

Pontífica Universidade Católica do Rio de Janeiro  
Departamento de Economia



## Monografia de Final de Curso

**Análise de Empresas – A tese de Investimentos da Multiplan**

Eduardo Gelli Araujo

Matrícula nº 1210654

Orientadora: Maria Elena Gava

Novembro 2015

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

## RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo calcular, com base no arcabouço teórico de *valuation*, o valor justo da Multiplan por meio da análise de sua tese de investimentos. Após a abordagem teórica sobre as técnicas disponíveis para uso, uma análise sobre diversos aspectos setoriais e sobre a empresa em questão é feita para posterior adaptação a um modelo de precificação e subsequente cálculo de seu valor justo.

## Sumário

1. Introdução
2. *Valuation* - Arcabouço Teórico
  - 2.1. Geração de Valor
  - 2.2. Análise por fluxo de caixa descontado
  - 2.3. Fluxo de caixa da firma
  - 2.4. Fluxo de caixa do acionista
  - 2.5. *Weighted Average Cost of Capital, WACC*
  - 2.6. *Cost of Equity*
  - 2.7. *Perpetuidade*
  - 2.8. *Valor justo da empresa*
  - 2.9. *Análise por meio de múltiplos*
3. Breve Histórico, Posicionamento Atual e Análise Setorial
  - 3.1. Histórico
  - 3.2. Posicionamento Atual e Análise Setorial
  - 3.3. Dados Adicionais da Indústria
4. Modelo Operacional
  - 4.1. *Shopping Center*
    - 4.1.1 Principais fontes de receitas, custos e despesas
    - 4.1.2. Sazonalidade
    - 4.1.3. Abertura de um Shopping
    - 4.1.4. Principais Determinantes de performance
    - 4.1.5. Previsibilidade
    - 4.1.6. Rentabilidade
    - 4.1.7. O *shopping* sob o ponto de vista o lojista
  - 4.2. Incorporação residencial e comercial
5. Vantagens Competitivas Seleccionadas
  - 5.1. Estabilidade Financeira
  - 5.2. Localização

- 5.3. Diretoria
- 6. O Modelo
  - 6.1. Projeções Operacionais
  - 6.2. Projeções do Demonstrativo de Resultados
  - 6.3. Projeções de Balanço Patrimonial
  - 6.4. Projeções de Fluxo de Caixa
  - 6.5. Projeção do Valor Justo
- 7. Referências bibliográficas

## **Lista de Tabelas**

Tabela 1. Portfólio

Tabela 2. ABL - Multiplan e Mercado

Tabela 3. Portfólio *Shoppings* em Operação

Tabela 4. Classificação por tipo de *Shopping*

### **Tabela 5. Vendas nas mesmas lojas**

Tabela 5. Vendas Shopping Center

Tabela 6. Banco de Terrenos

Tabela 7. Dados Operacionais

Tabela 8. Detalhamento das Receitas

Tabela 9. Receita de Aluguéis

Tabela 10. Margens Seleccionadas

Tabela 11. Endividamento por Índice de Correção

Tabela 12. Análise Impostos

Tabela 13. Métricas Financeiras

Tabela 14. Resumo Projeções do Demonstrativo de Resultados

Tabela 15. Resumo Projeções do Balanço Patrimonial

Tabela 16. *Capex* Projetado

Tabela 17. Resumo Projeções do Fluxo de Caixa

Tabela 18. Projeções *Ke*

Tabela 19. Perpetuidade

Tabela 20. Derivação do Valor Justo

### **Lista de Gráficos**

Gráfico 1. Shoppings em Operação

Gráfico 2. Participação por região

Gráfico 3. Evolução da ABL em shopping centers no Brasil

Gráfico 4. Evolução de Faturamento em Shopping Centers no Brasil

Gráfico 5. Evolução do número de empregos em shopping Center no Brasil

Gráfico 6. Vendas Totais

Gráfico 7. SSS e SSR

Gráfico 8. Ação versus yield NTN-B 2030

Gráfico 9. *Margem Ebitda*

Gráfico 10. Custos de ocupação

Gráfico 11. Captação líquida poupança

Gráfico 12. Taxa de vacância

Gráfico 13. Taxa de ocupação

Gráfico 14. Abertura da receita

Gráfico 15. Evolução do custo médio das dívidas

## **Lista de Figuras**

Figura 1. As cinco forças de Porter

Figura 2. Recorrência em métricas operacionais

Figura 3. Distribuição Geográfica

Figura 4. Evolução das vendas

Figura 5. Projeto *Village Corporate*

## **1. Introdução**

O objetivo do presente trabalho é a avaliação da tese de investimento da Multiplan, empresa do ramo imobiliário, com foco na construção e administração de “shopping centers”, cujas ações são negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Antes de analisar as características contábeis, financeiras e econômicas da empresa, uma abordagem acerca do arcabouço teórico das técnicas de avaliação deverá ser feita.

Uma vez abordada a teoria, para que se possa chegar a uma avaliação mais justa, deve-se analisar o contexto no qual a companhia se insere, por meio da análise de seu histórico, evolução, ambiente competitivo, e como as técnicas abordadas podem ser adaptadas para se adequar à realidade da empresa. Só assim se poderá partir para a análise do valor justo da empresa, mediante premissas adotadas.

O trabalho será dividido em cinco partes. A primeira abordará a teoria por trás das técnicas de avaliação que podem ser utilizadas. A segunda será uma breve descrição do histórico da empresa, relatando a sua evolução até os tempos atuais, relacionando-a com o cenário em que se insere atualmente, por meio de grandes números da companhia e da indústria. Na terceira parte, serão descritas as atividades operacionais da empresa. Na quarta parte, serão brevemente tratadas as vantagens da companhia frente ao mercado. Na quinta parte, finalmente, serão detalhadas as premissas utilizadas no modelo de avaliação da empresa bem como a demonstração de seus cálculos para a chegada do valor justo da companhia. Uma conclusão será apresentada acerca da tese de investimentos da companhia.

## **2. Valuation - Arcabouço Teórico**

A técnica de *Valuation*, palavra em inglês cuja tradução mais próxima seria avaliação, no sentido de se calcular o valor, é amplamente utilizada por diversos profissionais de variadas áreas, desde analistas de ações para fundos de investimentos até consultores, com o objetivo comum de calcular o valor justo de determinada empresa, projeto ou ativo. O foco deste presente trabalho será o de aplicar essa técnica para uma empresa do ramo imobiliário, a Multiplan.

### **2.1. Geração de Valor**

Os investidores compram um determinado ativo com a expectativa de que quando eles forem vender, o ganho decorrente da valorização terá sido suficiente para compensar o custo e o risco assumido no momento da compra. De fato, em uma economia de mercado, capitalista, a habilidade de uma empresa de gerar valor para seus acionistas bem como o montante de valor gerado são as principais métricas pelas quais elas são julgadas.

Geração de valor é a maneira mais correta de avaliar se uma empresa é de fato rentável a longo prazo, pois ela engloba os interesses de todos os envolvidos, não apenas os acionistas. As medidas alternativas de valorização, como lucros contábeis, correspondem apenas a fatores de curto prazo que podem ser afetados por diversas variáveis que não necessariamente trazem benefícios a longo prazo para a companhia.

O mais importante princípio de criação de valor é que as companhias conseguem investir o capital arrecadado dos investidores de forma a gerar fluxos de caixa futuros a taxas de retorno que excedem o custo de capital (a taxa que os investidores exigem receber pelo uso do capital fornecido). Quanto mais rápido as companhias conseguirem atingir esse objetivo, mais valor por elas é gerado.

De acordo com a obra *Valuation* da McKinsey<sup>1</sup>:

---

<sup>1</sup>McKinsey: uma das quatro maiores auditoras e consultoras do mundo, sendo a responsável pela publicação de diversos trabalhos temáticos como livros e publicações setoriais.

*“A combinação de crescimento e retorno sobre capital investido relativo aos seus custos é o que gera valor. As companhias conseguem sustentar forte crescimento a altos retornos sobre capital investido somente se elas possuírem uma bem definida vantagem competitiva. Assim é que a vantagem competitiva, o conceito chave da estratégia de negócios se associa ao princípio de geração de valor”.*

Também de acordo com a obra, o corolário desse princípio, chamado de princípio de conservação de valor, é que qualquer atividade que não aumente o fluxo de caixa não gera valor. Em uma situação onde a companhia substitui dívida por financiamento via emissão de ações, ou emite dívida para recomprar as suas ações, ela apenas muda o proprietário dos seus fluxos de caixa, não mudando o total de fluxo de caixa disponível, conservando, desta forma, o valor (não gerando).

De maneira similar, mudanças em regras contábeis tampouco alteram o total de fluxo de caixa disponível, de forma que, assumindo que não haja uma mudança no risco da companhia (i.e. não alterando o custo de capital), o valor da companhia deve se manter inalterado.

Indo mais além, para uma empresa gerar valor a longo prazo, ela precisa ter vantagens comparativas, assunto amplamente estudado por diversos autores, dentre os quais podemos destacar Michael Porter (Porter, M.E., 1980 e 2008), que pode ser considerado quem formalizou o estudo dessas vantagens.

Como se pode imaginar, a definição e formalização de um conceito abstrato como vantagem competitiva não é fácil. Em vista disso, Porter elaborou um esquema por meio do qual se identificam cinco forças que modelam a competição dentro de uma indústria sendo assim uma maneira eficiente de se analisar como uma determinada empresa se relaciona com a sua concorrência. O esquema pode ser visto abaixo:

---



*Fonte: Wikipedia*

Traduzindo em palavras: de acordo com a bem difundida teoria microeconômica, se uma indústria tem altos retornos, novos entrantes vão querer se estabelecer no mercado e se a tentativa deles for bem sucedida, os altos retornos vão ser gradualmente reduzidos até chegar ao ponto de retorno econômico zero, isto é, o ponto onde se compensa apenas o risco inerente da indústria.

Dessa forma, uma firma estabelecida vai enfrentar as cinco forças ilustradas acima na medida em que novos entrantes forem se estabelecendo. Se ela for boa o suficiente para impedir o estabelecimento desses entrantes, pode-se dizer que a firma possui vantagem competitiva.

O assunto não ficou restrito apenas ao meio acadêmico, sendo também amplamente citado e utilizado no meio prático. Um dos maiores exemplos é o caso do Warren Buffet<sup>2</sup>, que publicamente divulga só comprar empresas com vantagens competitivas. Buffet até utiliza um nome especial para as

---

<sup>2</sup> Warren Buffet: um dos mais conhecidos e bem sucedidos investidores dos Estados Unidos. Atualmente é CEO da Berkshire Hathaway, sua empresa de investimentos.

características das empresas que possuam essas vantagens: *economic moat*, ou fosso econômico, em português. Este termo é uma analogia aos lagos em volta de castelos, que impediam a entrada de invasores, em uma clara alusão às vantagens de conseguir manter os competidores fora. De acordo com Buffet:

*“A coisa mais importante para mim é descobrir o quão grande é o fosso ao redor do negócio. O que eu amo, claramente, é um grande castelo com um grande fosso com piranhas e crocodilos.”*

*Fonte: Warren E. Buffett Linda Grant, “Striking Out at Wall Street,” U.S. News & World Report, June 12, 1994*

Dessa forma, um dos maiores desafios de um analista ou qualquer outro profissional ao avaliar uma empresa é o de separar o que é uma ilusória ou efêmera geração de valor no curto prazo de uma constante a longo prazo, isto é, se a companhia possui de fato vantagens competitivas sobre os seus competidores.

Chegada a essa conclusão, deve-se refleti-la nos modelos de avaliação para se chegar a um valor justo da empresa. Justamente sobre as técnicas de com refletir essas características das empresas que esse capítulo tratará.

Porém, é importante notar que essa técnica não é homogênea e restrita a uma classe de ativos como a citada acima, de ações. Suas derivações podem ser utilizadas para avaliar ativos reais, como imobiliários, ativos de renda fixa e projetos, cada qual com determinadas adaptações a fim de refletir as peculiaridades de cada um.

O presente capítulo tratará de duas abordagens, a saber: i) análise por fluxo de caixa descontado; e ii) análise por múltiplos. A seguir, as técnicas serão abordadas de forma mais detalhada e posteriormente serão elencadas as razões pelas quais uma técnica foi escolhida no lugar de outra.

## **2.2. Análise por Fluxo de Caixa Descontado**

A análise por fluxo de caixa consiste na técnica de descontar os fluxos de caixa projetados pelo analista a valor presente, utilizando uma taxa de desconto apropriada (a taxa de que a geração de valor depende). Existem duas principais metodologias a escolher: fluxo de caixa descontado da firma e do acionista. Em teoria, a utilização de qualquer um dos dois deveria dar o mesmo resultado, já que os fluxos de caixa deveriam ser iguais, mudando apenas quem são os proprietários.

A utilização do fluxo de caixa da firma é mais simples, pois não se faz necessária a projeção de dívidas e resultado financeiro, o que elimina algumas complexidades adicionais da análise, visto que essas duas linhas são dependentes de fatores exógenos como a taxa de juros da economia.

A saber, as taxas de desconto utilizadas são: o custo do capital ponderado, utilizado para descontar o fluxo de caixa da firma e o custo do patrimônio líquido, utilizado para descontar o fluxo de caixa do acionista. Na seguinte seção, as diferenças entre cada uma dos fluxos e das taxas de descontos serão abordadas.

### **2.3. Fluxo de caixa da Firma**

De acordo com Damodaran<sup>3</sup> (2010), o Fluxo de Caixa da Firma é obtido da seguinte maneira:

$FCFF = NOPLAT + \text{Depreciação e Amortização} - \text{Capex} (-) \text{Variação no Capital Operacional.}$

*FCFF: free cash flow to firm*, em português, fluxo de caixa livre da firma

*NOPLAT: sigla de net operating profit less adjusted taxes* (lucro líquido operacional menos impostos ajustados)

*Capex: abreviação de capital expenditure, ou o investimento bruto realizado pela companhia em determinado período.*

---

<sup>3</sup> Aswath Damodaran: uma dos mais respeitados e conhecidos acadêmicos especializado nas técnicas de *Valuation*.

O *NOPLAT* é calculado como:  $EBIT^{4*} (1 - T)$ . Isto é, o *Ebit* menos os impostos que incidiriam apenas sobre ele, sem os efeitos do resultado financeiro. O *Ebit* é obtido mediante a projeção do demonstrativo de resultado da companhia e o T é a alíquota de imposto de renda para pessoas jurídicas vigente no Brasil.

Vale notar, entretanto, que dificilmente serão vistas alíquotas efetivas no montante acima. A razão disso é a diferença entre escolhas fiscais feitas pelas diferentes empresas ou projetos controlados pela empresa controladora e também pela existência de prejuízos acumulados que podem ter aproveitamento de crédito fiscal. No trabalho em questão essa característica vai ficar bem clara mais a frente.

Já o *Capex*, ou despesas de capital, são os investimentos em imobilizado que a companhia está realizando e, por se tratarem de despesas com benefícios econômicos futuros, não são registradas na demonstração de resultado no momento em que são incorridos, mas sim capitalizados no ativo. Isso é feito para evitar que os resultados no curto prazo reflitam gastos e desembolsos sem as contrapartidas equivalentes na receita. Com isso, o desembolso de caixa referente a esses investimentos tem de funcionar como contas redutoras do cálculo do fluxo de caixa.

O capital operacional, por sua vez, representa o capital requerido para a empresa manter a operação em andamento. Essa métrica é mais abrangente que o capital de giro, considerando alguns ativos e passivos da operação que estão registrados nas contas não circulantes, enquanto o capital de giro apenas considera o ativo circulante subtraído do passivo circulante. Importante notar que o caixa não está incluído nessa análise. O capital operacional, portanto, representa as contas do balanço patrimonial que são vinculadas diretamente às operações da companhia.

Uma forma de interpretar as variações de capital operacional é a seguinte: se um aumento do ativo operacional tiver vindo de um aumento do estoque sem

---

<sup>4</sup> *EBIT*: sigla de *earnings before interest and taxes*, ou lucro operacional antes de resultado financeiro e impostos

contrapartida nos financiamentos ou obrigações (isto é, passivo operacional constante), chega-se facilmente à conclusão de que esse aumento foi causado por um desembolso de caixa próprio. Isto é, o caixa da companhia teve de ser desembolsado e reduzido do balanço a fim de fazer as contas fecharem. A projeção do capital operacional se dá por meio das projeções das contas do balanço patrimonial.

#### **2.4. Fluxo de Caixa do Acionista**

Ainda de acordo com Damodaran (2010), o fluxo de caixa do acionista, *FCFE*, da sigla o inglês, *free cash flow to equity*, pode ser obtido da seguinte maneira:

$$FCFE = \text{Lucro Líquido} + \text{Depreciação e amortização} - \text{Capex} (-) \text{Variação no Capital Operacional} (+) \text{Variação da Dívida}.$$

Isto é, ele pode ser visto como uma extensão do fluxo de caixa da firma. O adicional aqui são as projeções das linhas da demonstração do resultado posteriores às utilizadas para se chegar ao *EBIT* (como o resultado financeiro, impostos, equivalência patrimonial e minoritário) e as rubricas de endividamento no balanço (só notando que um aumento no endividamento gera um aumento no caixa).

Entretanto, apesar de na prática a projeção da amortização das dívidas adicionar mais uma variável complexa à análise, o método escolhido para a análise foi o de fluxo de caixa do acionista. Tal escolha justifica-se para se levar em conta o impacto da posição de endividamento atual da companhia e o impacto de emissão de dívidas de projetos em andamento.

#### **2.5. *Weighted Average Cost of Capital, WACC* (custo médio ponderado do capital)**

Para descontar os fluxos de caixa da firma futuros a valor presente uma taxa apropriada é requerida. Como o fluxo de caixa da firma pode ser interpretado como o caixa disponível tanto aos credores quanto aos acionistas da firma (isto é, as fontes de capital da empresa), devemos levar em conta as preferências e os

custos de oportunidade de cada um desses agentes, refletindo o impacto da dívida na estrutura da companhia bem como o risco de mercado ao qual uma empresa está exposta. Com isso, a taxa a ser estimada será a *WACC*, isto é, o custo médio ponderado do capital.

Também de acordo com Damodaran (2010), o *WACC* pode ser calculado da seguinte forma:

$$WACC = K_e \times (E/(E+D)) + K_d \times (1-t) \times (D/(E+D))$$

Onde:

*Ke* – sigla de *cost of equity*, ou custo do patrimônio líquido, ou o retorno requerido pelo acionista.

*Kd* – Custo da dívida

*E* – Capital próprio em relação ao total

*D* – Proporção da dívida em relação ao total

*T* – alíquota de imposto de renda para pessoa jurídica no Brasil

Para estimar o *Kd* deve-se calcular o quanto o serviço da dívida representa em percentual do total de endividamento médio da companhia. Entretanto, é necessário levar em conta o fato de que alguma empresa pode estar com o custo da dívida poluído por efeitos contábeis como capitalização das despesas financeiras ou por efeitos de taxas de juros subsidiadas, dependendo do setor.

No caso dos shoppings, há capitalização de juros e taxas atreladas à Taxa Referencial (TR) cujas condições dificilmente serão obtidas novamente no futuro diante do cenário fiscal do governo mais complicado (linhas oferecidas pelo BNDES) e à menor quantidade de novos projetos. Por isso, devemos levar em conta essas condições como momentâneas e estimar o *Kd* com premissas mais realistas para o futuro.

Outro fator a se levar em consideração é que a empresa pode estar com uma estrutura de capital diferente da que seria a “normalizada” no futuro, afetando assim as relações de dívida e patrimônio líquido utilizadas no cálculo do *WACC*. Isso pode ocorrer por conta de uma aquisição ou algum investimento a ser realizado pela empresa cujo financiamento foi feito via emissão de dívida que será amortizada ao longo da vida útil do projeto. Com isso, é recomendável fazer algum ajuste nessas relações para se levar em conta as características que as estão modificando no curto prazo.

## **2.6. *Cost of Equity, Ke*(custo do patrimônio líquido).**

O *Ke*, custo do patrimônio líquido, é obtido mediante o modelo de precificação *CAPM*<sup>5</sup>.

Ele pode ser interpretado como o retorno requerido pelo acionista ao realizar o investimento no ativo. Isto é, o custo de oportunidade de se investir no ativo ajustado pelo risco de mercado e do ativo em si, isto é, é a taxa utilizada para descontar o fluxo de caixa do acionista. A fórmula para se estimar o *Ke*, segundo Damodaran (2010) é a seguinte:

$$Ke = Rf + \beta \times (ERP - Rf)$$

*Ke* – sigla de *cost of equity*, ou custo do patrimônio líquido, ou o retorno requerido pelo acionista.

*Rf* – sigla de *risk free rate*, ou taxa de juros livre de risco da economia.

*ERP* – sigla de *equity risk premium*, ou prêmio de risco do mercado

*B* (beta) – medida de risco não diversificável advindo da exposição ao mercado

---

<sup>5</sup> *Capital Asset Pricing Model*: em português, modelo de precificação de ativos financeiros. Esse modelo que formula o cálculo do *Ke*. Já há uma extensa literatura sobre o tema, algumas bastante didáticas como em BODIE, Zvi (2002).

A taxa de juros livre de risco é de fácil obtenção, sendo a taxa de juros nominal da economia caso a análise seja nominal ou a taxa de juros real se a análise for em termos reais.

O beta, por sua vez, é uma medida representando a sensibilidade dos retornos do ativo com relação aos retornos de uma carteira de mercado, geralmente um índice que, no caso brasileiro, usualmente é o IBOVESPA. A sua interpretação é fácil: um beta igual a um seria exatamente o “ativo mercado”, isto é, seus retornos seriam exatamente iguais. Por outro lado, um beta maior que um representaria um ativo mais arriscado e, portanto, mais volátil que a média do mercado, enquanto um ativo com beta menor que um pode ser considerado um ativo mais defensivo e, conseqüentemente, menos volátil que o mercado.

Ativos com beta menor que um são menos voláteis que o mercado e representam um desconto na taxa de retorno requerida pelos investidores, como pode se evidenciar pela fórmula do  $K_e$ . Ativos com essa característica são principalmente os considerados defensivos, isto é, empresas cujos produtos representam produtos essenciais para as pessoas e são consumidos mesmo em períodos de problemas econômicos. Exemplos de empresas que assim se caracterizam são as do setor elétrico (distribuição), varejo alimentício, produtos de higiene pessoal e de saúde. Essas são o contrário de produtos supérfluos, cujo consumo ocorre em períodos de estabilidade econômica com renda disponível, como é o caso do setor imobiliário, varejo de eletrodomésticos e vestuário, além de outros como também o automobilístico.

Finalmente, o prêmio de risco do mercado,  $ERP$ , é definido e calculado como o excesso de retorno que o investimento na carteira do mercado, isto é, o índice gerou ao longo do tempo sobre a taxa de juros livre de risco. Esse excesso de retorno é o que compensa os investidores pelo risco de se investir no mercado, que é arriscado, e não em um ativo livre de risco.

Alternativamente, outra forma de se calcular o  $K_e$ , que seria sob o ponto de vista de um investidor estrangeiro, no caso um americano é considerada abaixo:

$Ke$  (nominal em dólares) = taxa livre de risco americana (*T-Bill* de 10 anos) + Risco país (CDS Brasil de 5 anos) +  $ERP * beta$

$Ke$  (real em dólares) =  $(1 + ke \text{ (nominal em dólares)}) / (1 + \text{inflação de longo prazo americana}) - 1$

$Ke$  (nominal em reais) =  $(1 + Ke \text{ (real em dólares)}) * (1 + \text{inflação de longo prazo brasileira}) - 1$

*T-Bill*: títulos de renda fixa do governo americano de 10 anos. É a taxa de juros livre de risco

*CDS*: *credit default swaps*<sup>6</sup>; definido como o risco país no cálculo do  $Ke$

## 2.7. Valor Perpétuo

A projeção dos fluxos de caixa referidos acima, se dá até uma data futura, de acordo com uma escolha discricionária do profissional. Entretanto, como fica claro, quanto mais distante for o fluxo, menor a contribuição que ele dará ao valor do ativo final, visto que ele é descontado à taxa de desconto escolhida composta pelo número de anos.

Além disso, como também fica claro, o fluxo de caixa advindo de uma empresa não tem prazo para acabar, isto é, em teoria, é perpétuo.

Com isso, utilizando-se da técnica matemática de soma infinita de uma progressão geométrica, podemos calcular o valor dos fluxos de caixa da empresa como o resultado dessa soma infinita. Para tanto, utilizaremos um taxa de crescimento  $G$  estimada a qual aplicaremos sobre o ultimo fluxo projetado e que também será descontado a valor presente pela última taxa projetada no desconto do fluxo.

Tipicamente, esse valor perpétuo representa uma grande parte (em diversos casos, mais da metade) do valor justo da empresa.

---

<sup>6</sup> *CDS*: tipos de derivativos de crédito, que funcionam como uma espécie de seguro contra a inadimplência da contraparte. Os investidores compram contratos de *CDS* para se proteger de riscos de calote dos emissores dos títulos que possuem.

A conta é simples e pode ser facilmente alterada para refletir o valor perpétuo em uma análise por fluxo de caixa da firma e do acionista:

Perpetuidade = último fluxo de caixa projetado (*FCFE* ou *FCFF*) \* (1 + *G*) / (*Ke* ou *WACC* – *G*)

*G*: sigla o inglês, *growth*, indicando a taxa de crescimento esperada para os fluxos de caixa da empresa na perpetuidade.

## **2.8. Valor Justo da Empresa**

A soma dos fluxos de caixa descontados (da firma ou do acionista) e da perpetuidade nos dará o valor da empresa. Se a análise for por meio do fluxo de caixa descontado da firma para se chegar ao valor justo da ação (que é de interesse do acionista), deve-se descontar o valor da dívida líquida, isto é, endividamento bruto menos o caixa, desse resultado, de forma a refletir o que “sobra” para os detentores das ações.

Uma vez finalizado esse processo, divide-se o valor da empresa calculado pelo número de ações em circulação a fim de se chegar ao preço justo por ação.

Desta forma, é possível comparar o valor justo do ativo com o valor da empresa a mercado e a partir daí se chegar a conclusões acerca do preço, como se ele está caro ou barato.

## **2.9. Análise por meio de Múltiplos**

Múltiplos financeiros são métricas utilizadas por analistas com o objetivo de simplificar ou traduzir uma extensa quantidade de informações em apenas uma razão de fácil interpretação e utilização. Os múltiplos mais comuns são os de preço sobre lucro, preço sobre patrimônio líquido e valor da empresa sobre *Ebitda* (do inglês, *Earnings before interest, taxes and depreciation and amortization*, isto é, o lucro operacional antes do resultado financeiro, impostos e depreciação e amortização). Uma observação deve ser feita com relação ao *Ebitda*: ele funciona como uma aproximação do caixa gerado pela operação da empresa, já que

considera o lucro operacional, voltando as despesas de depreciação e amortização.

Entretanto, como será explicado mais à frente, o negócio de shoppings consiste no aluguel de espaços comerciais para lojistas, com o objetivo de auferir receita de aluguel. Um empreendimento com esse fim apresenta um ativo imobilizado (o *shopping* em si), mas que de acordo com as normas contábeis do CPC<sup>7</sup> (em acordo com as normas internacionais o *IFRS*<sup>8</sup>) a companhia deve reconhecer em seu resultado anualmente uma receita de avaliação a valor justo dessas propriedades. Isso é exigido, pois o imobilizado em questão é a fonte de renda para a companhia e não apenas o imóvel físico onde se instala. Essa peculiaridade polui os dados contábeis da companhia visto que é reconhecida em forma de receita e contribui positivamente para o lucro, mas se trata de uma receita não caixa e de natureza discricionária. Isso faz com que tanto o preço sobre lucro quanto o preço sobre patrimônio líquido possuam pouca validade.

Com isso, os participantes do setor desenvolveram uma métrica com o objetivo de expurgar efeitos contábeis não caixa para que as avaliações fizessem mais sentido econômico. Mais especificamente, a métrica é: preço sobre fundos da operação, *FFO* (sigla do inglês, de *funds from operations*). O *FFO* é definido como o lucro líquido expurgando os efeitos negativos de depreciação e amortização, bem como os efeitos não caixa (na maioria das vezes positivo) da avaliação a valor justo das propriedades para investimentos. Essa métrica é utilizada para se chegar mais próximo ao valor de caixa gerado pela empresa no período.

O lucro ou o *FFO* utilizado para o cálculo do múltiplo, geralmente, é o projetado do ano seguinte, refletindo assim em quantos anos o investidor poderá receber o

---

<sup>7</sup> Comitê de Pronunciamentos Contábeis: órgão cujo objetivo é "o estudo, o preparo e a emissão de Pronunciamentos Técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais".

<sup>8</sup> *International Financial Reporting Standards*: em português, normas e padrões internacionais de contabilidade.

valor do investimento de volta ao comprar a ação no momento. Outra análise é a do valor da empresa sobre o *Ebitda*.

O valor da empresa é definido como o valor de mercado somado à dívida líquida (endividamento bruto menos o caixa) da companhia. Essa métrica seria, portanto, uma aproximação de quantos anos o *Ebitda* compensará o valor do investimento e consegue refletir os efeitos da alavancagem sobre o *valuation* das companhias.

Na maioria dos casos, essa análise é utilizada para dizer se o ativo está caro ou barato, comparando com os múltiplos históricos que a companhia já possuiu. Além disso, serve também para refletir como estão as expectativas do mercado com relação ao crescimento potencial da companhia: empresas com alto crescimento esperado terão múltiplos mais elevados. Entretanto, apesar de útil, como foi dito, essa análise é uma simplificação e, portanto, superficial, devendo ser utilizada com cautela e na maioria das vezes como ferramenta auxiliar.

### **3. Breve Histórico, Posicionamento Atual e Análise Setorial**

A Multiplan é uma das maiores empresas de *shopping centers* no Brasil, mas não é apenas dedicada ao segmento, tendo também exposição à incorporação imobiliária residencial e comercial. Para melhor projetar os resultados futuros de uma empresa, nada melhor que entender como ela chegou a sua atual posição e quais são os grandes números do setor no qual ela se insere para se obter premissas razoáveis para frente.

#### **3.1. Histórico**

Dados obtidos no *website* de relações com os investidores da companhia, na aba sobre o histórico da companhia.

1960-70

José Isaac Perez, fundador e atual CEO da companhia, em 1963, fundou sua incorporadora, chamada de Veplan. Três anos depois, lançou o edifício Cidade do Rio de Janeiro que foi um sucesso de vendas, tendo sido totalmente vendido em apenas dois dias de comercialização.

1970-80

A Veplan já havia se tornado uma das maiores incorporadoras do país e em 1971 foi realizada a oferta pública de ações na bolsa de valores do Rio de Janeiro. Algum tempo depois, ocorreu a fusão da Veplan com a H.C. Cordeiro Guerra, surgindo a Veplan-Residência. O shopping center Ibirapuera, lançado em 1973 e inaugurado em 1975, em São Paulo é considerado um marco na trajetória do empresário, visto que representou a primeira experiência dele no setor de shopping center. Neste mesmo ano, sua participação na Veplan-Residência foi vendida para os sócios e ele fundou a Multiplan.

Ainda na década de setenta, ocorreu o lançamento do BH Shopping, o primeiro de Minas Gerais. Curioso notar que esse projeto se localiza próximo ao trevo rodoviário da cidade, que acabou conferindo a logomarca à empresa.

1980-90

Nessa década ocorreram os lançamentos de alguns dos maiores marcos da empresa: o Ribeirão Shopping (1981), referência no interior de São Paulo, o Barra Shopping (1981), um dos maiores centros de lazer da América Latina até os dias de hoje e o Morumbi Shopping (1982), um dos mais conceituados e reconhecidos shoppings na Cidade de São Paulo. Finalmente, em 1983, foi lançado o Parkshopping, em Brasília.

1990-2000

Em 1991 a empresa se internacionaliza e lança seu primeiro empreendimento fora do país, o Cascais Shopping, em Portugal. Em 1992, a empresa volta a atuar de forma agressiva no setor de incorporação imobiliária residencial, lançando o Golden Green na Barra da Tijuca, Rio de Janeiro. Esse empreendimento também foi um marco na história da companhia, tanto pelo tamanho quanto pela inovação, dado que o projeto é composto por 14 torres residenciais e possuía o primeiro campo de golfe iluminado da América Latina.

Também merecedores de destaque foram os lançamentos da Torre Corporativa Morumbi (próxima ao Morumbi Shopping) e do Centro Médico Barra Shopping, configurando empreendimentos de uso misto, como é a marca da empresa.

Além desses, a companhia estabeleceu parceria com um fundo imobiliário da Goldman Sachs para um shopping em Minas Gerais e lançou um empreendimento residencial em Miami.

2000 - dias atuais

De mais importante, nesse período, ocorreu a entrega do Centro Comercial Barra Shopping, com 11 edifícios comerciais interligados ao Barra Shopping por uma passarela. Ocorreu o lançamento do Península Green, complexo residencial de quatro torres na região da Barra da Tijuca.

Em 2007, a empresa realiza sua oferta pública inicial na BOVESPA entrando no nível dois. Com o caixa recebido pela oferta, a companhia realizou uma série de aquisições e projetos de expansão.

Tais movimentos intensificaram-se em 2009 com uma nova oferta de ações, levantando mais recursos para seguir se expandindo. Até os dias atuais a companhia está com um grande banco de terrenos advindo desse período de expansões e com dois projetos *greenfield* (projetos novos, inaugurações) em andamento.

### **3.2. Posicionamento Atual e Análise Setorial**

Para colocar os números atuais da companhia em perspectiva, uma breve análise dos grandes números do setor de shoppings será de extrema utilidade (análise comparativa só feita com o setor de shoppings devido à maior importância do segmento nos resultados da companhia). Para a obtenção desses dados, foi utilizado o *website* da ABRASCE (Associação Brasileira de Shopping Centers).

A ABRASCE é a principal entidade representativa do setor no Brasil, estando em atuação desde 1976. Mais de 400 colaboradores fazem parte dos associados da entidade, estando representados não apenas os empresários donos dos empreendimentos, mas também os fornecedores, varejistas e prestadores de serviços. A fundação tem como principal objetivo a representação e defesa dos interesses da indústria como um todo, mas também serve como um difusor das melhores práticas no setor, de acordo com padrões internacionais.

Por ser a principal entidade do setor, ela também presta o serviço de compilar e divulgar as suas estatísticas como, por exemplo, o número de empreendimentos no país, tráfego anual de pessoas, total de empregos gerados e o faturamento total do setor.

A seguir, comparações serão feitas entre os principais dados da companhia e o total do setor.

#### **3.2.1. Número de empreendimentos**

Ao final do terceiro trimestre de 2015, último período que a companhia divulgou seus resultados até a publicação do presente trabalho, a Multiplan possuía uma participação média de 73,8% em dezoito “shopping centers”, dos quais dezessete eram administrados por ela. Tal estatística não apresentou variação com relação ao final de 2014. Abaixo, segue um esquema obtido na apresentação de resultados da companhia detalhando seus empreendimentos:

Portfólio – 3T15	Abertura	Estado	Multiplan %	ABL Total	Aluguel (mês) *	Vendas (mês) *	Taxa de Ocupação Média
<b>Shopping Centers em operação</b>							
BHShopping	1979	MG	80,0%	47.110 m <sup>2</sup>	160 R\$/m <sup>2</sup>	1.869 R\$/m <sup>2</sup>	98,3%
RibeirãoShopping	1981	SP	80,0%	68.658 m <sup>2</sup>	71 R\$/m <sup>2</sup>	917 R\$/m <sup>2</sup>	99,5%
BarraShopping	1981	RJ	51,1%	74.714 m <sup>2</sup>	196 R\$/m <sup>2</sup>	2.224 R\$/m <sup>2</sup>	99,8%
MorumbiShopping	1982	SP	65,8%	56.102 m <sup>2</sup>	196 R\$/m <sup>2</sup>	2.323 R\$/m <sup>2</sup>	99,9%
ParkShopping	1983	DF	61,7%	53.524 m <sup>2</sup>	124 R\$/m <sup>2</sup>	1.670 R\$/m <sup>2</sup>	99,0%
DiamondMall	1996	MG	90,0%	21.386 m <sup>2</sup>	163 R\$/m <sup>2</sup>	2.227 R\$/m <sup>2</sup>	99,7%
New York City Center	1999	RJ	50,0%	22.271 m <sup>2</sup>	47 R\$/m <sup>2</sup>	702 R\$/m <sup>2</sup>	100,0%
Shopping AnáliaFranco	1999	SP	30,0%	51.725 m <sup>2</sup>	130 R\$/m <sup>2</sup>	1.568 R\$/m <sup>2</sup>	98,3%
ParkShoppingBarigüi	2003	PR	84,0%	50.578 m <sup>2</sup>	86 R\$/m <sup>2</sup>	1.413 R\$/m <sup>2</sup>	99,5%
Pátio Savassi	2004	MG	96,5%	18.040 m <sup>2</sup>	125 R\$/m <sup>2</sup>	1.739 R\$/m <sup>2</sup>	97,0%
Shopping Santa Úrsula	1999	SP	62,5%	23.057 m <sup>2</sup>	27 R\$/m <sup>2</sup>	628 R\$/m <sup>2</sup>	93,0%
BarraShoppingSul	2008	RS	100,0%	73.060 m <sup>2</sup>	59 R\$/m <sup>2</sup>	1.188 R\$/m <sup>2</sup>	99,3%
Shopping Vila Olímpia	2009	SP	60,0%	28.369 m <sup>2</sup>	91 R\$/m <sup>2</sup>	1.272 R\$/m <sup>2</sup>	92,4%
ParkShoppingSãoCaetano	2011	SP	100,0%	39.266 m <sup>2</sup>	79 R\$/m <sup>2</sup>	1.095 R\$/m <sup>2</sup>	98,3%
JundiaíShopping	2012	SP	100,0%	34.385 m <sup>2</sup>	67 R\$/m <sup>2</sup>	1.001 R\$/m <sup>2</sup>	97,3%
ParkShoppingCampoGrande	2012	RJ	90,0%	42.819 m <sup>2</sup>	67 R\$/m <sup>2</sup>	854 R\$/m <sup>2</sup>	93,6%
VillageMall	2012	RJ	100,0%	25.686 m <sup>2</sup>	90 R\$/m <sup>2</sup>	1.544 R\$/m <sup>2</sup>	95,8%
Parque Shopping Maceió	2013	AL	50,0%	37.540 m <sup>2</sup>	52 R\$/m <sup>2</sup>	750 R\$/m <sup>2</sup>	99,4%
<b>Subtotal Shopping Centers em operação</b>			<b>73,8%</b>	<b>768.290 m<sup>2</sup></b>	<b>108 R\$/m<sup>2</sup></b>	<b>1.436 R\$/m<sup>2</sup></b>	<b>98,1%</b>
<b>Torres Comerciais</b>							
ParkShopping Corporate	2012	DF	50,0%	13.360 m <sup>2</sup>			Em locação
Morumbi Corporate	2013	SP	100,0%	74.198 m <sup>2</sup>			90,0%
<b>Subtotal Torres Comerciais</b>			<b>92,4%</b>	<b>87.558 m<sup>2</sup></b>			
<b>Total Propriedades para Locação</b>			<b>75,7%</b>	<b>855.848 m<sup>2</sup></b>			
<b>Shopping Centers em desenvolvimento</b>							
ParkShoppingCanoas	2017	RS	80,0%	48.000 m <sup>2</sup>			68,0%
<b>Subtotal Shopping Centers em desenvolvimento</b>			<b>80,0%</b>	<b>48.000 m<sup>2</sup></b>			
<b>Expansões em desenvolvimento</b>							
BarraShopping Medical Center Exp.	2015	RJ	51,1%	3.515 m <sup>2</sup>			97,0%
<b>Subtotal expansões em desenvolvimento</b>			<b>51,1%</b>	<b>3.515 m<sup>2</sup></b>			
<b>Total portfólio</b>			<b>75,8%</b>	<b>906.627 m<sup>2</sup></b>			

Fonte: publicação dos resultados trimestrais da companhia.

Comparando esse número com o mercado, conclusões interessantes são obtidas: no gráfico abaixo observa-se a evolução de empreendimentos no Brasil e a participação da Multiplan no mercado:



Fonte: ABRASCE; gráfico elaborado pelo autor

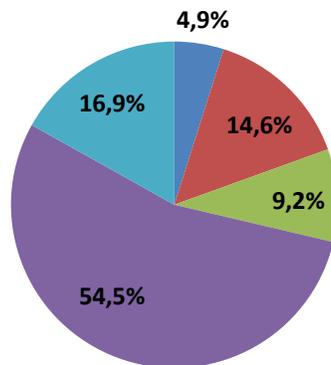
A conclusão mais direta dos dados acima é que o setor é altamente disperso. Sabe-se que a Multiplan é uma das maiores operadoras de *shopping* do Brasil e possui uma participação no mercado em termos de número de empreendimentos de apenas 3,5% (com os dados de 2014). Para efeito de comparação, a maior operadora de *shopping* do país, a BrMalls, que detinha participações em 48 empreendimentos ao final de 2014, possuía uma participação de 8,5% sobre o valor total do mercado.

Outro fator notável é a forte concentração de projetos na região Sudeste, especialmente em São Paulo e no Rio de Janeiro, refletindo a posição desses estados como os mais importantes em termos econômicos para o Brasil. A companhia está ausente da região Norte e possui apenas um empreendimento no Nordeste, localizado em Maceió.

De maneira geral, isso é um reflexo do mercado como um todo, como se pode ver no gráfico abaixo:

## Participação por região - Mercado

■ Norte ■ Nordeste ■ Centro-Oeste ■ Sudeste ■ Sul



*Fonte: ABRASCE; gráfico elaborado pelo autor*

Com isso, o argumento que poderia surgir de que a companhia possui uma participação de mercado baixa por estar presente em menos regiões tampouco procede. Na verdade, calculando a participação da Multiplan com os dados de mercado apenas de onde atua, chega-se a uma participação de 4% (excluindo Brasília e Maceió da análise), naturalmente acima da participação anterior, mas ainda assim muito baixa.

Uma análise mais profunda para entender o porquê de tamanha dispersão no mercado, revela que a maioria dos empreendimentos são de tamanhos menores (shoppings de pequeno porte). Isso é um reflexo do menor poderio econômico dos grupos e das regiões do Brasil, isto é, um operador pequeno regional dificilmente terá capital ou mercado consumidor para inaugurar um empreendimento do tamanho de um da Multiplan, por exemplo, cujo balanço é altamente confortável e possui amplo acesso ao mercado de capitais. De fato, como se pode ver abaixo, fazemos uma comparação entre o ABL médio do portfólio da Multiplan com o do mercado:

2014	Multiplan	Mercado
Shoppings	18	520
ABL Total (milhoes)	0,768	13,846
ABL/Shopping	42683	26627

Com os dados acima, pode-se observar que a Multiplan possui uma área média por empreendimento, medida pelo ABL total dividida pelo número de shoppings 60% maior que a média do mercado, corroborando o ponto de que há muitos operadores menores, contribuindo para o grande número de empreendimentos e menor concentração.

Isso se reflete numa participação maior de mercado quando se considera a análise por ABL (ao invés de por número de empreendimentos), de 5.5%, mas que mesmo assim ainda é baixa.

Portfólio dos Shoppings em Operação		Sep-15
ABL Total	Estado	3T15
BHShopping	MG	47.110 m <sup>2</sup>
RibeirãoShopping	SP	68.553 m <sup>2</sup>
BarraShopping	RJ	74.714 m <sup>2</sup>
MorumbiShopping	SP	56.102 m <sup>2</sup>
ParkShopping	DF	53.524 m <sup>2</sup>
DiamondMall	MG	21.386 m <sup>2</sup>
New York City Center	RJ	22.271 m <sup>2</sup>
Shopping AnáliaFranco	SP	51.830 m <sup>2</sup>
ParkShoppingBarigüi	PR	50.674 m <sup>2</sup>
Pátio Savassi	MG	19.191 m <sup>2</sup>
Shopping SantaÚrsula	SP	23.057 m <sup>2</sup>
BarraShoppingSul	RS	73.038 m <sup>2</sup>
Shopping VilaOlímpia	SP	28.369 m <sup>2</sup>
ParkShoppingSãoCaetano	SP	39.253 m <sup>2</sup>
JundiaíShopping	SP	34.385 m <sup>2</sup>
ParkShoppingCampoGrande	RJ	42.819 m <sup>2</sup>
VillageMall	RJ	25.686 m <sup>2</sup>
Parque Shopping Maceió	AL	37.540 m <sup>2</sup>
<b>Total do Portfólio</b>		<b>769.502 m<sup>2</sup></b>

Fonte: resultados reportados pela Multiplan do 3T15

A título de curiosidade, a ABRASCE possui uma ampla definição de shopping, de acordo com seu tipo, porte e tamanho, cuja classificação segue abaixo:

#### Classificação Abrasce por Tipo de Empreendimento

Tipo	Porte	ABL
Tradicional	Mega	Acima de 60.000m <sup>2</sup>
	Regional	De 30.000m <sup>2</sup> a 59.999m <sup>2</sup>
	Médios	De 20.000 a 29.999m <sup>2</sup>
	Pequenos	Até 19.999m <sup>2</sup>
Especializado	Grandes	Acima de 20.000m <sup>2</sup>
	Médios	De 10.000m <sup>2</sup> a 19.999m <sup>2</sup>
	Pequenos	Até 9.999m <sup>2</sup>

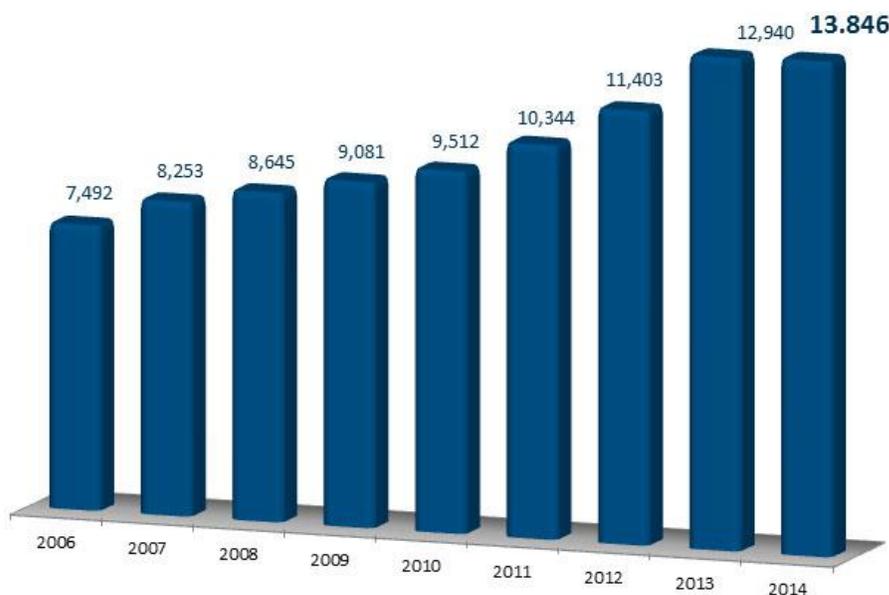
Fonte: ABRASCE

Os empreendimentos da Multiplan, portanto, são considerados do tipo tradicional, com a presença de todos os portes.

### 3.3. Dados Adicionais da Indústria

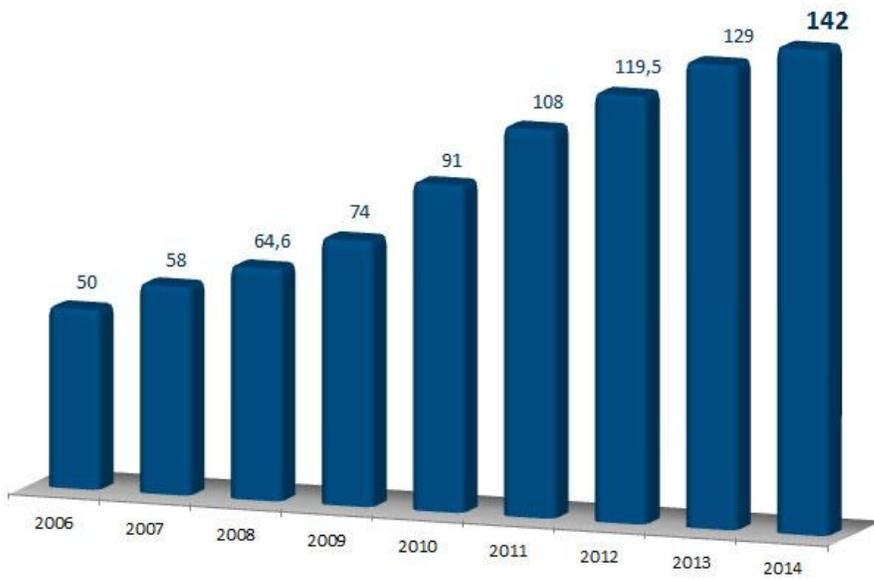
A história da indústria no país pode ser traçada a 1966, quando da inauguração do que pode ser considerado o primeiro *shopping* do país: o *Shopping Iguatemi*, localizado na cidade de São Paulo. Até então, as transações comerciais varejistas se davam em galerias ou em grandes lojas como por exemplo a Mappin. A Renner, hoje grande representante das lojas âncoras (93% das suas lojas são localizadas em shoppings), possuía grandes lojas conceito. A seguir, estão representados alguns gráficos sobre a evolução do setor, também obtidos na ABRASCE:

Evolução da ABL em shopping centers no Brasil (milhões de m<sup>2</sup>):



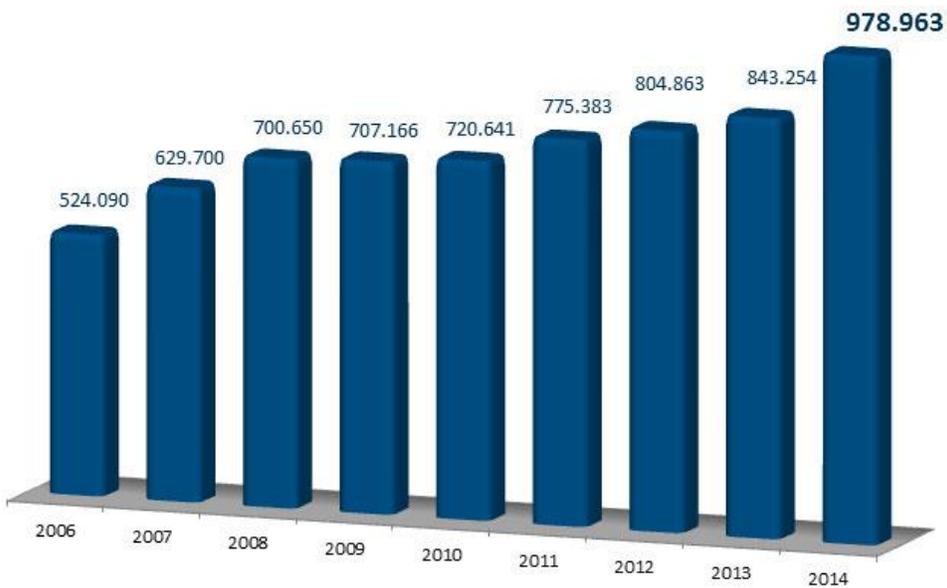
Fonte: ABRASCE

Evolução de Faturamento em Shopping Centers no Brasil



Fonte: ABRASCE

Evolução do número de empregos em shopping Center no Brasil



Fonte: ABRASCE

Finalmente, ainda de acordo com os dados da ABRASCE, o segmento contribuiu com cerca de 2% do PIB brasileiro em 2014. O setor vinha crescendo a taxas elevadas, mas passou a enfrentar uma desaceleração já no ano de 2013 (cuja intensidade será mais fortemente sentido nos de 2015 e 2016).

## **4. Modelo Operacional**

A Multiplan, como já citado, é uma empresa de atuação diversa no ramo imobiliário. Entretanto, como a grande maioria do seu valor é derivada da construção e administração de *shopping centers*, um maior tempo deverá ser devotado a esse segmento, mas sem perder de vista os outros ramos em que atua.

Por isso, para que as premissas utilizadas fiquem claras e sejam corretamente justificadas, o entendimento dos modelos de negócios de cada um dos segmentos deve estar claro.

### **4.1. Shopping Center**

A Multiplan incorpora ou adquire participações em *shopping centers*, participando ativamente na administração desses empreendimentos. Um *shopping center* pode ser caracterizado como um empreendimento imobiliário dividido em espaços comerciais, cuja ocupação será realizada por lojas e centros de lazer com o objetivo de atrair um público consumidor. Para tanto, é necessário que as lojas sejam suficientemente atrativas para o maior número de pessoas possível. Com mais gente frequentando o *shopping* mais lojas melhores vão querer se instalar e, conseqüentemente, maior será o tráfego de pessoas. Uma vez estabelecido e maturado, um shopping passa a se beneficiar desse círculo virtuoso.

Para que isso ocorra, os *shoppings* acabam incentivando a instalação de grandes lojas, conhecidas pelo público geral e com um alto potencial de atração de fluxo de pessoas. São as lojas denominadas âncoras. Usualmente, são as grandes varejistas, ocupando grandes espaços. Lojas desse tipo atraem um grande fluxo de pessoas e, por conseguinte, outros lojistas ficarão interessados em abrir seus estabelecimentos comerciais no mesmo espaço de forma a se aproveitar do fluxo atraído. Dessa forma, a presença de lojas âncoras é essencial para que um empreendimento seja bem sucedido.

Financeira, contábil e juridicamente, um *shopping*, na maioria dos casos, é uma SPE (sociedade de propósito específico), isto é, uma pessoa jurídica à parte da empresa, mas por ela total ou parcialmente controlada, cujos resultados são distribuídos à *holding* via dividendos.

Um shopping pode ser considerado como um mercado de dois lados (*two-sided market*), pois atende ao mesmo tempo dois clientes: o lojista e o consumidor. Em mercados desse tipo, como o de aquisição de cartões de débito e crédito e de televisão aberta, os custos de tal plataforma costumam recair sobre um dos lados. No caso dos shoppings, o custo recai sobre os lojistas, na forma de aluguel, que é a principal fonte de receita da empresa. Os consumidores, por sua vez, não possuem custos para visitar um *shopping* (excluindo os gastos com estacionamento).

Uma explicação sobre cada tipo de agente de um empreendimento, apesar de já ter sido brevemente tratada, é útil para formalização dos conceitos. De acordo com a ABRASCE:

Empresário ou administrador: é o agente responsável pela administração do empreendimento, sendo o agente que faz a união entre consumidor e o lojista (assegurando a característica de um mercado de dois lados).

Mutuários (Lojistas): são os empreendimentos comerciais que alugam o espaço a eles destinado do shopping para estabelecimento de suas lojas. De acordo com a ABRASCE, podemos subdividir esses lojistas de acordo com as suas características:

Lojas Âncoras: lojas cujo ABL excede 1.000m<sup>2</sup>. São as grandes lojas de marcas conhecidas que funcionam como polos de atração de público para o shopping. Possuem, portanto, poder de barganha nas negociações de aluguéis.

Mega-lojas: lojas com tamanho entre 500m<sup>2</sup> e 999m<sup>2</sup>. Sem setor específico.

Loja Satélite: são as lojas menores, por exclusão com metragem inferior a 500m<sup>2</sup>. Elas são o *profit pool* dos empreendimentos, isto é, onde os shoppings

conseguem extrair maior valor na cobrança dos alugueis visto que possuem menos poder de barganha na hora da negociação.

Lazer: não há restrição sobre o tamanho dos estabelecimentos; com exemplo podem ser citados os cinemas.

Consumidores: é o público frequentador dos shoppings.

O sistema, como já brevemente citado, é organizado pelo administrador de forma a atender as duas pontas, comerciante e público, com os custos da plataforma caindo sobre o primeiro grupo.

Mais à frente, cada tipo de aluguel cobrado pelo shopping será abordado mais no detalhe, mas cabe notar que eles são determinados mediante uma negociação bilateral entre a empresa e o lojista, onde o poder de barganha de cada um definirá o preço final acordado.

#### **4.1.1. Principais Fontes de Receita e de Custos e Despesas**

Como acima mencionado, a principal fonte de receita dos *shoppings* é a cobrança de aluguel dos lojistas pela ocupação dos espaços a eles destinados. Como será visto a seguir, a cobrança de aluguel se dá por meio de uma negociação entre ambas as partes envolvidas.

O aluguel cobrado, geralmente, é o máximo entre um valor pré-estabelecido (um montante financeiro por um determinado período de tempo, usualmente um mês), chamado de aluguel mínimo e um percentual do valor vendido no mês, adicional ao mínimo, o chamado aluguel complementar. Os contratos são reajustados anualmente a IGP-M e, em média a cada cinco anos, possuem uma cláusula prevendo um aumento real, contratualmente estabelecido por ambas as partes. Devido à importância dos meses de dezembro ao comércio varejista (grande fluxo de vendas pelo Natal), há ainda a cobrança de um décimo terceiro aluguel.

Além das lojas, há o que as companhias chamam de receita de quiosques, que são os aluguéis cobrados de pequenos *boxes* comerciais que oferecem produtos

como os de beleza feminina, papelaria, flores, roupas e cervejas entre outros exemplos. Tais contratos são de prazo mais curto de que os tipicamente acordados com as lojas.

Outra importante fonte de receita para as companhias é a receita de cessão de direitos. O fato gerador dessa receita é a ocupação de um determinado espaço comercial por um lojista pela primeira vez. Para ocupar uma loja, o mutuário deve, além de pagar mensalmente os aluguéis, pagar uma taxa única, chamada de cessão de direitos, que basicamente lhe confere o direito de ocupar determinado espaço. Os valores variam, dependendo do tamanho e poder de barganha das lojas, da qualidade, maturação e reconhecimento do shopping. Por se tratar de uma receita única e elevada (comparada ao aluguel mensal), a empresa capitaliza o valor recebido e receita em seu resultado em prazos de cinco anos, que são a duração média de um contrato comercial. Portanto, as receitas de cessão de direitos no demonstrativo de resultados da companhia são uma receita não caixa.

Adicionalmente ao aluguel pago, os lojistas contribuem para um fundo de promoção do shopping que nada mais é que uma agregação de recursos dos lojistas do empreendimento e da própria administradora para auxiliar as atividades de promoção do shopping. Além disso, caso um lojista em particular queira propagandar seu estabelecimento pelos corredores do shopping, ele paga uma taxa de propaganda (*merchandising*) para o empreendimento. Usualmente, apenas os maiores lojistas podem arcar com esses custos.

Outra fonte adicional de receita da operação de shoppings é da administração do estacionamento. A companhia pode terceirizar a operação de estacionamentos do seu shopping ou ela mesma pode operar. No primeiro caso ela ganha uma receita cobrada da operadora com o fim de assegurar a concessão enquanto no segundo caso a companhia recebe o faturamento pago pelos próprios carros estacionados. Tipicamente, os valores cobrados dependem do tempo que o motorista vai deixar o carro estacionado. As grandes operadoras de shopping possuem uma representatividade alta dessas receitas em seus resultados (em muitos casos é a

segunda fonte mais relevante), devido ao grande fluxo de carros atraídos pelos seus empreendimentos.

A título de interesse, a operação de um estacionamento requer um *Capex* inicial relativamente baixo e posterior *Opex* (do inglês, *operational expenses*, isto é, despesas operacionais) também de valor relativamente reduzido, correspondente à manutenção de maquinário e pessoal responsável. Com isso, o negócio apresenta margens e retornos elevados (*ROIC*<sup>9</sup> elevado pelo baixo capital investido e altas margens).

Com alguma consolidação das principais linhas, as principais fontes de custos e despesas dos shoppings podem ser separadas entre:

- Despesas com lojas vagas: quando uma loja não está ocupada por um lojista, os gastos com IPTU e condomínio são incorridos pela própria companhia.
- Contribuições para os fundos de promoção: era prática nos shoppings mais antigos o administrador contribuir com recursos para o fundo de promoção de que se falou mais acima. Entretanto, em shoppings mais recentes essa obrigatoriedade não é mais requerida (*Shopping Diamond Mall*, da própria Multiplan, por exemplo).
- Corretagem: pagas pela celebração dos contratos de aluguel
- Despesas legais;
- Despesas com auditoria: como forma de ter um controle maior sobre o desempenho dos lojistas e, conseqüentemente, poder cobrar os aluguéis de maneira correta, ficar responsável pela auditoria de constas, e mesmo pelo desempenho dos lojistas a fim de oferecer condições especiais ou pressioná-los para renovação do “mix”, os empreendimentos contam com uma grande área de auditoria interna.
- Propaganda e Publicidade: nem todo o *marketing* dos empreendimentos é custeado pelo fundo de promoção de forma que parte dele é de inteira

---

<sup>9</sup> Retorno on invested capital: em português, retorno sobre o capital investido

responsabilidade do empreendedor. Isso é mais claramente observado em casos de expansão e inauguração onde a companhia arca com os custos de *marketing*.

- Despesas gerais e administrativas: despesas referentes à manutenção dos *shoppings*, como limpeza e pessoal, por exemplo.
- Obrigações contratuais: referem-se a acordos comerciais negociados com lojistas (âncoras, principalmente) nos quais o administrador pode custear parte das despesas como contribuições aos fundos de promoção e custos condominiais.

As receitas e despesas financeiras representam uma parte relevante dos resultados das companhias de capital aberto no país. Devido à natureza intensiva em capital da incorporação de um empreendimento, aliada a sua característica de benefício futuro (investe muito no presente, mas só se obtém retorno expressivo no futuro, com o shopping já em operação e maturado), as companhias vão ao mercado de capitais para tomar financiamentos.

Em muitos casos, as companhias conseguem linhas de financiamento de prazo mais longo com taxas atrativas como é o caso de empréstimos do BNDES. Porém, nem sempre esse é o caso e, como se pode ver em algumas das companhias abertas, uma estrutura de capital mais complexa é adotada, com a emissão de dívidas em moeda estrangeira (adotam estratégias de proteção cambial) e emissões de debêntures privadas. No caso particular de dívidas em moeda estrangeira, o resultado da empresa acaba exposto à variação cambial, cujo efeito deve ser retirado caso se queira fazer uma análise mais correta.

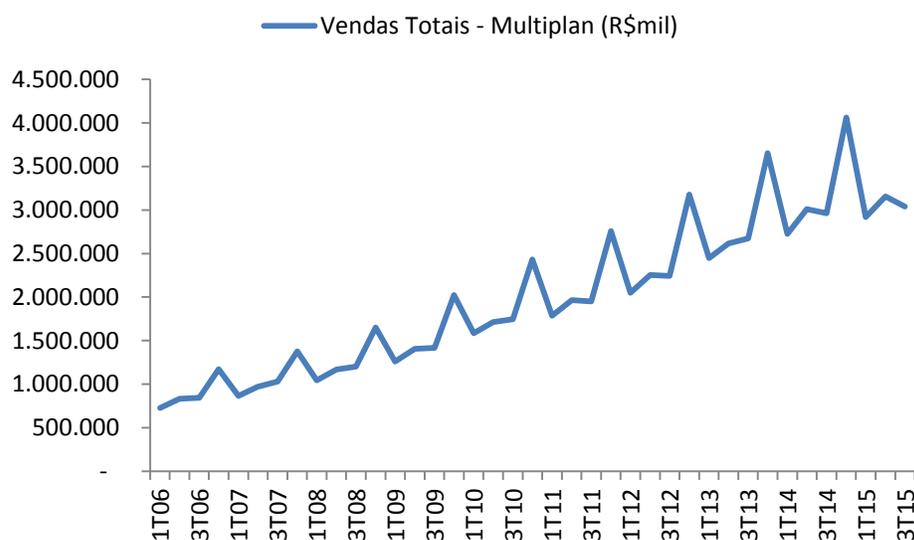
De toda forma, devido a essas características, devemos esperar um resultado financeiro mais relevante e negativo no caso de empresas com incorporações em andamento, refletindo as dívidas tomadas para financiamento dessas construções. Entretanto, ele deveria se reduzir até se tornar positivo com o passar do tempo, assumindo que não haja mais dívidas para se financiar novos projetos. Além disso, a própria natureza operacional do negócio sugere que não há necessidade de muito capital para manter um empreendimento em funcionamento, sendo todos

os recursos necessários para esse fim obtidos mediante cobrança de aluguéis dos lojistas.

#### 4.1.2. Sazonalidade

O segmento possui forte sazonalidade nos meses de maio (por conta do dia das mães) e em dezembro (por conta do Natal). No gráfico abaixo se pode observar o impacto que tais períodos possuem nos resultados de vendas das companhias, usando o exemplo da Multiplan:

#### Gráfico: Sazonalidade



*Fonte: dados reportados da Multiplan*

Pela análise do gráfico, fica claro que o primeiro trimestre é geralmente o mais fraco em vendas, possuindo uma recuperação no segundo, devido ao “Dia das Mães” e um forte salto no quarto trimestre, devido ao Natal.

#### 4.1.3. Abertura de um Shopping

Ao resolver entrar em um determinado mercado, um administrador de shopping tem de levar em conta diversas variáveis sociais, econômicas e políticas. Tal análise deve ser extremamente rigorosa, pois uma vez instalado, muito dificilmente a empresa vai conseguir sair do mercado. De fato, ao decidir pela

instalação de um empreendimento em determinada região, a companhia fez uma análise de viabilidade e caso as premissas realizadas sejam piores que as esperadas, a companhia pode acabar tendo de vender o ativo a um preço baixo, de forma que os valores realizados com a operação podem representar uma perda significativa para a empresa.

Abaixo, estão elencadas duas dessas variáveis, de acordo com Martins Santos et al. (1996):

- **Localização:** define-se pela área de influência, isto é, a região alvo a que o empreendimento visa estar exposto, sendo a variável mais importante. Deve-se entender qual a população do local, características socioeconômicas da mesma, hábitos de consumos, infraestrutura básica e mesmo as projeções de crescimento populacional;
- **Concorrência:** importante notar que o setor é dinâmico e as empresas podem competir entre si, por meio de reduções de aluguéis para atrair mais lojistas e também por campanhas de *marketing* oferecendo prêmios e sorteios a consumidores. Além disso, se o local é uma cidade média ou pequena e já possui um shopping instalado e maturado, dificilmente um empreendimento novo vizinho vai ter sucesso.

Adicionalmente, há um aspecto político relevante, a saber: algumas regiões podem oferecer benefícios fiscais para atrair novos empreendimentos e por outro lado, outras podem ter um sistema político altamente burocrático de forma a prejudicar a instalação e funcionamento do empreendimento.

Uma vez analisados esses fatores e decidido pela instalação de um empreendimento, cabe ao administrador definir qual será a forma de ingresso no mercado. Essas formas podem ser divididas em duas categorias, a saber, aquisições de empreendimentos existentes e incorporação (expansões ou inaugurações).

As aquisições foram de grande importância logo após o forte período de IPO pelo qual o setor passou na década passada. A Multiplan participou desse movimento,

mas não foi o exemplo mais relevante do setor, que pode ser atribuído à BrMalls, que focou muito mais em expansões inorgânicas.

Com relação à incorporação podemos dividi-la em dois modelos: i) *greenfields*, palavra inglesa sem tradução exata para o português que significa a incorporação e inauguração de um empreendimento em um local até então não utilizado para o mesmo fim; ii) *brownfield*, palavra inglesa, também sem tradução imediata para o português, sendo o caso das expansões, isto é, quando a empresa já se aproveita de um empreendimento pronto e adiciona uma área construída contígua, representando uma continuidade do shopping.

Usualmente, um *brownfield* ocorre quando o shopping está maturado, mas a companhia enxerga que ainda há necessidade de expansão, pois a demanda potencial de consumidores ou de novos lojistas supera a capacidade instalada do empreendimento. Uma tendência que foi implantada pela própria Multiplan no mercado foi a instalação de centros médicos ou centros comerciais ao redor do shopping. O Barra Shopping, por exemplo, está inaugurando uma expansão de centro médico ainda em 2015.

Importante ressaltar que essas incorporações representam um *Capex* e seu custo é, portanto, capitalizado, não sendo contabilizados como despesas na medida em que ocorrem devido à natureza dos gastos, já que eles gerarão benefícios econômicos futuros. São esses os principais gastos considerados no *Capex* quando se realiza o fluxo de caixa da companhia.

#### **4.1.4. Principais determinantes de *performance* e correlação com outros setores**

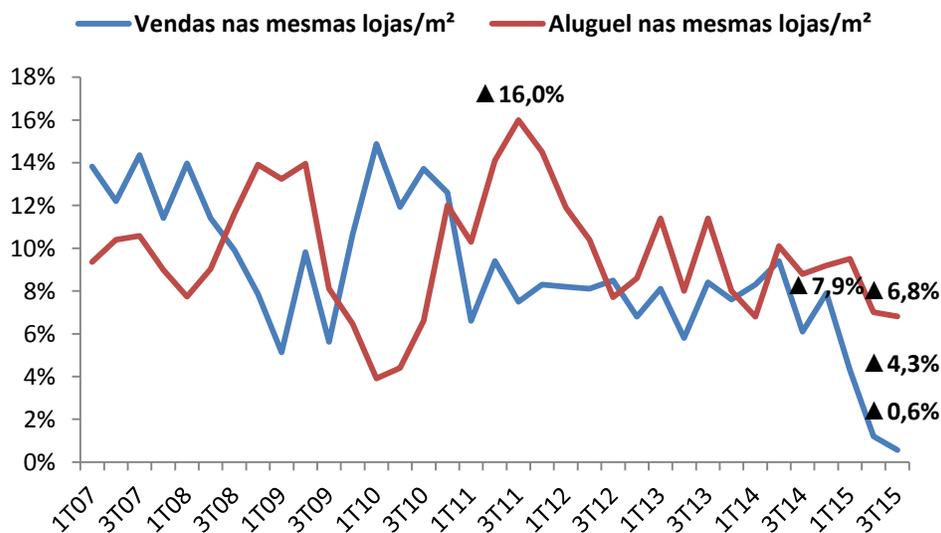
O setor é altamente dependente do varejo. Entretanto, algumas de suas características lhe conferem um aspecto menos cíclico que o setor, a saber, os componentes fixos e variáveis dos alugueis pagos pelos lojistas. Isto é, um lojista com desempenho ruim vai ter de pagar o aluguel mínimo, independente de estar vendendo ou não, enquanto que se ele estiver com um bom desempenho de

vendas pode pagar ainda um componente variável, adicional ao mínimo, o chamado aluguel complementar.

Com isso, como um lojista com um fraco desempenho de vendas pode se manter no shopping por algum tempo ou tendo esperança de que suas vendas se recuperem ou então esperando algum evento festivo, onde consegue vender mais e minimizar as perdas antes de sair de operação, a companhia demora a sentir o impacto de queda das vendas deles nas suas receitas de aluguel.

Além disso, como o *shopping* está exposto a diversos segmentos do varejo, ele também acaba exposto a diferentes tendências do setor e, adicionalmente, a constante renovação do seu mix assegura que lojistas não enquadrados ao padrão local serão substituídos (embora não imediatamente), conferindo assim uma maior adaptabilidade do negócio às condições locais. Um negócio bem operado, sob o ponto de vista do lojista, funciona como uma meritocracia.

Essa característica de menor exposição aos ciclos que o varejo fica clara quando comparamos a evolução das métricas SSS (*Same-Store Sales*, do inglês, vendas nas mesmas lojas) contra a evolução da SSR (*Same-Store Rent*, também do inglês, aluguel nas mesmas lojas) da Multiplan, como no gráfico abaixo:



Fonte: dados reportados pela companhia

Analisando o gráfico acima, pode-se perceber que há um tempo de reação entre uma piora no SSS e consequente impacto no SSR. Se a tendência se mantiver, devem-se esperar quedas no SSR para os próximos trimestres. Importante notar que essa piora do SSR pode vir de duas formas:

Queda do componente do aluguel complementar cujo impacto é concomitante à queda do SSS.

Descontos concedidos que vêm de um movimento mais alongado de piora nas condições dos lojistas que passam ou a ficar inadimplentes, ou a pedir descontos no valor do aluguel (via redução de preço ou não correção ao índice de inflação).

Importante notar que a desaceleração já passou a ser sentida ao longo de 213, mas se mostrou com maior intensidade em 2014. Porém, de acordo com Glauco Humai, presidente da ABRASCE, mesmo assim o setor apresentou taxas de crescimento acima do varejo:

*"Os shoppings brasileiros atravessaram mais um ano de crescimento acima do comércio varejista e da inflação. Um dos segmentos que mais sustentaram seu desempenho foi o de alimentação, o que pode ser atribuído ao aumento do poder aquisitivo da população e a conveniência oferecida pelos centros de compra"*

Uma forma de ilustrar o efeito *mix* e seu impacto positivo nas métricas do setor pode ser vista na tabela abaixo, onde os números de SSS reportados são abertos entre os segmentos e tipos de lojistas:

Vendas nas Mesmas Lojas	3T15 x 3T14		
	Âncora	Satélite	Total
Alimentação/Áreas Gourmet	-	▲4,1%	▲4,1%
Vestuário	▲3,5%	▼1,9%	▼0,6%
Artigos do Lar & Escritório	▼9,7%	▼4,3%	▼6,5%
Artigos diversos	▼1,1%	▲3,5%	▲2,2%
Serviços	▲10,1%	▲5,3%	▲6,3%
<b>Total</b>	<b>▲0,3%</b>	<b>▲0,6%</b>	<b>▲0,6%</b>

Fonte: resultados reportados pela companhia do terceiro trimestre de 2015

A análise da tabela acima nos mostra que, se a companhia estivesse exposta apenas ao segmento de artigos de lar e escritório, ela estaria com um desempenho operacional muito pior que o reportado. Porém, a presença de outros setores no mix, contrabalançando o efeito negativo do primeiro, melhora a métrica consolidada da empresa. Notável o desempenho negativo desse segmento, principalmente nas lojas âncoras. Essas são principalmente as grandes lojas de eletroeletrônicos. Isso reflete o cenário econômico ruim pelo qual o setor passa, onde os consumidores estão sentindo uma condição creditícia mais apertada, não podendo, portanto, endividar-se para compra desses bens.

Adicionalmente, a companhia divulga as vendas por empreendimento, o que também torna claro o efeito de diversificação regional e por empreendimento sobre os resultados consolidados da companhia:

Vendas Shopping Center (100%)	Abertura	3T15	3T14	Var.%	9M15	9M14	Var.%
BH Shopping	1979	257,9 M	256,5 M	▲ 0,6%	777,0 M	766,0 M	▲ 1,4%
RibeirãoShopping	1981	173,4 M	179,6 M	▼ 3,4%	524,1 M	526,3 M	▼ 0,4%
BarraShopping	1981	448,7 M	443,2 M	▲ 1,2%	1.315,3 M	1.252,2 M	▲ 5,0%
MorumbiShopping	1982	380,3 M	364,1 M	▲ 4,4%	1.138,0 M	1.082,5 M	▲ 5,1%
ParkShopping	1983	255,8 M	243,1 M	▲ 5,2%	769,8 M	722,8 M	▲ 6,5%
DiamondMall	1996	140,0 M	142,2 M	▼ 1,6%	416,6 M	419,4 M	▼ 0,7%
New York City Center	1999	45,2 M	48,8 M	▼ 7,4%	146,6 M	158,0 M	▼ 7,2%
Shopping Anália Franco	1999	226,7 M	222,5 M	▲ 1,9%	686,1 M	663,6 M	▲ 3,4%
ParkShoppingBarigüi	2003	198,5 M	195,0 M	▲ 1,8%	596,9 M	579,5 M	▲ 3,0%
Pátio Savassi	2007 <sup>1</sup>	91,9 M	87,8 M	▲ 4,7%	267,3 M	252,4 M	▲ 5,9%
Shopping Santa Úrsula	2008 <sup>2</sup>	39,8 M	41,2 M	▼ 3,6%	123,5 M	125,7 M	▼ 1,7%
BarraShoppingSul	2008	172,1 M	171,7 M	▲ 0,2%	524,6 M	504,9 M	▲ 3,9%
Shopping Vila Olímpia	2009	96,7 M	79,9 M	▲ 21,0%	287,6 M	239,4 M	▲ 20,1%
ParkShoppingSãoCaetano	2011	125,2 M	119,4 M	▲ 4,8%	370,8 M	356,1 M	▲ 4,1%
JundiaíShopping	2012	97,9 M	91,4 M	▲ 7,1%	296,1 M	274,7 M	▲ 7,8%
ParkShoppingCampoGrande	2012	99,2 M	90,4 M	▲ 9,7%	285,8 M	262,4 M	▲ 8,9%
VillageMall	2012	108,3 M	120,7 M	▼ 10,2%	346,8 M	340,9 M	▲ 1,7%
Parque Shopping Maceió	2013	80,8 M	65,9 M	▲ 22,6%	237,4 M	170,7 M	▲ 39,1%
<b>Total</b>		<b>3.038,4 M</b>	<b>2.963,7 M</b>	<b>▲ 2,5%</b>	<b>9.110,3 M</b>	<b>8.697,6 M</b>	<b>▲ 4,7%</b>

<sup>1</sup> O Pátio Savassi iniciou suas operações em 2004, e foi adquirido pela Multiplan em junho de 2007.

<sup>2</sup> O Shopping Santa Úrsula iniciou suas operações em 1999, e foi adquirido pela Multiplan em abril de 2008.

Enquanto há empreendimentos com desempenho ruim de vendas (como o *New York City Center*), outros contrabalançam, jogando a métrica de vendas totais para cima na comparação anual.

#### 4.1.5. Previsibilidade

Por possuir as características supracitadas é razoável afirmar que o modelo de negócios é relativamente previsível devido ao componente inercial de

determinação de receita (contratos de aluguel de prazo relativamente longo e com reajustes mensais de inflação e reais de tempos em tempos) e pelo efeito mix, amortizando variações bruscas intrassetoriais. Desta forma, dificilmente são vistas bruscas quedas de receita de um período ao outro.

Essa relativa previsibilidade de fluxo de caixa, ainda mais acentuada quando se fala de uma empresa madura possui paralelos em outros setores da economia como o de concessões rodoviárias e as distribuidoras elétricas.

Outros setores, entretanto, não são nem de perto similares a isso, como por exemplo, o setor de incorporação imobiliária residencial, cujo recebimento de caixa é imprevisível e depende de fatores endógenos como atrasos de obras e exógenos como condições de crédito, emprego, confiança dos consumidores e até mesmo questões políticas e burocráticas afetando um empreendimento em específico.

Importante ressaltar, entretanto, que o setor de shoppings está longe de ser imune a essas questões macroeconômicas. Na verdade, ele será impactado da mesma forma que o varejo: menos confiança, mais desemprego e inflação elevada (com menos renda disponível, portanto) farão com que os consumidores saiam menos às compras e, conseqüentemente, o setor de varejo como um todo seja prejudicado e aumente a mortalidade de lojistas. Entretanto, como dito anteriormente, a dinâmica de reação entre as variáveis é mais lenta (devido ao componente inercial e à diversificação), de forma que essa previsibilidade é maior relativa a outros setores da economia. Com isso, é razoável esperar que o beta do setor seja menor que o beta de empresas varejistas, refletindo esse componente menos cíclico e, portanto, relativamente mais defensivo.

Isso faz com que muitos investidores enquadrem as ações desse setor numa categoria chamada de *Bond Proxy*, isto é, similar a um título de renda fixa. Usualmente, os títulos utilizados para comparação são títulos públicos sem risco, que é a principal forma utilizada pelos governos para se financiar. Um título de renda fixa é um que promete pagamentos em datas fixas e a taxas pré-fixadas,

podendo ou não ter a adição de um componente pós-fixado que dependa de algum índice macroeconômico, como é o caso das Notas do Tesouro Nacional (NTN-B) cujo componente variável é o IPCA (índice de preços ao consumidor amplo, calculado pelo IBGE<sup>10</sup>, instituto brasileiro de geografia e estatística).

Com isso, dadas essas características, os investidores comparam os dividendos que a ação pagará dividido pelo valor de mercado da companhia com o *yield* (pagamento de cupons sobre o valor de mercado) dos títulos negociados. Isto é, o *dividend yield* é comparado com o *yield* dos títulos em circulação.

Deste modo, em momentos em que há um aumento de risco na economia, as taxas de juros aumentam, fazendo com que os preços dos títulos caiam, aumentando suas *yields*. Dessa forma, *coeteris paribus*, fica menos atrativo a compra da ação que está implicando um *dividend yield*<sup>11</sup> relativamente menor que a *yield* do título. Portanto, os investidores vendem as ações, de forma que seus preços caiam e, mantido os dividendos constantes, há um aumento no *dividend yield* de forma a equilibrar essa relação.

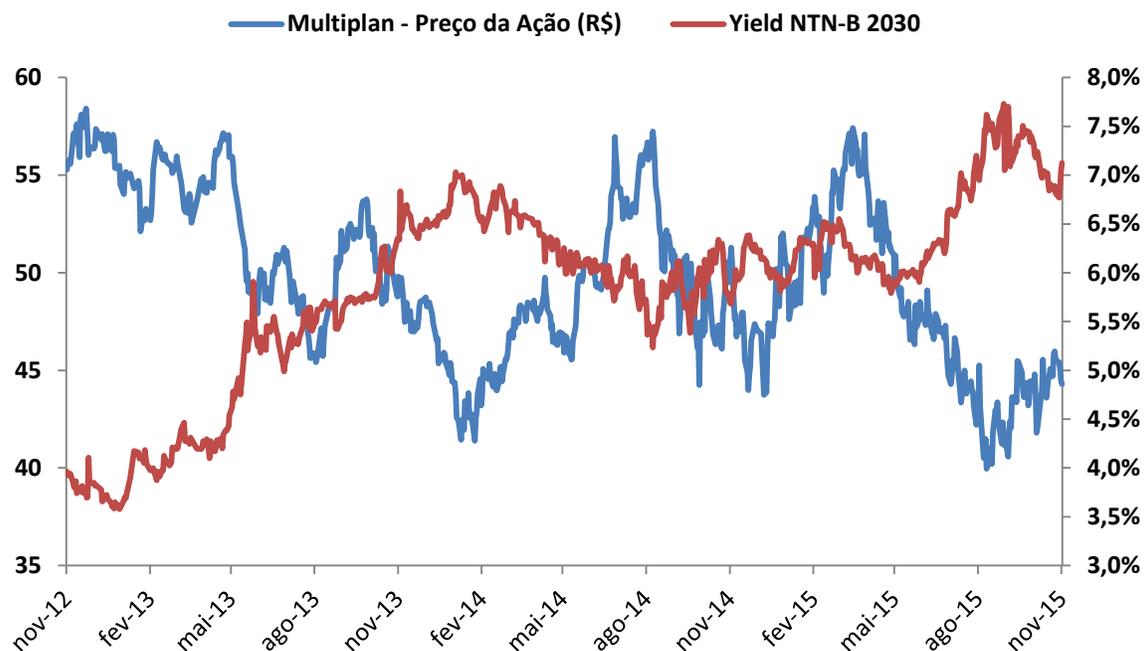
No gráfico abaixo, pode-se analisar a relação entre o preço da ação da Multiplan e a *yield* de NTN-B com vencimento em 2030, desde o final de 2012:

---

<sup>10</sup> IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

<sup>11</sup> *Dividend Yield*: pode ser traduzido como o retorno do dividendo. Calculado como os dividendos rojetados para o ano seguinte sobre o valor de mercado atual da companhia.

## Correlação valor da ação contra variação nas *yields* de NTN-B



Fonte: Bloomberg e gráfico elaborado pelo autor.

A análise do gráfico corrobora o argumento acima, deixando clara a correlação negativa entre os preços das ações do setor com o *yield* da NTN-B. Tal relação se mostrou ainda mais acentuada nos últimos meses devido a dois fatores:

A percepção de risco do país aumentou sensivelmente pela crise econômica e política pela qual o Brasil passa, de forma que as taxas de juros tomaram uma tendência de alta significativa;

Adicionalmente ao aumento do risco, pode-se observar uma concomitante deterioração no cenário de varejo, contribuindo para a formação de expectativas piores para frente sobre o desempenho do setor.

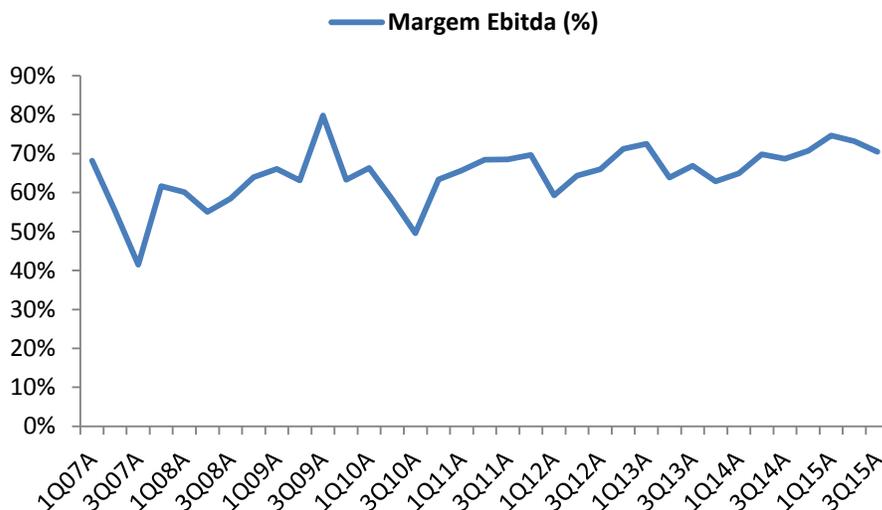
### 4.1.6. Rentabilidade

Há duas formas principais de se medir rentabilidade em uma companhia qualquer: *ROIC* (do inglês, *return over invested capital*, que é calculado pelo *NOPLAT* dividido pelo capital investido, isto é, a dívida líquida mais o patrimônio líquido) e o

*ROE* (também do inglês, *Return over equity*, isto é, retorno sobre o patrimônio líquido, que é calculado usando o lucro líquido). O *ROIC* mede a rentabilidade sob o ponto de vista operacional, enquanto que o *ROE* mede o retorno dos resultados líquidos da companhia, que são de interesse dos acionistas, que são os detentores do patrimônio líquido da empresa.

Como o patrimônio líquido é composto, entre outras coisas, pelo lucro retido e este é positivamente afetado pela receita de avaliação a valor justo das propriedades para investimento, que é de natureza meramente contábil e cujas premissas de avaliação são discricionárias, a análise e cálculo dessas métricas ficam sem sentido econômico.

Com relação às outras métricas, pode se notar uma forte característica de elevadas margens, refletindo o poder de barganha que as companhias possuem sobre os lojistas. Cabe notar que, como anteriormente citado, o negócio extrai valor significativo das precificações de aluguel sobre os lojistas satélites, cujo poder de barganha é limitado e acaba dependendo da sua instalação no shopping de forma a estar exposto a um mercado consumidor mais amplo e diversificado. Isso fica claro pela análise da margem *Ebitda* da Multiplan no gráfico abaixo:



Fonte: dados reportados pela companhia e gráfico elaborado pelo autor

#### 4.1.7. O shopping sob o Ponto de Vista do Lojista

A título de completar a análise dos agentes envolvidos em um empreendimento, é interessante destacar brevemente as principais fontes de receitas e despesas dos lojistas. Independente da característica do lojista, todos possuem:

Receitas provenientes das vendas de seus produtos;

Principais custos na forma de fornecedores, pessoal e aluguel;

Outras despesas incluem *marketing*, cessão de direitos, IPTU e condomínio;

A constante análise da saúde financeira dos lojistas está entre uma das mais importantes tarefas de uma competente administração de shopping. Lojistas saudáveis indicam que dificilmente ocorrerão casos de inadimplência e também indica que o mix das lojas está de acordo com a região.

Uma das formas utilizadas para se calcular essa variável, de difícil mensuração, é a métrica chamada de custos de ocupação. A saber, o custo de ocupação representa o aluguel e outras despesas (como despesas de condomínio e contribuições ao fundo promocional) como percentual das vendas realizadas no período.

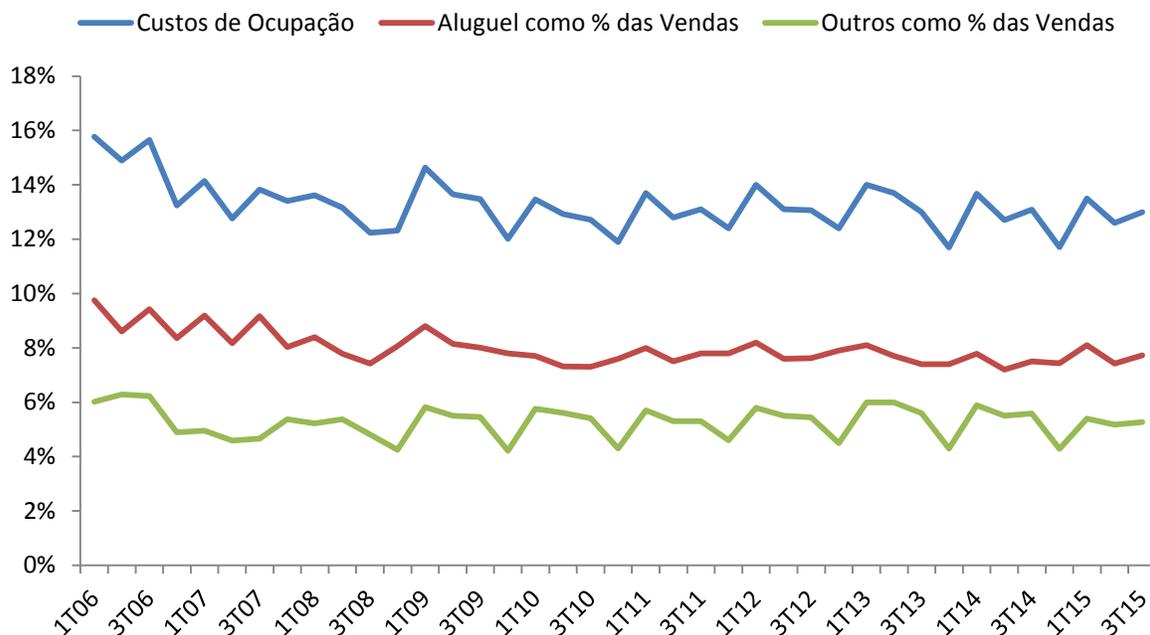
Se o custo de ocupação estiver aumentando, isso pode significar uma piora na situação dos lojistas e duas causas podem explicar o movimento:

Queda nas vendas: valor faturado reduziu ou apresentou variação inferior à variação do aluguel (como foi visto, pelo índice IGP-M); ou

Aumento das despesas comuns, como condomínio e fundos de promoção.

De toda forma, essas tendências têm de ser observadas de perto e o administrador do shopping tem de ser proativo no sentido ou de oferecer melhores condições aos lojistas ou forçar uma renovação do mix.

Abaixo, a evolução do custo de ocupação da Multiplan:



Fonte: dados reportados pela empresa; tabela elaborada pelo autor.

Importante ressaltar que, apesar das piores macroeconômicas, os custos de ocupação tem se mantido em patamares relativamente estáveis.

#### 4.2. Incorporação comercial e residencial

Tendo começado como uma incorporadora, a Multiplan ainda faz uso da sua “expertise” para incorporação residencial e comercial de imóveis. A empresa incorpora tanto empreendimentos isolados como projetos de uso misto, sendo esta a mais comumente usada nos últimos anos. Um projeto de uso misto consiste na construção de um empreendimento comercial ou residencial ou ambos em terreno vizinho ou no mesmo espaço onde há ou será construído um shopping. Dessa forma, a companhia consegue otimizar a utilização do espaço bem como oferecer uma escolha mais ampla e atrativa aos clientes dos empreendimentos.

Do ponto de vista deles, pode ser mais interessante escolher um apartamento por ele estar mais próximo ou do seu trabalho ou de um centro de lazer, onde ele pode acessar com facilidade uma praça de alimentação ou lojas dos mais variados setores.

Dentre os empreendimentos comerciais podemos destacar, além das lajes e saletas tradicionais a construção de centros médicos junto aos shoppings, como foi feito no Barra Shopping, no Rio de Janeiro e o Morumbi Corporate, edifício comercial construído perto do Shopping Morumbi. Importante abordar o operacional por trás do segmento, mas de forma breve, pois representa a menor parte de contribuição aos resultados da companhia.

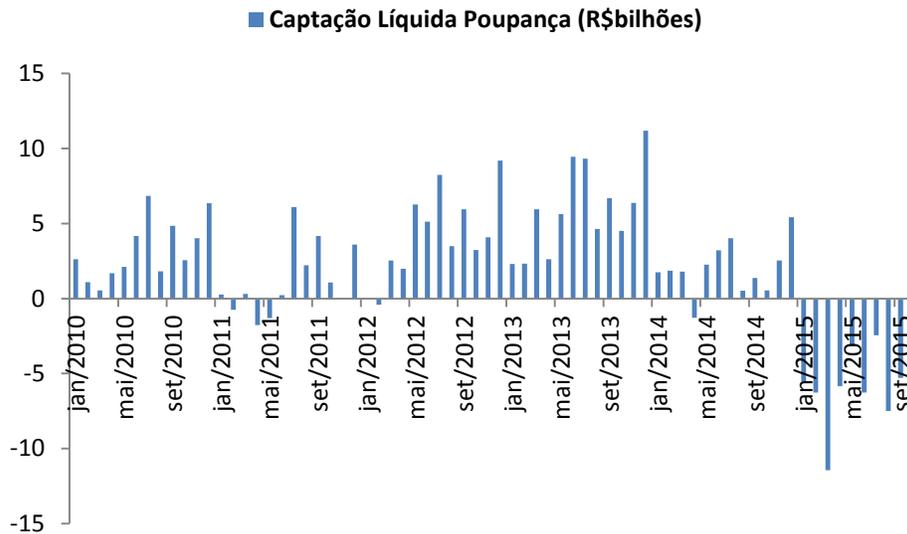
Para uma incorporação residencial ou comercial, a empresa possui uma equipe de prospecção de terrenos a fim de encontrar um que melhor se enquadre ao perfil desejado do empreendimento. Uma vez encontrado, a empresa adquire o terreno (via emissão de dívida, permuta ou pagamento em dinheiro) e contrata um financiamento para a construção do empreendimento. Tipicamente, os fluxos de amortização de tais financiamentos são atrelados ao fluxo operacional do projeto, de forma a minimizar os impactos financeiros que as dívidas podem ter sobre a companhia, visto que os retornos, só são obtidos mais a frente (dado o longo ciclo do setor).

Com relação aos fundamentos dos dois setores, como será visto a seguir, o momento macroeconômico do país não lhes é favorável.

No ramo habitacional, diversos são os fatores contribuindo para as dificuldades do setor, mas abaixo estão elencados os dois de maior impacto em 2015 e que assim devem continuar em 2016:

Aperto creditício: a política de concessão de financiamento imobiliário repousa sobre os pilares do SFH (Sistema Financeiro Habitacional) que, basicamente, obriga os bancos a utilizar 65% dos recursos de poupança para direcionar crédito ao segmento. Entretanto, o ano de 2015 tem sido muito ruim nesse ponto de vista, visto que estão ocorrendo saques líquidos, que vem pressionando a capacidade dos bancos de oferecer crédito. O gráfico a seguir mostra a evolução dos saques da poupança desde 2010, tendo o ano de 2015 até outubro apresentado um saque líquido de R\$57 bilhões.

## Evolução da Captação Líquida da Poupança



Fonte: Banco Central; gráfico elaborado pelo autor

Renda disponível e incertezas: com o aumento nas taxas de desemprego no país ao longo do ano, associado a um aumento na inflação (como mostradas nos gráficos seguir), a renda disponível das famílias vem caindo, impedindo assim que elas consigam comprometer parte da renda com parcelas de financiamento imobiliário seja por insuficiência de renda, seja por incerteza quanto ao futuro.

Com relação ao segmento comercial, a situação tampouco é animadora e pode ser separada entre o segmento de saletas, destinada a pessoas físicas em busca de escritórios e o segmento de lajes comerciais, destinadas a empresas.

Consequência do excelente momento macroeconômico vivido na década de 2000, diversas multinacionais vieram se estabelecer no país. Consequentemente, aumentou em muito a demanda por espaços comerciais. Até o início da década atual, o Brasil conseguiu manter o bom momento macroeconômico de forma que as empresas continuavam a chegar e, consequentemente, a demanda por novos espaços comerciais parecia não ter fim.

Resultado disso: ocorreu uma superoferta de lajes comerciais exatamente no momento em que as condições do país se deterioraram, o que levou a um aumento

nas taxas de vacância tanto no Rio de Janeiro quanto em São Paulo, os dois principais mercados do segmento no país.

Com relação às saletas, uma dinâmica similar ocorreu: com o otimismo macroeconômico até recentemente, muitas pessoas físicas passaram a demandar saletas comerciais ou como forma de investimento, obtendo as receitas de alugueis, ou mesmo para instalação de consultórios ou pequenos escritórios de profissionais liberais. Enquanto o otimismo imperava, parecia que não havia fim para a demanda de saletas comerciais, principalmente por investidores. Sendo assim, as incorporadoras seguiam construindo empreendimentos desses modelos de forma ininterrupta.

Com as piores econômicas em curso, vemos o segmento sendo impactado de duas formas:

Aumento das taxas de juros da economia fez com que as taxas de retorno dos alugueis (calculadas como a receita de aluguel dividida pelo preço do imóvel) ficassem muito aquém de instrumentos melhores, mais líquidos e livres de risco. Com isso, caiu a demanda por novas saletas para investimento;

Aqui também houve uma superoferta, de forma que o estoque desse segmento aumentou de forma expressiva a menor demanda e oferta abundante fazem com que os preços caiam, de forma que os investidores que compravam com o intuito de ganhar na valorização do imóvel ficam menos dispostos a comprar finalmente há o fator econômico de renda disponível, em que tantos os investidores quanto os consumidores finais estão com menos renda disponível para a compra do bem.

## 5. Vantagens Competitivas Selecionadas

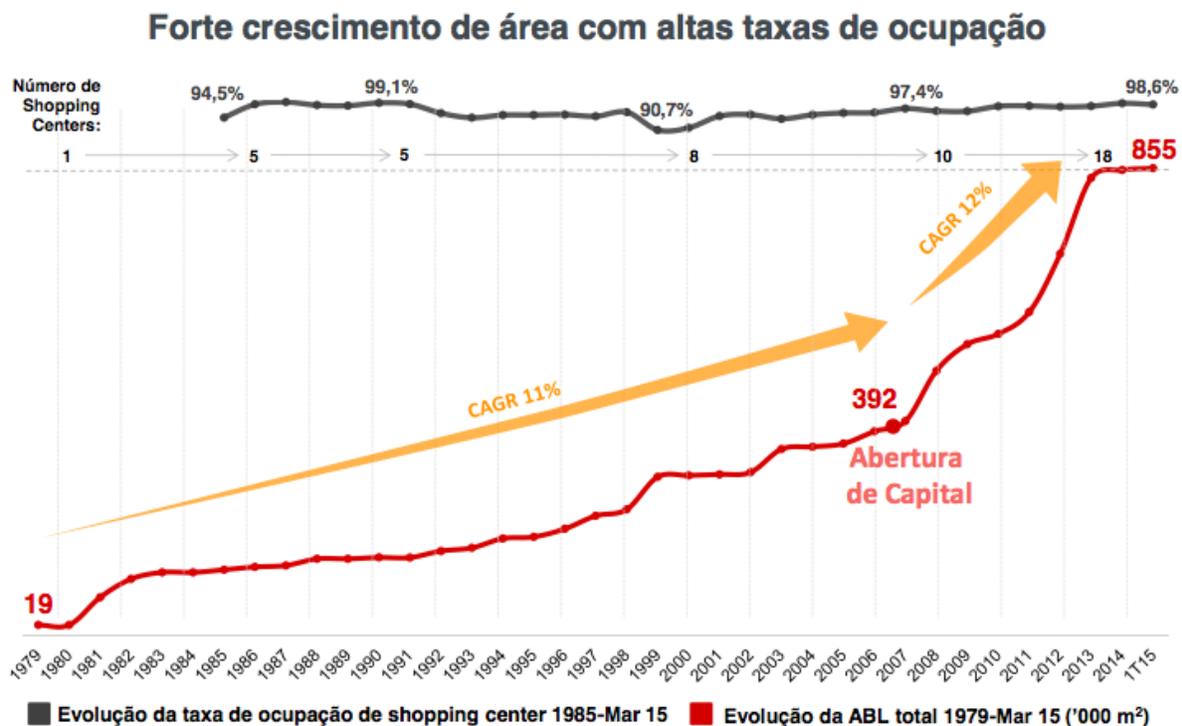
Foram escolhidas três métricas para avaliar as vantagens comparativas que a empresa possui, a saber: estabilidade e recorrência de resultados satisfatórios; localização geográfica; e experiência da Diretoria.

### 5.1. Estabilidade Financeira

Como visto no capítulo referente ao histórico da companhia, o fundador da companhia construiu seu primeiro *shopping* no ano de 1975, conferindo assim um alto grau de experiência à companhia.

Além dessa grade experiência, pode se ver no gráfico abaixo que a companhia sempre apresentou sólidas métricas operacionais que assim se mantiveram mesmo com o crescimento da companhia:

Recorrência em métricas operacionais



Fonte: apresentação APIMEC 2015 da Multiplan

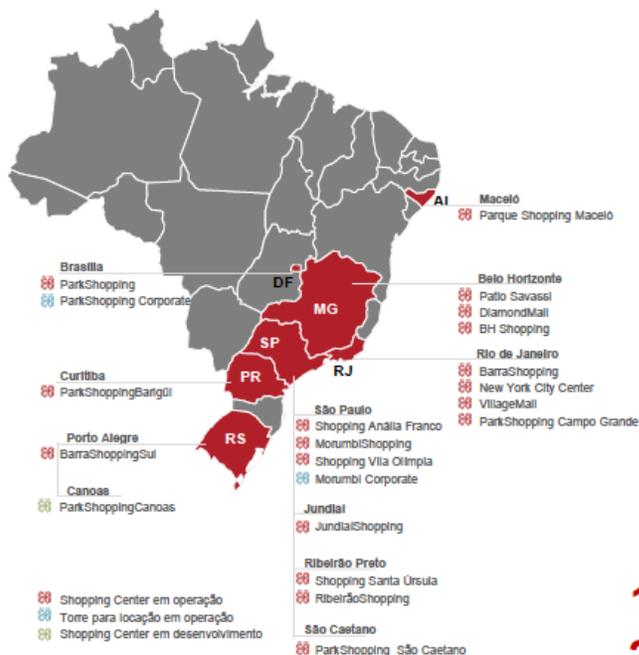
## 5.2. Localização

Os shoppings da empresa estão localizados nos maiores centros consumidores do país, como visto abaixo:

**40 anos em operação**



### Presença nas principais cidades do país



**54%** da  
população  
do país

**72%** dos shopping  
centers do país

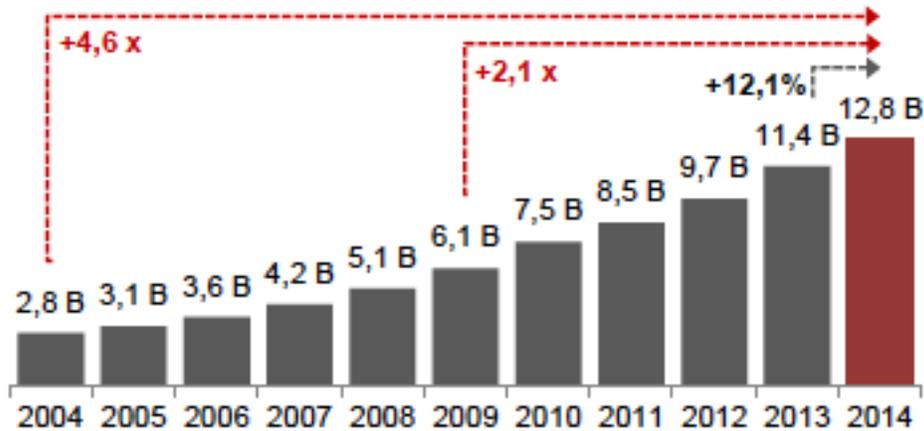
**72%** do  
PIB do país

**850** mil m<sup>2</sup>  
de ABL

**18** shopping centers +  
**2** torres comerciais

Fonte: apresentação APIMEC 2015 da Multiplan

Tal localização se reflete nos números da companhia, que apresentou fortes crescimentos de vendas, como se pode ver abaixo:



Fonte: apresentação APIMEC 2015 da Multiplan

### 5.3. Diretoria

A companhia é reconhecidamente uma das que possuem a melhor administração de shoppings do Brasil. Ao se analisar os membros da diretoria pode-se comprovar que tal afirmação corresponde à verdade, dada a longa experiência dos profissionais no setor.

Abaixo segue uma breve descrição dos principais membros, retirada do website de relações com os investidores da companhia:

- **José Isaac Peres:** como visto na seção correspondente ao histórico da companhia, Peres foi o fundador da companhia, estando em atuação no mercado imobiliário desde a década de 60 e na área de *shopping* desde os anos 70. Reconhecidamente um dos mais respeitados executivos do setor no país. Além de suas conquistas já mencionadas, Peres foi o fundador e idealizador da ABRASCE. Graduado em economia pela Faculdade Nacional de Economia da Universidade do Brasil, atual UFRJ. Ao longo da carreira, executou mais de 350 empreendimentos imobiliários.
- **Eduardo Kaminitz Peres:** é o vice-presidente do Conselho de Administração e Diretor Vice-Presidente da Multiplan. Coursou administração pela Universidade Cândido Mendes. Ingressou na Companhia em 1988, ocupando diversas posições desde seu ingresso.

- **Armando D`Almeida Neto:** Diretor Vice-Presidente e de Relações com Investidores. Tem 25 anos de experiência no mercado financeiro com grande parte dedicada ao mercado internacional. Até Janeiro de 2008 foi diretor presidente da BullTick Brasil Consultoria e membro do Conselho de Administração da BullTick Capital Markets. De 2000 até 2005 Sr. d´Almeida foi diretor do Santander Investment Securities em Nova York (Grupo Santander). De 1997 até 2000 foi diretor do Banco Bozano Simonsen. Coursou administração na Faculdade Cândido Mendes e possui certificações pela National Association of Securities Dealer - NASD. Foi também instrutor e diretor do Forex Club do Brasil.
- **Alberto José dos Santos:** Diretor da Companhia. Graduou-se em ciências contábeis pela Universidade Cândido Mendes do Rio de Janeiro. Concluiu a pós-graduação em administração de recursos humanos pelo ISEP - Instituto Superior de Estudos Pedagógicos. Juntou-se a Companhia em 1975. Atualmente é responsável pelas áreas contábil, administrativa, de tecnologia da informação e recursos humanos da Companhia.
- **Marcello Kaminitz Barnes: Diretor Vice-Presidente de Desenvolvimento.** “Graduou-se em engenharia civil pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro em 1990. Juntou-se a Companhia em 1990, atuando como engenheiro das obras de expansão da Companhia, assumindo posteriormente a área de operações do BarraShopping. Foi responsável pelo desenvolvimento dos projetos em Miami, Estados Unidos. Atualmente é responsável pela área imobiliária e pelo desenvolvimento de novos negócios da Companhia.”

Observa-se, portanto, que a diretoria da empresa é composta por membros com bastante experiência no setor e que estão há muitos anos juntos, o que fortalece tese de que a Multiplan possui uma das melhores gestões do setor.

## 6. O Modelo

Feitas todas as considerações sobre os modelos operacional, econômico, financeiro e contábil bem como o contexto macroeconômico no qual a companhia se insere, faz-se necessário traduzi-las no modelo de avaliação da empresa, a fim de se obter uma estimativa de como eles afetam o valor justo da companhia.

O modelo funciona como uma tentativa de aproximação dos negócios da companhia. Para tanto é necessário fazer estimativas acerca de seus resultados futuros, bem como de seu balanço patrimonial, que serão usados como insumo para os demonstrativos de fluxo de caixa que, por sua vez, fornecerão o valor justo da companhia. As métricas de avaliação já foram citadas no capítulo correspondente, então este será limitado à exposição e justificativas das premissas utilizadas, bem como a estruturação do modelo.

Entretanto, antes de prosseguir, algumas considerações são necessárias: quando a companhia possui projetos de *greenfield* ou *brownfield* em andamento, o *Capex* a eles associado vai afetar negativamente a análise (como um desconto no fluxo de caixa operacional) e os benefícios futuros a ele associados não serão computados de maneira correta (as projeções de resultado se dão com base nos resultados atuais, ou seja, sem considerar esses novos projetos) e limitados a uma data futura.

Para se contornar esse problema, caso os projetos sejam relevantes para a companhia, devem-se fazer projeções explícitas deles de forma a incorporá-lo na equação de valoração do ativo. Para tanto, projeções explícitas são feitas referentes a esses projetos em questão.

Outro ponto a ressaltar é referente ao banco de terrenos da companhia. Uma das principais utilizações dos recursos levantados mediante a oferta pública inicial de ações foi a aquisição maciça de terrenos, com o objetivo de expandir suas operações organicamente, isto é, por meio de “greenfields” ou expansões.

Como se pode ver abaixo, a Multiplan possui 10 terrenos para incorporação, sendo todos ligados a shoppings existentes. Com isso, serão utilizados ou para expansões ou para projetos de uso misto.

Shopping Center	Área do terreno	Área privativa para venda*	Tipo de projeto	% Multiplan
BarraShoppingSul	159.587 m <sup>2</sup>	304.515 m <sup>2</sup>	Hotel, Apart-Hotel, Escritório e Residencial	100%
JundiaíShopping	4.500 m <sup>2</sup>	11.616 m <sup>2</sup>	Escritório	100%
ParkShoppingBarigüi	28.214 m <sup>2</sup>	43.376 m <sup>2</sup>	Apart-Hotel e Escritório	94%
ParkShoppingCampoGrande	317.755 m <sup>2</sup>	92.774 m <sup>2</sup>	Escritório e Residencial	90%
ParkShoppingCanoas	18.721 m <sup>2</sup>	22.457 m <sup>2</sup>	Hotel, Apart-Hotel e Escritório	na
ParkShoppingSãoCaetano	36.948 m <sup>2</sup>	138.000 m <sup>2</sup>	Escritório	100%
Parque Shopping Maceió	86.699 m <sup>2</sup>	182.665 m <sup>2</sup>	Escritório e Residencial	50%
RibeirãoShopping	102.295 m <sup>2</sup>	138.749 m <sup>2</sup>	Hotel, Apart-Hotel, Escritório e Residencial	100%
Shopping AnáliaFranco	29.800 m <sup>2</sup>	89.600 m <sup>2</sup>	Residencial	36%
VillageMall	36.000 m <sup>2</sup>	34.038 m <sup>2</sup>	Escritório	100%
<b>Total</b>	<b>820.519 m<sup>2</sup></b>	<b>1.057.790 m<sup>2</sup></b>		<b>83%</b>

*Fonte: relatório de resultados do terceiro trimestre de 2015;*

Não há nenhuma projeção explícita sobre o uso desses terrenos no modelo, o que faz sentido dado o cenário macroeconômico pior, implicando que dificilmente serão vistos novos projetos. A única exceção é o projeto de expansão do *Village Mall*, que deve ser construído nos próximos anos, mas não há nenhuma informação disponível sobre data de lançamento e premissas financeiras esperadas.



Ilustração do projeto do Village Corporate  
Ilustração artística do projeto preliminar – sujeito a modificação sem aviso prévio

*Fonte: relatório de resultados do terceiro trimestre de 2015;*

Apesar do cenário pior e baixa perspectiva de novos projetos, deve-se levar em consideração que tamanho potencial construtivo representa uma fonte adicional de valor para a companhia e que, por conservadorismo não estão sendo considerados.

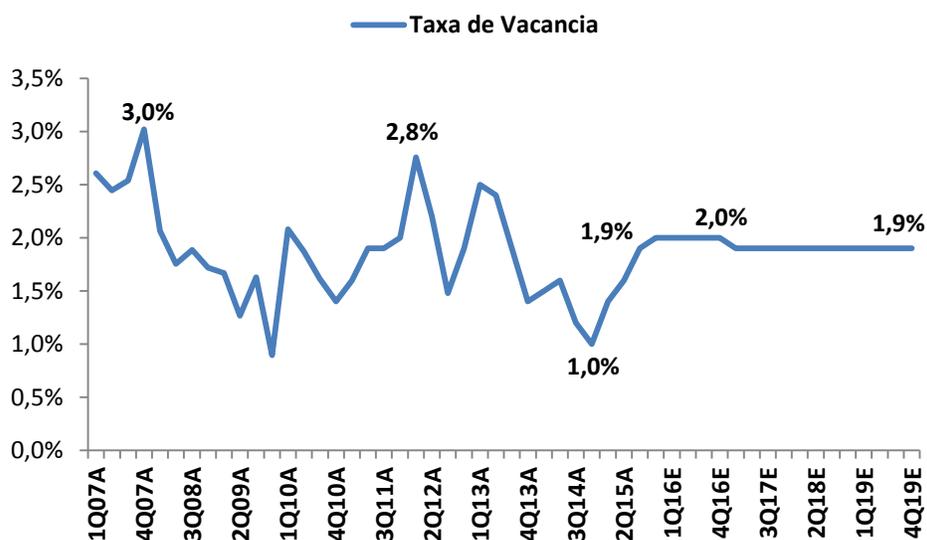
### **6.1. Projeções Operacionais**

Com o objetivo de tornar as projeções mais realistas, devem-se projetar algumas métricas operacionais que servem como base para reconhecimento de receita.

A primeira delas é a taxa de vacância, isto é, o percentual de lojas desocupadas sobre o total disponível. Antes de prosseguirmos a projeção, cabe notar que essas taxas são muito pequenas no absoluto, o que corrobora a qualidade dos ativos da companhia. Na verdade, as outras companhias abertas possuem níveis de vacância em patamares semelhantes e que são bem abaixo da média do mercado, refletindo assim a maior qualidade dos operadores mais capitalizados. Como foi visto anteriormente, as taxas de vacância da companhia sempre se mantiveram em patamares controlados.

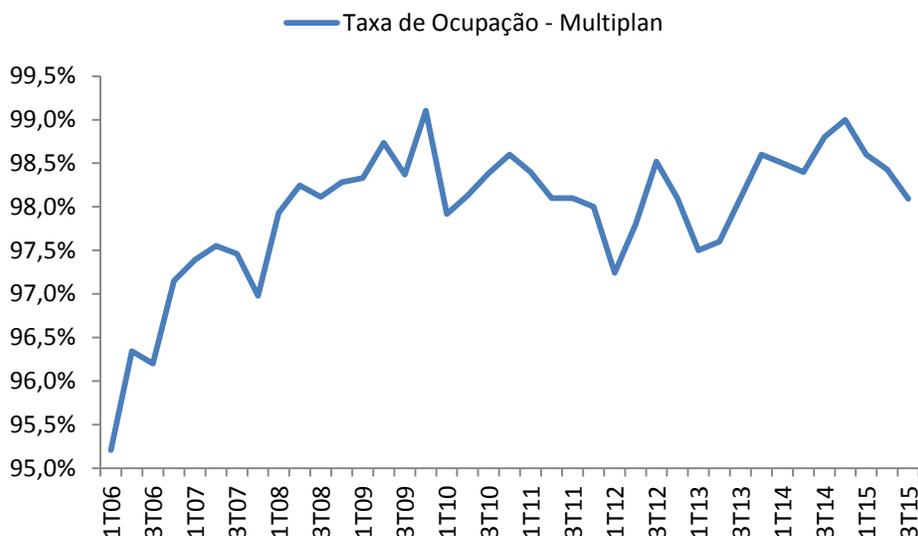
Ao longo de 2015 ficou clara a tendência de aumento nessa taxa, refletindo um cenário macroeconômico pior (maior mortalidade de lojistas). Para frente, entretanto, a taxa projetada é de 2% em 2016 e de 1,9% para os períodos à frente.

Isto é, não está sendo assumida uma melhora nessa linha para frente em cenários mais normalizados, o que mostra um conservadorismo maior nas projeções.



Fonte: dados da companhia e gráfico elaborado pelo autor.

Para efeitos ilustrativos, o inverso da taxa de vacância e a taxa de ocupação dos shoppings, cuja evolução é destacada abaixo:



Fonte: dados reportados pela companhia

Outra métrica de grande utilidade no modelo é a ABL<sup>12</sup> total da empresa. Como será visto a seguir, essa é uma das bases da projeção de receita do modelo. Portanto sua correta projeção é essencial, para uma projeção mais acurada das receitas. Isso se torna ainda mais relevante ao se levar em conta que serão entregues *brownfields* e *greenfields* nos próximos trimestres e anos, aumentando assim a ABL total da companhia.

Dados Operacionais	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
ABL Total (m <sup>2</sup> )	592.048	698.634	749.834	766.868	861.955	861.955	864.182	912.182	912.182
Crescimento nominal A/A	7,3%	18,0%	7,3%	2,3%	12,4%	0,0%	0,3%	5,6%	0,0%
ABL Proprio (m <sup>2</sup> )	411.424	521.439	554.103	565.949	652.081	652.081	654.230	692.630	692.630
Crescimento nominal A/A	10,6%	26,7%	6,3%	2,1%	15,2%	0,0%	0,3%	5,9%	0,0%
Participação Media	69,5%	74,6%	73,9%	73,8%	75,7%	75,7%	75,7%	75,9%	75,9%

Fonte: dados da companhia e tabela elaborada pelo autor.

A ABL total fica estável em 2016, mas apresenta leve crescimento em 2017 e 2018, refletindo a entrega de dois projetos.

## 6.2. Projeções do Demonstrativo de Resultado

Para modelagem econômico-financeira da empresa em questão, faz-se necessário que se conheça cada particularidade contábil e operacional para que

<sup>12</sup> ABL: área bruta locável, isto é, a área efetiva para locação em um empreendimento.

esses fatores sejam levados em conta e, por conseguinte, seja possível fazer um modelo o mais próximo possível da realidade.

Com o objetivo de elucidar e tornar o mais transparente possível a avaliação da empresa, as premissas utilizadas serão explicadas a seguir. Ficará clara a adequação das particularidades ao modelo em questão.

Para a realização das projeções detalhadas, consideramos o período até 2025 e, posteriormente, aplicaremos o cálculo da perpetuidade. A seguir, segue um breve detalhamento de cada uma das principais projeções utilizadas e posteriormente detalharemos as projeções efetivamente utilizadas.

Receita de Aluguéis: a projeção se dá dividida entre receita de projetos existentes, *brownfields* e *greenfields*.

Projetos existentes: com os dados históricos, calcula-se a receita de aluguéis pela ABL por trimestre. Entretanto, nem toda a ABL da companhia está ocupada, pois há vacância nos empreendimentos. Dessa forma, a ABL utilizada tem de ser efetivamente ocupada. Para tanto, é necessário estimar uma taxa de vacância para os trimestres seguintes. Como se pode notar, há uma forte sazonalidade no quarto trimestre, corroborando a forte sazonalidade do setor nessa época. Portanto, para projetar as receitas de aluguel dos trimestres a frente, faz-se necessário projetar um crescimento na receita de aluguel por ABL. Como os contratos são reajustados a IGP-M, pode-se considerar como o primeiro fator de correção o IGP-M acumulado, mas depois se deve estimar um componente de variação real. No cenário atual, com os lojistas sofrendo com a crise, parece razoável estimar um decréscimo real nos reajustes de aluguel, refletindo um cenário onde há um aumento no número de descontos concedidos.

*Brownfields*: a empresa divulga o total de ABL a ser adicionada no portfólio nos próximos trimestres, com um cronograma esperado. Para tanto, deve-se considerar a ABL desses projetos sendo adicionadas de acordo com o cronograma divulgado e projetar uma taxa de vacância para esses projetos. A partir daí, para a projeção de receita de aluguel, a receita por ABL da companhia

pode ser utilizada como base da projeção. Ajustes, entretanto, deverão ser realizados para refletir os incentivos que o *shopping* pode oferecer ao lojista como dar descontos nos reajustes, ou mesmo uma vacância maior no curto prazo, refletindo a menor maturidade do empreendimento.

*Greenfields*: aqui o exercício é similar ao de uma expansão. Porém, cabe notar que um dos projetos novos a ser adicionado no portfólio é a torre comercial do Morumbi. Apesar de ser um negócio diferente do de shopping, a forma de projeção de receita é similar: uma taxa de vacância deve ser estimada e também uma receita de aluguel média por ABL. Cabe lembrar que, devido ao cenário complicado para o setor, a companhia deve dar alguns descontos aos locatários como forma de estimular a ocupação do empreendimento. O aluguel deve ser em linha com o praticado para empreendimentos similares na região. Para os outros empreendimentos, a forma de projeção é a mesma utilizada para as expansões, tratada acima.

Após as projeções das receitas advindas do principal negócio da companhia, as projeções dos outros segmentos também devem ser feitas, de diferentes formas, tratadas a seguir:

Receita de Estacionamento: há diversas formas de se projetar essa linha como considerar a receita média por vaga ou por metro quadrado destinado a estacionamentos. Entretanto, como o fluxo de carros em um shopping deve refletir pelo menos em parte o fluxo de vendas no empreendimento, não há muita razão para se supor que as duas fontes de receita serão descorrelacionadas para frente. Com isso, feita uma análise histórica do quanto da receita total de alugueis a receita de estacionamento representa, pode-se extrapolar esse valor para períodos futuros. Cabe notar que, devido à forte sazonalidade do quarto trimestre em vendas, as receitas com alugueis acabam sendo mais fortes nesse período e, portanto, o estacionamento perde um pouco de representatividade quando comparado com os outros três trimestres. Portanto, esse efeito deve ser levado em conta na projeção.

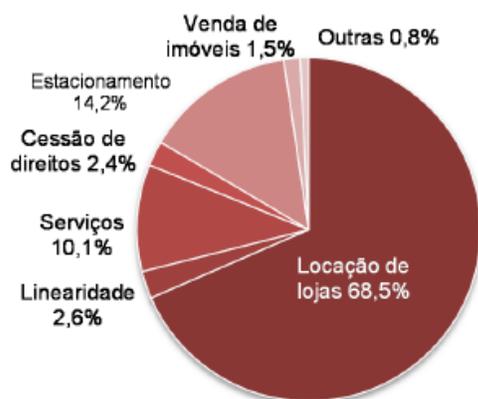
Receita de serviços e Cessão de Direitos: da mesma forma utilizada no estacionamento, a projeção se dá mediante a extrapolação de um percentual dessa receita sobre a receita total de alugueis da companhia. Novamente, cabe lembrar a sazonalidade do quarto trimestre, jogando a representatividade dessas receitas para baixo. No caso das receitas de cessão de direitos, as projeções levam em conta um a queda para os próximos anos, refletindo a maturação do portfólio e a conseqüente menor representatividade de novos espaços sendo ocupados.

Adicionalmente, há as receitas aqui tratadas como “outras”, que englobam as receitas de incorporação e outras não determinadas. Como os projetos de incorporação estão no fim (entregando as ultimas unidades) e as outras receitas não são relevantes, as projeções só consideram as receitas abordadas acima.

Na tabela abaixo, estão relacionadas as projeções de receita, suas participações sobre o total e suas respectivas taxas de crescimento:

Multiplan BR GAAP - BRL m									
Dados Financeiros	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Receita Bruta Total</b>	<b>742,2</b>	<b>1.048,0</b>	<b>1.074,6</b>	<b>1.245,0</b>	<b>1.248,1</b>	<b>1.291,9</b>	<b>1.382,3</b>	<b>1.521,7</b>	<b>1.606,0</b>
Receita Bruta de Aluguel	486,3	561,9	679,0	801,3	885,8	964,2	1.031,7	1.132,6	1.195,4
Outras Receitas	256,0	486,0	395,5	443,6	362,3	327,6	350,6	389,0	410,6
Estacionamento	82,1	105,3	131,6	157,6	177,9	192,0	205,5	225,7	238,2
Serviços	82,3	98,4	105,1	119,1	114,6	126,0	134,8	148,1	156,3
Cessão de Direitos	39,1	37,8	52,9	36,8	23,6	9,6	10,3	15,2	16,1
Linearização	0,8	14,7	5,2	9,2	24,8	-	-	-	-
Outros	51,6	229,8	100,7	120,9	21,4	-	-	-	-
<b>Participação sobre o Total</b>									
Receita Bruta de Aluguel	66%	54%	63%	64%	71%	75%	75%	74%	74%
Outras Receitas	34%	46%	37%	36%	29%	25%	25%	26%	26%
Estacionamento	11%	10%	12%	13%	14%	15%	15%	15%	15%
Serviços	11%	9%	10%	10%	9%	10%	10%	10%	10%
Cessão de Direitos	5%	4%	5%	3%	2%	1%	1%	1%	1%
Linearização	0%	1%	0%	1%	2%	0%	0%	0%	0%
Outros	7%	22%	9%	10%	2%	0%	0%	0%	0%
<b>Taxa de Crescimento</b>									
<b>Receita Bruta Total</b>	NA	41%	3%	16%	0%	4%	7%	10%	6%
Receita Bruta de Aluguel	NA	16%	21%	18%	11%	9%	7%	10%	6%
Outras Receitas	NA	90%	-19%	12%	-18%	-10%	7%	11%	6%
Estacionamento	NA	28%	25%	20%	13%	8%	7%	10%	6%
Serviços	NA	19%	7%	13%	-4%	10%	7%	10%	6%
Cessão de Direitos	NA	-3%	40%	-30%	-36%	-59%	7%	48%	6%
Linearização	NA	1729%	-65%	78%	168%	NA	NA	NA	NA
Outros	NA	345%	-56%	20%	-82%	NA	NA	NA	NA

Fonte: Dados da companhia e tabela elaborada pelo autor



Fonte: relatório de resultado do terceiro trimestre de 2015-11-26

As projeções de crescimento para a receita de aluguel em 2016 são positivamente beneficiadas pela entrada e maturação de shoppings inaugurados nos últimos anos.

Se considerado somente o crescimento de receita de aluguel do portfólio atual, o crescimento seria de apenas 2% em 2016 (queda real implícita de 4%, dada a projeção de IGP-M de 6,3% para 2016, de acordo com o relatório Focus do Banco central). Para frente é assumido um cenário mais normalizado, mas sem crescimento real nas correções dos aluguéis, refletindo assim, um maior conservadorismo do modelo.

Receita de Aluguéis	2015E	2016E	2017E	2018E
Receita Total de Aluguéis (R\$mn)	885,8	964,2	1.031,7	1.132,6
Receita de Aluguéis de projetos atuais (R\$mn)	866,8	884,1	938,1	994,4
Receita de Aluguéis de expansões (R\$mn)	1,8	7,8	9,2	12,2
Receita de Aluguéis de "greenfields" (R\$mn)	18,3	76,1	88,5	130,6

Fonte: tabela elaborada pelo autor

Projeções Deduções da Receita Bruta:

Devido às diferenças fiscais entre as empresas controladas pela Multiplan, usa-se como forma de projeção a alíquota média efetiva, calculada dividindo-se o PIS/COFINS pela receita bruta total.

Projeções de Custos e Despesas

Custo dos Produtos Vendidos (*Cogs*, do inglês, *costs of goods sold*): composto basicamente pela depreciação mais o custo caixa dos projetos.

Depreciação: para projeção, deve-se considerar a depreciação histórica como percentual do imobilizado da companhia, chegando a uma taxa média de depreciação. Extrapolando-se isso para frente.

Custo caixa: inclui os custos de incorporação e os custos de mão de obra do shopping. Projetado com base no percentual histórico da receita líquida da companhia

Despesas Gerais, Administrativas e outras: as projeções devem considerar certa aglutinação de despesas a fim de facilitar as projeções, mas apenas o suficiente para que ainda haja certa sensibilidade na projeção, podendo assim refletir as dinâmicas particulares a cada tipo.

Com relação ao total das despesas, deve-se extrapolar um percentual histórico da participação dessa linha com relação à receita líquida total para os períodos futuros, também levando em conta as sazonalidades de fim de ano.

Abaixo, as margens obtidas pelas projeções de custo e despesas do modelo:

Margens	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Margem Ebitda	68,1%	64,7%	66,3%	68,7%	72,5%	74,3%	74,6%	75,2%	75,7%
Margem Líquida	52,5%	45,8%	33,5%	32,7%	31,3%	31,9%	36,0%	40,7%	45,0%
Margem FFO	61,4%	53,6%	46,3%	47,0%	45,4%	47,2%	52,1%	56,9%	61,9%

*Fonte: Dados da companhia e tabela elaborada pelo autor*

Uma melhora nas margens é considerada levando-se em conta a redução de despesas associadas a novos projetos e a maiores eficiências operacionais. Cabe notar que a margem *FFO* é a que apresenta a maior melhora dentre as três analisadas quando se consideram os próximos anos. Isso ocorre basicamente por uma melhora nos resultados financeiros da companhia, advindo, principalmente, de uma maior posição de caixa, o que confere a companhia uma receita financeira maior.

Há também um efeito das despesas financeiras (pelo fato da companhia não estar emitindo novas dívidas no modelo, de forma a refletir um cenário pior de desenvolvimento de novos projetos para frente).

Receita de Avaliação a Valor Justo das Propriedades para Investimento: por se tratar de uma receita não caixa, não afetando o fluxo de caixa da companhia, e de natureza subjetiva (baseada em projeções futuras), essa linha não é projetada pelo modelo. Mesmo se fosse, por não afetar o fluxo de caixa, não adicionaria valor ao modelo.

### Resultado Financeiro

Representado pela soma das receitas financeiras e as despesas financeiras.

Receitas Financeiras: a companhia auferir receita financeira da aplicação de seu caixa em títulos e produtos de investimento. Tipicamente, os recursos são aplicados em fundos e produtos de renda fixa de perfil conservador e de relativa alta liquidez, sendo assim facilmente acessáveis em caso de necessidade repentina de caixa para fazer frente a obrigações.

Para uma correta projeção, deve-se considerar o histórico de receita financeira dividida pelo caixa médio da companhia, de forma a se chegar a um percentual entregue pelas aplicações (*yield* do caixa). Em seguida, uma comparação com a taxa SELIC média do período é útil, pois tipicamente tais aplicações entregam um percentual dessa taxa. Extrapolando-se, assim, esse percentual da SELIC e, de acordo com a taxa SELIC projetada pelo modelo, se chegará a uma receita financeira (sobre uma posição de caixa também projetada pelo modelo).

Como já citado, espera-se um aumento nessa linha para os próximos anos, fruto de uma maior posição de caixa e taxa SELIC a patamares elevados por mais tempo.

Despesas Financeiras: de maneira oposta, a posição de endividamento da companhia faz com que ela incorra em despesas financeiras, que são os serviços das dívidas existentes em seu balanço.

Ao contrário do que ocorre com a posição de caixa divulgada pela empresa, as dívidas são reportadas de acordo com os índices de correção de cada uma. Isto é, há uma separação das linhas assumidas de acordo com o critério de índice de correção (TR<sup>13</sup>, IPC-A, CDI<sup>14</sup> e TJLP<sup>15</sup>). Portanto, para projeção futura, deve-se considerar o custo das dívidas de acordo com o divulgado e projetar os indexadores a fim de compor o custo total.

Interessante notar a alta representatividade de dívidas atreladas à TR. Isso reduz o custo de dívida da companhia e a coloca em uma posição mais defensiva com relação às taxas de juros mais elevadas.

Endividamento - Por Índice de Correcao	1Q15A	2Q15A	3Q15A
<b>TR</b>			
Saldo Final do Período (R\$mn)	925,8	905,9	885,9
Participacao no Total	43,4%	43,3%	42,9%
<b>CDI</b>			
Saldo Final do Período (R\$mn)	963,1	959,9	972,2
Participacao no Total	45,2%	45,9%	47,1%
<b>IGP-M</b>			
Saldo Final do Período (R\$mn)	40,4	32,0	23,7
Participacao no Total	1,9%	1,5%	1,1%
<b>IPCA</b>			
Saldo Final do Período (R\$mn)	19,8	20,7	21,4
Participacao no Total	0,9%	1,0%	1,0%
<b>TJLP</b>			
Saldo Final do Período (R\$mn)	138,5	128,3	118,2
Participacao no Total	6,5%	6,1%	5,7%
<b>Outras</b>			
Saldo Final do Período (R\$mn)	45,0	44,0	43,1
Participacao no Total	2,1%	2,1%	2,1%
<b>Endividamento Total</b>			
Saldo Final do Período (R\$mn)	2.132,6	2.090,8	2.064,5
Participacao no Total	100,0%	100,0%	100,0%

*Fonte: dados reportados pela companhia e tabela elaborada pelo autor*

Abaixo, como reflexo dessa composição de endividamento, vemos que o custo médio ponderado da dívida da companhia terminou o terceiro trimestre de 2015 a

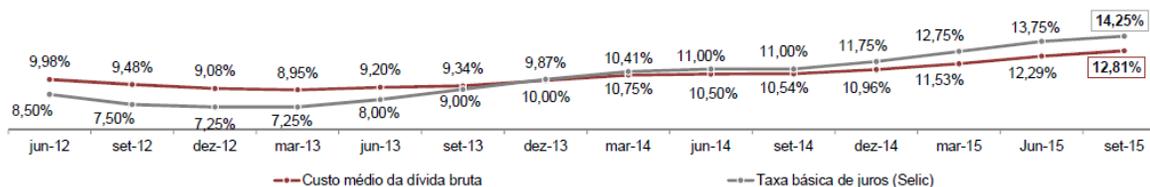
<sup>13</sup> TR: Taxa Referencial.

<sup>14</sup> Certificado de Depósito Interbancário

<sup>15</sup> Taxa de juros de longo prazo

144 pontos percentuais abaixo da taxa SELIC. Na verdade, de acordo com o gráfico abaixo, desde meados de 2013 o custo da dívida esta abaixo da SELIC.

### Evolução custo médio das dívidas



### Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (IR/CSLL)

Como já anteriormente citado, a alíquota efetiva de imposto de renda de pessoas jurídicas dificilmente será vista em acordo com as alíquotas cobradas. Porém, uma empresa de shopping nada mais é que uma agregação de diversas empresas menores controladoras dos empreendimentos individuais. Com isso, algumas dessas empresas podem estar sob o regime de lucro presumido.

Além disso, as receitas de avaliação a valor justo de propriedades para investimentos (não caixa) acabam distorcendo a quantidade de impostos pagos (diferenças entre regimes fiscais e contábeis). Com isso, ao se calcular a alíquota efetiva (IR/CS divididos sobre o lucro antes de impostos) nunca se chegará à alíquota real.

Dessa maneira, a fim de evitar problemas de se fixar uma alíquota futura, calcula-se o histórico do percentual que tais impostos representaram da receita bruta da companhia (forma simplificada de projeção) e se verifica que, apesar de volátil, o patamar ao redor de 8% não representa uma estimativa ruim para períodos futuros.

Análise Impostos	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Receita Bruta	742.2	1.048.0	1.074.6	1.245.0	1.248.1	1.291.9	1.382.3	1.521.7	1.606.0
EBT (Lucro Antes dos Impostos)	426.5	499.5	373.1	467.2	452.2	474.9	559.8	680.5	780.0
IR/CS	(117.5)	(110.1)	(88.5)	(99.1)	(112.5)	(103.3)	(110.6)	(121.7)	(128.5)
Alíquota Efetiva (sobre o EBT)	27.6%	22.0%	23.7%	21.2%	24.9%	21.8%	19.8%	17.9%	16.5%
Alíquota Efetiva (sobre a receita bruta)	15.8%	10.5%	8.2%	8.0%	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%

Fonte: dados da companhia e tabela elaborada pelo autor

Minoritários: de pouca representatividade nos resultados da companhia, não sendo lucrativo, portanto, dedicar muito tempo à sua projeção. Uma assunção de crescimento de acordo com o crescimento das receitas futuras já é o necessário.

Lucro Líquido: produto final da demonstração de resultados. Pouco tem a dizer sobre o desempenho operacional da empresa já que ele é afetado pela receita não caixa de avaliação a valor justo das propriedades para investimento.

FFO: como já anteriormente citado, o resultado da companhia é afetado por linhas de receita e despesa não caixa. Com isso, o lucro líquido tem pouco a dizer sobre a geração de caixa e resultado das atividades operacionais da empresa. Dessa forma, o mercado desenvolveu métricas de análise para expurgar esses efeitos e manter o que for caixa e proveniente da operação de fato.

A métrica FFO já foi tratada nos capítulos anteriores, então só demonstraremos as obtidas com o modelo utilizado.

Métricas Financeiras	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Lucro Líquido	355,0	440,9	327,8	369,6	352,9	372,2	449,8	559,4	652,3
Margem Líquida (%)	52%	46%	34%	33%	31%	32%	36%	41%	45%
FFO	415,4	515,6	452,8	531,2	512,0	550,2	650,2	782,1	897,2
Margem FFO (%)	61%	54%	46%	47%	45%	47%	52%	57%	62%

*Fonte: dados da companhia e tabela elaborada pelo autor*

## Resumo das Projeções de Resultado

Finalmente, com as todas as projeções relevantes detalhadamente explicadas, abaixo segue um resumo de todos os números projetados da demonstração de resultados da companhia utilizados no modelo:

<b>Demonstracao de Resultados</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>Receita Bruta Total</b>	<b>742,2</b>	<b>1.048,0</b>	<b>1.074,6</b>	<b>1.245,0</b>	<b>1.248,1</b>	<b>1.291,9</b>	<b>1.382,3</b>	<b>1.521,7</b>	<b>1.606,0</b>
Receita Bruta de Aluguel	486,3	561,9	679,0	801,3	885,8	964,2	1.031,7	1.132,6	1.195,4
Outras Receitas	256,0	486,0	395,5	443,6	362,3	327,6	350,6	389,0	410,6
Estacionamento	82,1	105,3	131,6	157,6	177,9	192,0	205,5	225,7	238,2
Serviços	82,3	98,4	105,1	119,1	114,6	126,0	134,8	148,1	156,3
Cessão de Direitos	39,1	37,8	52,9	36,8	23,6	9,6	10,3	15,2	16,1
Linearização	0,8	14,7	5,2	9,2	24,8	-	-	-	-
Outros	51,6	229,8	100,7	120,9	21,4	-	-	-	-
Deduções da receita bruta (PIS/COFINS)	(66,0)	(86,1)	(96,3)	(114,6)	(120,7)	(125,0)	(133,8)	(147,3)	(155,4)
<b>Receita Líquida</b>	<b>676,3</b>	<b>961,9</b>	<b>978,2</b>	<b>1.130,4</b>	<b>1.127,4</b>	<b>1.166,9</b>	<b>1.248,5</b>	<b>1.374,4</b>	<b>1.450,6</b>
<b>CPV</b>	<b>(163,4)</b>	<b>(269,9)</b>	<b>(314,4)</b>	<b>(339,5)</b>	<b>(295,5)</b>	<b>(305,9)</b>	<b>(337,2)</b>	<b>(373,3)</b>	<b>(398,3)</b>
Custo Caixa	(103,0)	(195,2)	(189,5)	(177,9)	(136,4)	(127,9)	(136,8)	(150,6)	(153,4)
Depreciação e Amortização	(60,4)	(74,7)	(124,9)	(161,6)	(159,2)	(178,1)	(200,4)	(222,6)	(244,9)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>512,8</b>	<b>692,0</b>	<b>663,8</b>	<b>790,9</b>	<b>831,8</b>	<b>860,9</b>	<b>911,4</b>	<b>1.001,1</b>	<b>1.052,2</b>
Despesa com Vendas	(28,1)	(49,0)	(35,8)	(37,4)	(35,1)	(36,8)	(38,7)	(40,6)	(42,6)
G&A	(96,0)	(109,4)	(119,1)	(131,6)	(141,4)	(146,6)	(153,3)	(160,4)	(167,9)
Outro Resultado Operacional	4,1	4,6	(22,6)	(0,2)	(9,6)	-	-	-	-
<b>Lucro Operacional</b>	<b>392,8</b>	<b>538,1</b>	<b>486,3</b>	<b>621,7</b>	<b>645,7</b>	<b>677,5</b>	<b>719,3</b>	<b>800,1</b>	<b>841,7</b>
<b>EBITDA</b>	<b>460,8</b>	<b>622,4</b>	<b>648,9</b>	<b>776,2</b>	<b>817,6</b>	<b>867,0</b>	<b>931,1</b>	<b>1.034,2</b>	<b>1.098,1</b>
Resultado Financeiro	31,6	(41,5)	(112,7)	(165,0)	(193,6)	(202,6)	(159,5)	(119,6)	(61,7)
Resultado Não Operacional	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equivalência Operacional	2,1	2,9	(0,5)	10,5	0,0	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>426,5</b>	<b>499,5</b>	<b>373,1</b>	<b>467,2</b>	<b>452,2</b>	<b>474,9</b>	<b>559,8</b>	<b>680,5</b>	<b>780,0</b>
IR/CS	(117,5)	(110,1)	(88,5)	(99,1)	(112,5)	(103,3)	(110,6)	(121,7)	(128,5)
Minoritários	(10,7)	(1,3)	(0,0)	0,0	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7
<b>Lucro Líquido</b>	<b>355,0</b>	<b>440,9</b>	<b>327,8</b>	<b>369,6</b>	<b>352,9</b>	<b>372,2</b>	<b>449,8</b>	<b>559,4</b>	<b>652,3</b>
Margem Líquida (%)	52%	46%	34%	33%	31%	32%	36%	41%	45%
<b>FFO</b>	<b>415,4</b>	<b>515,6</b>	<b>452,8</b>	<b>531,2</b>	<b>512,0</b>	<b>550,2</b>	<b>650,2</b>	<b>782,1</b>	<b>897,2</b>
Margem FFO (%)	61%	54%	46%	47%	45%	47%	52%	57%	62%

*Fonte: dados da companhia e projeções elaboradas pelo autor*

### 6.3. Projeções de Balanço Patrimonial

#### Componentes do Capital Operacional

Ativo Operacional: composto pelas contas a receber da companhia, mais os estoque e outros ativos de menor relevância.

Contas a Receber: composta basicamente pelos alugueis a receber de lojistas. Para projeção calcula-se o dia de recebíveis. O “dia de recebíveis” é definido como a receita de alugueis dividida pelo total de contas a receber no balanço, isto é, uma média de dias para receber os valores dos alugueis. Para retirar volatilidades da métrica, calcula-se utilizando a receita dos últimos doze meses. Assim, extrapola-se para o futuro o dia de recebíveis que se julgar coerente com o momento da empresa. No cenário atual, onde os lojistas estão com dificuldades financeiras, é razoável supor que eles atrasarão mais os alugueis e, conseqüentemente, vão demorar mais a pagar o devido. Refletindo isso, um aumento nos dias de recebíveis.

Terrenos e Imóveis a comercializar: a forma de projeção é similar à das contas a receber. Utiliza-se o dia de estoque (calculado da mesma forma do anterior) e extrapola o valor para períodos futuros.

Outros Ativos: por representarem uma conta heterogênea, de difícil projeção e de natureza não operacional, pode se utilizar os mesmos valores para frente

### Passivo operacional

Contas a Pagar: projetado da mesma forma que as contas do ativo operacional, porém ao invés de se utilizar as receitas para o cálculo dos dias de contas a pagar, o Cogs é o utilizado, refletindo assim a natureza passiva da linha.

Outros passivos operacionais: projetado da mesma forma que o contas a pagar.

Abaixo, segue a tabela relacionando todas as projeções do balanço patrimonial:

Multipian (BRLmn)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Balanco Patrimonial</b>										
Caixa	794,8	558,3	395,0	351,5	338,3	348,6	711,1	1.137,9	1.620,9	2.185,8
Contas a Receber	216,3	245,5	281,1	304,1	402,0	383,0	351,9	338,7	332,5	326,3
Outros Ativos - Circulante	86,4	577,5	569,9	589,2	395,0	336,6	336,6	336,6	336,6	336,6
Outros Ativos - Não Circulante	40,7	45,4	45,6	47,8	64,9	65,8	65,8	65,8	65,8	65,8
Investimentos	2.508,7	2.999,2	4.035,1	4.821,9	5.135,6	5.334,5	5.334,5	5.334,5	5.334,5	5.334,5
Imobilizado	18,5	19,8	17,4	17,4	32,5	95,4	131,6	160,0	24,9	(177,4)
Deferred Assets	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intangíveis	320,6	317,3	340,5	343,7	349,5	349,9	349,9	349,9	349,9	349,9
Outros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Ativos Totais</b>	<b>3.986</b>	<b>4.763</b>	<b>5.685</b>	<b>6.476</b>	<b>6.718</b>	<b>6.914</b>	<b>7.281</b>	<b>7.723</b>	<b>8.065</b>	<b>8.421</b>
Endividamento Circulante	162,5	67,2	114,4	212,9	216,2	348,5	363,3	379,2	383,1	383,1
Aquisições a Pagar	42,0	41,4	50,1	34,9	32,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4
Dividendos a Pagar	51,5	85,0	107,0	38,4	73,1	162,6	170,6	302,2	356,6	403,3
Imposto Diferido	25,9	60,9	19,1	50,0	45,2	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8
Outros Passivos Circulantes	229,0	183,7	258,9	177,1	129,4	115,6	115,6	115,6	115,6	115,6
Endividamento Não Circulante	246,4	801,5	1.685,3	1.920,6	1.948,4	1.763,4	1.838,6	1.918,8	1.938,6	1.938,6
Aquisições a Pagar	99,0	92,2	50,5	35,1	17,5	48,6	48,6	48,6	48,6	48,6
Outros passivos circulantes	164,4	214,9	194,0	187,7	185,8	182,0	182,0	182,0	182,0	182,0
Minoritários	-	-	-	0,2	2,8	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Patrimônio Líquido	2.965,5	3.216,4	3.205,3	3.818,6	4.066,9	4.203,7	4.473,2	4.687,5	4.951,2	5.260,9
<b>Passivo Total e Patrimônio Líquido</b>	<b>3.986</b>	<b>4.763</b>	<b>5.685</b>	<b>6.476</b>	<b>6.718</b>	<b>6.914</b>	<b>7.281</b>	<b>7.723</b>	<b>8.065</b>	<b>8.421</b>

Fonte: dados da companhia e projeções elaboradas pelo autor

## 6.4. Projeção do Fluxo de Caixa da Firma

NOPLAT: tal métrica é tipicamente usada para o cálculo do fluxo de caixa da firma, pois reflete o resultado operacional da companhia. Porém, como o método de avaliação escolhido é o de fluxo de caixa do acionista, pode-se partir diretamente do lucro líquido da companhia, de forma a já considerar os impactos da alavancagem financeira.

Lucro líquido: já é projetado sem o impacto das receitas de avaliação a valor justo das propriedades.

Depreciação e Amortização: devido à natureza não caixa dessa despesa no resultado da companhia, deve-se somar de volta esse valor sobre o lucro líquido, visto que ele foi negativamente impactado por essa linha.

*Capex*: composto pelo *Capex* de manutenção e de expansões.

*Capex* de manutenção: montante desembolsado com o fim de obter melhorias ou reparar, ou revitalizar ativos já existentes. Deve andar em linha com a depreciação, mas no caso de *shoppings*.

*Capex* de Expansão: como a companhia já divulga a lista de expansões e de *greenfields* que estão em andamento, basta ao analista considera-los de acordo com o cronograma divulgado e estimar o *Capex* por metro quadrado de ABL construída, realizando os ajustes que julgar necessário, como uma inflação de custos ou alongar a curva de construção do empreendimento, por exemplo.

No modelo em questão, as projeções do *CAPEX* foram divididas entre: *Capex* de manutenção, expansão e de inauguração (*greenfields*).

Por simplificação, foi assumido um mesmo valor de *Capex* por metro quadrado de ABL em expansões e *greenfields*, de R\$8.500,00, sendo corrigido a IGP-M.

Abaixo, uma tabela com o *Capex* histórico e projetado pelo modelo a fim de explicitar as premissas elaboradas:

<i>Capex</i>	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Capex Total (R\$mn)	(688,9)	(1.344,3)	(773,7)	(301,6)	(331,4)	(214,2)	(228,8)	(87,6)	(42,6)
Expansões (R\$mn)	(52,6)	(161,8)	(322,5)	(133,5)	(117,2)	(8,8)	(9,4)	-	-
"Greenfields" (R\$mn)	(599,3)	(948,1)	(399,2)	(47,2)	(102,3)	(171,2)	(182,7)	(47,4)	-
Manutenção (R\$mn)	(37,0)	(59,4)	(52,0)	(120,9)	(111,9)	(34,2)	(36,6)	(40,2)	(42,6)
Ebitda	420,9	569,9	590,8	730,2	769,2	857,4	920,8	1.018,9	1.082,0
Capex como % do Ebitda	164%	236%	131%	41%	43%	25%	25%	9%	4%

Fonte: dados da companhia e projeções elaboradas pelo autor

Importante notar a redução do *Capex* como percentual do *Ebitda* (estimativa de quanto da geração de caixa da operação é comprometido com os investimentos) para os próximos anos, refletindo uma forte desaceleração nos novos projetos.

Variação no Capital Operacional: como se sabe, os resultados da companhia são impactados por receitas de natureza contábil, sem impacto de caixa no momento da contabilização.

Um exemplo claro, como anteriormente citado, é o da receita de cessão de direitos. Essa receita tem um impacto caixa no momento do fato gerador, mas é reconhecida em um prazo de cinco anos nos resultados da companhia. Portanto, para fazer frente a um aumento de caixa no ativo no momento do recebimento, a companhia cria uma linha no passivo, chamada de receitas diferidas, que vão sendo abatidas na medida em que são reconhecidas no resultado. O cálculo da variação do capital operacional expurga esses efeitos não caixa que foram obtidos no resultado da companhia, de forma a somente refletir o componente caixa da operação.

Variação no endividamento: representa o impacto no caixa da amortização ou emissão das novas dívidas. Novas emissões são assumidas para fazer frente aos projetos “greenfields” e de expansão em andamento.

Fluxo de Caixa do acionista: resultado da soma das contas anteriores, Abaixo, segue uma representação resumindo o processo:

Fluxo de Caixa	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Lucro Líquido	355,0	440,9	327,8	369,6	352,9	372,2	449,3	558,0	651,4
Impostos Diferidos	(56,9)	(52,8)	(16,7)	(23,3)	(12,8)	-	-	-	-
Depreciação e Amortização	(60,4)	(74,7)	(124,9)	(161,6)	(159,2)	(178,1)	(200,4)	(222,6)	(244,9)
Necessidade de Capital Operacional	(423,7)	(1,2)	(97,1)	30,0	53,8	31,1	13,2	6,2	6,2
CAPEX	(640,0)	(1.344,3)	(792,4)	(301,6)	(331,4)	(214,2)	(228,8)	(87,6)	(42,6)
Emissão de dívida	459,7	931,0	333,9	31,1	(52,7)	90,0	96,1	23,7	-
Fluxo de caixa do acionista	(228,6)	48,5	(160,8)	244,6	133,9	423,3	453,5	594,7	671,9

## Projeção do Custo do Patrimônio Líquido

Como explicado na seção correspondente, há duas formas de se calcular o *Ke*. Para o presente trabalho ela foi calculada de acordo com a segunda opção, para refletir as variáveis macroeconômicas sob o ponto de vista de um investidor estrangeiro.

Seguem as premissas utilizadas:

Premissas Ke	Novembro/2015
US 10 y Yield	2,20%
CDS Brasil	4,68%
Beta	0,90
ERP	5,00%
<b>Ke (USD nominal)</b>	<b>11,38%</b>
Inflação Longo Prazo EUA	2,00%
<b>Ke (USD real)</b>	<b>9,20%</b>
Inflação Longo Prazo Brasil	4,50%
<b>Ke R\$ nominal</b>	<b>14,11%</b>

Fonte: Bloomberg e premissas do autor

## Perpetuidade

Para o cálculo da perpetuidade, uma premissa de 2% de crescimento real foi utilizada (6,5% nominal). Tipicamente tais premissas são arbitrárias, mas devem respeitar certa lógica em suas determinações. O setor de shoppings deve ter um prêmio de crescimento com relação ao setor de varejo do país. Assumindo que no longo prazo o setor de varejo deveria crescer em linha com a inflação e assumindo que os shoppings se ajustam de forma a manter um mix melhor e mais bem adaptado às regiões onde opera, faz sentido dar um prêmio de crescimento real ao setor.

Perpetuidade	
<b>Fluxo 2025</b>	<b>993,1</b>
Taxa de Crescimento (G)	6,5%
Ke	14,11%
<b>Perpetuidade</b>	<b>13.898,1</b>
Taxa de desconto	3,28
<b>Perpetuidade descontada</b>	<b>4.237</b>

## 6.5. Projeção do Valor Justo

Para a derivação do *upside/downside*, o preço base de 30/11/2015 é o utilizado.

Com todas as premissas acima utilizadas, o modelo entrega um valor justo de 43,88, o que dá um upside de 3% para os preços atuais.



## **7. Conclusão:**

O presente trabalho concluiu, de forma conservadora, que a ação da Multiplan encontra-se perto de seu valor justo a preços atuais. Desta forma, embora o cenário seja reconhecidamente ruim, com a adição do problema de persistente volatilidade nos mercados de títulos (afetando o preço da ação não apenas por questões microeconômicas), a empresa é sólida, comprovadamente uma das mais resilientes do setor, com uma das melhores diretorias e shoppings mais bem localizados e os cenários ruins já parcem em parte precificados. Todas os problemas macroeconômicos devem afetar a empresa e o setor, porém dadas as características abordadas ao longo do trabalho, a Multiplan parece uma boa opção para o investidor que quiser ter uma exposição ao segmento.

## 7. Referências Bibliográficas

ABRASCE. Associação Brasileira de Shopping Centers. Acessível em:

<http://www.abrasce.com.br> Acesso em: novembro de 2015.

BANCO CENTRAL. Acessível em: <http://www.bcb.gov.br> Acesso em: novembro 2015.

BLOOMBERG. Cotações. São Paulo, 2015.

BODIE, Zvi. Finanças. 2. ed. Porto Alegre: Bookman Editora, 2002.

BRANCO, Carlos Castello. Setor de Shopping Center no Brasil: Evolução Recente e Perspectivas. Estudo do BNDES. 2007.

*Buffett, Warren. Grant, Linda, "Striking Out at Wall Street," U.S. News & World Report, June 12, 1994*

*Copeland, T.E., T. Koller and J. Murrin, 1990, Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Investimentos. Editora QualityMark, 2010.

Multiplan – Resultados Trimestrais. Disponível em: <http://ri.multiplan.com.br/?idioma=ptb> Acesso em novembro de 2015.

Multiplan – Planilha interativa. Disponível em: <http://ri.multiplan.com.br/?idioma=ptb> Acesso em novembro de 2015.

Multiplan – Apresentações. Disponível em: <http://ri.multiplan.com.br/?idioma=ptb> Acesso em novembro de 2015.

GOMES, Henrique Ferreira. Caracterização da indústria de shopping centers no Brasil. Estudo do BNDES. 2008.

Martins Santos, et al. (1996). O Crescimento dos Shopping Centers no Brasil. Estudo do BNDES. 1996

Porter, M.E. (1980) *Competitive Strategy*, Free Press, New York, 1980.

Porter, M.E. (2008) *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*, *Harvard business Review*, January 2008.