordo com a teoria da estrutura ótima de capital da firma, existe uma combinação entre dívida e capital próprio que minimiza o WACC, e ao minimizá-lo, maximiza-se o valor da empresa, uma vez que este fator é utilizado como taxa de desconto do Fluxo de Caixa. Portanto, a aplicação adequada desta teoria, é uma fonte importante de geração de valor para a empresa.

Assim podemos definir o WACC conforme a equação abaixo:

$$WACC = \frac{(CP \times Valor de Mercado) + (CD \times (1 - tc) \times Dívida)}{Valor de Mercado + Dívida}$$

Onde:

WACC = Custo Médio Ponderado de Capital

CP = Custo do Capital Próprio

Valor de Mercado = Valor de Mercado das Ações

Dívida = Dívida Total da Companhia

tc = Alíquota de IR

CD = Custo da Dívida

III.1.4 – Entendendo o modelo CAPM

Segundo Damodaran, 2008, para entender a base do CAPM (Capital Asset Pricing Model), deve-se compreender porque a maioria dos investidores pára de diversificar, apesar dos benefícios da diversificação. Dentre os fatores observados por ele, encontram-se: o ganho marginal de diversificar diminui a cada investimento adicional, ele deve ser colocado na balança contra o custo dessa adição. Mesmo com custos baixos de transação, chegará um ponto em que estes custos excederão seus benefícios. Outro fator, é que a maioria dos investidores ativos acredita poder selecionar ações subvalorizadas, ou seja, ações que terão melhor desempenho que o resto do mercado.

Desta forma, o CAPM fundamenta-se em duas premissas básicas: não há custos de transação e os investidores não têm acesso a informações privadas. Assim, este modelo desconsidera as duas razões por que os investidores param de diversificar. Ao fazer isto, garante que estes investidores continuem diversificando até que detenham cada ativo negociado, diferindo em termos de quanto investem nessa carteira de mercado e quanto em um ativo livre de risco.

Desta maneira, o CAPM é um modelo que consegue captar a relação risco/retorno de um ativo através da equação abaixo:

$$Re = Rf + \beta x [E(Rm) - Rf]$$

Onde:

R_e = Retorno do Ativo

R_f = Taxa de Retorno do Ativo Livre de Risco

$E(R_m)$ = Expectativa do Retorno de Mercado

$[E(R_m) - R_f]$ = Prêmio de Risco do Mercado

β = Risco associado ao ativo relativamente à média do mercado

Assim, o CAPM é o principal modelo para cálculo do custo de capital próprio, pois nele, todo o risco de mercado é capturado pelo beta da empresa, medido em relação a uma carteira de mercado, o que pelo menos na teoria, deveria incluir todos os ativos negociados neste, mantidos em proporção ao seu valor de mercado. Desta forma, ele captura a exposição de um ativo a todo o risco de mercado em um único número, o beta do ativo, mas o faz ao custo de partir de premissas restritivas sobre os custos de transações e informações privadas.

III.1.5 – O Cálculo do Beta

O termo beta, conforme definido no tópico anterior, é a sensibilidade do ativo ao fator de mercado. Assim, para valores de beta maiores que 1 (um) em módulo, o ativo é mais sensível que o mercado, respondendo com mais intensidade o que ocorre com o mercado. Para valores de beta entre 0 (zero) e 1 (um), o ativo é menos sensível que o mercado, respondendo com menos intensidade ao que ocorre com este.

Também é possível interpretar o beta, através de uma reta característica, calculada através de uma regressão linear, que explica a variação em um ativo relativamente a outro ativo. A equação da reta característica é dada a seguir:

$$R_e - R_f = \alpha + \beta x [E(R_m) - R_f]$$

Onde:

R_e = Retorno do Ativo

R_f = Taxa de Retorno do Ativo Livre de Risco

$E(R_m)$ = Expectativa do Retorno de Mercado

$[E(R_m) - R_f]$ = Prêmio de Risco do Mercado

β = Risco associado ao ativo relativamente à média do mercado

α = Retorno esperado do ativo quando o retorno em excesso da carteira de mercado é 0.

CAPÍTULO IV – A AVALIAÇÃO RELATIVA

IV.1 – O Método dos Múltiplos

O método dos múltiplos, ou o método de avaliação relativa, procura precificar uma empresa a partir de comparativos padronizados de mercado.

Enquanto o método do Fluxo de Caixa Descontado, busca o valor intrínseco do ativo.

É importante ter em mente que todo valor dos múltiplos comparativos de ações, embute dois conceitos básicos: o risco total da empresa e o potencial crescimento dos lucros. De uma maneira geral, os múltiplos apresentam relação inversa com o risco total da empresa, ou seja, quanto menor o risco, maior tende a ser o múltiplo. De outra forma, o potencial de crescimento futuro nos lucros, apresenta uma relação direta com os múltiplos, de maneira que quanto maior for a expectativa de crescimento dos lucros, maior será o múltiplo.

A fim de efetuar uma avaliação correta através dos múltiplos, deve-se estabelecer regras básicas. A primeira delas é o tempo do múltiplo, onde este pode ser caracterizado pelo chamado Múltiplo Passado, que utiliza pelo menos uma referência do passado, Múltiplo Corrente que utiliza toda suas referências do ano corrente. Por fim, o Múltiplo Futuro, que faz referência à um ano futuro.

A outra regra fundamental para evitar erros de avaliação por múltiplos é a comparação de dimensões iguais, ou seja, Firma x Firma, “Equity x Equity”. Desta forma analisa-se múltiplos relacionados à Firma no numerador e no denominador, ou então ao “Equity” nos dois termos. Dentre estes múltiplos, temos:

$\frac{P}{L}$ – Preço por Lucro que representam valor do acionista

$\frac{EV}{EBITDA}$ – Valor da Firma por Lucro antes de impostos, depreciação e amortização

$\frac{P}{VPA}$ – Preço sobre o Valor Patrimonial, refere – se avalores dos acionistas.

Segundo Póvoa, 2008, após estas considerações, deve-se observar o conceito de “Múltiplo Justo”. Este conceito conecta a teoria dos múltiplos à teoria do Fluxo de

Caixa Descontado, uma vez que a magnitude dos múltiplos será função também de vários fatores relacionados à mesma base de informações utilizada para o fluxo de caixa descontado.

IV.2 - $\frac{EV}{EBITDA}$: Múltiplo da Firma

Este múltiplo, possui prestígio entre os analistas de todo o mundo. Este sucesso advém do fato de ser um múltiplo fácil de ser computado, evitar problemas como o cálculo de investimentos físicos e capital de giro, além da estrutura de capital. Outra fonte deste sucesso, é a facilidade com que ele convence clientes a comprar ou vender ações sem a necessidade de uma explicação mais aprofundada em relação aos diversos aspectos que pressupõem maior qualidade no processo de precificação de ativos, sendo um múltiplo comercialmente muito forte. Além disto, o EBITDA é utilizado como uma Proxy para fluxo de caixa da firma.

Neste múltiplo definimos o numerador pelo Valor de Firma (EV), em inglês (*Interprise Value*) ou seja, o valor presente dos fluxos de caixa esperados para a firma. O EBITDA é obtido facilmente no DRE, pela soma ao EBIT (1-t) da depreciação/amortização.

IV.3 – Os Múltiplos dos Acionistas:

Dentre os múltiplos de acionistas, destacam-se os múltiplos:

$$\frac{P}{VPA} - \text{Preço por Valor Patrimonial}$$

$$\frac{P}{L} - \text{Preço por Lucro}$$

O primeiro múltiplo, vem sendo bastante utilizado, dada sua simplicidade e por associar uma variável que engloba expectativas futuras (P) e outra de mensuração do Patrimônio Líquido (L), que capta os recursos dos acionistas. Neste indicador, o valor de mercado do patrimônio líquido de uma empresa reflete as expectativas de mercado do poder de lucros e dos fluxos de caixa da empresa.

O segundo indicador, pode-se dizer que é o mais famoso e utilizado múltiplo no mercado. É expresso pelo valor de mercado do patrimônio líquido dividido pelos lucros gerados aos investidores neste patrimônio líquido. Este múltiplo possui algumas

vantagens que o fazem ser o mais famoso, como por exemplo, pela simplicidade no seu cálculo, e pela quantidade de informação desses valores que são bastante disponíveis, o que facilita a comparação entre diferentes empresas. Além disto, este múltiplo possibilita substituir certas características da empresa como risco e taxa de crescimento, que demandam um esforço maior para seu cálculo.

IV.4 - $\frac{\text{Preço}}{\text{Receita por Ação}}$: Um Múltiplo Híbrido

Apesar de sua inconsistência, não pode-se ignorar a utilização pelo mercado dos múltiplos Híbridos. Estes múltiplos são chamados de híbridos, pois comparam uma variável ligada ao acionista (P) e outra relacionada à firma como um todo.

Segundo Póvoa, 2008, a margem líquida pode ser considerada a determinante principal na definição deste múltiplo. Para o autor, se a margem líquida de uma empresa cai sem uma contrapartida em vendas maiores, haverá um estrago no retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), que resultará em um crescimento menor. No entanto, se o giro do patrimônio Líquido compensar a queda da margem líquida, o efeito será único sobre o numerador do múltiplo.

CAPÍTULO V – SETOR DE SHOPPING CENTER

V.1 – Por dentro do Setor de Shopping Center

A crise financeira que assombrou a economia global durante o último ano, impactou em diversos setores da economia brasileira, levando o governo a tomar uma série de decisões com o intuito de reduzir seu impacto, como a redução de impostos e ampliação de crédito pelos bancos governamentais. A dinâmica da taxa de juros básica da economia (SELIC), retração do consumo, elevação na taxa de desemprego e extinção da oferta de crédito fizeram com que o setor de Shopping Center fosse bastante afetado pela crise.

Após este cenário obscuro vivido pela economia durante o ano de 2008 e início de 2009, as perspectivas para a economia brasileira voltam a ser olhadas com ânimo pelos investidores. De modo especial, o setor de Shopping Center vem apresentando uma rápida recuperação, motivada por melhoras em fatores externos, bem como pelo impulso em alguns indicadores internos.

Como este trabalho tem por objetivo precificar os ativos de uma empresa que atua no setor de Shopping Center, precisamos entender a dinâmica destes indicadores macroeconômicos e descobrir como eles afetaram o setor de uma maneira geral, e mais especificamente a Multiplan Empreendimentos Imobiliários.

É importante observar que este setor apresenta uma característica particular, que é a união de dois setores distintos. Por um lado, apresenta características do setor imobiliário, com seus projetos *green-field*, ou seja, a construção de novos empreendimentos imobiliários ou a expansão dos já existentes. De outra forma, o setor de Shopping Center também é afetado pelos mesmos fatores que impactam o varejo, uma vez que estes empreendimentos comerciais tem a finalidade de comercialização dos produtos com o consumidor final.

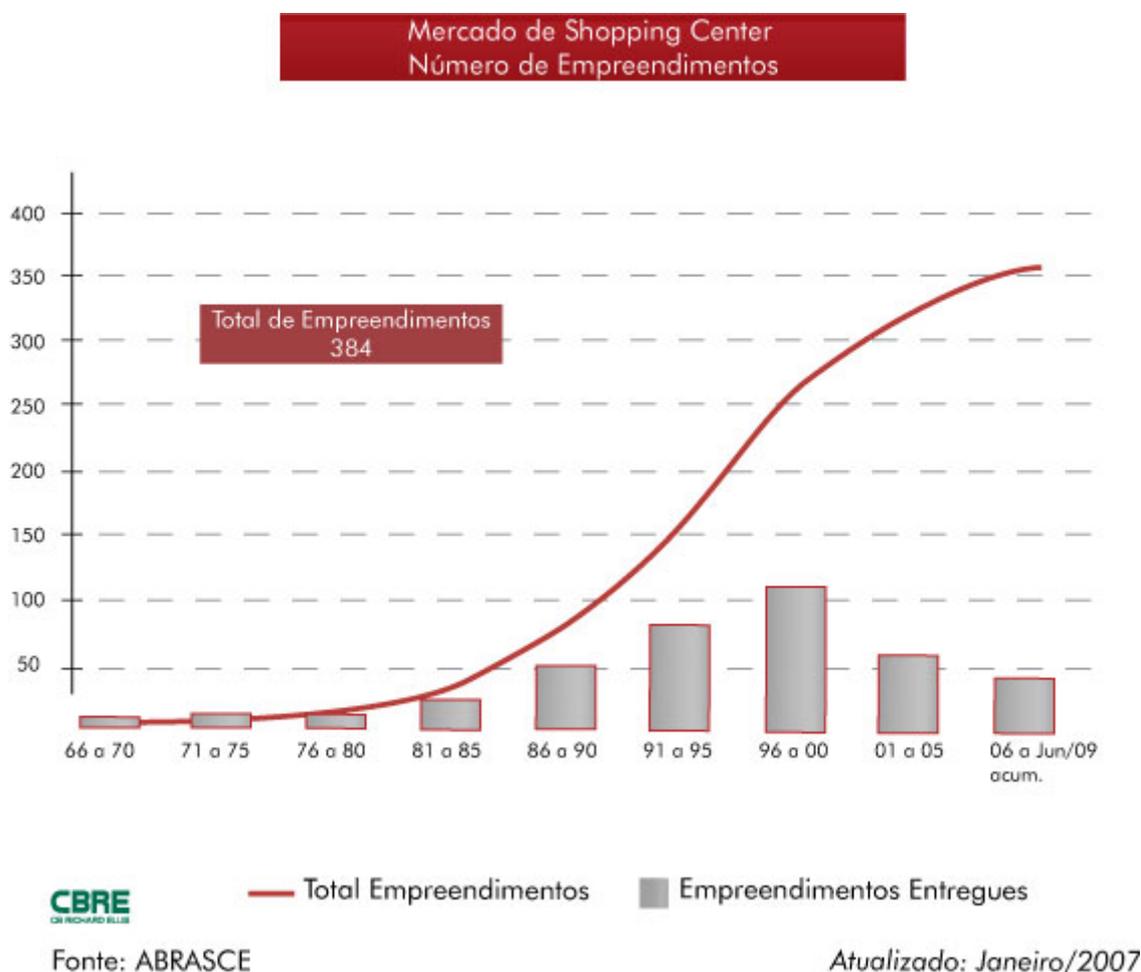
Assim, a dinâmica de ambos os setores impactam no desempenho do setor de Shopping Center e compreender como os três setores se interagem é fundamental para este estudo.

V.1.2 – O Mercado de Shopping Center no Brasil

O mercado de Shopping Center tem se desenvolvido muito no Brasil nos últimos 20 anos. O primeiro shopping Center brasileiro foi inaugurado em 1966, e quatro anos mais tarde, entrou em operação o segundo empreendimento deste tipo.

Contudo, foi a partir da década de 80 que o número de shopping centers no Brasil cresceu de forma acentuada, tendo praticamente dobrado a cada cinco anos até o final da década de 90. A partir daí, este ritmo de crescimento começou a diminuir, o gráfico a seguir ilustra bem esta dinâmica.

Quadro II:



Em meados da década de 90, observou-se uma segunda onda de crescimento, impulsionada por fatores específicos como o sucesso dos empreendimentos construídos

na década de 80, estabilidade econômica com a implantação do plano real a partir de 94 e o aumento dos investimentos no setor, vindos dos Fundos de Pensão. Este crescimento significou a inauguração de quase 200 empreendimentos em 10 anos.

No início dos anos 2000, este ritmo de crescimento desacelerou-se devido ao insucesso de alguns empreendimentos realizados na década de 90 e a saturação do mercado de alguns centros econômicos importantes.

Nos últimos anos, o setor apresentou um novo impulso em função do cenário macroeconômico de estabilidade e crescimento, bem como pela entrada de investidores estrangeiros em volume nunca antes observados.

Além do bom desempenho econômico, o setor passou por um processo de amadurecimento, com a profissionalização e criação de políticas de governança corporativa nas empresas. Assim, 4 empresas de shopping Center abriram capital no ano de 2007 o que proporcionou a capitalização destas empresas, possibilitando o desenvolvimento de novos negócios e expansões.

Atualmente, o mercado de shopping Center responde por mais de 2% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro e é responsável por aproximadamente 720 mil postos de trabalho em todo o Brasil, de forma que compreende 65,5 mil lojas que recebem a visita de mais de 325 milhões de pessoas por ano.

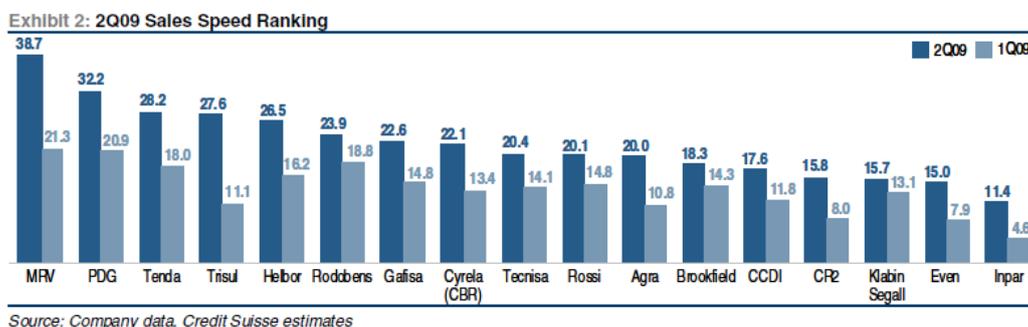
Mesmo com a crise financeira, que dificultou o acesso ao crédito no âmbito nacional e internacional, de Janeiro à Julho de 2009 foram inaugurados 8 novos Shopping Centers. De acordo com a Associação Brasileira de Shopping Centers (ABRASCE), nos anos de 2009 e 2010 serão inaugurados 40 novos empreendimentos, o que significa um ritmo de crescimento anual médio de 5,2%, sendo esta, a maior taxa de crescimento dos últimos 10 anos.

V.1.3 – A Relação entre Shoppings , Imóveis e Varejo

Os números apresentados pelas empresas brasileiras do setor imobiliário no segundo trimestre de 2009, confirmam que estas empresas estão em um novo estágio de vendas e lançamento de novos projetos, claramente recuperadas do baixo nível de atividade durante o ano de 2008. Segundo análise do banco Credit Suisse, o setor apresentou altos níveis de demanda, que pode ser comprovado através de maiores níveis

de vendas , especificamente este indicador cresceu de 13,1% no primeiro trimestre de 2009 para 20,6% no segundo trimestre deste ano. O quadro a seguir ilustra esta dinâmica.

Quadro III:

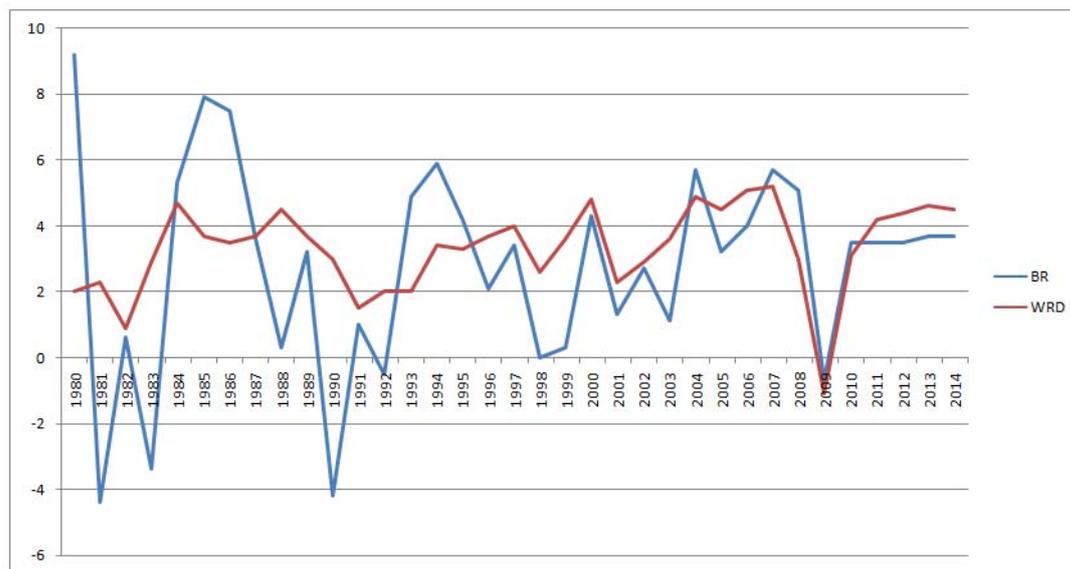


Entender como este mercado se relaciona com as variáveis macroeconômicas, é fundamental para explicar o impacto das mesmas sobre o desempenho deste setor.

O mercado de varejo é impactado não só por variáveis macroeconômicas, como também pelo comportamento do consumidor e suas preferências. Ao analisar estas variáveis, deve-se ter em mente o impacto delas sobre as ações dos indivíduos.

Produto Interno Bruto (PIB): Antes de mais nada, é importante analisar o desempenho do PIB brasileiro em relação ao PIB mundial, bem como suas projeções, para compreender o que se espera em termos de crescimento futuro para o país. O quadro abaixo mostra a evolução da taxa de crescimento do PIB brasileiro e do PIB mundial no período entre 1980, bem como sua projeção para 2014, de acordo com o Fundo Monetário Internacional. O importante é que esta variável significa o desempenho da economia como um todo, ou seja, a projeção da taxa de crescimento do PIB é a projeção para o crescimento da economia brasileira nos próximos anos.

Quadro IV:



Fonte: FMI

Através do gráfico acima, percebe-se que a projeção de crescimento do FMI para o PIB nacional é inferior à projeção de crescimento do PIB mundial, apesar de o país ter apresentado um crescimento no PIB superior ao crescimento do PIB mundial. Contudo está claro que espera-se o fim da recessão e um crescimento positivo para a economia brasileira, 3,5% de 2010 à 2011.

Desta forma, conhecer a dinâmica do PIB brasileiro e sua projeção ao futuro para o futuro é importante para analisarmos os setores em questão. Um PIB maior significa uma renda maior para a população e conseqüentemente maior disponibilidade para o consumo. Isto impacta positivamente nas vendas do varejo, uma vez que uma renda disponível maior permite que as famílias possam gastar uma maior quantidade de unidade monetária em bens de consumo.

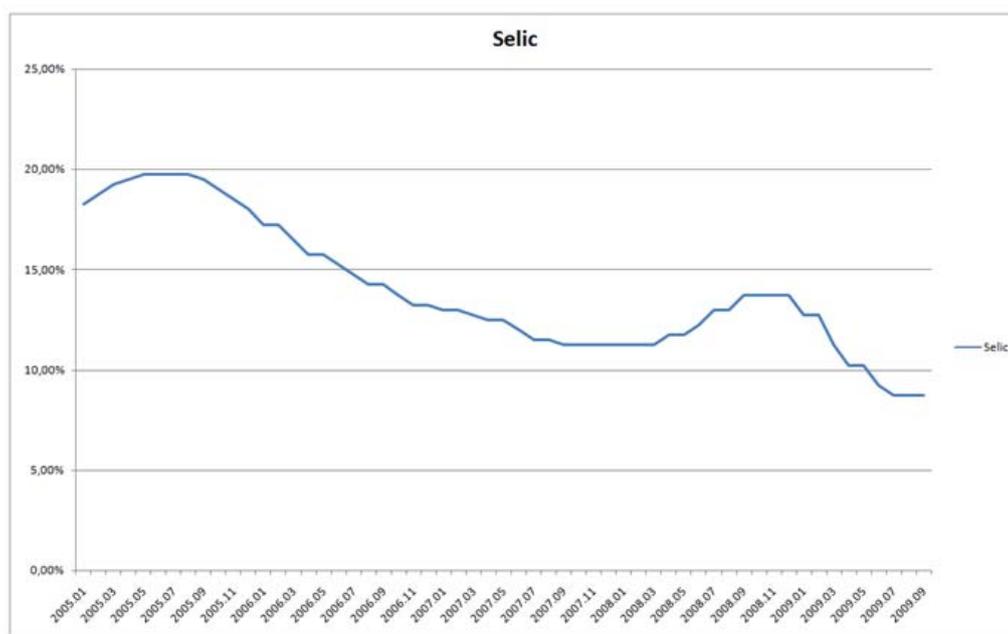
Da mesma forma, o mercado imobiliário é positivamente afetado por um PIB maior, pois isto significa maior investimento na economia, o que amplia as bases de expansão dos empreendimentos imobiliários. Além disto, a maior renda da população permite que esta possa adquirir uma moradia e possibilita maior captação de novos demandantes por residência.

Para os Shoppings de uma maneira geral, a expectativa de crescimento do PIB para os próximos anos é positiva, pois indica que o consumo irá ampliar-se pelo fato das

peças possuírem maior renda, bem como pelo fato de considerar a expansão dos investimentos com novos shoppings sendo construídos.

Taxa de juros: Outro fator importante é a taxa de juros básica da economia, SELIC. Do ponto de vista do setor imobiliário, este indicador é muito importante, pois influencia na decisão de efetuar ou não um novo empreendimento. Desta forma, uma taxa de juros mais baixa faz com que os projetos fiquem mais baratos, o que influencia as empresas a efetuar investimentos na construção de novos empreendimentos. Além disto, a taxa de juros também é um fator importante para o crédito das pessoas físicas, de modo que o custo de tomar empréstimo destes agentes fica menor, facilitando o financiamento do imóvel. O quadro abaixo mostra a evolução da Taxa Selic desde 2005.

Quadro V:



Fonte: Banco Central do Brasil

Observa-se claramente a trajetória de queda da taxa de juros da economia brasileira, o que está proporcionando a expansão do setor imobiliário através da oferta, com novos projetos se tornando viáveis, assim como através da demanda, pela redução do custo de financiamento das pessoas.

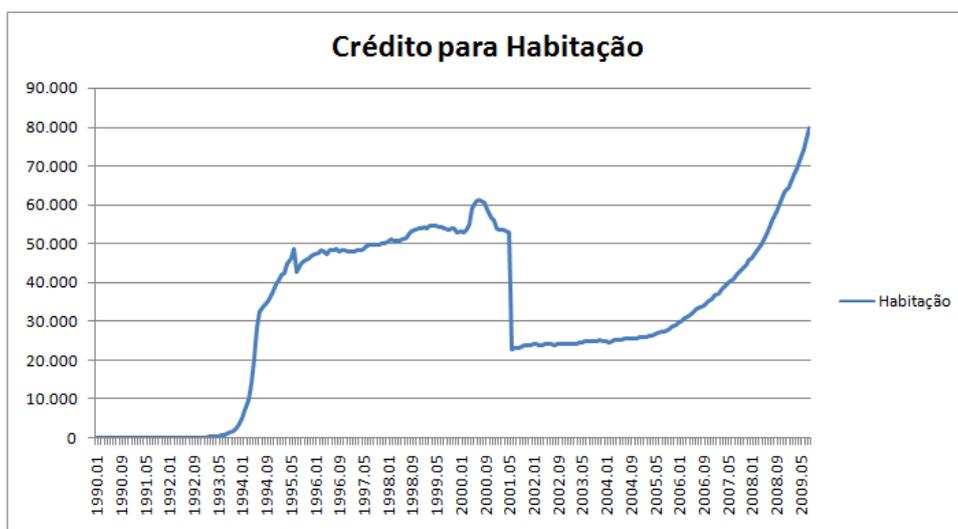
Do lado varejista, a redução do juros também é benéfica, uma vez que a taxa de juros representa o custo de oportunidade entre consumo e poupança, ou de outra forma, entre o consumo no presente e o consumo no futuro. O fato de a taxa de juros estar mais

baixa significa uma redução no custo de oportunidade do consumo no presente, já que ao prorrogar sua decisão de consumo no presente por consumo no futuro, as pessoas recebem a taxa de juros como remuneração por abrir mão deste consumo. Assim, a queda da taxa de juros faz com que as pessoas recebam menos pela renúncia ao consumo no presente e isto aumenta a propensão marginal do consumo, impulsionando o varejo.

De fato, para empresas que operam na Indústria de Shoppings a redução da SELIC é completamente favorável pois permite a ampliação de investimento em empreendimentos, impulsiona o consumo pois as pessoas estão mais propensas a consumir e reduz o custo de tomar emprestado, o que alavanca ainda mais o consumo.

Crédito: Uma outra variável que influencia o desempenho do mercado imobiliário é a oferta de crédito. A maior disponibilidade de crédito ao setor imobiliário faz com que as pessoas consigam um financiamento mais barato, aumentando a demanda por imóveis. No caso brasileiro, a Caixa Econômica Federal tem a função de facilitar o acesso ao crédito imobiliário. Esta instituição tem cada vez mais, atuado de forma a desenvolver este mercado e permitir maior acesso às pessoas de baixa renda. Isto vem impulsionando o mercado imobiliário uma vez que, pessoas que antes não tinham condições de obter um mecanismo de financiamento da casa própria, agora encontram condições favoráveis no mercado. Pelo quadro abaixo, pode-se ver a ampla expansão do crédito para o setor imobiliário, especialmente após o ano de 2006.

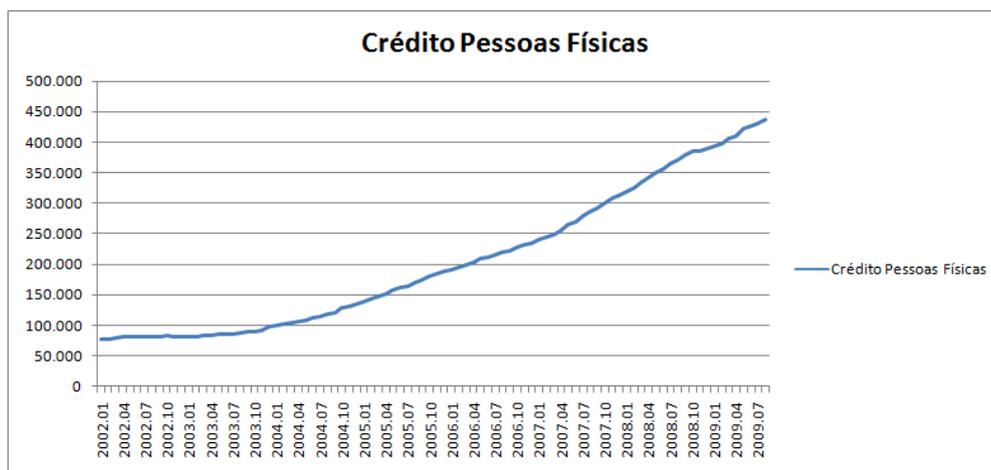
Quadro VI:



Fonte: IPEA

No âmbito do Varejo, uma maior oferta de crédito possibilita que as pessoas consigam consumir além da renda obtida o que impacta este setor de maneira positiva. Pelo gráfico abaixo, vê-se que a expansão do crédito às pessoas físicas, o que realmente tem a capacidade de impulsionar o consumo no varejo, através de maior renda para esta modalidade de gasto dos indivíduos.

Quadro VII:



Fonte: IPEA

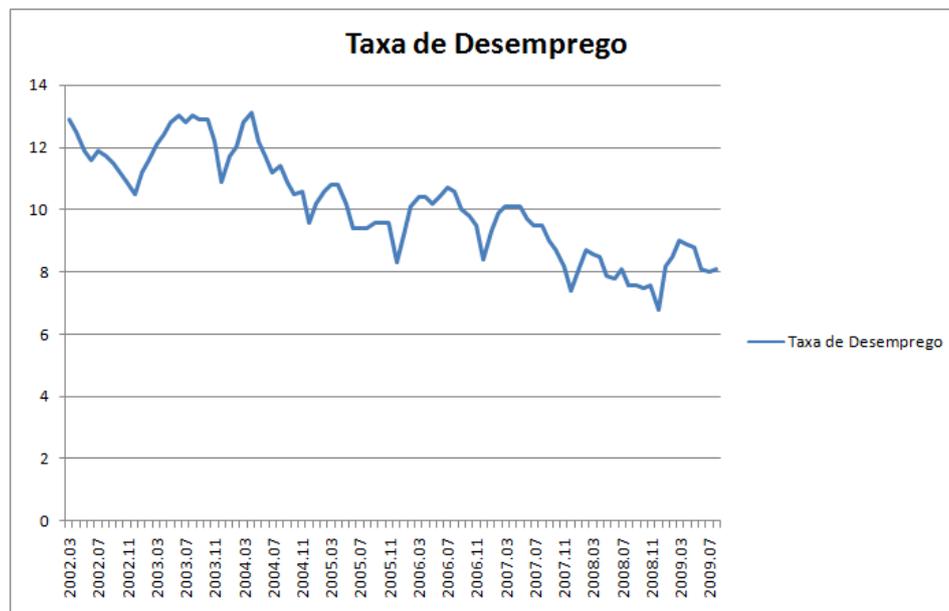
Desemprego: Indubitavelmente, a taxa de desemprego afeta o mercado imobiliário de forma que quando este indicador encontra-se em níveis baixos, as pessoas ficam mais confiantes em relação à sua renda no futuro e estarão mais propensas a assumir compromissos futuros para obter seu imóvel. Além do mais, um maior número de pessoas empregadas, significa que mais indivíduos estão aptos a comprar seu imóvel próprio, estimulando o mercado imobiliário. Neste contexto é importante não só uma taxa de desemprego baixa, mas também uma taxa que se estabilize em patamares baixos, o que transmite confiança para que os agentes econômicos ajustem suas expectativas em relação ao futuro de forma estável e possam programá-lo com maior exatidão.

No caso do Varejo, esta redução no desemprego é favorável, pois uma taxa de desemprego menor significa que mais pessoas estão trabalhando, obtendo renda através deste trabalho, e conseqüentemente possuindo mais renda para o consumo.

Para a Indústria de Shopping, quanto menor for o desemprego, melhor será seu desempenho devido os fatores já discutidos acima.

O gráfico abaixo, mostra o desempenho da taxa de desemprego da economia brasileira, observa-se uma clara tendência de queda ao longo do tempo com sua estabilização em torno de 8%.

Quadro VIII:



Fonte: IPEA

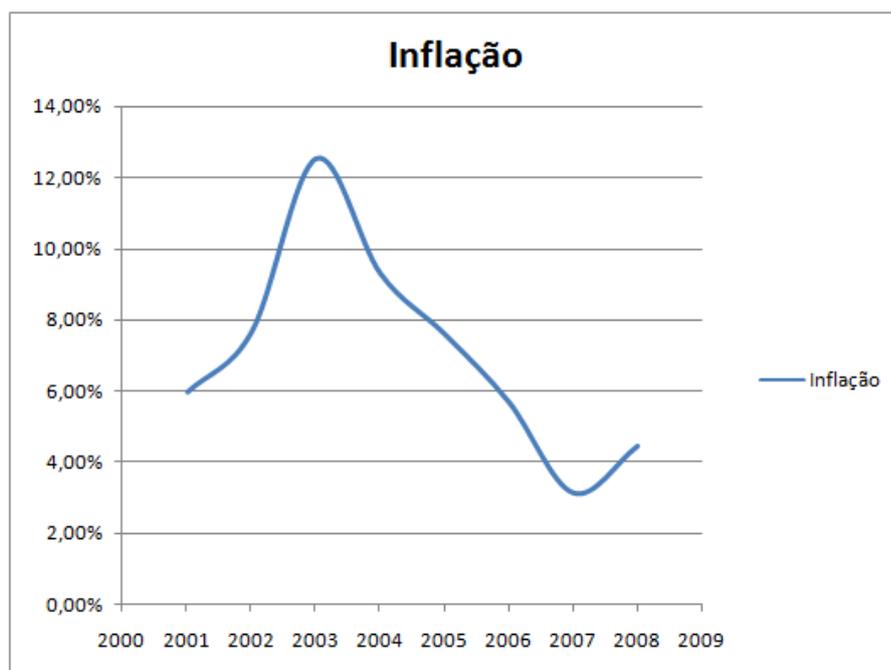
Inflação: Uma variável macroeconômica muito importante que ainda não foi analisada, é a taxa de inflação, uma vez que este indicador econômico atua de forma negativa sobre os setores em discussão.

A taxa de inflação afeta a renda nominal da população. Desta forma, uma taxa de inflação positiva significa que a quantidade monetária necessária para a compra de um bem no passado já não é mais suficiente para comprá-lo no presente. Isto faz com que a renda real diminua e com isto a disponibilidade para o consumo. A inflação é medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e pode-se comprovar pelo gráfico abaixo sua tendência de queda entre 2003 e 2007 e sua retomada de crescimento após este período.

Não só a queda na inflação é benéfica para o varejo, como a manutenção de uma taxa de inflação baixa permite que a população não perca tanto seu poder de compra, e consiga prever o comportamento dos preços no futuro, isto estimula o comércio e

impacta positivamente tanto o Varejo como o mercado Imobiliário. A atual conduta da equipe econômica do governo, estabelecendo metas de inflação claras e conseguindo fazer com que a inflação real atinja o intervalo previsto para a inflação favorece este comportamento de estabilidade e previsibilidade em relação à inflação futura.

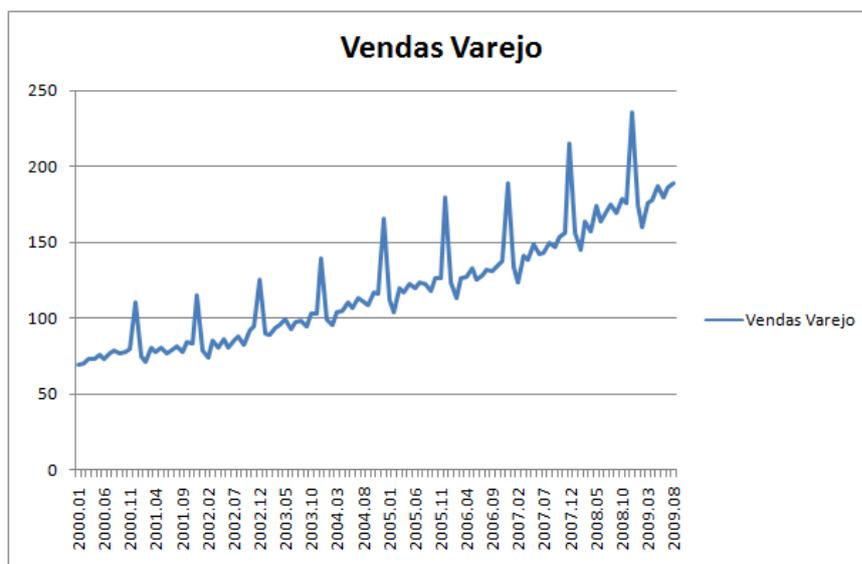
Quadro IX:



Fonte: IBGE

Por fim, após analisar a dinâmica das variáveis macroeconômicas sobre o setor varejista, pode-se observar através do quadro abaixo, que este setor vem apresentando um crescimento consistente em suas vendas, mesmo descontando o efeito sazonal de final de ano, onde as pessoas consomem mais motivadas pelo Natal. Nota-se claramente a tendência de crescimento ao longo do tempo das vendas no setor, o que é fruto do bom desempenho econômico apresentado pelo país nos últimos anos, com maior emprego e renda para a população.

Quadro X:



Fonte: IPEA

CAPÍTULO VI – AVALIANDO A MULTIPLAN

VI.1 – Receita

A receita bruta no setor de shoppings é proveniente de quatro principais fontes, são elas: locação das lojas, prestação de serviços, cessão de direitos e estacionamento.

Normalmente, os shoppings firmam contratos de locação com duração de cinco anos, onde o locador se compromete com o pagamento de um aluguel mensal mínimo e um aluguel que varia de acordo com o desempenho de vendas destes lojistas. Para projetar esta receita, utiliza-se a área bruta locável (ABL) e o aluguel médio de por metro quadrado de cada empreendimento.

A receita compreendida como prestação de serviços, refere-se à locações temporárias, com média de três meses, que corresponde aos espaços nos corredores dos shoppings locados para quiosques, bem como mídias que localizam-se em qualquer ponto interno ou externo do empreendimento. Da mesma forma como a receita de locação, para projetar esta receita, basta identificar a quantidade de espaços disponíveis e o valor médio pago em cada shopping.

Por cessão de direitos, entende-se o pagamento efetuado pelos lojistas para a utilização do ponto locado. Esta fonte de receita funciona de forma dinâmica, pois os pontos de cada shopping se diferenciam quanto ao fluxo de pessoas, lojas próximas entre outros fatores. Cada shopping possui um valor médio pago por seus pontos e para estimar esta receita basta multiplicar os pontos disponíveis pelo valor médio pago no shopping.

A receita de estacionamento depende do fluxo de veículos em cada shopping. Ao estimar esta receita, associa-se o valor médio cobrado pelo estacionamento do shopping e a quantidade de veículos que circulam no shopping.

O quadro abaixo demonstra estas receitas e suas projeções.

Quadro XI:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Locação de Lojas	193.079	239.394	295.252	345.497	364.466	382.909	402.403	420.362	439.124
Serviços	44.744	52.332	66.096	65.214	61.842	64.971	68.279	71.326	74.510
Cessão de Direitos	13.606	18.902	21.242	24.124	25.513	26.804	28.168	29.425	30.739
Receitas de Estacionamento	9.422	38.718	67.509	86.676	89.258	93.806	98.605	103.043	107.679
Venda de Imóveis	15.572	19.062	2.781	1.309	5	10	-	-	-
Outras	64	384	33	89	-	-	-	-	-

VI.2 – Despesas com a Operação dos Shoppings

A empresa dona do empreendimento que compreende o shopping center é obrigada a pagar pelas despesas de condomínio e IPTU referentes às lojas vagas. Além disto, estas mesmas lojas geram uma obrigação para a manutenção do fundo de promoções coletivas do shopping center que tem por finalidade a confecção de campanhas que promovam o nome do shopping center. Como os shoppings possuem um nível médio de rotação das lojas e um tempo mínimo para locação das mesmas, basta apurar o valor pago pelos shoppings e o índice de rotação das lojas.

Os shoppings pagam comissões aos corretores que comercializam suas lojas, de forma que quando há uma nova locação estes corretores recebem uma taxa de corretagem que é referente ao espaço locado. Quanto maior for o número de lojas vagas, maior será o valor pago como taxa de corretagem.

Há as despesas referentes à custas judiciais que compreendem custos jurídicos em causas relacionadas aos lojistas ou empreendedores.

Outra fonte de despesa é a auditoria realizada internamente para apurar as vendas mensais dos lojistas e auditorias externas do condomínio, do fundo de promoções e do resultado operacional do shopping center.

O quadro abaixo mostra o comportamento destas despesas e sua projeção para os próximos cinco anos.

Quadro XII:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Sede	(67.524)	(55.906)	(83.050)	(85.895)	(80.742)	(84.375)	(88.172)	(92.140)	(96.286)
Despesas remuneradas baseada em opções de ações	-	-	(1.272)	(1.317)	-	-	-	-	-
Despesas não recorrentes	(20.081)	(13.345)	-	-	-	-	-	-	-
Shopping centers	(32.870)	(46.866)	(53.116)	(57.590)	(60.182)	(62.890)	(65.720)	(68.677)	(71.768)
Estacionamento	-	(19.169)	(29.920)	(40.394)	(44.629)	(46.903)	(49.303)	(51.521)	(53.840)
Custo dos imóveis vendidos	(8.698)	(12.618)	(1.150)	(1.714)	(4.000)	(4.000)	-	-	-
Resultado de equivalência patrimonial	(1.529)	8.027	3.609	(12.052)	(6.000)	-	-	-	-
Amortização do ágio	(83.446)	(118.260)	(124.711)	(531)	-	-	-	-	-
Receitas financeiras	11.519	23.470	34.298	9.425	-	-	-	-	-
Despesas financeiras	(14.597)	(22.250)	(30.754)	(20.452)	(26.392)	(40.413)	(24.054)	(32.163)	(45.383)
Despesas Financeiras não-recorrentes	(30.530)	(23.700)	-	-	-	-	-	-	-
Depreciações e amortizações	(17.511)	(23.712)	(31.411)	(39.734)	(40.581)	(42.638)	(44.809)	(46.812)	(48.904)
Outras receitas (despesas) operacionais	505	1.245	961	2.357	-	-	-	-	-

VI.3 – DRE e Intervalo de Confiança do Preço da Ação

DRE projetado para a Multiplan levando em consideração todos os conceitos descritos nas subseções anteriores, bem como os indicadores macroeconômicos discutidos no capítulo anterior é apresentado a seguir, mostrando toda a expectativa em relação ao desempenho da empresa.

Quadro XIII:

Demonstração de Resultados	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Locação de Lojas	193.079	239.394	295.252	345.497	364.466	382.909	402.403	420.362	439.124
Serviços	44.744	52.332	66.096	65.214	61.842	64.971	68.279	71.326	74.510
Cessão de Direitos	13.606	18.902	21.242	24.124	25.513	26.804	28.168	29.425	30.739
Receitas de Estacionamento	9.422	38.718	67.509	86.676	89.258	93.806	98.605	103.043	107.679
Venda de Imóveis	15.572	19.062	2.781	1.309	5	10	-	-	-
Outras	64	384	33	89	-	-	-	-	-
Receita Bruta	276.487	368.791	452.914	522.909	541.084	568.501	597.456	624.156	652.052
Impostos e Contribuições sobre Vendas e Serviços Prestados	(23.517)	(32.399)	(41.683)	(47.081)	(48.698)	(51.165)	(53.771)	(56.174)	(58.685)
Receita Líquida	252.971	336.392	411.231	475.828	492.386	517.336	543.685	567.982	593.367
Sede	(67.524)	(55.906)	(83.050)	(85.895)	(80.742)	(84.375)	(88.172)	(92.140)	(96.286)
Despesas remuneradas baseada em opções de ações	-	-	(1.272)	(1.317)	-	-	-	-	-
Despesas não recorrentes	(20.081)	(13.345)	-	-	-	-	-	-	-
Shopping centers	(32.870)	(46.866)	(53.116)	(57.590)	(60.182)	(62.890)	(65.720)	(68.677)	(71.768)
Estacionamento	-	(19.169)	(29.920)	(40.394)	(44.629)	(46.903)	(49.303)	(51.521)	(53.840)
Custo dos imóveis vendidos	(8.698)	(12.618)	(1.150)	(1.714)	(4.000)	(4.000)	-	-	-
Resultado de equivalência patrimonial	(1.529)	8.027	3.609	(12.052)	(6.000)	-	-	-	-
Amortização do ágio	(83.446)	(118.260)	(124.711)	(531)	-	-	-	-	-
Receitas financeiras	11.519	23.470	34.298	9.425	-	-	-	-	-
Despesas financeiras	(14.597)	(22.250)	(30.754)	(20.452)	(26.392)	(40.413)	(24.054)	(32.163)	(45.383)
Despesas Financeiras não-recorrentes	(30.530)	(23.700)	-	-	-	-	-	-	-
Depreciações e amortizações	(17.511)	(23.712)	(31.411)	(39.734)	(40.581)	(42.638)	(44.809)	(46.812)	(48.904)
Outras receitas (despesas) operacionais	505	1.245	961	2.357	-	-	-	-	-
(Lucro) prejuízo operacional	(11.791)	33.307	94.715	227.931	229.861	236.117	271.627	276.670	277.187
Lucro não operacional	949	1.057	(65)	-	-	-	-	-	-
Lucro (prejuízo) antes do imposto de renda, da contribuição social e da participação de minoritários	(10.843)	34.364	94.650	227.931	229.861	236.117	271.627	276.670	277.187
Imposto de renda e contribuição social	(13.618)	(1.813)	(12.800)	(23.820)	(34.479)	(35.418)	(40.744)	(41.501)	(41.578)
Imposto de renda e contribuição social diferidos	324	(11.230)	(7.081)	1.068	-	-	-	-	-
Participação dos acionistas minoritários	(8.053)	(164)	(766)	(1.807)	(2.299)	(2.361)	(2.716)	(2.767)	(2.772)
(Lucro líquido) / Prejuízo do período	(32.190)	21.157	74.003	203.371	193.083	198.339	228.167	232.403	232.837
EBITDA	93.192	175.116	247.228	279.222	296.834	319.168	340.491	355.644	371.474
Fluxo de Caixa Operacional	79.898	162.073	227.347	256.471	262.355	283.750	299.747	314.144	329.896
Investimentos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Var. Capital de Giro Líquido	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fluxo de Caixa dos Ativos	79.898	162.073	227.347	256.471	262.355	283.750	299.747	314.144	329.896

Para a projeção do fluxo de caixa descontado da empresa, utilizou-se o modelo CAPM, onde o custo da dívida é apresentado na tabela abaixo, de acordo com a composição de empréstimos obtidos pela empresa.

Quadro XIV:

Participação	Fator	2009	2010	2011	2012	2013	2014
34%	CDI	0,78%	0,78%	0,78%	0,78%	0,78%	0,78%
34%	TR	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
19%	IPCA	7,60%	7,60%	7,60%	7,60%	7,60%	7,60%
9%	Pré- Fixada	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
3%	TJLP	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%
	Total	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%

Para o cálculo do custo de capital de próprio, utilizou-se o beta apresentado pela empresa e a taxa livre de risco considerada foi a taxa Selic, de forma a apurar um custo de capital próprio de 13%. Desta forma, o WACC, que representa a taxa de desconto dos fluxos de caixa projetados foi de 12,41%.

Após os cálculos dos fluxos de caixa operacionais, devemos subtrair os investimentos e adicionar a variação no capital de giro para encontrar o fluxo de caixa dos ativos. Trazendo estes fluxos de caixa ao tempo presente descontados pelo custo de capital total e adicionando o valor da dívida total contraída pela empresa, obtém-se valor total da empresa. Para obter o preço justo da ação, basta dividir este valor pela quantidade de ações negociadas no mercado. O quadro abaixo mostra o intervalo no qual o preço da ação pode variar, levando em consideração todas as ponderações feitas no modelo de precificação.

Quadro XV:

	Preço Alvo:	Taxa Crescimento Perpetuidade					
		5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%	10,00%
WACC	9,41%	35,78	44,39	60,14	98,22	321,48	-213,61
	10,41%	29,38	34,62	42,92	58,11	94,82	310,10
	11,41%	24,98	28,45	33,50	41,51	56,16	91,57
	12,41%	21,77	24,21	27,57	32,44	40,16	54,30
	13,41%	19,32	21,12	23,48	26,71	31,42	38,87
	14,41%	17,39	18,76	20,50	22,78	25,90	30,44
	15,41%	15,83	16,90	18,22	19,90	22,10	25,12

CAPÍTULO VII – A RELAÇÃO ENTRE O FLUXO DE CAPITAL E O PREÇO DAS AÇÕES:

VII.1 – O Panorama dos mercados emergentes

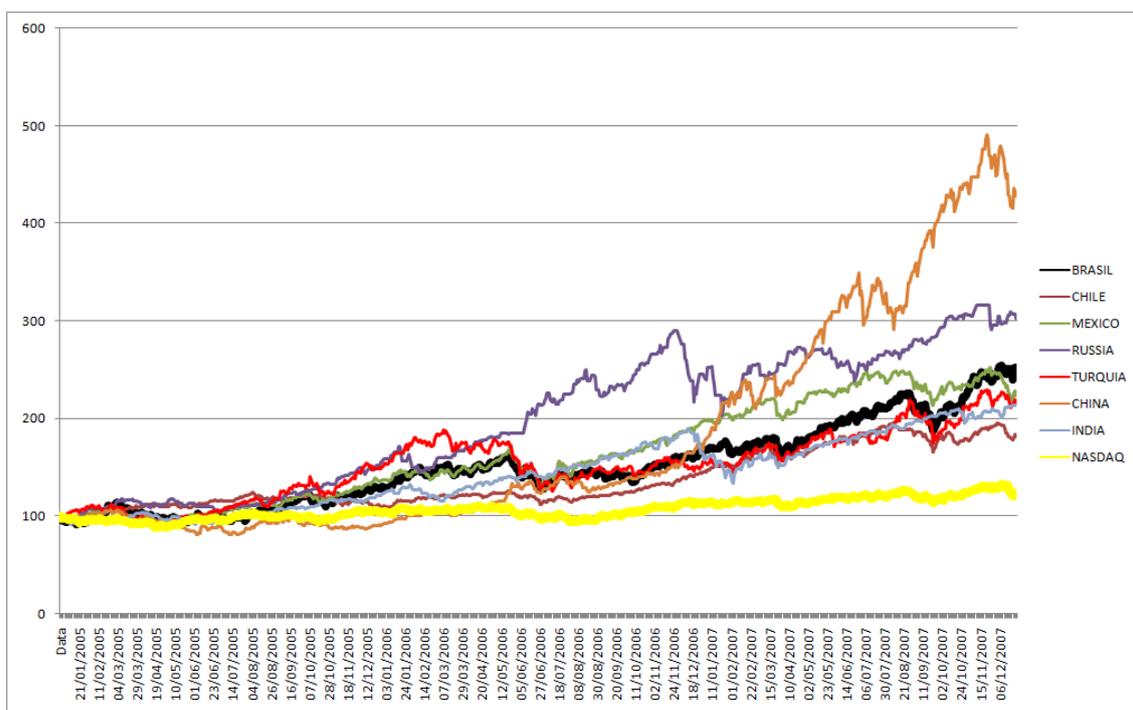
O que é uma bolha no preço de um ativo? Pode-se definir uma bolha, como um desvio no preço justo, mais especificamente, um “exagero” por parte dos investidores dispostos a comprar ativos por preços incompatíveis com a de geração de fluxo de caixa esperado. Na história econômica mundial, encontra-se registro de diversas bolhas especulativas provenientes de fontes variadas.

Uma das primeiras bolhas mais famosas data de 1929 quando o mercado americano, após vertiginoso crescimento entre 1921 e 1929, despencou à medida que as dimensões de uma recessão econômica tornavam-se mais claras. Na década de 1980, a economia japonesa ostentou um crescimento acima dos demais países desenvolvidos. Enquanto isto, formavam-se bolhas especulativas com os preços de ações e de imóveis, que ajudaram a alimentar a expansão bancária e a alavancagem empresarial produtiva. Na virada dos anos 1990, o aperto na política monetária japonesa estourou as bolhas, deixando o setor bancário com uma grande carteira de ativos podres e o setor produtivo endividado. Durante a década de 1990 os EUA apresentaram um forte ciclo de crescimento, acompanhado pelo aumento da produtividade e inflação baixa. O fôlego da economia ficou a cargo dos setores de tecnologia, mídia e telecomunicações. O índice Nasdaq, que engloba boa parte das empresas de tecnologia, saltou de 2.000 pontos em 1998 para mais de 5.000 pontos no começo do ano 2000. As expectativas em relação aos usos das tecnologias criadas, porém, foram excessivamente otimistas, os resultados esperados não se materializaram, muitas empresas apresentaram prejuízos e o valor das ações despencaram.

No ano de 2007, o mercado financeiro internacional apresentava forte liquidez. Nos EUA, com juros baixos e crédito farto, o preço dos imóveis teve forte valorização. Bancos e empresas financeiras passaram a aumentar a concessão de empréstimos de alto risco (*subprime*), que foram securitizados e os títulos espalhados pelo mercado. Quando os juros começaram a subir e o preço dos imóveis a cair, as mensalidades dos imóveis ficaram mais caras e a inadimplência disparou. Os títulos garantidos por essas hipotecas perderam valor e a bolha estourou.

Durante a última crise econômica global, os Bancos Centrais de diversos países injetaram moeda nos mercados para salvar o mundo de uma depressão econômica que prometia ser ainda maior que a da década de 1930. Os mercados emergentes já saíram da recessão e hoje avançam rapidamente.

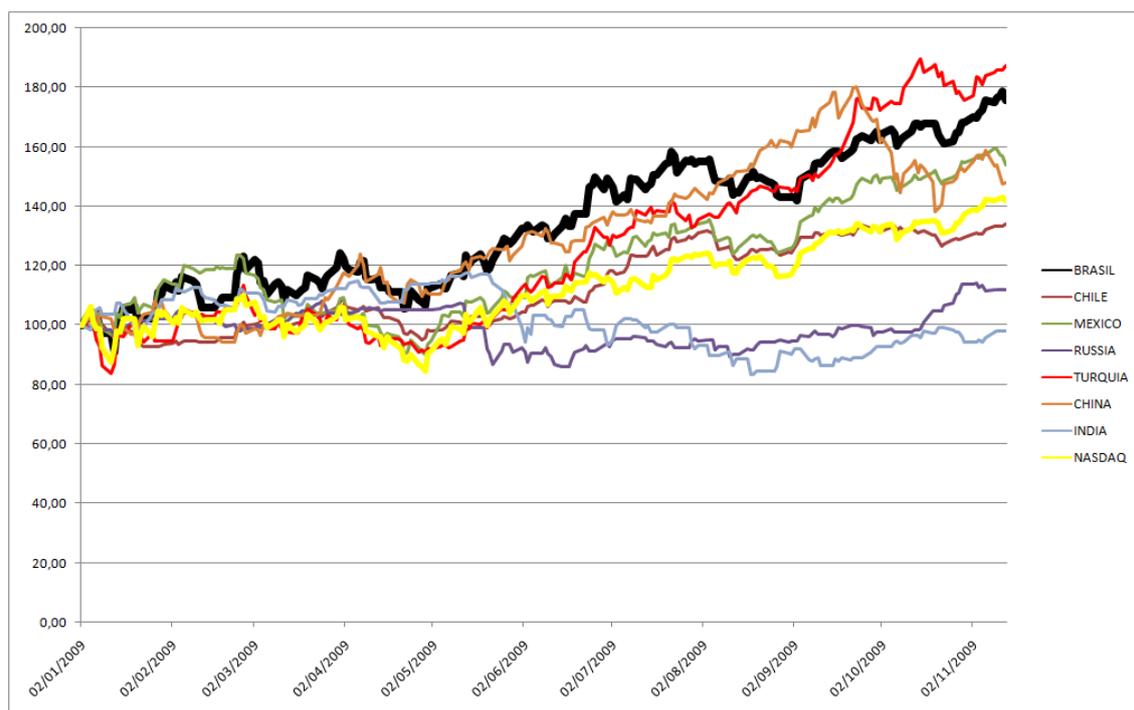
Quadro XVI:



O gráfico acima mostra a evolução dos principais mercados emergentes e do índice Nasdaq no período entre 2005 e 2007. Percebe-se que o índice chinês foi o que apresentou maior crescimento devido ao alto crescimento econômico apresentado pelo país neste período. Outro índice que se destacou foi o índice russo, que foi o de maior crescimento e rentabilidade no ano de 2006. O Ibovespa nunca foi o de maior retorno neste período, mas apresentou forte crescimento no ano de 2007 se tornando o 3º índice em termos de retorno aos investidores, ficando atrás apenas de Rússia e China. Isto pode ser explicado pelo fato de o país ter recebido grau de investimento de diversas agências de risco do mundo inteiro, apresentar um crescimento econômico considerável no período e especialmente estabilidade econômica com controle da inflação, juros e câmbio, o que permitiu que as empresas brasileiras pudessem se colocar entre os ativos mais atraentes do mundo.

Analisando o ano de 2009 separadamente, percebe-se que o índice brasileiro apresenta o 2º maior crescimento, perdendo apenas para o índice turco. Vale notar que o índice brasileiro sempre se manteve entre os índices que ofereciam maior retorno aos investidores. Isto mostra que o país é visto pelos investidores estrangeiros como um lugar pouco afetado pela crise e relativamente seguro frente aos demais centros financeiros. O gráfico abaixo mostra esta evolução dos índices no ano de 2009.

Quadro XVII:

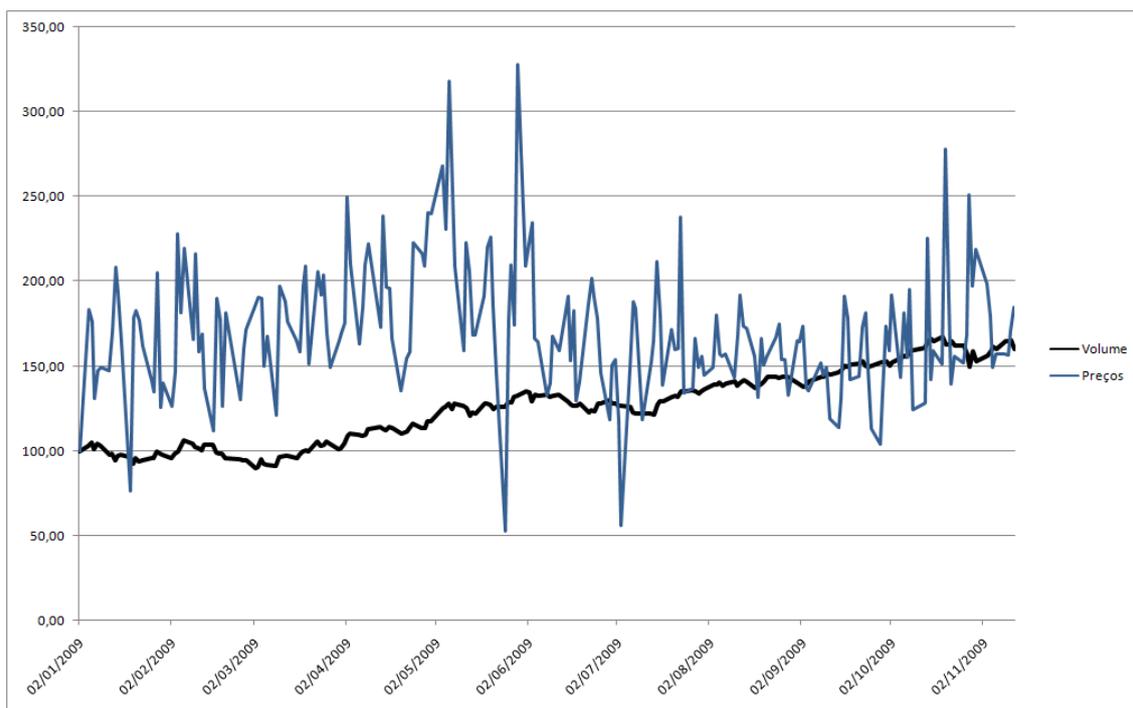


Devido a este cenário de forte expansão apresentado pelo mercado brasileiro, passou-se a cogitar a hipótese de que o índice brasileiro estar sendo supervalorizado pelos investidores, ou seja, os ativos estão sendo negociados por preços acima do que seria justo pela análise dos fluxos de caixa das empresas. Além disto, há o temor de que a redução na liquidez mundial, com a elevação dos juros internacionais possa provocar instabilidade, distorção de preços relativos no câmbio, mudança na estrutura da taxa de juros e menor liquidez nos países emergentes.

A redução da taxa de juros mundial fez com que houvesse um diferencial muito grande entre os juros nacionais e internacionais, fazendo com que investimentos livres de risco no Brasil fossem atraentes aos investidores estrangeiros por oferecerem um alto retorno e um risco reduzido. O fato de o país ser percebido com um centro econômico

financeiro seguro pelos investidores internacionais faz com que o Ibovespa seja alvo dos recursos de tais investidores quando algum fator de risco é percebido no exterior. Desta forma, o valor das ações das empresas nacionais sobe independentemente de sua capacidade de gerar fluxos de caixa, mas sim porque os investidores buscam um ativo com menor risco e retorno mais alto. O gráfico abaixo mostra a relação entre a taxa de crescimento do fluxo de capital estrangeiro e a taxa de crescimento no preço das ações. O fato de o crescimento no volume negociado ser maior que o crescimento no valor dos ativos mostra que o mercado brasileiro tem sido guiado pelos fluxos de capital estrangeiro. Desta forma, a entrada de recursos na bolsa brasileira causa elevação na cotação das ações sem contrapartida nos fundamentos apresentados pelas empresas. Do mesmo modo, a saída do capital estrangeiro da Bovespa, faz com que as cotações caiam, mesmo que não haja alteração nos fundamentos das empresas.

Quadro XVIII:



Desta forma, o país torna-se alvo da especulação internacional, onde os investidores entram comprando os ativos, o que provoca um movimento de alta no índice ao passo que ao desfazerem suas posições, provocam um movimento de baixa no Ibovespa.

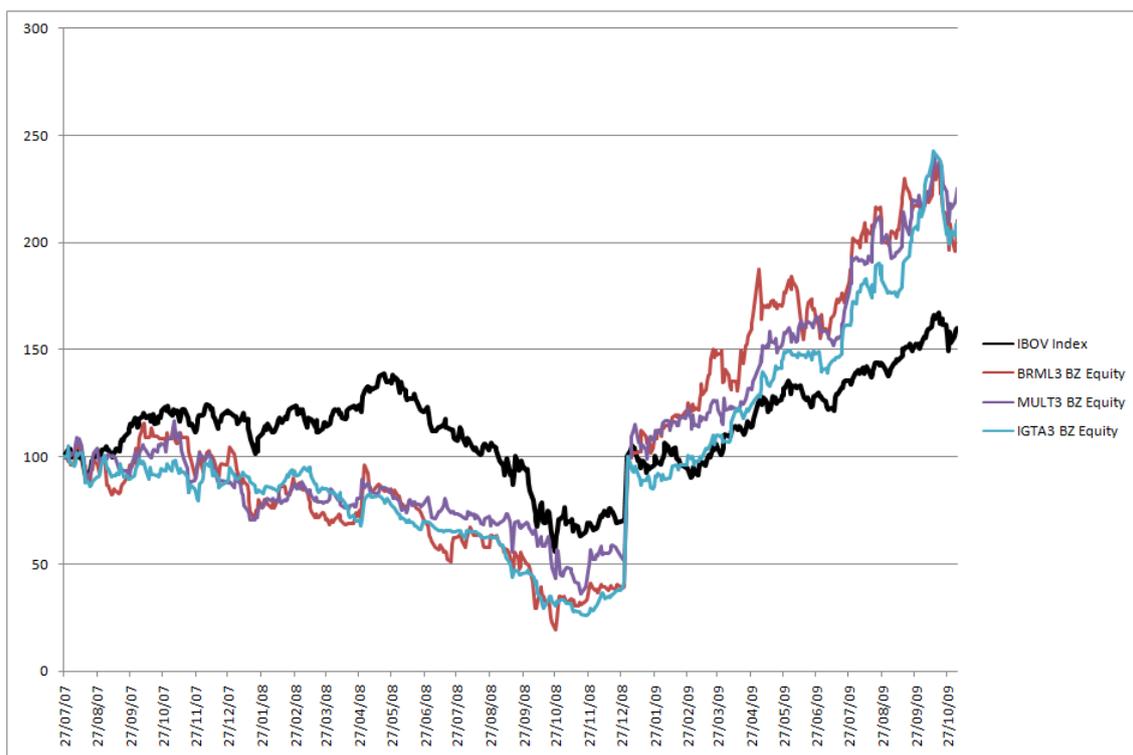
Com a nova escalada dos juros internacionais esperada pelo mercado, que seria provocada pela tentativa de enxugar a liquidez na economia global, a diferença entre as taxas de juros brasileira e internacional tende a reduzir. Isto faz com que o mercado brasileiro seja menos atrativo o que poderá ocasionar a fuga de capital e conseqüentemente a queda nos preços das ações.

VII.2 – O Mercado Brasileiro e as Empresas de Shopping

Analisando o período entre 2007 e 2009, percebe-se que as ações das três maiores empresas, Multiplan, Iguatemi e Brmall's possuem alta correlação entre si, neste sentido, entende-se por correlação o grau de associação entre duas variáveis. Desta forma, as ações das empresas em questão movem-se de tal forma que quando uma apresenta uma valorização, as demais também se valorizam, de outra maneira, quando uma delas apresenta um movimento de desvalorização, as outras acompanham, de forma que a tendência ou a média dos preços destas ações é muito parecida.

Comparando o desempenho destes papéis com o índice Ibovespa, nota-se que este apresenta um desempenho superior ao das empresas até o final de 2008, quando estas passam a apresentar um desempenho acumulado melhor que o índice. O gráfico que segue mostra claramente esta constatação.

Quadro XIX:



Desta maneira, deve-se analisar os dados em duas etapas, sendo a primeira delas no período entre 2007 e o final de 2008. Durante esta fase, as empresas de shopping sofreram com a fuga de capital estrangeiro do país e sofreram forte desvalorização devido ao fato de necessitarem alto nível de investimento para continuar com seus projetos de expansão e à falta de clareza em relação aos rumos que a economia global iria tomar, mais especificamente no caso da economia brasileira, pela insegurança em relação aos fundamentos macroeconômicos do país e o consumo das famílias. Vale lembrar que a dinâmica dos shoppings é tal que a principal fonte de receita das empresas é proveniente dos aluguéis pagos pelos donos de loja e dos valores pagos pelos clientes ao estacionamento. Desta maneira, não há uma forma de alavancar a fonte de receita destas empresas, visto que os contratos de locação têm duração de cinco anos em média e a receita do estacionamento depende do fluxo de veículos nos shoppings. Em meio a um cenário de alto risco e baixa liquidez, estas empresas se mostravam como um ativo de alto risco, pois bastava o país ser afetado mais fortemente pela crise econômica que a rendas das famílias diminuiria, reduzindo sua disponibilidade para gastar com roupas, lazer e alimentação. Com isso, o fluxo de pessoas e veículos nos shoppings também se reduziria, o que impactaria negativamente a receita proveniente do estacionamento, além de piorar as vendas dos comerciantes que pagam os aluguéis. Ao vender menos, os comerciantes poderiam fechar suas lojas ou deixar de pagar os aluguéis previstos em contrato ao shopping, o que afetaria a maior fonte de receita de tais empresas. Em meio à este cenário problemático, as empresas de shopping conseguem aumentar suas receitas com a construção de novos empreendimentos que geram mais aluguéis e outras receitas de comercialização das lojas. Como os recursos para investimento estavam escassos, estas empresas tiveram que reduzir suas expansões e conseqüentemente a sua capacidade de geração de receita no futuro também caiu. Isto fez com que elas apresentassem um desempenho tão fraco neste período. O gráfico abaixo mostra claramente como o desempenho das empresas sempre esteve abaixo ao do Ibovespa.

Quadro XX:

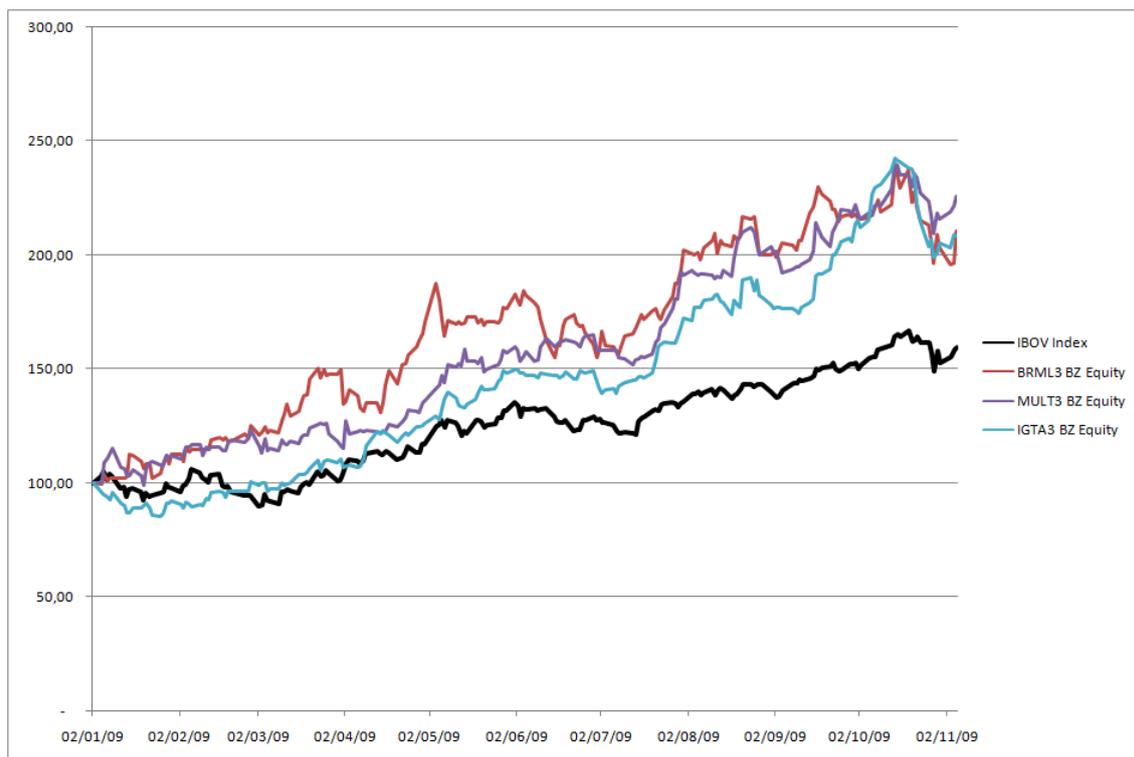


A partir do ano de 2009, este panorama mudou de forma que as empresas passaram a apresentar um desempenho acumulado melhor que o índice Ibovespa.

Neste período, o fato de a economia brasileira mostrar sinais de solidez macroeconômica e bom desempenho em termos de produção, consumo e renda, fez com que estas empresas passassem a ser vistas com bons olhos pelos investidores, uma vez que o consumo voltou a crescer, o crédito para novos investimentos voltou a estar disponível. Isto possibilitou a capitalização por essas empresas e a retomada dos antigos projetos de expansão que ficaram parados nos anos anteriores. Além disso, o maior consumo e a crença de que o Brasil havia superado a crise com certa facilidade fez com que os comerciantes voltassem a apresentar um bom desempenho em vendas, reduzindo o risco de inadimplência e aumentando a sua capacidade de pagamento dos aluguéis previstos no contrato. O fator que anteriormente era considerado de risco, agora já era visto como algo positivo à indústria de shoppings. A previsibilidade da receita para os próximos anos, proveniente dos longos contratos de locação, passou a ser vista como um fator atenuante de risco pelos investidores. No entanto, o alto crescimento do retorno apresentado pelas ações destas empresas, bem superior ao retorno do mercado

brasileiro, medido pelo Ibovespa é preocupante, pois especula-se que a valorização excessiva nestes papéis é proveniente do otimismo em relação à economia brasileira e em especial à indústria de shoppings. Esta euforia reside no fato de a expectativa de crescimento da economia brasileira ser bastante para os próximos anos, e com isto aguarda-se o crescimento simultâneo da renda e do consumo das famílias, estimulando o comércio e a produção de mais centros comerciais. Além disto, a ampla oferta de crédito para construção faz com que estas empresas consigam construir empreendimentos imobiliários e comerciais a um custo baixo. Outro fato importante, é a ampliação da concessão de empréstimos para as pessoas comprarem suas residências, que também impacta positivamente tais empresas. Tudo isto faz com que os preços das ações destas empresas apresentem um desempenho muito bom, no entanto, no caso particular da Multiplan, a cotação de seus papéis apresentou uma valorização muito alta até mesmo para o setor de shoppings. O gráfico a seguir, mostra a evolução dos retornos das ações e do retorno do Ibovespa. Repare que as empresas vêm apresentando um desempenho muito parecido, até que as ações da Multiplan disparam em relação às demais. Isto mostra que estes papéis podem estar sendo supervalorizados pelo mercado, de forma que os fundamentos apresentados pela empresa não reflitam estes valores das ações. Isto pode ser explicado pelo fato de a Multiplan ser uma das poucas que investe no setor imobiliário oferecendo imóveis residenciais, enquanto as outras investem apenas em imóveis comerciais. A euforia em torno dos imóveis residenciais, especialmente após o anúncio da realização da Copa do Mundo de 2016 e as Olimpíadas em 2014, com a maior capacidade de aquisição das pessoas e os investimentos necessários para estes eventos tem animado os investidores das empresas que podem lucrar com este fato. No caso da Multiplan, a euforia é proveniente deste fato e também pelo fator do desempenho econômico nacional como um todo. É importante destacar a relevância da inclusão do papel da Multiplan na composição do índice divulgado pelo Morgan Stanley (MSI), onde investidores do mundo inteiro operam tendo este índice como *benchmarking*, ou seja, a inclusão deste papel no índice provoca a compra pelos investidores que possuem o índice como referência. Este movimento de compra por uma série de atores importantes no mercado provoca a elevação na cotação do papel.

Quadro XXI:



CAPÍTULO VIII – CONCLUSÃO

Esta monografia tentou abordar os aspectos básicos de análises e métodos de avaliação fundamentalistas. Os investidores buscam incessantemente descobrir qual o preço justo de uma ação, mais do que isso, todos querem escolher dentre os ativos disponíveis, aqueles que lhe podem oferecer maior retorno dado um nível de risco desejável.

Em um momento de crise, onde os preços se comportam sem muita relação com os fundamentos da empresa, os investidores ficam desamparados pelas ferramentas tradicionais de análise do mercado e têm que buscar outros meios de maximizar seus ganhos.

A análise do valor intrínseco de uma ação, vai muito além de cálculos baseados em números apresentados pelas empresas. O preço de uma ação está em constante oscilação sendo causa e efeito do dinamismo do mercado financeiro global. No decorrer deste estudo, foi possível compreender as limitações dos modelos existentes, bem como suas capacidades em obter uma precificação real dos ativos financeiros.

Desta maneira, os capítulos iniciais tiveram como objetivo mostrar quais os fatores relevantes para avaliar o preço de uma ação, e como estes valores interagem com o resultado da empresa. Compreender o contexto onde a Multiplan está inserida, proporciona ao investidor ter maior sensibilidade em relação às mutações nos fatores macroeconômicos e seus impactos sobre o preço da ação.

O resultado obtido no modelo de fluxo de caixa descontado mostra que o preço da ação da Multiplan está desalinhado com o mercado. Dado que não há consenso do mercado em relação ao preço apresentado, apresentei as possíveis causas de uma supervalorização do ativo.

Como estamos num processo de alteração dos parâmetros globais em termos de posicionamento dos mercados, com a estabilização de novos mercados emergentes, pode ser que os investidores não tenham o conhecimento necessário destes mercados para avaliar com clareza o preço justo de seus ativos.

Neste contexto, o objetivo inicial deste trabalho foi cumprido, pois consegui apresentar o mercado tem sido guiado mais por fluxos de capital do que pelos fundamentos das empresas.

BIBLIOGRAFIA

Livros:

Damodaran, Aswath. Avaliação de Empresas. 2ª ed. São Paulo: Pearson, 2007.

Póvoa, Alexandre. Valuation como precificar ações. 2ª Ed. São Paulo: Globo, 2008.

Artigos e Relatórios:

Bradesco Company. “Equity Research – Brazil” – 13/08/2009

Bradesco Sector. “Upsides in Short Supply” – 01/10/2009

Credit Suisse. “Multiplan Empreendimentos Imobiliários” – 13/08/2009

Credit Suisse. “Latin America Sunrise” – 14/08/2009

Credit Suisse. “Latam Real State” – 17/08/2009

Citi Bank. “Global and Emerging Markets Property Hunter” – 05/10/2009

Morgan Stanley. “Multiplan Empreendimentod Imobiliários” – 14/08/2009

Abrasce – www.abrasce.com.br

Banco Central do Brasil – www.bcb.gov.br

Bloomberg – www.bloomberg.com

BMF/Bovespa – www.bovespa.com.br

IBGE – www.ibge.gov.br

Ipea – www.ipeadata.gov.br

Multiplan – www.multiplan.com.br

Reuters – www.reuters.com.br

Valor Econômico – www.valoronline.com.br