

PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**Estratégias de precificação de empresas e um caso prático do setor de shopping Centers:
Aliansce Shopping Centers.**

Bernardo Roque Pereira

Matrícula: 1320629

Orientadora: Maria Elena Gava Reddo Alves

Rio de Janeiro, dezembro de 2018.

PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**Estratégias de precificação de empresas e um caso prático do setor de shopping Centers:
Aliansce Shopping Centers.**

Bernardo Roque Pereira

Matrícula: 1320629

Orientadora: Maria Elena Gava Reddo Alves

Coordenador de Monografia: Marcio G. P. Garcia

Rio de Janeiro, Dezembro de 2018.

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pela professora tutora.”

Bernardo Roque Pereira

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

AGRADECIMENTOS

Concluir esta faculdade se mostrou tarefa árdua. Assim como escalar uma montanha, foi preciso muita paciência, disciplina, esforço e superação. Durante o caminho você se questiona se todo o seu esforço irá valer a pena, se você deve ou não continuar subindo. Hoje, depois de quatro anos, cheguei ao topo da minha montanha e agradeço cada momento em que eu decidi continuar subindo. E uma das lições mais valiosas que eu aprendi durante o caminho foi que ninguém conquista nada sozinho neste mundo e que devemos ser gratos às pessoas que nos ajudaram quando nós mais precisamos. Portanto, este espaço é dedicado às pessoas que estiveram ao meu lado durante todo o tempo.

Gostaria de agradecer, em primeiro lugar, ao meu pai. Que sempre foi e sempre será para mim, um exemplo tanto de superação quanto de caráter. Que sempre me ensinou que o caminho certo talvez não seja o mais rápido, mas é o único que vale a pena seguir.

Gostaria de agradecer à Jussara, que sempre se sacrificou para que eu tivesse a melhor educação ao nosso alcance.

Gostaria de agradecer ao meu irmão que, de uma forma singular e pouco convencional, me preparou para o mundo.

Gostaria de agradecer a minha irmã que me faz querer ser uma pessoa melhor todos os dias.

Gostaria de agradecer aos meus amigos de faculdade que sempre estiveram ao meu lado e me ajudaram ao longo de todo o percurso.

Finalmente, gostaria de agradecer a Maria Elena por toda atenção e apoio ao longo de todo o trabalho.

Sumário

1.	A importância de precificar ativos	7
1.1.	A escola Gráfica e técnica	7
1.2.	A escola fundamentalista	9
2.	Precificando empresas	10
2.1.	O Fluxo de Caixa Descontado	10
2.1.1.	Introdução ao Fluxo de caixa para a Firma e ao fluxo de caixa para o acionista.	11
2.1.3.	O Fluxo de Caixa para a Firma	15
2.1.4.	Taxa de Desconto	17
2.1.4.1.	Custo de Capital Próprio	18
2.1.4.2.	Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)	19
2.2.	Avaliação por múltiplos	20
2.2.1.	Preço por Lucro (P/L)	20
2.2.2.	Valor da Firma por EBITDA (EV/EBITDA).....	21
3.	O setor de Shopping Centers no Brasil.....	22
4.	A Companhia.....	28
4.1.	História e Portfolio	28
4.2.	Atividades da Companhia	32
4.2.1.	Composição da Receita Bruta.....	34
4.3.	O valor estratégico do Mix de lojas	37
5.	Valuation.....	39
5.1.	Premissas Macroeconômicas	39
5.2.	Premissas Operacionais	39
5.3.	DRE	40
5.4.	Capital de Giro	41
5.5.	Taxa de desconto	42

5.6. Resultados: Fluxo de Caixa para a Firma (FCFF)	45
5.7. Resultados: Análise de múltiplos	46
6. Conclusão.....	48
7. Referência Bibliográfica	49

1. A importância de precificar ativos

Como bem pontua Aswath Damodaran¹, ao comentar sobre a filosofia por trás da avaliação de ativos, “o princípio de um investimento sólido é que o investidor não pague por um ativo mais do que ele vale”. É a luz dessa afirmação que será introduzida a importância de se ter estratégias para precificar da forma mais justa possível um ativo.

A percepção de valor que um ativo possui, em certa medida, algum grau de subjetividade, uma vez que a utilidade proporcionada irá variar para cada indivíduo ou instituição, dado que estes possuem preferências diferentes e mudam de acordo com a finalidade do investimento. Dessa forma, deve-se pensar que as estratégias que serão dissecadas ao longo desta monografia são ferramentas para balizar a tomada de decisão e, deve-se sempre ter em mente que dado a existência dessa subjetividade e incerteza do futuro, nunca ir-se-á achar o valor intrínseco exato, mas, sim, um intervalo de valores. Por isso, por conservadorismo, deve-se sempre utilizar mais de uma forma de precificação, de forma à triangular os resultados e conseguir o menor intervalos de preços, com a maior confiança possível.

Posto isso, iremos discutir sobre os dois principais tipos de abordagem na procura de valor: a escola gráfica e técnica e a escola fundamentalista.

1.1. A escola Gráfica e técnica

A Escola gráfica e técnica, de forma velada, aceita a hipótese de mercados eficientes² ao assumir que qualquer nova informação é interpretada de forma padronizada pelo mercado. A abordagem gráfica supõe em alguma medida, que há algum *link* entre o movimento dos

¹ **Aswath Damodaran** (Índia, 1957) é um professor de finanças da Stern School of Business, na Universidade de New York, onde dá aula de finanças corporativas e avaliação de ações. É mais conhecido como autor de vários textos acadêmicos e práticos sobre avaliação de empresas, finanças corporativas e análise de investimentos. Sendo referência no assunto.

² A Hipótese de mercados eficientes defende que todas as informações disponíveis e relevantes já estão incorporadas nos preços dos ativos. Bodie, Zane e Marcus, autores do livro “*Investments*” reforçam essa ideia ao afirmarem: “*Notice one thing that all versions of the Efficient Market Hypothesis have in common: They all assert that prices should reflect available information*”. Em português, na tradução livre, entende-se: Perceba uma coisa que todas as versões da hipótese de mercados eficientes têm em comum. Todas elas defendem que os preços deveriam incorporar as informações disponíveis.

preços e a psicologia do investidor, assim como por variáveis financeiras subjacentes. Pelo menos, é isso que Damodaran afirma a respeito da crença por trás da análise grafista:

“A informação disponível sobre indicadores transacionais – oscilações de preços, volume de transações e vendas a termo – fornece boa indicação acerca da psicologia do investidor e as oscilações futuras de preço.” (Aswath Damodaran, pag 13, Avaliação de empresa, 2ed)

Implicitamente, isso nos diz que os preços não sofrem um passeio aleatório e que, na verdade, os preços se movimentam de acordo com certos padrões identificáveis. Alexandre Póvoa³ também corrobora de ideias semelhantes, para ele:

“A escola gráfica de análise admite, indiretamente, que os investidores têm um grau de informação razoavelmente uniforme e tendem a repetir as atitudes do passado. Os gráficos simples, com a definição de figuras, são os instrumentos principais para se definirem tendências e preços futuros.” (Alexandre Póvoa pág 5, Valuation: como precificar ações)

Na mesma linha, a análise técnica utiliza-se de modelos mais complexos, usando a matemática e o empirismo para balizar sua tomada de decisão. Bodie, Kane e Marcus, descrevem em seu livro *“Investments”* a análise técnica como sendo:

*“Research to identify mispriced securities that focuses on recurrent and predictable stock price patterns and on proxies for buy or sell pressure in the market”.*⁴

Desta forma, fica mais claro a complementariedade entre essas duas análises, a grafista e a técnica, e a razão pela qual as duas representam uma das principais escolas quando estamos tratando sobre investimentos. Esse tipo de abordagem, no limite, diz que através de certos padrões de movimento dos preços, é possível identificar mudanças nas variáveis fundamentais do ativo e, conseqüentemente, saber como se posicionar.

³ É economista, formado pela Universidade Federal do Rio de Janeiro e com pós-graduação em Finanças pelo IBMEC. Cursou seu MBA, com foco em Finanças e Economia, na Stern School of Business (Universidade de Nova York), com bolsa de estudos concedida pelo Banco Mundial. Hoje ele é Presidente e Sócio da Canepa Asset Brasil. Sendo também muito famoso por suas publicações na área de precificação de ações.

⁴ Em tradução livre: Pesquisa para identificar ativos mal precificados que foque em recorrentes e previsíveis padrões nos preços das ações e em indicadores para pressão de compra e venda no mercado.

1.2. A escola fundamentalista

A segunda escola proeminente é conhecida como fundamentalista, esta por sua vez é focada na análise de fundamentos financeiros da empresa para tentar achar um preço justo, de forma a quantificar da forma mais precisa possível algo que é subjetivo por natureza, dada a incerteza sobre o futuro e a diferença entre as preferências dos agentes do mercado. E, diferentemente, das hipóteses por trás da outra escola, a fundamentalista, segundo Alexandre Póvoa, considera que “as informações do mercado são assimétricas, portanto os preços não refletem o “valor justo”. Em outras palavras, o mercado recebe as informações em momentos, maneiras e quantidades diferentes”.

Além disso, como será visto ao longo deste trabalho, as abordagens fundamentalistas utilizam-se de inúmeras premissas tanto macro quanto microeconômicas a respeito do futuro. Adicionando isto à diferença dos investidores tanto no que diz respeito à aversão ao risco quanto na estratégia de investimento, é intuitivo que o valor intrínseco do ativo varie entre os agentes do mercado, justificando, então, a existência de ofertantes e compradores de determinado papel. Benjamin Graham⁵, precursor dessa abordagem, reforça o que foi discutido ao ter exposto que todo ativo possui um valor intrínseco que deve ser comparado com o preço corrente ou de mercado na hora de definirmos nossa recomendação de compra ou venda.

Embora se tenha discutido de forma bastante rasa as duas escolas e suas respectivas abordagens, já nos proporciona sensibilidade para nos questionar-se sobre qual seria o melhor estilo de análise para dada mercado. Por exemplo, no Brasil, um mercado acionário que se mostra bastante imaturo e bem menos líquido que outros mercados de países desenvolvidos, como os Estados Unidos, a sustentação da ideia que os mercados são eficientes e que os preços já refletem todas as informações relevantes disponíveis é bastante difícil. Portanto, dado o estágio de maturação do nosso mercado financeiro brasileiro, faz sentido acreditar que utilizar a abordagem fundamentalista nos trará valor, na medida em que a probabilidade do valor corrente e o valor intrínseco serem iguais é baixa.

⁵ Benjamin Graham é reconhecido como pai das análises de investimentos neoclássicas. Seus livros *Security Analysis* (1934), feito em parceria com David Dodd e o *The inteligente Investor* (1949) são referências e leituras obrigatórias para todo investidor. Também é conhecido como mentor de Warren Buffett, o investidor mais famoso do mundo.

2. Precificando empresas

O foco principal neste trabalho é dissecar duas abordagens de *valuation*: a primeira será fluxo de caixa descontado, também conhecido com DCF⁶. Olhando tanto pela ótica da firma quanto pela ótica do acionista, entretanto, por praticidade – ao longo da monografia será explicado o porquê dessa escolha.

A segunda será a avaliação relativa, também conhecida como análise de múltiplos, explicando suas respectivas funcionalidades, aplicabilidades e limitações. Posto isto, será utilizada para triangularmos os resultados encontrados na primeira abordagem.

2.1. O Fluxo de Caixa Descontado

A premissa central deste instrumento, segundo o pai do *Valuation*, Damodaran, o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa previstos desse ativo, descontado a uma taxa que reflita o grau de risco desses fluxos de caixa. Por outra forma, o valor de um ativo não é simplesmente o seu valor percebido em um momento do tempo, mas do benefício gerado por ele ao longo do tempo. Inclusive, pode-se entender a taxa de desconto como o retorno exigido pelo investidor para correr o risco da incerteza desses benefícios ou fluxos acontecerem. A partir disso, já poderá ser inferido que a imprevisibilidade dos fluxos de um ativo implicará em uma taxa de desconto maior, dado que o prêmio exigido para correr tal risco será, intuitivamente, maior. A fórmula utilizada neste método é representada por:

$$\text{Valor Presente de um ativo em } t = \sum_{t=1}^n \frac{FCt}{(1+r)^t}$$

Onde, temos que: r é a taxa de desconto; t é o período em que o fluxo ocorreu; n é o número de períodos da vida útil da empresa e; FCt representa o fluxo de caixa no período de tempo t .

⁶ DCF é uma abreviação para Discounted Cash Flow, que traduzindo para português se refere ao fluxo de caixa descontado.

Vale ressaltar que ao passo que se aumenta o horizonte projetado, menor é a previsibilidade e mais subjetiva fica a nossa análise. Portanto, normalmente, projeta-se o número de anos suficiente para que a empresa se torne uma empresa madura e, feito isto, usa-se uma forma de perpetuação dos fluxos de caixa, na qual estipula-se a taxa de crescimento o qual a receita crescerá ao longo do tempo. Essa fórmula é conhecida como:

$$\text{Valor da perpetuidade} = FC_{t-1} \times \frac{(1 + g_{\text{perpetuidade}})}{(r_{\text{perpetuidade}} - g_{\text{perpetuidade}})}$$

Onde g representa a taxa de crescimento dos fluxos de caixas que o ativo proporciona na perpetuidade.

A ideia central desta fórmula é que a empresa existirá para sempre, mas matematicamente, percebe-se o peso dado para os fluxos mais distantes é menor.

Dado que o foco de trabalho é precificar um ativo em especial - uma empresa - a partir de agora será esmiuçada cada uma dessas variáveis pela ótica da empresa.

Primeiramente, serão entendidos o que são esses fluxos de caixa que a empresa gera, tanto pela perspectiva do acionista como pela perspectiva da empresa. Uma vez compreendido, será possível entender as variáveis que geram valor para uma determinada empresa e, por conseguinte, conseguir-se-á discutir a taxa de crescimento dos seus fluxos.

Por final, será discutido entender o que influencia a taxa de desconto e como esta taxa de desconto influencia o valor da firma.

2.1.1. Introdução ao Fluxo de caixa para a Firma e ao fluxo de caixa para o acionista.

Para se entender a distinção dos dois, primeiros deve-se perguntar: A quem a empresa pertence? Posto em outras palavras, quem investiu o capital necessário na empresa para ela se tornar o que é hoje? Deve-se compreender que a firma é composta tanto pelos credores quanto

pelos acionistas, os chamados *Stakeholders*⁷, ambos investiram capital na empresa, embora de formas diferentes.

Portanto, quando está-se falando de fluxo de caixa para a firma (em inglês, *Free Cash Flow to Firm, FCFF*) está-se referindo ao fluxo de caixa que será usado para honrar o pagamento da dívida (credores) e pagar dividendos (acionistas). Já o Fluxo de Caixa para o Acionista, Póvoa descreve como:

“O Fluxo de Caixa para o Acionista contempla apenas o que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído para os detentores de capital próprio, após o pagamento de juros para os credores. Estamos nos referindo à companhia e à expressão em inglês equity. A tradução para o Fluxo de Caixa para o Acionista é o Free Cash Flow to Equity (FCFE). Portanto, toda vez que nos referirmos a FCFE, estaremos nos remetendo ao fluxo de caixa pertencente exclusivamente aos acionistas. ” (Póvoa, pág 133, Valuation: como precificar ações)

Para ilustrar a relação “o que pertence à quem”:

Tabela 1: “À quem pertence os fluxos do DRE?”

Demonstrativo de resultados (DRE)	
Fluxo	Dimensão
Receita Bruta	Firma
(-) impostos	Firma
Receita Líquida	Firma
(-) Custos	Firma
Lucro Bruto	Firma
(-) Despesas	Firma
Lucro Operacional	Firma
(+/-) Resultado Financeiro	Firma
Lucro tributável	Acionista
(-) Imposto de Renda	Acionista
Lucro Líquido	Acionista

Fonte: Alexandre Póvoa, Valuation: como precificar ações.

⁷ Segundo Póvoa, refere-se aos possuidores de “interesses” na firma, ou seja, os detentores de capital próprio ou de terceiros na empresa.

2.1.2. O Fluxo de Caixa para o Acionista

Segundo Damodaran, uma forma de descrever o modelo de Fluxo de Caixa para o Acionista, também conhecido por Fluxo de Caixa para o Patrimônio Líquido, é que este instrumento representa um modelo em que se considera como fluxo os dividendos potenciais, ao invés dos efetivos. Implicitamente, está-se considerando que os acionistas têm o poder de reivindicar esses fluxos, o que no mercado acionário, na maioria das vezes, só acontece via pressão, principalmente quando as empresas possuem uma forte governança.

O modelo de fluxo de caixa para o acionista proposto por Damodaran é:

Tabela 2: FCFE

<hr/>	
(+) Lucro Líquido	
(-) Investimentos físicos	Investimento Líquido
(+) Depreciação	
(-) Δ Necessidade de Capital de Giro (NCG)	
(+) Δ Capital Social	Variação da estrutura de capital
(-) Cancelamento de capital	
(+) Emissão de novas dívidas	
(-) Pagamento de Principal	
(+) Todos os itens sem efeito-caixa no DRE	
(-) Partes estatutárias	
<hr/>	
(=) Free Cash Flow To Equity	
<hr/>	

* Δ significa a variação da variável

Fonte: Aswath Damodaran. Avaliação de empresas, 2ed.

Entretanto, Póvoa chama a atenção que o “investimento líquido” é financiado tanto pelos acionistas quanto pelos credores e, portanto, deveríamos ajustar tais variáveis pela participação do capital próprio no capital total da empresa, tal participação ele denota por “£”. Segundo ele:

“Não usar o fator £ no cálculo do FCFE resultará em uma subestimação grosseira no valor da companhia. Em outras palavras, ao não considerar que parte do investimento projetado no fluxo será financiado por capitais de terceiros (dívida), estaríamos penalizando o verdadeiro valor da companhia”. (Póvoa, pag 137, Valuation: como precificar ações)

Dessa forma, ele defende um fluxo no seguinte molde:

Tabela 3: Construção do FCFE

(+) Lucro Líquido			
(£) x	(-) Investimentos físicos		Investimento Líquido
(£) x	(+) Depreciação		
(£) x	(-) Δ Necessidade de Capital de Giro (NCG)		
	(+) Δ Capital Social		Varição da estrutura de capital
	(-) Cancelamento de capital		
	(+) Emissão de novas dívidas		
	(-) Pagamento de Principal		
	(+) Todos os itens sem efeito-caixa no DRE		
	(-) Partes estatutárias		
<hr/>			
	(=) Free Cash Flow To Equity		
<hr/>			

* Δ significa a variação da variável

Fonte: Alexandre Póvoa, Valuation: como precificar ações.

A primeira grande vantagem, segundo Damodaran, é que a utilização do FCFE destrava mais valor à medida que se deixa de restringir aos julgamentos dos administradores quanto à política de dividendos e, com isso, encontra-se um valor mais “justo”. Outra vantagem descrita pelo autor é que o FCFE não é obrigado a ser um valor não-negativo, os fluxos neste método podem ser negativos, o que é muito comum em empresas em fase de expansão acentuada. Tais fluxos de caixas negativos refletem, implicitamente, que será necessário mais aporte de capital e a diluição esperada que irá ocorrer por conta disto já é incorporada ao valor do capital próprio pelos tais fluxos negativos.

Contudo, o modelo possui alguns fatores que acabam dificultando a sua aplicabilidade. O grande complicador é a estrutura de capital mantida pela empresa.

“Apesar de isso ser direto, eles têm também de estimar quanto caixa a empresa levantará com novas emissões de dívida e quanto usará para reparar dívidas antigas. Esse exercício é razoavelmente simples quando as empresas mantêm razão de endividamento estável, mas torna-se cada vez mais complicado à medida que se espera que as razões de endividamento mudem ao longo do tempo”. (Damodaran, pag 127, Avaliação de empresas, 2ed)

Portanto, quando se espera que as razões de endividamento mudem com o tempo, talvez o grau de subjetividade fique tão elevado que o benefício marginal se torne menor que o custo marginal (lê-se a complexidade do modelo e o grau de subjetividade).

2.1.3. O Fluxo de Caixa para a Firma

Anteriormente, no *Free Cash flow to Equity (FCFE)*, está-se preocupados em mensurar a riqueza do acionista. Agora, será vista uma outra perspectiva de valor, através do fluxo de caixa para firma. Procura-se o valor da firma, a qual pertence tanto aos acionistas quanto aos credores – todos que investiram capital na empresa para fazê-la funcionar.

$$\text{Valor da firma} = \text{valor dos acionistas} + \text{valor da dívida bruta}$$

Sem entrar de forma detalhada, deve-se evidenciar a principal característica que difere este método do anterior:

“No caso do FCFE, os movimentos relativos à estrutura de capital, como contração ou pagamento de dívidas, além do lançamento, recompra ou cancelamento de ações, não são levados em conta, dentro do conceito de empresa. Portanto, todos os investimentos serão feitos com o dinheiro da firma como um todo (credores + acionistas), perdendo sentido a utilização do fator λ (participação do capital próprio no capital total da empresa) para ponderar qualquer tipo de investimento”. (Povoa, pag 150, *Valuation: como precificar ações*)

Além disso, como mostrado na *tabela 1*, o Lucro líquido pertence apenas aos acionistas. Portanto, seria incoerente se começar o fluxo por ele, uma vez que está-se olhando pela ótica da empresa como um todo. Dessa forma, ir-se-á começar o fluxo pelo lucro operacional da empresa, o *EBIT*⁸.

Entretanto, como no FCFE a estrutura de capital não importa, dado que está-se olhando pela ótica da firma não será apurado o resultado financeiro antes de tributar - se fosse feito estaria errado, uma vez que a dívida proporciona benefício fiscal ao passo que poderão ser deduzidos os juros pagos da nossa base de tributação e como será visto, no FCFE todo benefício fiscal da dívida será obtido através da taxa de desconto que será utilizada para

⁸ EBIT, sigla que se refere à Earnings before Interest and Taxes, no Brasil, chamamos de LAJIR, Lucro antes de juros e imposto de renda.

descontar os fluxos -, em vez disso, será tributado em cima do lucro operacional, com isso, ter-se-á o famoso $EBIT(1-t)^9$ – lucro operacional depois dos impostos.

De acordo com Póvoa, estrutura-se o FCFF da seguinte forma:

Tabela 4: FCFF

(+)	EBIT (1-t)	
(-)	Investimentos físicos	Investimento Líquido
(+)	Depreciação	
(-)	Δ Necessidade de Capital de Giro (NCG)	
(+)	Todos os itens sem efeito-caixa no DRE	
(-)	Partes estatutárias	
(=)	Free Cash Flow To Firm	

* Δ significa a variação da variável

Fonte: Alexandre Póvoa, Valuation: como precificar ações

Já Damodaran prefere construir da seguinte forma:

$$FCFF = Ebit(1 - t) - (Gastos de capital - Depreciação) - Alteração em capital de giro não monetário$$

A organização sugere que se dê atenção especial ao gasto de capital excluindo a depreciação, que seria a nossa taxa de reinvestimento em ativos fixos.

Embora não seja levado em consideração os juros pagos e as eventuais mudanças de estrutura de capital de forma explícita no fluxo de caixa para a firma, irá ser considerado através da taxa que será usada para descontar estes fluxos, na fala de Alexandre Póvoa: “As eventuais mudanças na remuneração da dívida (juros) e na alteração da estrutura de capital serão captados pelo denominador, através do custo médio ponderado de capital (WACC)¹⁰”.

A grande vantagem de se utilizar este tipo de modelo é a praticidade de incorporar os benefícios da dívida e da mudança de estrutura de capital, algo que será visto de forma mais profunda e intuitiva quando entrarmos no tópico sobre taxa de desconto ou custo de capital.

⁹ Earnings Before Interest and taxes minus Taxes

¹⁰ Weighted Average Cost of Capital

Todavia, as limitações já nos são mais evidentes. A primeira é que o Fluxo de Caixa para os Acionistas é um fluxo muito mais intuitivo do que o Fluxo de Caixa para firma, a razão disso, Damodaran explica da seguinte forma: “Quando temos que estimar fluxos de caixa, a maioria de nós os analisa após pagamentos de dívida (fluxos de caixa livres para o patrimônio líquido), porque tendemos a pensar como empresários e considerar os pagamentos de juros e repagamento de dívida como saídas de caixa”. A segunda, foca na alienação, ao passo que desconsideramos o fluxo da dívida no FCFF, acabamos perdendo a sensibilidade da necessidade de aportes de capital, então, quando obtivermos um FCFE negativo que pressupõe um financiamento para possibilitar os fluxos futuros e um FCFF positivo, estaríamos correndo o risco de comprometer todos os fluxos futuros, caso não reagíssemos à esta situação de estresse.

2.1.4. Taxa de Desconto

A taxa de desconto que se usa para descontar os fluxos de caixa, seja o FCFF ou FCFE, deve refletir as seguintes variáveis: a manutenção do poder de compra, o valor do dinheiro no tempo e os riscos inerentes ao projeto ou empresa que tenta se precificar. Por conta das inúmeras variáveis envolvidas no desenvolvimento de uma taxa que reflita de forma justa os riscos do projeto, Póvoa classifica esta etapa como a mais fascinante, uma vez que afirma nunca existir uma resposta cientificamente correta.

Deve-se sempre buscar a consistência na construção da taxa que irá descontar os fluxos.

O fluxo de caixa livre para o acionista (FCFE), por ser líquido das obrigações com os credores, se torna um fluxo de dividendos potenciais, sendo direcionado diretamente aos acionistas. Portanto, a taxa que será usada para descontar este fluxo deve englobar unicamente os riscos dos acionistas, o chamado custo de capital próprio¹¹.

O fluxo de caixa livre para a firma (FCFF) é direcionado para empresa e deve-se levar em consideração os riscos incorridos, tanto pelos acionistas quanto pelos credores. Portanto, a

¹¹ Comumente abreviado por “Ke”.

taxa que será usada será uma ponderação entre o custo de capital próprio (dos acionistas) e o custo de capital de terceiros¹², o chamado Custo Médio Ponderado de Capital (WACC¹³).

2.1.4.1. Custo de Capital Próprio

Utiliza-se o modelo *Capital Asset Pricing Model*¹⁴, normalmente chamado de CAPM, para se construir o custo de capital próprio. A essência do CAPM supõe que todos os investidores otimizam seus portfólios à la Markowitz¹⁵ (Bodie, Kane e Marcus, 2014). Isto é, os investidores compõem suas carteiras de forma a neutralizar os chamados riscos diversificáveis que são relacionados aos riscos de um país, setor ou empresa. Entretanto, o investidor sempre vai estar sujeito ao risco de mercado, os chamados riscos sistêmicos ou não diversificáveis, que estão relacionados a fatores conjunturais, como crises econômicas.

O modelo defende uma relação preditiva entre risco e retorno. Dessa forma, quanto mais risco se toma mais retorno se espera:

$$Ke = Rf + \beta m(Rm - Rf)$$

Onde:

Ke = Custo do capital próprio. Ou seja, o retorno exigido para investir em um ativo com um dado risco.

Rf = Taxa livre de risco da economia

βm = Sensibilidade entre o risco de mercado ou sistêmico e o ativo em questão.

Rm = Retorno esperado do mercado

$(Rm - Rf)$ = Prêmio de Risco do mercado acionário

Portanto, empresas que são mais sensíveis ao risco de mercado estão fadadas a terem um custo de capital próprio maior, dado o maior risco dos seus fluxos. O Custo de capital

¹² Comumente abreviado por “Kd”

¹³ sigla em inglês de Weighted Average Capital Cost

¹⁴ Modelo de precificação de ativos financeiros.

¹⁵ A teoria de Markowitz defende que existe uma fronteira eficiente das carteiras, onde para cada ponto de volatilidade, existe uma composição ótima de ativos que maximiza o retorno esperado. Estar na fronteira eficiente, significa que a carteira foi otimizada com relação ao risco e retorno.

próprio (K_e) representa a taxa de juros exigida pelos acionistas e deverá ser usada para descontar os fluxos de caixa livre para o acionista (FCFE).

2.1.4.2. Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)

O WACC representa os retornos que todos os investidores em uma companhia, acionista ou credor, esperam auferir por estarem investindo seus patrimônios em um negócio particular em vez de outros com riscos similares, também conhecido como seus custos de oportunidades (Koller, Goedhart e Wessels, 2016)¹⁶.

A firma financia suas operações através do uso do capital próprio ou de capital de terceiros. Como estes incorrem em riscos diferentes, suas taxas devem ser diferentes. Por exemplo, como os credores possuem preferência no recebimento dos fluxos, normalmente, o custo do capital de terceiros é menor. Dito isto, a construção do custo de capital da firma deve passar pela ponderação dessas taxas.

$$WACC = \frac{E}{(E + D)} \times Ke + \frac{D}{(E + D)} \times Kd \times (1 - t)$$

Onde:

E = Valor de mercado da empresa;

D = Valor dos seus empréstimos ou dívidas emitidas;

Ke = Custo do Capital Próprio;

Kd = Custo da dívida;

t = Alíquota de imposto que a empresa está sujeita;

$\frac{E}{(E+D)}$ = Peso do capital próprio na estrutura de capital da empresa;

¹⁶ *The WACC represents the returns that all investors in a company, equity and debt, expect to earn for investing their funds in one particular business instead of others with similar risk, also referred to as their opportunity cost.* (Koller, Goedhart e Wessels, Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 2016)

$$\frac{D}{(E+D)} = \text{Peso do capital de terceiro na estrutura de capital da empresa;}$$

Pode-se perceber uma diferença na parte da equação relacionada ao custo de capital de terceiros, onde se tira o imposto desta. Isto acontece porque o fluxo de caixa para a firma (FCFF) não leva em consideração o benefício tributário de ter dívida, uma vez que só vai até o EBIT¹⁷. Entretanto, como o pagamento de juros diminui a base tributária (EBT¹⁸) e, com isso, o montante de impostos pagos. Como isto gera valor, deve-se levar em consideração na taxa de desconto.

2.2. Avaliação por múltiplos

Esta avaliação tem como objetivo a precificação de determinado ativo ou empresa através da comparação entre ativos ou empresas comparáveis, normalmente empresas do mesmo setor. Isto é, trata-se de uma análise relativa, onde se usa o múltiplo de empresas comparáveis para chegar ao preço de outra.

Essa abordagem tem como premissa que o ativo que será usado para comparar os múltiplos está correto, não estando preocupada em achar o valor intrínseco do ativo. Com isso, se a empresa que foi utilizada estiver sobreprecificada, por conseguinte, a empresa que está tentando ser precificada também o estará.

Como todas as abordagens, a avaliação por múltiplos têm suas deficiências. Entretanto, a praticidade e facilidade de entendimento a tornou uma técnica muito utilizada por inúmeros alocadores de recursos. Adicionalmente, deve-se buscar consistência na criação ou utilização de um múltiplo, sempre ajustando as bases.

2.1.1. Preço por Lucro (P/L)

O múltiplo Preço por lucro é um dos mais utilizados pelos gestores e analistas por conta da facilidade de cálculo e da sua interpretação intuitiva. Tem como componentes

¹⁷ Sigla em inglês para Lucro antes de juros e impostos

¹⁸ Sigla em inglês para Lucro antes de impostos

métricas do acionista, preço da ação e o lucro por ação. Em uma análise absoluta, significa quantos anos com determinado lucro é necessário para reaver o preço pago pelo ativo. Quanto menor for o índice, mais barato está se pagando pelo ativo e vice-versa.

O índice é utilizado da seguinte forma: usa-se o P/L de empresas consolidadas no setor e que estão sujeitas aos mesmos regimes tributários, e através do lucro da empresa que se quer precificar, estima-se qual seria o preço que a empresa teria de ter para se ajustar ao nível do índice P/L do setor.

$$\text{Múltiplo} \frac{P}{L} = \frac{\text{Preço por ação}}{\text{Lucro por ação}}$$

2.1.2. Valor da Firma por EBITDA¹⁹ (EV²⁰/EBITDA)

Se o múltiplo P/L analisado anteriormente tinha como seus componentes métricas do acionista, neste, temos como componentes métricas da firma. O índice EV/EBITDA usa o valor da firma, isto é, o valor de mercado adicionado ao valor de suas dívidas. Por consistência, ao utilizarmos o valor da firma, tanto dos acionistas como dos credores, usa-se como métrica de lucro o EBITDA que representa o lucro operacional da firma.

Este múltiplo apresenta algumas vantagens para uma comparação mais justa, dado que mitiga alguns fatores que causam distorções, como o regime tributário e as diferenças contábeis de amortização e depreciação.

Da mesma forma que o P/L, quanto menor for o EV/EBITDA, mais barato estar-se-ia pagando pela empresa e vice-versa.

$$\text{Múltiplo} \frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Valor de mercado} + \text{Dívida líquida}}{\text{Lucro antes juros, impostos, depreciação e amortização}}$$

¹⁹ Sigla em inglês para *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*. Em português, Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização .

²⁰ Sigla em inglês para *Enterprise Value*. Em português, valor da firma.

3. O setor de Shopping Centers no Brasil

Segundo a Associação Brasileira de Shopping Centers²¹, o primeiro shopping center inaugurado no Brasil foi em 1966, mais especificamente em São Paulo. Em 2017, pouco mais de 5 décadas depois, o mercado de Shopping Center do Brasil compreendeu 571 shopping centers, com 102,3 mil lojas ao redor do país.

Segundo a associação, para um empreendimento ser considerado um shopping Center, precisa cumprir uma série de exigências. São elas:

1. O empreendimento deve ter, normalmente, mais de 5 mil m² de Área Bruta Locável (ABL)²²;
2. Ser formado por diversas unidades comerciais, com administração única e centralizada, que pratica aluguel fixo e percentual;
3. O empreendimento deve, na maioria das vezes, dispor de lojas âncoras;
4. Possuir vagas de estacionamento compatível com a legislação da região onde está instalada;

Segundo o plano de MIX da ABRASCE, publicado em 2017, o enquadramento de uma operação como loja âncora se deve, principalmente, a área locada e à capacidade do empreendimento de trazer tráfego de pessoas para dentro do shopping. Normalmente, são lojas grandes, com mais de 1000 m². Lojas de departamentos de roupa, supermercados, centro médicos, academias e cinemas são caracterizadas como âncoras, pelo tamanho das lojas e pela capacidade de trazer fluxo de pessoas para dentro do shopping center.

Além disso, a ABRASCE classifica os shopping centers, de acordo com os critérios citados na tabela a seguir:

²¹ A Associação Brasileira de Shopping Centers é conhecida como ABRASCE.

²² Área Bruta Locável, normalmente abreviado por ABL, é um termo para designar a área interna de shopping centers, destinado à locação de salas.

Tabela 5: Classificação dos empreendimentos dentro do setor, segundo a ABRASCE

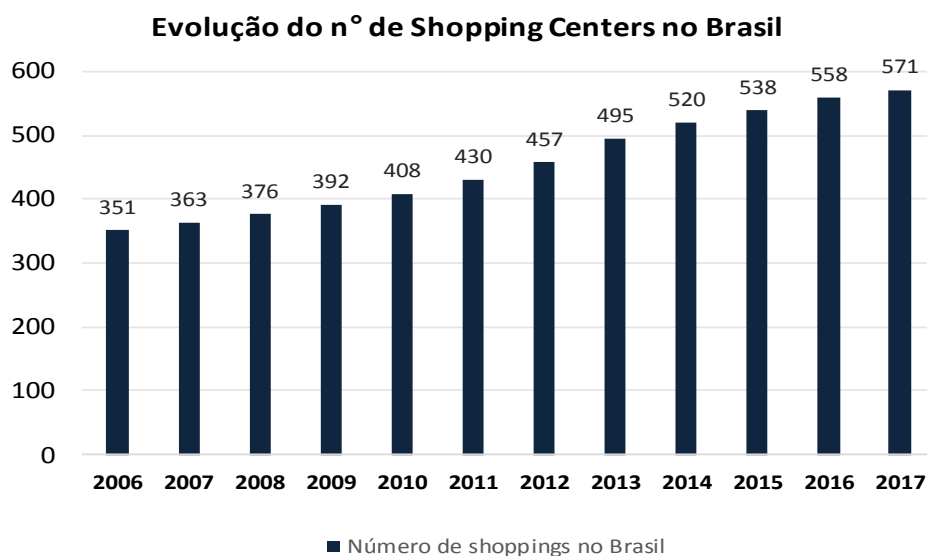
Classificação Abrasce por Tipo de Empreendimento

Tipo	Porte	ABL
Tradicional	Mega	Acima de 60.000 m ²
	Regional	De 30.000 a 59.999 m ²
	Médios	De 20.000 a 29.999 m ²
	Pequenos	Até 19.999 m ²
Especializado (Podem ser do tipo Outlet, Life Style ou Temáticos)	Grandes	Acima de 20.000 m ²
	Médios	De 10.000 a 19.999 m ²
	Pequenos	Até 9.999 m ²

Fonte: ABRASCE; Elaboração Própria

De acordo com números fornecidos da ABRASCE, ainda que o setor tenha mais de 50 anos de existência, 83% dos empreendimentos foram inaugurados no período de 1991 a 2015. Isso equivale a 476 shopping centers, uma média de aproximadamente 19 shopping centers por ano, sendo a década de 1990, a década em que o setor experimentou sua maior expansão. De 1991 a 2000, foram criados 219 shopping centers, isto é, 38% dos empreendimentos da indústria foram inaugurados neste período. Como mostra a tabela 6, no ano de 2017, foram inaugurados apenas 13 empreendimentos.

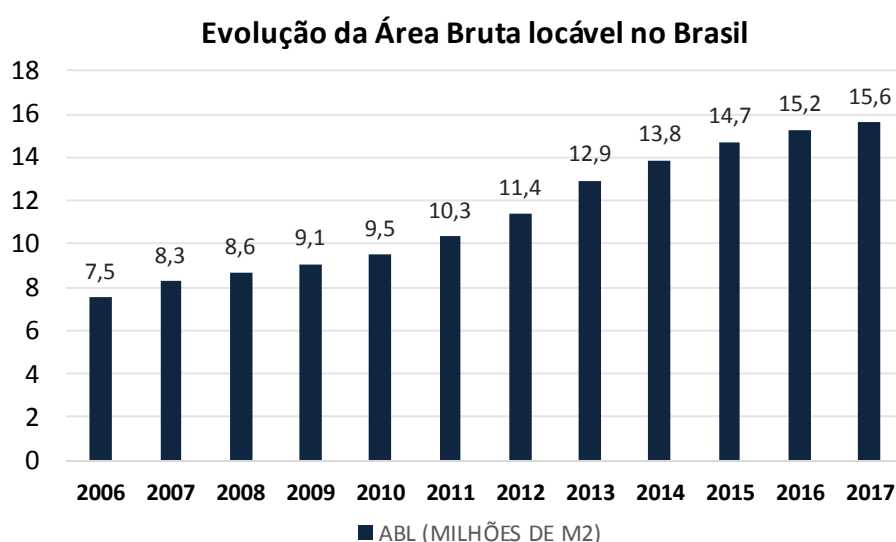
Tabela 6: Inaugurações da indústria



Fonte: ABRASCE; Elaboração própria

Embora o número de shopping tenha crescido 62,7% durante a amostra da tabela 6, de 2006 a 2017, pode-se perceber, pela tabela abaixo, que neste mesmo período, a área bruta locável, que é a área destinada para à locação de salas, cresceu 108%. Isto pode significar duas coisas: a indústria está lançando shopping maiores ou estão expandindo os que já possui. Portanto, analisar o crescimento da ABL parece ser uma medida mais justa para quantificar a expansão do setor.

Tabela 7: Evolução da ABL no Brasil, de 2006 até 2017



Fonte: ABRASCE; Elaboração própria

Além do crescimento do número de shopping centers e as áreas para locação de salas terem crescido de forma relevante no Brasil de 2006 até hoje, o fluxo de pessoas cresceu de forma robusta. De 2006 até 2017 o crescimento foi de 128%, chegando a 463 milhões de pessoas por mês, representando 5,56 bilhões de pessoas trafegando pelos empreendimentos por ano.

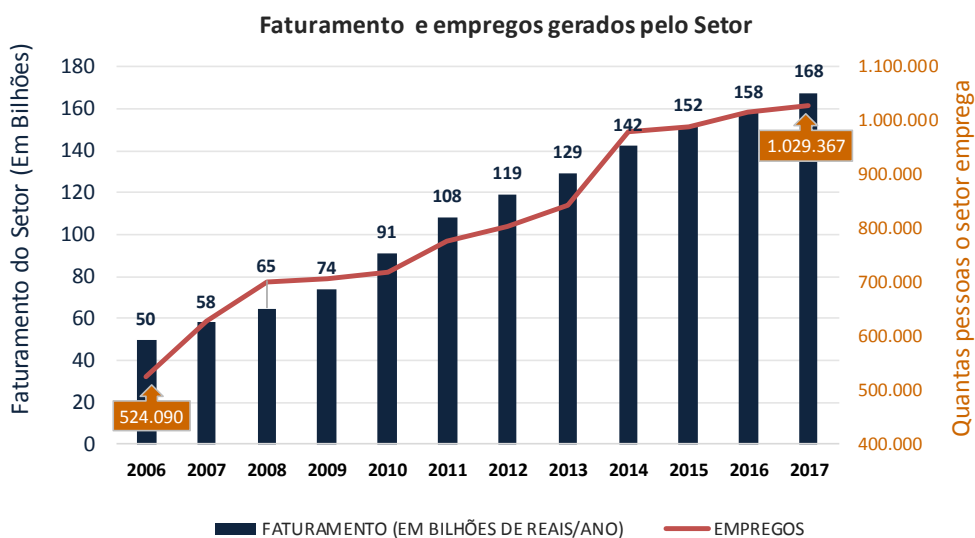
Tabela 8: Fluxo de Pessoas por mês



Fonte: ABRASCE; Elaboração própria

Já o faturamento do setor mais que triplicou no mesmo período. Segundo dados da Associação Brasileira de Shopping Centers, um crescimento de 235,4% em 11 anos. Da mesma forma, quando se analisa os números de empregos gerados, pode-se perceber a grande capacidade desse segmento em gerar empregos. Durante esse período de 11 anos, o setor criou mais de 505 mil empregos, saindo de 524 mil vagas de trabalhos para mais de 1 milhão de postos de trabalhos gerados, como está exibido na tabela 9.

Tabela 9: Faturamento e Empregos gerados do setor



Fonte: ABRASCE; Elaboração própria

Na Tabela 10, pode-se ver outra característica fundamental do setor, sua distribuição geográfica.

Tabela 10: Distribuição geográfica do setor (2017)

Região	Número de Shopping Centers	Proporção	Região	ABL (m²)	Proporção
Norte	27	5%	Norte	826.407	5%
Centro-Oeste	56	10%	Centro-Oeste	1.300.029	8%
Nordeste	86	15%	Sul	2.235.359	14%
Sul	98	17%	Nordeste	2.642.840	17%
Sudeste	304	53%	Sudeste	8.575.745	55%
Brasil	571	100%	Brasil	15.580.380	100%

Fonte: ABRASCE; Elaboração própria

Independentemente da ótica que se olha, pode-se perceber uma clara concentração desse tipo de empreendimento na região sudeste do Brasil. Mais de 50% dos shopping centers do Brasil estão localizados na região sudeste. Em uma análise mais profunda, Tabela 11, vê-se que São Paulo (32%), Rio de Janeiro (12%) e Minas Geras (8%) possuem mais da metade dos shopping Centers que todo o Brasil.

Tabela 11: Distribuição geográfica entre os estados

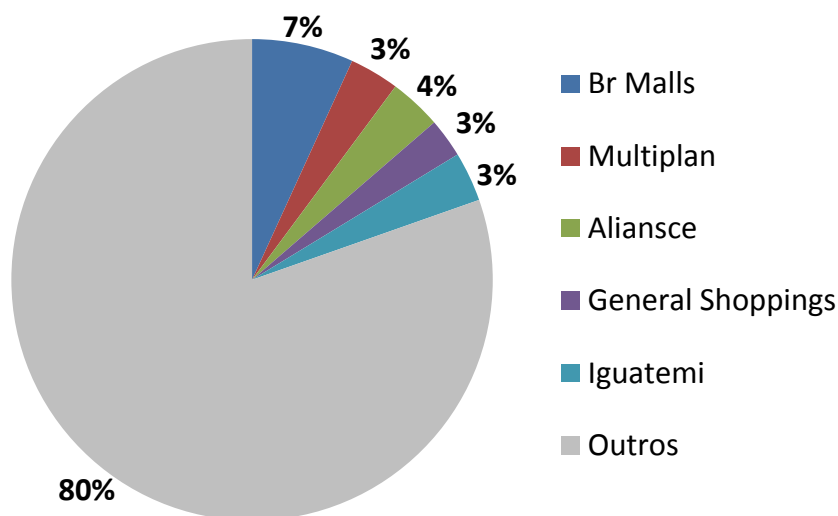
Estados	Número de Shopping Centers	Proporção	Estados	ABL (m²)	Proporção
RO	1	0%	SP	5.384.249	34,6%
AC	1	0%	RJ	1.751.792	11,2%
TO	2	0%	MG	1.152.549	7,4%
RR	2	0%	RS	870.758	5,6%
AP	2	0%	PR	747.404	4,8%
SE	3	1%	SC	617.196	4,0%
PI	3	1%	GO	573.578	3,7%
MS	4	1%	BA	556.271	3,6%
AL	4	1%	DF	425.066	2,7%
PB	5	1%	CE	524.928	3,4%
MT	6	1%	PE	544.660	3,5%
RN	7	1%	AM	324.353	2,1%
ES	9	2%	ES	287.155	1,8%
PA	9	2%	PA	284.039	1,8%
MA	9	2%	MA	239.281	1,5%
AM	10	2%	RN	166.635	1,1%
PE	15	3%	MT	169.214	1,1%
CE	18	3%	PB	205.586	1,3%
DF	20	4%	MS	132.171	0,8%
BA	22	4%	AL	150.819	1,0%
SC	26	5%	SE	130.599	0,8%
GO	26	5%	PI	124.060	0,8%
PR	33	6%	TO	39.842	0,3%
RS	39	7%	RR	55.844	0,4%
MG	47	8%	AP	50.133	0,3%
RJ	66	12%	RO	44.000	0,3%
SP	182	32%	AC	28.195	0,2%
Brasil	571	100%	Brasil	15.580.377	100,0%

Fonte: ABRASCE; Elaboração própria

Embora, o setor se mostre bastante concentrado geograficamente, isto não se reflete com relação aos participantes do setor. Segundo a Aliansce, as principais empresas do setor de capital aberto possuem apenas 20% do mercado, como é exibido na Tabela 12, mostrando que o setor de shopping centers no Brasil é extremamente pulverizado, sendo a BR Malls, a empresa com maior número de shopping centers.

Tabela 12 Principais empresas de capital aberto do Setor (2017)

Market Share do Setor (2017) - Em número de Shopping Centers



Fonte: ALIANSCE, formulário de Referência, 4º versão; Elaboração própria

4. A Companhia

Após a discussão teórica sobre modelos de precificação de empresas, o objetivo desta monografia é apresentar um exemplo prático. No caso, será utilizado a empresa ALIANSCE SHOPPING CENTERS S.A, uma das maiores empresas do setor de Shopping Center do Brasil.

Portanto, faz-se necessária uma discussão mais profunda sobre a empresa e suas competências, assim como um panorama geral do seu *portfolio*, ponderando as vantagens e desvantagens comparativas com seus concorrentes.

4.1. História e Portfolio

A companhia ALIANSCE foi constituída em dezembro de 2003. Na época, chamava-se Cayapas Empreendimentos Imobiliários Ltda. Entretanto, apenas deram início as suas atividades em 2004 com 2 *shoppings* próprios e outros 7 *shoppings* de terceiros em sua administração, através de uma *Joint Venture*²³ entre Renato Rique e a empresa General Growth Properties²⁴. Esta é uma gigante do segmento imobiliário nos Estados unidos e, aquele, por sua vez, possuía vasta experiência no setor. Segundo a companhia, a família Rique foi pioneira no mercado nacional de Shopping Centers.

Em 2005, teve seu nome mudado para Aliansce Shopping Centers Ltda. Durante 2006, desenvolveu e inaugurou quatorze shopping centers. Logo após, em março de 2007, ocorreu a transformação da sociedade em sociedade por ações de capital fechado denominada Aliansce Shopping Centers S.A. A empresa encerrou o ano (2007) com 20 *shoppings* e administrando outros 7 de terceiros. Em Janeiro de 2010 realizou uma oferta pública inicial, conseguindo

²³ Segundo o IPEA, o termo “refere-se a um tipo de associação em que duas entidades se juntam para tirar proveito de alguma atividade, por um tempo limitado, sem que cada uma delas perca a identidade própria.”

²⁴ Também conhecida como GGP Inc, a empresa possuía aproximadamente 125 *shoppings* em agosto de 2018, quando foi comprada pela Brookfield Property Partners por 9,25 bilhões de dólares, segundo a Globenewswire. Disponível em: <https://globenewswire.com/news-release/2018/08/28/1557660/0/en/Brookfield-Property-Partners-L-P-Completes-Acquisition-of-GGP-Inc.html>

captar R\$ 643.500.000 com suas ações sendo negociadas na BM&FBovespa, hoje B3 S.A²⁵, com o *ticker* ALSC3²⁶.

Em abril de 2012, a Companhia realizou a aquisição de controle em cinco shopping centers. Por conseguinte, a Aliansce se tornou a 3ª maior empresa do setor no país entre as empresas de capital aberto, na época, conforme informações públicas divulgadas pelas empresas de capital aberto do setor.

Ao final de 2016, a Companhia possuía participação em 20 *Shopping Centers* em operação. Juntos, eles somavam mais de 722 mil m² de Área Bruta Locável, estando presente em quatro regiões do Brasil.

Hoje, após algumas expansões, a Aliansce administra vinte shoppings e 3 lojas, as quais possuem um total de 732 mil m² de Área Bruta Locável. Entretanto, ponderando pela participação em cada shopping, a Aliansce possui aproximadamente 455 mil m², segundo informações públicas divulgadas pela própria empresa.

Na tabela 13 que será exibida abaixo, vê-se o *portfolio* da companhia que foi divulgado no final do segundo trimestre de 2018 e que consta no site oficial da Aliansce de relações com os investidores:

²⁵ Segundo o site de relações com investidores da B3: “A B3 S.A ou Brasil, Bolsa, Balcão é uma das maiores empresas provedoras de infraestrutura para o mercado financeiro do mundo em valor de mercado, oferecendo serviços de negociação (bolsa), pós-negociação (clearing), registro de operações de balcão e de financiamento de veículos e imóveis.”

²⁶ Em inglês, código de negociação da ação de uma determinada empresa. Esse código pode ser uma sigla, um número ou uma combinação de ambos.

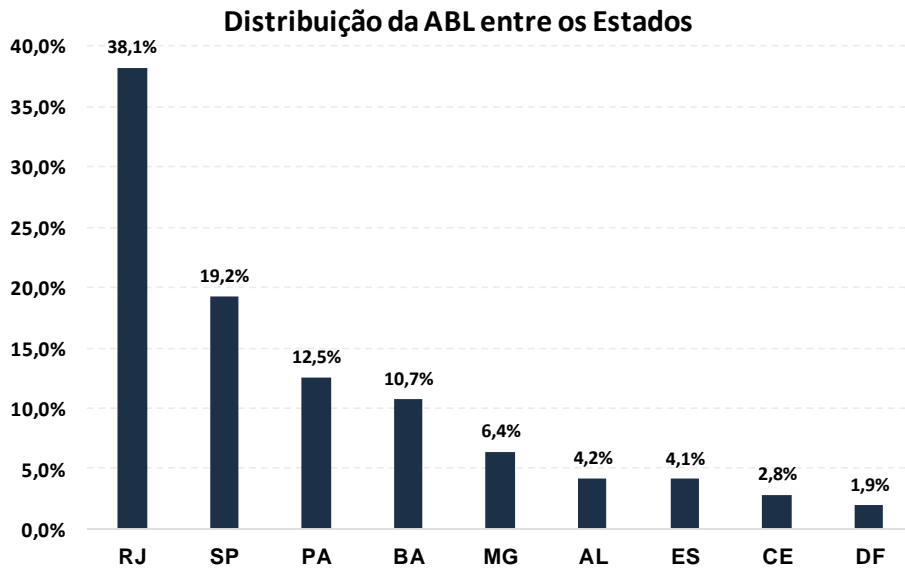
Tabela 13: Portfolio da companhia Aliansce

Portfolio Aliansce	Estado	ABL Total (m²)	Participação	ABL Próprio (m²)
Bangu Shopping	RJ	57.629	100%	57.629
Boulevard Shopping Bauru	SP	32.255	100%	32.255
Boulevard Shopping Belém	PA	39.407	80%	31.522
Boulevard Shopping Belo Horizonte	MG	41.672	70%	29.170
Boulevard Shopping Brasília	DF	17.510	50%	8.755
Boulevard Shopping Campos	RJ	25.033	100%	25.033
Boulevard Shopping Vila Velha	ES	37.359	50%	18.680
Carioca Shopping	RJ	31.556	100%	31.556
Caxias Shopping	RJ	25.558	65%	16.613
Parque Shopping Belém	PA	33.628	75%	25.221
Parque Shopping Maceió	AL	37.761	50%	18.881
Santana Parque Shopping	SP	26.496	33%	8.832
Shopping da Bahia	BA	67.029	69%	46.277
Shopping Grande Rio	RJ	38.248	25%	9.562
Shopping Leblon	RJ	25.681	25%	6.446
Shopping Parangaba	CE	32.212	40%	12.885
Shopping Santa Úrsula	SP	23.108	38%	8.666
Shopping Taboão	SP	36.512	78%	28.479
Shopping West Plaza	SP	36.841	25%	9.210
Via Parque Shopping	RJ	57.240	39%	22.358
Loja C&A Grande Rio	RJ	2.108	100%	2.108
Loja C&A Shopping da Bahia	BA	5.246	45%	2.339
Loja C&A Carioca Shopping	RJ	2.041	100%	2.041
Total Portfolio		732.130	62%	454.516

Fonte: Aliansce; Elaboração própria

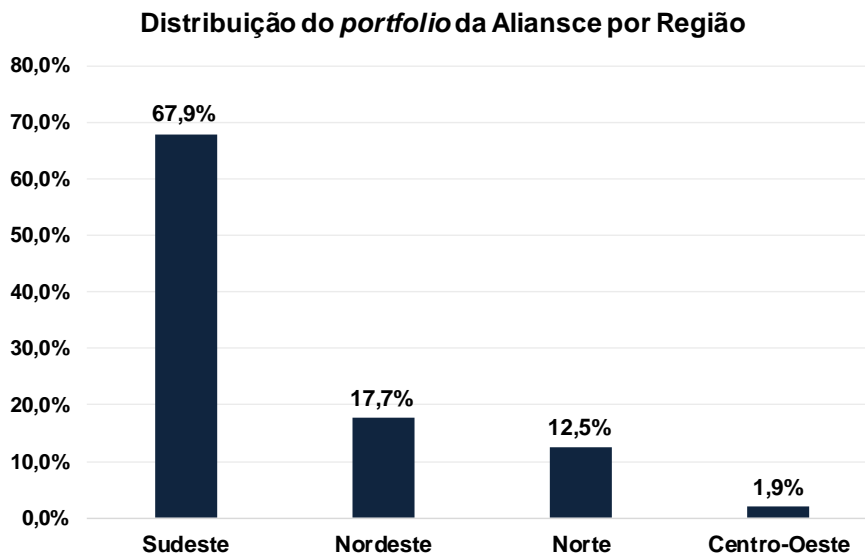
Pode-se perceber com a ajuda da Tabela 15 que embora a empresa esteja presente em quatro regiões do Brasil, cerca de 68% dos seus ativos estão no Sudeste, sendo os Estados do Rio de Janeiro e São Paulo responsáveis por mais da metade da ABL própria da companhia, com aproximadamente 260,8 mil m², o que representa 57,3% do Portfolio da companhia, como mostrado na Tabela 14 abaixo. Além disso, dos 20 shoppings que possuem, 7 ficam localizados no Rio de Janeiro e 5 em São Paulo. Disto isto, fica claro que a empresa não é tão diversificada geograficamente.

Tabela 14 Distribuição da ABL por Estado



Fonte: Aliansce; Elaboração própria

Tabela 15 Distribuição do Portfolio entre as Regiões do Brasil



Fonte: Aliansce; Elaboração própria

4.2. Atividades da Companhia

A companhia possui 2 linhas de negócios: as participações em Shopping Centers e a prestação de serviços para o segmento.

As participações em shoppings remuneram a companhia através dos aluguéis das áreas que estão alugadas, venda e transferência de pontos²⁷, receita das propagandas que são expostas dentro e fora do shopping além da receita oriunda dos estacionamentos.

A Aliansce também presta serviços no segmento de Shopping Centers, onde gera receita através da administração e comercialização de espaços de Shopping Centers e, além disso, atua no planejamento e no desenvolvimento desses ativos.

Dito isso, a empresa se mostra bem verticalizada e ativa em todas as fases do negócio, desde o estudo da região através de dados socioeconômicos, análise de viabilidade do projeto, desenvolvimento do Shopping, lançamento e comercialização do espaço, como também atua na gestão financeira, comercial, jurídica, operacional e de *mix* dos lojistas²⁸.

Além da participação nos 20 shoppings que a empresa administra, a companhia também presta serviços para 12 shoppings de terceiros. São eles:

²⁷ Além do aluguel pago mensalmente, o lojista também costuma pagar pelo ponto da loja. Normalmente, o preço depende da média do fluxo de pessoas que transitam em frente à loja, dado sua posição geográfica dentro do shopping.

²⁸ Segundo o Glossário disponibilizado por uma empresa concorrente do setor, a BR Malls, o Mix de Lojas é: “Plano de distribuição dos tipos e tamanhos de lojas pelo Shopping Center, de modo a gerar conveniência lucrativa para os lojistas e para os empreendedores dos Shopping Centers. Tradicionalmente, os Shopping Centers dividem suas categorias de lojas, que compõem o Mix de Lojas, em alimentação, artigos domésticos, vestuário, lazer, conveniência, serviços e miscelânea.”

Tabela 16: Shopping Centers de terceiros, nos quais a Aliansce presta serviços

Shoppings Administrados	Estado	ABL (m ²)	Prestação de Serviços
Boulevard Shopping Feira de Santana	BA	30.275	Administração & comercialização
Passeio Shopping	RJ	7.758	Administração & comercialização
Floripa Shopping	SC	29.663	Administração & comercialização
Santa Cruz Shopping	RJ	4.911	Administração & comercialização
Continental Shopping	SP	30.221	Administração & comercialização
Pátio Alcântara	RJ	8.057	Administração & comercialização
São Gonçalo Shopping	RJ	48.186	Administração & comercialização
Shopping Praça Nova Santa Maria	RS	22.066	Administração & comercialização
Montes Claros Shopping	MG	41.717	Administração & comercialização
Shopping Praça Nova Araçatuba	SP	21.542	Administração & comercialização
Goiabeiras Shopping	MT	26.351	Administração & comercialização
Boulevard Shopping Vitória da Conquista	BA	30.000	Administração & comercialização
Total Porfolio de terceiros		300.747	

Fonte: Aliansce; Elaboração própria

Algo que chama atenção é esta segunda vertente de negócio, a prestação de serviços de administração e comercialização em outros 12 shoppings nos quais eles não possuem participação. Quando se compara com as outras empresas de capital aberto do setor de shoppings centers brasileiro, não se vê algo parecido. Assim, faz-se necessário o seguinte questionamento: Por quê? Uma possível explicação é que ao fazerem, a empresa aumenta sua *expertise*²⁹ no segmento e aumenta o contato com os fornecedores. Entretanto, um aspecto negativo pode ser a falta de foco nos ativos próprios e em desenvolver projetos próprios.

Com o intuito de ilustrar e dar noções geográficas da diversificação das regiões em que a companhia atua, na tabela 17, é possível visualizar a discussão que havia sido apresentada na tabela 15 a respeito da concentração na região sudeste do Brasil.

²⁹ Na tradução livre, significa: competência ou qualidade de especialista em determinado assunto.

Tabela 17: Distribuição geográfica dos ativos

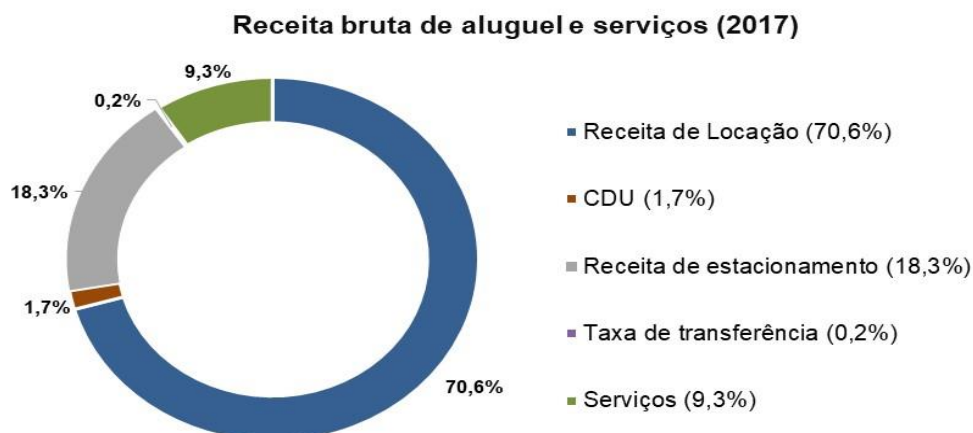


Fonte: ALIANSCE. Apresentação Institucional Abril (11/abr/2018)

4.2.1. Composição da Receita Bruta

A receita da companhia como se pode ver na tabela 18 é, majoritariamente, composta pela receita de locação, a qual representa 70,6% de toda a fonte de receita.

Tabela 18: Composição da Receita da companhia (2017)



Fonte: ALIANSCE, formulário de Referência, 4º versão; Elaboração própria

Esta receita é originada por três tipos de locação, são elas: Aluguel de lojas, aluguel de quiosques e aluguel de áreas de mídia.

Segundo informações divulgadas pela própria companhia, no segundo trimestre de 2018, os aluguéis de lojas representaram aproximadamente 85% da receita de locação. Portanto, sua principal fonte de receita. A empresa descreve o funcionamento desta fonte da seguinte maneira:

Dentre as receitas acima mencionadas, a receita de aluguéis de espaços comerciais representa nossa principal fonte de receita, correspondendo ao maior entre: (a) aluguel mínimo contratado, baseado em valores de mercado, pago mensalmente pelo lojista, sendo que no mês de dezembro de cada ano, é considerado o aluguel mínimo em dobro, e (b) aluguel percentual calculado por meio da aplicação de um percentual incidente sobre as vendas mensais do lojista. (Página 57, Formulário de Referência - 2018 - ALIANSCE SHOPPING CENTERS S.A, versão 4)

Pode-se perceber dado a descrição anterior da Aliansce que a dinâmica da receita dos aluguéis replica uma função de máximo, onde a receita oriunda dos aluguéis é sempre o maior entre o aluguel mínimo e um percentual da receita do lojista. Esta flexibilidade do contrato se mostra um fator positivo para a Aliansce, porque se houver um aquecimento do consumo, a empresa consegue capturar através do aluguel percentual e, olhando pela outra ótica, se o consumo decepcionar, a empresa recebe um aluguel mínimo. Este tipo de contrato, segundo a própria companhia, costuma ter um prazo médio de cinco anos.

Já os aluguéis de Quiosques e de áreas de mídia representaram, no mesmo período, aproximadamente 15% da receita de locação. Essas locações possuem caráter temporário. Os quiosques são as pequenas lojas que se localizam no meio dos corredores de um shopping. Já as áreas de mídia são os espaços para propaganda dentro e fora dos shopping centers.

Outra fonte de receita relevante é a oriunda da exploração dos estacionamentos dos shopping centers que a companhia possui participação. Conforme divulgado pela empresa e apresentado na tabela 18, esta representou 18,3% da receita bruta de 2017.

A receita com prestação de serviços, como mostrado na tabela 18, foi responsável por 9,3% da receita total da companhia de 2017. Segundo o site da companhia, essa receita é por conta dos seguintes serviços prestados:

1. Prestação de serviços de administração de Shopping Centers e respectivos condomínios.
2. Prestação de serviços de comercialização de espaços comerciais.

3. Serviços de Planejamento, desenvolvimento e gestão de marketing.

O termo “CDU” que aparece como uma das receitas da Aliansce é a abreviação para “Cessão de Direitos de Uso”, que é, basicamente, a venda do ponto ou da localização para o lojista. Diversos fatores são levados em consideração para a cobrança de tal taxa, segundo a companhia:

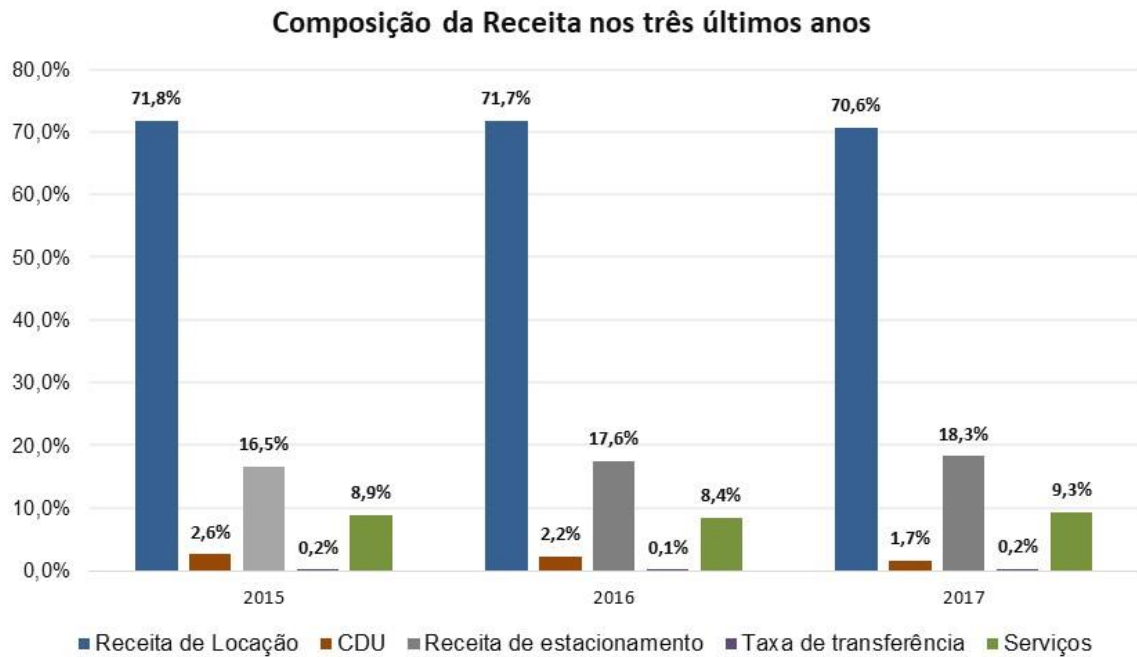
“Ao desenvolver suas atividades no Shopping Center, o lojista se beneficia do Mix de Lojas e da infraestrutura tecnicamente planejada e implementada pelo empreendedor, possibilitando ao lojista adquirir um fundo de comércio diferenciado ao de lojas localizadas fora de Shopping Centers. Em contrapartida pelos benefícios aproveitados pelos lojistas, o empreendedor cobra um preço pela cessão de direito de uso da infraestrutura técnica vinculada ao espaço do Shopping Center.” (Página 82, Formulário de Referência - 2018 - ALIANSCE SHOPPING CENTERS S.A, versão 4)

Como mostra a tabela 18 o CDU representou apenas 1,7% do total da receita bruta de 2017. Dada a descrição da receita por parte da Aliansce, parece que esta fonte de receita está sujeita a algum tipo de sazonalidade, uma vez que é durante o lançamento dos shopping centers que esta receita se tornaria mais relevante, uma vez que eles possuem 100% dos pontos disponíveis para a venda.

A taxa de transferência que representou 0,2% da receita bruta é recebida, segundo a companhia, através de negociações entre lojistas, envolvendo espaços comerciais.

Na Tabela 19 que será exibida a seguir, mostra a consistência da composição da receita ao longo dos três últimos anos.

Tabela 19: Composição da Receita dos 3 últimos anos



Fonte: ALIANSCE, formulário de Referência, 4º versão; Elaboração própria

4.3. O valor estratégico do Mix de lojas

Vale destacar que o segmento de aluguéis de lojas representa muito mais do que uma receita previsível e resiliente. É o coração do empreendimento, à medida que possui uma importância estratégica muito relevante.

Pode-se perceber que a maioria das receitas de um shopping center estão diretamente ligadas ao fluxo de pessoas que circulam dentro desses empreendimentos. Conforme o empreendimento apresenta uma maior circulação de pessoas, é natural que mais vagas de estacionamento sejam utilizadas – ou por mais tempo – e, desta forma, geram mais receita. Ao mesmo tempo, um maior fluxo de pessoas aumenta a exposição dos produtos das lojas, o que acarretará em mais vendas, gerando mais aluguel percentual no curto prazo e maiores aluguéis no futuro, dado a valorização dos seus espaços comerciais. Além disso, quanto mais pessoas transitam nos shoppings, mais as empresas estarão dispostas a pagar para usar os espaços de propaganda do local.

Portanto, a pergunta fundamental é como atrair fluxo para tais empreendimentos? É nesta perspectiva que o gerenciamento do *Mix* de lojas se torna extremamente relevante. Para

atrair o fluxo de um determinado tipo de consumidor para dentro dos shopping centers, a companhia precisa planejar a combinação de lojistas de acordo com as tendências de consumo daquele determinado tipo de consumidor.

5. Valuation

Neste capítulo, ir-se-á apresentar o desenvolvimento do modelo utilizado para a precificação da empresa Aliansce, abordando desde as projeções e suas principais variáveis à criação da taxa de desconto e obtenção de um preço por ação, tanto através do fluxo de caixa descontado para a firma, como através de uma análise relativa, utilizando os múltiplos P/L e EV/EBITDA que já foram discutidos anteriormente.

5.1. Premissas Macroeconômicas

Para projetar os fluxos de caixa para a firma foi necessário à utilização de premissas macroeconômicas, especificamente, IPCA, PIB Real e Taxa Selic. Foi utilizada a mediana das projeções feitas no dia 23 de novembro de 2018 para as variáveis mencionadas anteriormente. Como as projeções abrangem apenas os anos de 2019, 2020, 2021 e 2022, consideraram-se os números de 2022 como nível de longo prazo para as variáveis.

Tabela 20: Premissas Macroeconômicas

Premissas Macroeconômicas	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2022e
IPCA (Mediana Focus - 23/11/2018) - End of period	3,94%	4,12%	4,00%	3,86%	3,75%	3,75%
PIB real (Mediana Focus - 23/11/2018) - End of period	1,39%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
SELIC (Mediana Focus - 23/11/2018) - End of period	6,53%	6,88%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%

Fonte: Sistema de expectativas de mercado Focus (23/11/2018)

5.2. Premissas Operacionais

As variáveis operacionais fundamentais para a elaboração das projeções do demonstrativo de resultados foram: Área bruta locável própria, Taxa de ocupação e Aluguel por m².

Tabela 21: Premissas Operacionais

Premissas Operacionais	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2022e
ABL Própria Final (m ²)	440.651	437.793	450.541	456.628	460.790	460.790	460.790	460.790	460.790
Taxa de ocupação	97,2%	96,1%	95,8%	96,4%	97,0%	97,5%	97,5%	97,5%	97,5%
Vacância	2,8%	3,9%	4,2%	3,6%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Aluguel por m ²	R\$ 909	R\$ 955	R\$ 992	R\$ 990	R\$ 1.056	R\$ 1.126	R\$ 1.198	R\$ 1.274	R\$ 1.355

Fonte: Aliansce; Elaboração própria

Supôs-se que a empresa não construiria outros shoppings e nem adquiriria maior participação nos que já possui, de forma que a ABL³⁰ própria permaneça inalterada. Além disso, diante de um cenário econômico favorável exposto pelas premissas macroeconômicas anteriormente na tabela 20, a Aliansce melhoraria a taxa de ocupação de seus shoppings, voltando a patamares antes da crise de 2015 e 2016. Já o aluguel por metro quadrado foi reajustado pela inflação do período acrescido do PIB real, significando um reajuste real nos contratos na magnitude do PIB real.

5.3. DRE

Uma vez dito quais foram as principais premissas operacionais e macroeconômicas, pode-se entender melhor os resultados gerados que estão exemplificados na Tabela 22.

A Receita Bruta foi projetada baseada na Receita de aluguel, a qual é entrada à medida que se multiplica a ABL própria pela taxa de ocupação e pelo aluguel por metro quadrado. Todas as outras linhas foram projetadas como um percentual da receita de aluguel, dado que todas as outras linhas andam em linha com o desempenho da operação das lojas.

Dentro da linha de “custos de aluguéis e serviços”, exposta na Tabela 22, estão os custos operacionais dos shoppings, os quais estão diretamente ligados à vacância dos shoppings, dessa forma, conforme a taxa de ocupação do portfólio cresce, este custo diminui. É por este motivo que se pode observar um ganho de Margem Bruta.

³⁰ Área Bruta Locável

Tabela 22: Demonstrativo de resultados esperado

DRE (Em Milhares de R\$)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2022e
Receita bruta de aluguel e serviços	553,7	572,5	603,5	638,6	693,9	743,5	791,5	841,7	895,1
Impostos/contribuições/deduções	(47,6)	(56,1)	(59,8)	(53,4)	(56,9)	(58,9)	(62,7)	(66,7)	(70,9)
Receita Líquida	506,1	516,4	543,6	585,1	637,0	684,6	728,8	775,0	824,2
Custo de aluguéis e serviços	(145,1)	(172,8)	(176,1)	(166,4)	(170,7)	(168,9)	(175,4)	(185,7)	(196,6)
Lucro Bruto	361,0	343,6	367,5	418,7	466,3	515,7	553,4	589,3	627,6
Margem Bruta	71,3%	66,5%	67,6%	71,6%	73,2%	75,3%	75,9%	76,0%	76,1%
Receitas/(despesas) operacionais	44,0	(104,0)	(63,9)	(98,1)	(105,3)	(113,1)	(120,4)	(128,1)	(136,2)
EBIT	405,0	239,5	303,6	320,6	361,1	402,5	432,9	461,2	491,4
Margem EBIT	80,0%	46,4%	55,9%	54,8%	56,7%	58,8%	59,4%	59,5%	59,6%
EBITDA	476,0	310,6	380,1	405,2	453,8	502,1	539,0	574,0	611,3
Margem EBITDA	94,0%	60,1%	69,9%	69,3%	71,2%	73,4%	74,0%	74,1%	74,2%
Resultado financeiro	(210,3)	(202,5)	(171,1)	(161,0)	(158,3)	(159,4)	(167,8)	(176,3)	(184,9)
EBT	194,8	37,1	132,5	159,7	202,8	243,1	265,1	284,9	306,5
IR&CS	(49,3)	(33,0)	5,1	(58,7)	(69,0)	(82,7)	(90,1)	(96,9)	(104,2)
Lucro líquido do período	145,4	4,0	137,6	101,0	133,9	160,5	175,0	188,1	202,3
Margem Líquida	28,7%	0,8%	25,3%	17,3%	21,0%	23,4%	24,0%	24,3%	24,5%

Fonte: Aliansce; Elaboração própria.

Todas as outras linhas recorrentes da empresa foram projetadas como percentual da receita líquida, respeitando os níveis históricos da companhia. Já as linhas caracterizadas como não recorrentes foram zeradas.

5.4. Capital de Giro

Todas as contas foram projetadas através das estimativas do número de dias para recebimento ou para pagamento. Na Tabela 23 fica claro pelo número de dias para pagamento que o período de crise diminuiu o poder de barganha com os fornecedores, fazendo com que a Aliansce tenha que pagar os insumos em um prazo menor. Dado o cenário macroeconômico favorável, supõe-se que tal poder de barganha será reconquistado. Com isso, é esperado um aumento gradual no prazo de pagamento, voltando a níveis pré-crise.

Tabela 23: Capital de Giro esperado

Capital de Giro	2015	2016	2017	2018 (4T) E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ativo Circulante (a)	112,2	116,1	148,6	133,3	144,9	155,2	165,2	175,7	186,9
Contas a receber	96,9	99,9	108,1	115,3	125,3	134,3	142,9	152,0	161,7
#Dias - Prazo médio para Recebimento	63	63	65	65	65	65	65	65	65
Outros créditos	15,3	16,2	40,4	18,0	19,5	20,9	22,3	23,7	25,2
#Dias - Prazo médio para Recebimento	10	10	24	10	10	10	10	10	10
Passivo Circulante (b)	43,1	47,5	51,9	57,0	62,9	86,2	102,7	126,4	138,7
Fornecedores	19,7	13,7	14,6	16,2	16,9	35,3	45,2	61,0	64,7
#Dias - Prazo médio para pagamento	70	18	22	22	22	45	55	70	70
Outras Obrigações	23,3	33,8	37,4	40,9	46,0	50,9	57,5	65,4	74,0
#Dias - Prazo médio para pagamento	83	44	56	56	60	65	70	75	80
Necessidade de Capital de Giro (a)-(b)	69,1	68,6	96,6	76,3	82,0	69,0	62,5	49,3	48,2

Fonte: Aliansce; Elaboração própria.

5.5. Taxa de desconto

Como a metodologia utilizada para avaliação do valor justo da empresa neste trabalho foi o fluxo de caixa para a firma, utilizar-se-á o custo médio ponderado do capital, usualmente chamado de WACC, uma vez que se deve considerar o custo de oportunidade de todos os investidores que injetaram capital.

Utilizou-se duas taxas de desconto diferentes: uma para os fluxos explícitos, que vão de 2019 à 2023, representada na Tabela 24 e outra para a perpetuidade, apresentada na Tabela 25. Embora haja poucas diferenças entre elas, tal grau de preciosismo é necessário, uma vez que o preço é extremamente sensível à taxa de desconto.

Tabela 24: WACC para os fluxos explícitos

WaCC (e)+(f) - 2019 a 2023		11,3%
(i)	Rf - NTN-B 2026 (03/12/2018)	4,75%
(ii)	Inflação (média 2019-2023)	3,90%
(i)+(ii)	Rf - Taxa de juros livre de risco	8,65%
	Beta (β) - Bloomberg	0,935
	Prêmio de Risco ($R_m - R_f$)	5,0%
	Custo do Capital Próprio - $k_e = R_f + \beta*(R_m - R_f)$	13,32%
	E/(E+D)	72%
(e)	$k_e*(E/(E+D))$	9,61%
	Custo da dívida - $k_d (1)+(2)+(3)$	9,40%
✓ (1)	Rf - NTN-B 2026 (03/12/2018)	4,75%
✓ (2)	Inflação (média 2019-2023)	3,90%
✓ (3)	Spread corporativo (AA - FITCH)	0,75%
	D/(E+D)	27,87%
	(1-t)	66,00%
(f)	$K_d*(D/(D+E))*(1-t)$	1,7%

Fonte: Elaboração própria

Para melhor refletir o custo de oportunidade dos investidores no período explícito, foi-se utilizado a NTN-B³¹ com o vencimento mais curto, em 2026, encontrado através do site do Tesouro Direto. Como este título rentabiliza a uma taxa real, para encontrar a Taxa livre de risco nominal adicionou-se a inflação média do período dos fluxos explícitos (2019 a 2023).

O Beta foi oriundo de uma regressão, exposta em anexo, entre a ação da Aliansce e o índice Bovespa feita pela plataforma *Bloomberg*³². A periodicidade escolhida foi mensal com o intuito de suavizar os movimentos bruscos da ação. A estatística-T foi 8, implicando na rejeição da hipótese nula a um nível de significância de 5%.

³¹É um título de dívida pública federal do Brasil. Ele proporciona rentabilidade real, ou seja, garante o aumento do poder de compra do seu dinheiro, pois seu rendimento é composto por duas parcelas: uma taxa de juros prefixada e a variação da inflação (IPCA). A rentabilidade real é dada pela taxa de juros prefixada, contratada no momento da compra do título.

³² Empresa de tecnologia e dados para o mercado financeiro.

Tabela 25: Custo ponderado do Capital para a perpetuidade

WaCC (e'')+(f'') - Perpetuidade		10,9%
(i)	Rf - NTN-B 2050 (03/12/2018)	5,00%
(ii)	Inflação Longo prazo	3,75%
(i)+(ii)	Rf - Taxa de juros livre de risco	8,75%
	Beta (β) - Bloomberg	0,935
	Prêmio de Risco (Rm-Rf) da Bolsa Brasileira - Póvoa	5,0%
	Custo do Capital Próprio - ke real = Rf + β*(Rm-Rf)	13,43%
	E/(E+D)	72%
	Benefício JCP	5,6%
(e'')	ke*(E/(E+D))*(1-Benefício JCP)	9,15%
	Custo da dívida - kd (1)+(2)+(3)	9,50%
✓ (1)	Rf - NTN-B 2050 (03/12/2018)	3,75%
✓ (2)	Inflação Longo prazo	5,00%
✓ (3)	Spread corporativo (AA - FITCH) - Póvoa	0,75%
	D/(E+D)	28%
	(1-t)	66%
(f'')	Kd*(D/(D+E))*(1-t)	1,7%

Fonte: Elaboração própria

As diferenças entre a taxa de desconto para o período entre 2019 e 2023 e a para a perpetuidade são:

A NTN-B utilizada neste cálculo é a de maior vencimento encontrado no site do Tesouro Direto, uma vez que se procura reproduzir uma taxa de juros de longo prazo. Além disso, a estimativa de inflação utilizada foi de 3,75%, dado a premissa de tudo mais constante a partir do ano 2023. Por fim, uma diferença introduzida é o benefício de juros sobre capital próprio (JCP) que, assim como os juros pagos aos credores, são dedutíveis da base tributária, acarretando em um benefício fiscal similar.

O cálculo do benefício do JCP é defendido por Póvoa:

Os juros sobre capital próprio reduzem a base do imposto a pagar. Segundo nossos cálculos, desde a sua criação, a relação média entre a TJLP e o custo de capital próprio no Brasil é de algo em torno de 37%. Portanto, o benefício fiscal será equivalente a apenas 37% do total dedutível em impostos. (Povoa, pág 211, Valuation: como precificar ações)

Póvoa vai além e quantifica tal benefício:

Se a lei permitisse a dedução integral do custo de capital do acionista da base tributária, poderíamos usar os 15% como alíquota dos juros sobre capital próprio sobre o patrimônio líquido. Mas como só é possível utilizar a TJLP, essa vantagem tributária cairá para: $15\% \times 0,37 = 5,55\%$. (Povoa, pág 211, Valuation: como precificar ações)

5.6. Resultados: Fluxo de Caixa para a Firma (FCFF)

Embora se tenha adotado a hipótese de que o portfólio da Aliansce permanecerá constante, ou seja, sem futuras expansões ou vendas, é razoável considerar que será necessário investimentos em manutenção e reformas, portanto, foi empregado um investimento em manutenção da magnitude de 5% do NOI³³, percentual médio do setor.

Com base em todas as premissas que foram debatidas até então, pode-se obter o fluxo de caixa para a firma:

Tabela 26: *Valuation* utilizando o fluxo de caixa para a firma

Em milhares de R\$		2018 (4T) E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Fluxo de Caixa para a Firma							
(+) EBIT		113,1	361,1	402,5	432,9	461,2	491,4
(-) Impostos Ajustados	34%	(38,5)	(122,8)	(136,9)	(147,2)	(156,8)	(167,1)
(+) Depreciação e Amortização		26,4	92,7	99,6	106,1	112,8	119,9
(-) Investimentos Físicos	5% do NOI	(8,5)	(28,0)	(30,8)	(33,0)	(35,1)	(37,4)
(-) Δ Necessidade de giro		(20,4)	(5,7)	13,0	6,5	13,2	1,1
FCFF		72,1	297,3	347,5	365,3	395,3	408,0
Fator de desconto (WaCC) - 2019-2023	11,3%	1,0	1,00	1,11	1,24	1,38	1,54
(a) DCF	1.528,2	72,1	297,3	312,1	294,7	286,4	265,5
Crescimento Perpetuidade (PIB Real + Inflação longo prazo)	6,25%						
WaCC Perpetuidade	10,9%						
Perpetuidade	6.076,3						
(b) Perpetuidade a valor presente	3.954,5						
Fluxo Explícitos (a)	1.528,2						
Fluxo Perpetuidade (b)	3.954,5						
(c) Valor intrínseco da Firma (a)+(b)	5.482,6						
(d) Dívida líquida	1.429,9						
(c)-(d) Valor justo de mercado	4.052,8						
Número de ações	202,7						
Preço justo por ação - 2019	R\$ 19,99						
Preço da ação em 03/12/2018	R\$ 18,25						
Upside	9,5%						

Fonte: Elaboração própria

Ao final, segundo a tabela 26, obtém-se como preço justo o valor de R\$19,99 por ação, um preço 9,5% acima do preço de mercado no dia 03/12/2018, o qual era R\$18,25. Por conseguinte, dado as premissas defendidas, a empresa está sendo negociada a um preço abaixo do seu valor justo.

³³ Net Operating Income, uma métrica operacional característica do setor que abrange a receita bruta dos shoppings (sem incluir receita de serviços) menos o custos dos shoppings.

5.7. Resultados: Análise de múltiplos

Alternativamente à metodologia fundamentalista de valor justo exibida anteriormente, nas Tabelas 27 e 28 foi empregado a metodologia de análise por múltiplo, isto é, buscou-se qual seria o preço da ação se a mesma estivesse sendo negociada ao múltiplo médio da indústria.

Tabela 27: *Valuation* utilizando o índice P/L

Análise Relativa		
	P/E médio - Indústria (Bloomberg - 03/12/2018)	19,7
	Iguatemi	23,7
	multiplan	25,8
	Br Malls	17,3
	Sonae Sierra	12
(a)	P/L - Indústria (Bloomberg)	19,70
	Lucro 2019E - Aliansce	133,9
	Número de ações	202,7
(b)	Lucro 2019E - Aliansce por ação	R\$ 0,66
(a) x (b)	Preço Aliansce por P/L da indústria	R\$ 13,01
	Preço da ação em 03/12/2018	R\$ 18,25
	<i>Downside</i>	<i>-28,7%</i>

Fonte: Bloomberg; Elaboração própria.

Embora a precificação pelo múltiplo EV/EBITDA corrobore com a conclusão defendida pelo modelo FCFE que a empresa está negociando abaixo do seu valor justo ao apresentar na tabela 28 um *Upside*³⁴ de 37,3%, o múltiplo Preço por lucro contraria tal versão, à medida que afirma que o preço atual está 28,7% acima do valor justo.

³⁴ *Upside* significa o quanto de retorno, além da taxa de desconto, irá se obter se a empresa convergir para o preço justo.

Tabela 28: *Valuation* utilizando o índice EV/EBITDA

EV/EBITDA - Indústria (Bloomberg - 03/12/2018)	14,35
Iguatemi	15,4
multiplan	16,2
Br Malls	13,8
Sonae Sierra	12
EV/EBITDA - Indústria	14,4
EBITDA 2019E - Aliansce por ação	453,8
(a) Valor da firma pelo múltiplo da indústria	6.511,7
(b) Dívida líquida	1.429,9
(a)+(b) Valor de Mercado pelo múltiplo da indústria	5.081,8
Número de ações	202,7
Preço Aliansce por EV/EBITDA da indústria	R\$ 25,07
Preço da ação em 03/12/2018	R\$ 18,25
<i>Upside</i>	<i>37,3%</i>

Fonte: Bloomberg; Elaboração própria.

6. Conclusão

A percepção de valor de um ativo possui, em certa medida, algum grau de subjetividade, uma vez que a utilidade proporcionada irá variar para cada indivíduo ou instituição, dado que estes possuem preferências diferentes e possuem custos de oportunidades diferentes.

Dessa forma, deve-se pensar em estratégias que serão usadas para balizar a tomada de decisão e, deve-se sempre ter em mente que dado a existência dessa subjetividade e incerteza do futuro, nunca ir-se-á achar o valor intrínseco exato, mas, sim, um intervalo de valores. Por isso, por conservadorismo, deve-se sempre utilizar mais de uma forma de precificação, de forma a triangular os resultados e conseguir o menor intervalo de preços, com a maior confiança possível.

Em suma, foi-se empregado duas formas de precificação neste trabalho:

A primeira, de caráter fundamentalista, precificou a companhia através da metodologia do fluxo de caixa para a firma (FCFF). Esta envolveu diversas etapas, desde a projeção dos demonstrativos da empresa até a elaboração do custo médio ponderado do capital da firma. E, como resultado, concluiu que o valor justo por ação da companhia é R\$19,99, isto é, 9,5% acima do valor de mercado atual, proporcionando uma oportunidade de compra.

A segunda, de caráter comparativo, precificou a companhia através dos índices preço por lucro e valor da firma por EBITDA médios da indústria. Esta metodologia se mostrou mais simples e prática, justificando a razão pela qual é tão usual no dia-a-dia dos gestores de recursos. Através do índice preço por lucro, concluiu-se que o valor da ação relativo aos seus pares do setor deveria ser R\$13,01, enquanto pelo índice EV por EBITDA o valor relativo deveria ser R\$25,00. Entretanto, a última consideração que precisa ser frisada é que a metodologia de múltiplo assume que as empresas referências estão sendo precificadas corretamente.

7. Referência Bibliográfica

ABRASCE. Associação Brasileira de Shopping Centers. Disponível em: <http://www.abrasce.com.br/>.

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de empresas. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

Pólvoa, Alexandre. *Valuation Como Precificar Ações*. Elsevier, 2012.

2016 Valuation Handbook: Guide to Cost of Capital. Chicago: Duff & Phelps, LLC, 2017.

KOLLER, T.; GOEDHART, M.; e WESSELS, D., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 6ª Edição. Editora John Wiley & Sons, 2016.

BREALEY, R; MYERS, S; e ALLEN, F; *Princípios de Finanças Corporativas*, 8ª edição. Editora Mc Graw Hill, 2008. (BMA)

BODIE, Z.; KANE, A.; e MARKUS, A.J., *Investments*, 10ª edição, The McGraw-Hill, 2014.

DAMODARAN, A.; *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2ª edição. Editora John Wiley & Sons, 2002.

MARION, J. *Contabilidade Empresarial*. Atlas, 2015.

RELATÓRIOS ALIANSCCE SHOPPING CENTERS. Relações com investidores. Disponível em: <http://ri.aliانسce.com.br/>.

GLOSSÁRIO DE JARGÕES. BR MALLS. Disponível em: http://ri.brmalls.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=50869

Plano de MIX , ABRASCE 2017

http://www.portaldoshopping.com.br/uploads/general/general_a21233826e0b384a54004e2b109768e2.pdf

Formulário de Referência da Aliانسce Shopping Centers, 2017:
<http://ri.aliانسce.com.br/ptb/2284/77839.pdf>

Sistema de expectativas de mercado, Banco Central:
<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>

Plataforma Bloomberg:
<https://www.bloomberg.com.br/>

Tesouro Direto:
<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro-direto>

Tabelas

TABELA 1: Fonte: Alexandre Póvoa. Elaboração própria.

TABELA 2: Fonte: Aswath Damodaran. Elaboração própria.

TABELA 3: Fonte: Alexandre Póvoa. Elaboração própria.

TABELA 4: Fonte: Alexandre Póvoa. Elaboração própria.

TABELA 5: Fonte: ABRASCE. Elaboração própria.

TABELA 6: Fonte: ABRASCE. Elaboração própria.

TABELA 7: Fonte: ABRASCE. Elaboração própria.

TABELA 8: Fonte: ABRASCE. Elaboração própria.

TABELA 9: Fonte: ABRASCE. Elaboração própria.

TABELA 10: Fonte: ABRASCE. Elaboração própria.

TABELA 11: Fonte: ABRASCE. Elaboração própria.

TABELA 12: Fonte: ALIANSCE. Elaboração própria.

TABELA 13: Fonte: ALIANSCE. Elaboração própria.

TABELA 14: Fonte: ALIANSCE. Elaboração própria.

TABELA 15: Fonte: ALIANSCE. Elaboração própria.

TABELA 16: Fonte: ALIANSCE. Elaboração própria.

TABELA 17: Fonte: ALIANSCE. Edição própria.

TABELA 18: Fonte: ALIANSCE. Elaboração própria.

TABELA 19: Fonte: ALIANSCE. Elaboração própria.

TABELA 20: Fonte: SISTEMA DE EXPECTATIVAS DE MERCADO FOCUS (23/11/2018).

TABELA 21: Fonte: ALIANSCE. Elaboração própria.

TABELA 22: Fonte: ALIANSCE. Elaboração própria.

TABELA 23: Fonte: ALIANSCE. Elaboração própria.

TABELA 24: Fonte: Elaboração própria.

TABELA 25: Fonte: Elaboração própria.

TABELA 26: Fonte: Elaboração própria.

TABELA 27: Fonte: Bloomberg; Elaboração própria.

TABELA 28: Fonte: Bloomberg; Elaboração própria

Anexo

