

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UMA ANÁLISE DA BR MALLS

Gabriel Homburger

No. de matrícula: 1411412

Orientador: Profa. Maria Elena Gava

Coordenador de Monografia: Prof. Marcio Garcia

Junho de 2019

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UMA ANÁLISE DA BR MALLS

Gabriel Homburger

No. de matrícula: 1411412

Orientador: Profa. Maria Elena Gava

Coordenador de Monografia: Prof. Marcio Garcia

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 pelo professor tutor.

Junho de 2019

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

AGRADECIMENTOS

A minha família, pelo apoio incondicional durante todo o período de faculdade.

Aos meus amigos Bernardo Ferreira, Bernardo Veiga, Daniel Calirman, Felipe Duek, Jonas Andrada e Pedro de BÍase.

A minha orientadora Maria Elena, pela atenção e suporte durante a elaboração deste trabalho.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	7
1.1. Motivação	8
2. EVOLUÇÃO DO SETOR DE <i>SHOPPING CENTER</i>	9
3. A BR MALLS	15
3.1. História.....	15
3.2. Vantagens Competitivas	16
4. A TEORIA DO <i>VALUATION</i>	19
4.1. Introdução a <i>Valuation</i>	19
4.2. O Fluxo de Caixa Descontado (DCF).....	20
4.2.1. Fluxo de Caixa ao Acionista.....	21
4.2.2. Fluxo de Caixa a Firma	23
4.3. WACC	23
4.4. CAPM.....	25
4.4.1. Taxa Livre de Risco	26
4.4.2. Prêmio de Risco de mercado	26
4.4.3. Beta	26
5. <i>VALUATION DA BR MALLS</i>	28
5.1. Projeções Macroeconômicas	28
5.2. Receitas	29
5.2.1. Receita de Aluguel	29
5.2.2. Estacionamento	30
5.2.3. Mall & Mídia.....	31
5.2.4. Outras receitas	31
5.3. Receita Líquida.....	32
5.4. Custos.....	33
5.5. Lucro Operacional	34
5.6. Capex.....	35
5.7. Capital de giro	36
5.8. Fluxo de Caixa livre a Firma.....	37
5.9. Taxa de desconto	37

5.9.1. Custo do capital de terceiros	38
5.9.2. Custo do capital próprio	39
5.9.2.1. Ativo livre de risco.....	39
5.9.2.2. Beta	40
5.9.2.3. Prêmio de Risco	40
5.10. Valor Justo.....	40
6. ANÁLISE DE SENSIBILIDADE	43
7. CONCLUSÃO.....	45
8. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	46

LISTA DE GRÁFICOS

Tabela 1 - Evolução do número de <i>shoppings</i> no Brasil.....	11
Tabela 2 - Evolução da ABL no Brasil	12
Tabela 3 - Distribuição geográfica dos <i>shoppings</i> e ABL, por região (2017)	13
Tabela 4 - Distribuição geográfica dos <i>shoppings</i> e ABL, por estado (2017)	13
Tabela 5 - Distribuição geográfica dos <i>shoppings</i> da BR Malls (2017)	16
Tabela 6 - Cálculo do FCFE	22
Tabela 7 - Premissas Macroeconômicas	28
Tabela 8 - Projeção da Receita Bruta.....	32
Tabela 9 - Projeção da Receita Líquida	32
Tabela 10 - Projeção do Resultado Bruto	34
Tabela 11 - Projeção do Lucro Operacional	35
Tabela 12 - Fluxo de caixa para a firma	37
Tabela 13 - Fluxo de caixa descontado	41
Tabela 14 - Análise de Sensibilidade	42

1. INTRODUÇÃO

O desenvolvimento do sistema financeiro mundial, impulsionado pela crescente interligação econômica, social e demográfica dos últimos anos, comprovou a relevância para o mercado e seus participantes de se estimar precisamente o valor de um ativo, empresa ou negócio. Esta valoração serve de insumo e é imprescindível para executivos e empresas na hora de avaliar possíveis investimentos e/ou expansões, como fusões e aquisições.

Como bem dito por Aswath Damodaran¹, em sua obra acerca da valoração de ativos, “o princípio de um investidor sólido é que o investidor não pague por um ativo mais do que ele vale”. Ou seja, um dos pontos mais importantes para o sucesso de um investidor é sua capacidade de quantificar o quanto um ativo realmente vale, independentemente de seu preço atual ou de ruídos que podem vir a distorcer este preço no curto-prazo. Esta habilidade está amplamente correlacionada com o sucesso do investimento/investidor.

Diante disto, fica evidente a maior frequência de uso do termo *valuation*² entre investidores e profissionais da área. O termo, que em português significa “Avaliação de Empresas”, procura entender todos os componentes que afetam o desempenho de uma empresa, a solidez de seus fundamentos e visão perante o mercado, buscando encontrar um valor presente justo para o ativo. Uma vez encontrado este valor justo, pode-se averiguar se o preço de mercado está condizente com este, buscando discrepâncias entre o valor encontrado e o preço atual de mercado.

Neste âmbito, neste trabalho será procurado um valor justo para o ativo escolhido, a empresa BR Malls. Sendo uma das maiores empresas no setor de *shoppings center* do Brasil, estimar um valor real e justo que reflita de maneira correta os fundamentos da empresa e do mercado que ela se insere se demonstra uma tarefa desafiadora e importante para todos os *stakeholders*³.

¹ Aswath Damodaran é professor de finanças na Stern School of Business, Universidade de New York e é tido como uma das referências no universo de análise de empresas.

² Do inglês, Valoração de Empresas. Processo de determinar o valor justo de um ativo ou empresa.

³ Todos os agentes envolvidos na empresa.

O método que será utilizado utilizar para fazer o *valuation* da BR Malls é o método do Fluxo de Caixa Descontado. Este método se baseia na expectativa de lucratividade futura da empresa, pois projeta seu valor presente de mercado com base nos fluxos de caixa futuro - descontado de uma taxa que corresponde aos custos de oportunidade/riscos estimado desses fluxos.

Vale ressaltar que este é um dos métodos mais aceitos entre profissionais da área, visto que fornece uma análise extremamente detalhada dos dados da empresa e dados macroeconômicos.

1.1. Motivação

Tendo começado minha carreira estagiando no mercado financeiro, rapidamente me vi utilizando quase que diariamente o termo *valuation*. No início, não entendia com exatidão seu significado e sua importância para o mercado, porém com o tempo fui pesquisando e entendendo o papel vital que avaliações eficazes desempenham para o mercado. Este interesse cresceu e se intensificou quando, no início de 2018, passei a estagiar em uma *startup*⁴ que faz o intermédio entre startups que desejam receber investimentos e investidores que almejam investir nessa classe de ativo. Neste mercado, pelo fato das empresas ainda serem embrionárias, não terem seus modelos de negócio 100% definido e serem mais afetadas por incertezas, os métodos mais tradicionais de avaliação de empresas não se encaixa muito bem. Neste caso, o *valuation* de uma startup não se baseia no fluxo de caixa futuro (Método mais utilizado hoje em dia para se chegar ao *valuation*, e que será explicado ao longo deste trabalho) – mas sim em fatores mais subjetivos, como equipe, cultura e a tecnologia empregada. Portanto, tendo vivenciado estas duas “escolas” diferentes de avaliação de empresas, pude fomentar ainda mais este interesse, culminando na realização deste trabalho, onde poderei colocar em prática o aprendizado que obtive na faculdade e no trabalho.

⁴ Empresa embrionária, com modelo de negócios escalável e que busca crescer e se consolidar no mercado se utilizando, na sua maioria das vezes, de alta tecnologia.

2. EVOLUÇÃO DO SETOR DE *SHOPPING CENTER*

A história dos *shoppings centers* se confunde com a história da evolução do consumo do mundo. À medida do avanço da ideologia do capitalismo, pautado no livre mercado, obtenção de lucros e acumulação de riquezas, foi se desenhando uma sociedade cada vez mais consumista, com desejos e necessidades inimagináveis previamente. Neste âmbito, era de interesse dos empreendedores, consumidores e lojistas a existência de um lugar onde as atividades comerciais fossem concentradas, integrando um grande número de lojas e que oferecesse ao consumidor um amplo leque de opções acerca de suas necessidades e preferências.

Existem diversas histórias sobre como e aonde os primeiros *shoppings centers* foram criados. De acordo com o artigo “A Brief History of the mall⁵(1991)”, escrito por Richard A. Feinberg⁶, uma das teorias mais aceitas é que, de acordo com Samuel Feinberg⁷ (1960), o primeiro *shopping* nasceu em um bairro de Baltimore, nos Estados Unidos, em 1907. Lá, um grupo de lojistas e de vendedores se estabeleceram em um estacionamento e observaram que ao ficarem juntos conseguiam centralizar as necessidades dos consumidores em um lugar só, facilitando a busca por produtos que muitas vezes levavam o consumidor a ir em diferentes partes da cidade para se obter. Assim, de forma relativamente simples, conseguiram aumentar de forma significativa o número de clientes e receitas de seus empreendimentos. Além disso, perceberam uma externalidade positiva não planejada anteriormente: Ao se conglomerarem em um lugar único, conseguiram diminuir a frequência de roubos e saques, acontecimento bastante comum na época.

De acordo com o artigo de Richard A. Feinberg, o primeiro *shopping* fechado foi construído em 1956, na cidade de Minneapolis, nos Estados Unidos. Foi a primeira vez onde os consumidores podiam ir a um lugar coberto, estacionar seu carro e buscar opções para suas necessidades de consumo.

⁵ Do inglês, “Uma breve história do shoppings center”

⁶ Richard A. Feinberg é professor da ciência do consumo na Universidade de Purdue, nos Estados Unidos, e autor de inúmeros artigos sobre o tema.

⁷ Samuel Feinberg foi um pesquisador e escritor americano, autor do livro “What Makes Shopping Centers Tick” – Do inglês, “O que faz os shoppings terem sucesso”.

Dessa forma, clientes e lojistas puderam escapar de fatores externos que sempre prejudicavam a relação e evitavam a maximização do bem-estar de ambos. Chuvas e más condições temporais não eram mais um impeditivo para o consumidor sair de casa; Problemas decorrentes da falta de estrutura dos lojistas e inacessibilidade dos clientes as lojas também foram mitigados.

A segurança também foi uma melhora crucial. Como mencionado, os lojistas deixaram de se preocupar tanto com a segurança de suas mercadorias, podendo concentrar esforços e alocar seus recursos de modo mais eficiente em outras atividades relacionadas ao desenvolvimento da loja. Naquela época, a segurança era um dos fatores que mais preocupavam os lojistas e um dos principais motivos para o fechamento de lojas. Além disso, a segurança para o consumidor também aumentou, o que também contribuiu para o sucesso deste empreendimento.

O vertiginoso sucesso do primeiro *shopping* fechado abriu o caminho para outros empreendimentos: Em 1960, 4 anos após a construção do primeiro *shopping* fechado, já existiam cerca de 4500 *shoppings* nos EUA, que correspondiam a cerca de 14% das vendas do varejo no país. Em 1987, existiam cerca de 30.000 *shoppings* nos EUA, que representavam mais de 50% das vendas totais do varejo. A quantia era bastante expressiva, representando na época 13% do PIB dos EUA.

Os *shoppings* foram evoluindo cada vez mais, se adaptando e mudando de acordo com as preferências do consumidor e das tendências que acompanharam as últimas décadas.

Além das atividades relacionadas ao consumo direto, os *shoppings* foram cada vez mais incorporando atividades culturais dentro de seus estabelecimentos, o que diversificou suas atrações, atraindo uma nova gama de clientes.

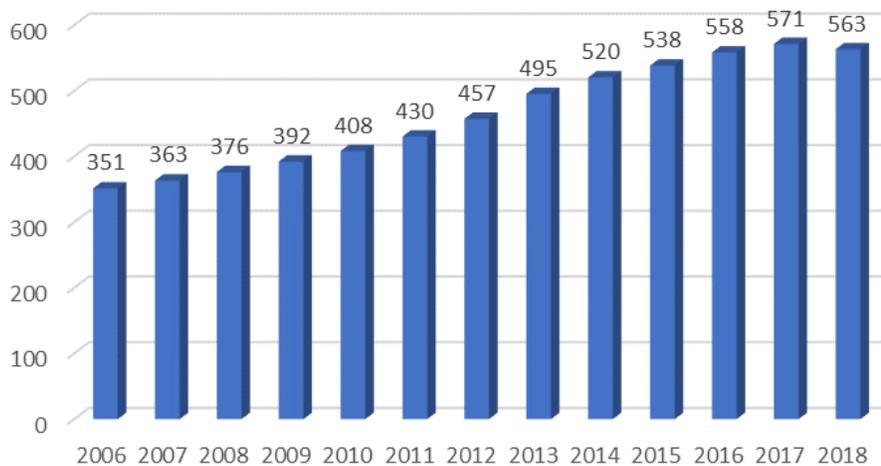
O *shopping* foi deixando de ser visto como um lugar para ir fazer compras, e sim um lugar para “passar o dia”. Foi convertido em um núcleo da vida social da cidade e ponto de encontro entre adolescentes e jovens. Inovações continuaram surgindo, como as grandes praças de alimentação, lugares de lazer e entretenimento, como espaços de cinema e teatro, que se tornaram comuns e converteu um grande número de novos clientes para o estabelecimento.

No Brasil, de acordo com a Associação Brasileira de *Shoppings Centers* (ABRASCE), entidade que atua no desenvolvimento, defesa e fortalecimento da indústria em âmbito nacional, um *shopping* atual pode ser definido como:

Empreendimento com ABL⁸ (Área Bruta Locável) superior a 5 mil m², constituído por um conjunto planejado de lojas, operando de forma integrada, sob administração única e centralizada; composto de lojas destinadas à exploração de ramos diversificados ou especializados de comércio e prestação de serviços; estejam os locatários lojistas sujeitos as normas contratuais padronizadas, além de ficar estabelecido nos contratos de locação da maioria das lojas cláusula prevendo aluguel variável de acordo com o faturamento mensal dos lojistas; possua lojas-âncora, ou características estruturais e mercadológicas especiais, que funcionem como força de atração e assegurem ao *shopping center* a permanente afluência e trânsito de consumidores essenciais ao bom desempenho do empreendimento; ofereça estacionamento compatível com a área de lojas e correspondente afluência de veículos ao *shopping center*; esteja sob o controle acionário e administrativo de pessoas ou grupos de comprovada idoneidade e reconhecida capacidade empresarial.

No Brasil, o primeiro *shopping* inaugurado foi o Iguatemi, em 1966, em São Paulo. Desde então, o mercado de *shoppings* cresceu vertiginosamente, alcançando 563 *shoppings* em 2018 e englobando cerca de 104 mil lojas no total. Podemos ver no gráfico abaixo a evolução do número de *shoppings* nos últimos 12 anos:

Tabela 1: Evolução do número de *shoppings* no Brasil
Shopping Centers no Brasil



Fonte: ABRASCE; Elaboração Própria.

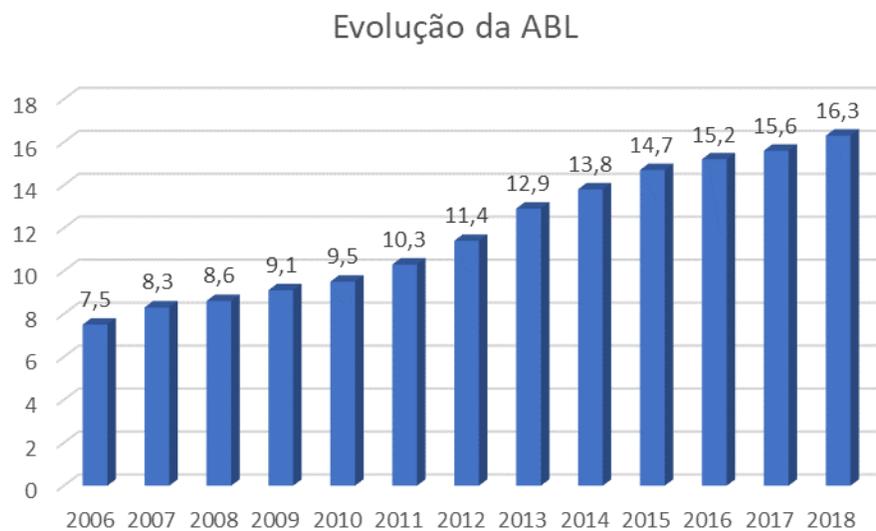
⁸ Métrica para designar a área interna do shopping.

Pode-se observar que, entre 2006 e 2018, o número de *shoppings* no Brasil aumentou cerca de 60,3%, o que daria uma média de abertura de 17 *shoppings* por ano. Interessante observar que entre 2017 e 2018 o número de *shoppings* no Brasil parece ter diminuído, mas na verdade foi consequência de uma análise feita pela ABRASCE, onde ela observou e reclassificou os *shoppings* de acordo com os critérios utilizados em sua definição.

Na realidade, em 2018, a ABL cresceu cerca de 4,8%, evidenciando um aumento do setor. Naquele ano foram inaugurados 14 empreendimentos em todo o Brasil, um pouco abaixo da média histórica dos últimos 12 anos. Para 2019, é previsto a abertura de 15 *shoppings*.

Na tabela abaixo pode-se observar a evolução do ABL total, em milhões de m²:

Tabela 2: Evolução da ABL no Brasil



Fonte: ABRASCE; Elaboração Própria

É nítida a crescente evolução da ABL médio nos últimos 12 anos, onde saiu de 7,5 milhões de m² em 2006 para 16,3 milhões de m² em 2018, um aumento de 118%.

Outro importante fator a ser conhecido na indústria é a distribuição geográfica dos *shoppings* ao redor do Brasil. Na tabela abaixo, pode-se ter uma dimensão da distribuição por região:

Tabela 3: Distribuição geográfica dos *shoppings* e ABL, por região (2017)

Região	Nº de shoppings	% do total	ABL
Norte	27	4,8%	927.806
Nordeste	93	16,5%	2.923.777
Centro-Oeste	57	10,1%	1.410.318
Sudeste	289	51,3%	8.730.153
Sul	97	17,2%	2.330.198
Total	563	100,0%	16.322.25

Fonte: ABRASCE; Elaboração Própria

Interessante observar a concentração dos *shoppings* no sudeste. Do total de *shoppings* em 2017, mais da metade está localizado nesta região. Em relação ao ABL, a mesma conclusão é válida: Mais de 50% está concentrado na região sudeste. Ao olhar um pouco mais a fundo, podemos ver como a distribuição se dá por estado:

Tabela 4: Distribuição geográfica dos *shoppings* e ABL, por estado (2017)

Estados	Nº de shoppings em		Nº de shoppings em		
	operação	ABL total em operação (milhões)	operação	ABL total em operação (milhões)	
SP	175	5.350.770	MA	11	273.513
RJ	63	1.696.944	RN	7	169.033
MG	42	1.141.721	MT	6	144.184
RS	38	856.320	PB	5	205.586
PR	35	714.386	MS	5	152.760
SC	24	576.103	AL	4	150.482
GO	28	598.053	SE	4	145.893
BA	22	581.812	PI	5	134.227
DF	20	415.256	TO	2	46.531
CE	17	512.699	RR	2	55.844
PE	18	632.506	AP	2	50.133
AM	12	370.426	RO	1	43.600
ES	9	284.664	AC	1	28.195
PA	8	242.137	Total	563	16.322

Fonte: ABRASCE; Elaboração Própria

Pela tabela, percebe-se que a grande quantidade de *shoppings* está concentrada no Rio de Janeiro, São Paulo e Minas Gerais. Somente estes três estados juntos representam cerca de 50% do número de *shoppings* total no Brasil. Olhando pela ótica das cidades, existem 222 cidades que possuem *shopping centers*, com uma média de 2,7 *shoppings* por cidade.

Em termos de administração do *shopping*, ela pode ser feita pelo próprio empreendedor, ou seja, pelo investidor que planejou e desenvolveu o empreendimento, ou pode ser terceirizada para uma empresa especializada em administração de *shoppings centers*. Ambas as práticas são comuns no mercado brasileiro.

3. A BR MALLS

3.1. História

Criada em 1929, a ECISA foi uma empresa expoente nas atividades de construção civil no Brasil. A empresa teve um importante papel na criação e desenvolvimento da infraestrutura onde atuava, sendo a responsável por construir estradas, viadutos, vias elevadas, entre outros. Uma exemplificação dessa importância vem das principais obras que foram realizadas, que vieram a desempenhar papel vital no desenvolvimento e logística no Brasil e outros países.

Destaca-se o metropolitano das cidades do Rio de Janeiro e de São Paulo, o trecho de várias rodovias federais interligando todo o Brasil, o porto de Assunção no Paraguai e a construção do sistema de galerias de águas pluviais da capital paraguaia.

Nos anos 70, a ECISA decidiu entrar no mercado de investimento e desenvolvimento de *shopping centers*. Ao notar o grande potencial deste mercado, foi progressivamente diminuindo sua participação em outras atividades. Nesse escopo, a ECISA foi responsável por todo planejamento, construção e comercialização do Conjunto Nacional Brasília, um dos primeiros empreendimentos dentro dos padrões e características de um *shopping center* atual.

Entre 1980 e 2000, acompanhando o sucesso deste novo modelo de empreendimento, novos *shoppings* foram construídos e administrados pela companhia, destacando aqui o *Shopping Recife* (PE), o *NorteShopping* (RJ) e o *Shopping Campo Grande* (MS).

No final da década de 90, as atividades da ECISA de administração de *shoppings centers* foram transferidas para outras sociedades de propósito específico para esse fim. Dessa forma, as sociedades foram nomeadas de Egec e Dacon, e passaram a prestar serviços aos *shoppings center* em que a ECISA detinha participação, além de terceiros.

Em 2006, a GP Investimentos e a Equity Internacional, empresa global de investimentos, se juntaram e compraram a ECISA, a EGEC e Dacon, dando origem à empresa BR Malls. A empresa já nasceu como a 5ª maior empresa de *shopping center* do Brasil e como a maior prestadora de serviços de comercialização e administração do setor.

Deste então, a BR Malls se consolidou como a maior companhia de *shopping centers* da América Latina. De 2006 até 2018, foram desenvolvidos 11 *shoppings*, feitas mais de 40 operações de M&A⁹ e 32 aumentos de participação. A empresa possui 1.474 mil m² de Área Bruta Locável (ABL), além de participação em 39 *shoppings centers*. No mapa abaixo, podemos perceber a forte presença e exposição da BR Malls em todo o país. A empresa atua em todas as 5 regiões do Brasil, conseguindo atingir consumidores de todas as partes do Brasil e de diferentes segmentos de renda:

Tabela 5: Distribuição geográfica dos *shoppings* da BR Malls (2017)



Fonte: Site de Relacionamento com investidor da BR Malls.

3.2. Vantagens Competitivas

Podem ser destacadas cinco vantagens competitivas da BR Malls em relação a seus pares, retiradas do site da companhia, que a ajudaram a alcançar e manter uma posição de destaque no setor:

⁹ Fusões e Aquisições, em inglês.

I) Portfólio Estrategicamente Diversificado

Uma das principais vantagens competitivas da BR Malls é o a diversificação do seu portfólio, que consegue atender a todos os diferentes tipos de renda e localidade. Dessa forma, impactos gerados por crises ou possíveis instabilidades na economia como um todo afetam em menor magnitude a empresa, protegendo o seu resultado no período. A não concentração em uma região ou segmento de clientes ajuda a proteger o portfólio total de *shoppings*, não se tornando “refém” de uma classe em específico.

II) Gestão profissional aliada ao melhor desempenho operacional

A BR Malls compreende bem o papel vital de seus profissionais no crescimento e consolidação da empresa. Dessa forma, possui um corpo de profissionais extremamente qualificados, que possuem ampla experiência não só no setor de *shopping centers*, mas em outros mercados que são complementares a este.

Aliada a essa política, a empresa também possui um foco grande em sua gestão operacional, implementando as mais novas práticas que o mercado possui em termos de performance operacional. Focam na melhoria constante dos resultados operacionais, através de práticas como planejamento de mix de seus empreendimentos, índices de qualidade, padrões de excelência e controle de inadimplência.

III) Múltiplas oportunidades de crescimento

A BR Malls visualiza interessantes oportunidades de crescimento no mercado brasileiro. A grande experiência já adquirida neste setor, tanto na administração dos *shoppings* quanto no relacionamento com os principais atuantes deste mercado, aliada a melhores condições de consumo representam uma ótima oportunidade para a BR Malls implementar sua política de expansão e consolidação no mercado. Através de uma estratégia de crescimento diversificada, além da continuação do processo de aquisições e novos projetos, a empresa busca continuar se expandindo e consolidando no mercado brasileiro.

IV) Maior eficiência do setor

Está no cerne da empresa a busca pela melhoria constante de sua eficiência e indicadores operacionais. Desta forma, a BR Malls vem focando em medidas que buscam aumentar as margens da empresa como um todo, como a redução de custos, otimização do espaço alocado e métodos de diminuição de inadimplência. Devido a estas medidas, a BR Malls conseguiu atingir as maiores margens do setor, o que contribuiu para sua expansão ao redor do Brasil.

V) Tamanho é importante

O fato da BR Malls ser uma das maiores companhias de *shopping center* da América Latina favorece a empresa em negociações com varejistas e prestadores de serviços, além de contribuir para a contratação e retenção de profissionais qualificados, por oferecer oportunidades de crescimento profissional inexistente em outras empresas. É um importante e diferencial fator a ser considerado se comparado a outras empresas do mesmo setor.

4. A TEORIA DO *VALUATION*

4.1. Introdução a *Valuation*

A todo instante, em bolsas de valores espalhadas pelo mundo, profissionais do mercado financeiro e investidores amadores compram e vendem ações.

Nesse sentido, já que há sempre uma ponta compradora e uma ponta vendedora, pode-se afirmar que há sempre divergências entre o valor estimado de uma empresa por parte dos investidores. Enquanto a ponta compradora de uma ação imagine que ela vá subir, a ponta vendedora pensa ao contrário, tentando se desfazer do papel visto que não vislumbra um cenário positivo para o preço do mesmo.

Essa é a “mágica” do mercado financeiro: Estimar o valor de uma empresa e consequentemente de sua ação é longe de ser algo trivial e exato, e diferentes interpretações e perspectivas acerca de dados macroeconômicos, da empresa e do setor são normais.

Como bem disse Alexandre Póvoa¹⁰, “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”. Não existe certo ou errado.

Além da utilização corriqueira no mercado de valores, a avaliação de empresas também pode ser útil em outras atividades. Para analistas de fusões e aquisições, por exemplo, é extremamente necessário a habilidade de valoração de empresas, visto que será um dos fatores cruciais na decisão de adquirir ou não uma outra companhia.

É a partir dessa análise e de seus desdobramentos que a negociação em torno da aquisição/fusão acontece. Além disso, também podem ser encontradas utilizações para fins legais e tributários e em finanças corporativas.

Segundo Damodaran (2005), existem três principais abordagens para se chegar ao valor justo de uma empresa:

¹⁰ Alexandre Póvoa é o autor do livro “Como Precificar Ações, Edição 2007”, utilizado como fonte para este trabalho.

- Fluxo de Caixa Descontado

Este método se baseia na expectativa de lucratividade futura da empresa, pois projeta seu valor presente de mercado com base nos fluxos de caixa futuro - já descontado de uma taxa que corresponde aos custos de oportunidade/riscos estimado desses fluxos

- Avaliação Relativa

A empresa é avaliada com base em múltiplos comparáveis de empresas do mesmo setor e com características similares.

- Avaliação de direitos contingentes

Utiliza o modelo de precificação de opções para medir o valor de ativos que possuem características de opção.

A abordagem utilizada neste trabalho, como explicado na introdução, será a do Fluxo de Caixa Descontado.

4.2. O Fluxo de Caixa Descontado (DCF¹¹)

Entre os métodos citados acima, o mais utilizado pelo mercado é o do Fluxo de Caixa Descontado.

Nesse método, o valor da empresa é função de sua capacidade de gerar fluxos de caixa positivo no futuro. Ao somar todos esses fluxos de caixa devemos trazê-los a valor presente, descontados de uma taxa que representa os custos de oportunidade¹²/riscos desses fluxos. Ou seja, não medimos o valor de uma empresa pelo que esta representa no momento atual, mas sim pelo benefício que esta gera ao longo do seu tempo de vida.

¹¹ Abreviação de *Discounted Cash Flow*. Método do Fluxo de Caixa Descontado.

¹² Termo usado em economia para indicar o custo de algo em termos de uma oportunidade renunciada, uma vez que uma escolha impede o usufruto dos benefícios que as outras escolhas poderiam proporcionar.

Como explicado por Damodaran (2012), “o valor de uma empresa é o valor presente de seus fluxos de caixa previstos ao longo de sua vida”. Desta forma, o método é representado pela seguinte fórmula:

$$\text{Valor do ativo} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n}$$

Equação 1: Fluxo de caixa descontado

Onde:

N = vida útil do ativo

E(CF) = fluxo de caixa previsto no período n

r = Taxa de desconto que reflete o risco dos fluxos de caixa

n = vida do ativo

Pela equação 1, percebe-se que o valor do ativo é a soma dos fluxos de caixa futuro trazido a valor presente pela taxa de desconto.

Existem duas óticas diferentes para se analisar o método: fluxo de caixa livre para o acionista e fluxo de caixa livre para a firma. Os dois serão explicados a seguir:

4.2.1. Fluxo de Caixa ao Acionista

Conhecido como FCFE¹³ Este método visa quantificar o quanto do fluxo de caixa sobra para os acionistas após todas as obrigações da empresa serem pagas – impostos, juros de dívidas financeiras, custos operacionais, investimentos na empresa, etc. Ou seja, o que ficou disponível para os acionistas depois dos gastos e despesas. Desta forma, temos que a seguinte equação:

¹³ Abreviação de “free cash flow to equity”. Em português, Fluxo de caixa ao acionista.

$$Valor = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + Ke)^t}$$

Equação 2: Fluxo de caixa ao acionista

Onde:

N = vida útil do ativo

FCFE_t = Fluxo de Caixa para os acionistas no período t

Ke = Custo de capital próprio.

O FCFE pode ser descrito como:

Tabela 6: Cálculo do FCFE

<p><u>FCFE</u></p> <p><i>Lucro antes dos juros e depois dos impostos (EBIT*(1-T))</i></p> <p><i>(-) CAPEX (Investimentos no Imobilizado)</i></p> <p><i>(+) Depreciação e Amortização</i></p> <p><i>(-) Variação da Necessidade de Capital de Giro</i></p> <p><i>(-) Resultado Financeiro</i></p> <p><i>(-) Amortização</i></p>
--

Fonte: Damodaran (2012)

Percebe-se que neste método a taxa de desconto utilizada é o Ke, que é o custo de capital próprio. Esta taxa reflete os riscos associados aos fluxos de caixa futuros para os acionistas, que podem não se concretizar por diversos motivos que podem vir a afetar a empresa no futuro: Mudanças no ambiente macroeconômico, alterações no hábito de

consumo, transformações políticas.... Para calcular esta taxa utilizamos o modelo CAPM¹⁴ (*Capital Asset Pricing Model*), que será explicado mais à frente.

4.2.2. Fluxo de Caixa a Firma

Mais conhecido como FCFF¹⁵, este método tem como objetivo chegar ao valor justo da empresa do ponto de vista de todos os *stakeholders* da mesma. Desta forma, o método também leva em consideração os credores da empresa. Assim, levamos em consideração todos os fluxos de caixa que ficam disponíveis para a empresa como um todo após a dedução de seus custos operacionais, impostos e investimentos. Supõe-se que neste modelo, então, a taxa de desconto deve refletir todos os riscos dos acionistas e dos credores associados ao *business*. Desta forma, temos a seguinte equação:

$$Valor = \sum_{t=1}^n \frac{FCFFt}{(1 + WACC)^t}$$

Equação 3: Fluxo de caixa a firma

Onde:

N = vida útil do ativo

FCFFt = Fluxo de caixa disponível à empresa no período t

WACC = Custo médio ponderado do capital

4.3. WACC

O WACC¹⁶ (*Weighted Average Cost of Capital*) é a taxa de desconto utilizada no modelo do Fluxo de caixa descontado para a firma.

¹⁴ Capital Asset Pricing Model (CAPM) é traduzido para Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (MPAF).

¹⁵ Abreviação de “*free cash flow to firm*”. Em português, *Fluxo de caixa a firma*.

¹⁶ Custo médio ponderado do capital em inglês.

Como no FCFF o capital de terceiros está sendo contabilizado, a taxa deve refletir todos os riscos e o custo de oportunidade associados as expectativas dos fluxos de caixa para os todos os *stakeholders* da firma, e não só os acionistas.

Assim, essa taxa vai ser uma média entre o custo de capital próprio (K_e) e capital de terceiros (K_d), ponderada pela participação de cada um na estrutura de capital da empresa. O cálculo desta taxa é uma das fases mais importantes do método, visto que ela tem um impacto extremamente significativo para a avaliação precisa da empresa, além de possuir uma certa “arte” por trás, já que esta taxa leva em consideração inúmeras variáveis que possuem um certo grau de subjetividade em suas previsões.

Como bem definiu Alexandre Póvoa:

“O cálculo da taxa de desconto provavelmente é a parte mais intrigante e fascinante da análise do valor justo de uma ação. Intrigante por envolver variáveis que interagem entre si. Fascinante porque, definitivamente, nunca existe uma resposta cientificamente correta.”

A equação do WACC é:

$$WACC = K_e \left(\frac{E}{(D + E)} \right) + K_d \left(\frac{D}{(D + E)} \right) * (1 - t)$$

Equação 4: WACC

Fonte: Damodaran

Onde:

K_e = Custo do capital próprio

K_d = Custo do capital de terceiros

$E/(D+E)$ = Capital próprio em relação ao capital total da empresa

$D/(D+E)$ = Capital de terceiros em relação ao capital total da empresa

t = taxa de imposto

4.4. CAPM¹⁷

Para encontrar o custo de capital próprio, que é a taxa de desconto do modelo FCFE e que também é utilizado para descobrir o WACC, utilizamos um modelo chamado CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

Este modelo se baseia no fato de que qualquer ativo possui dois tipos de riscos: o risco idiossincrático e o risco sistemático. O primeiro termo é referente aos riscos individuais, específicos do ativo em questão, que não necessariamente afeta os seus pares do mercado. Desta forma, são riscos que podem ser mitigados ou controlados, melhorando a performance da empresa e sua ação.

Já o risco sistemático é aquele que afeta o mercado como um todo e que não possui qualquer correlação com problemas específicos da empresa; como por exemplo uma subida abrupta do nível de preços ou uma crise política.

Segundo Póvoa, esse modelo possui algumas hipóteses para que possamos utilizá-los:

- a) Inexistência de custos de transação;
- b) Total liquidez de compra e venda nos mercados;
- c) Simetria de informações no mercado;

d) Possibilidade de diversificação (eliminação) total do risco específico da ação, a partir da construção de um portfólio.

Apesar de não serem hipóteses razoáveis, ainda mais levando em consideração o estágio ainda incipiente do mercado acionário brasileiro se comparado com outros mercados mais desenvolvidos, este método é o mais indicado para chegar ao custo de capital próprio. Podemos representar o modelo pela seguinte equação:

¹⁷ Teoria de formação de preços de ativos em equilíbrio que mostra que as taxas esperadas de retorno de todos os ativos com risco são função de sua covariância com a carteira de mercado.

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Equação 5: CAPM

Onde:

K_e = Custo de capital próprio

R_f = Retorno do ativo livre de risco

$(R_m - R_f)$ = prêmio de risco de mercado

β = Beta = coeficiente de volatilidade do ativo em relação ao mercado

4.4.1. Taxa Livre de Risco

Uma taxa pode ser considerada livre de risco quando o investidor sabe com exatidão o retorno que irá ter e quando o risco de inadimplência, ou risco de contraparte, é nulo. Geralmente, quando falamos de taxa livre de risco, utilizamos os títulos do governo como uma aproximação, visto que são considerados os ativos mais seguros do mercado.

4.4.2. Prêmio de Risco de mercado

Esta taxa mede o retorno adicional que é exigido pelos investidores para investir em um ativo com riscos, em detrimento do ativo livre de risco. É medida pela diferença entre o retorno esperado do ativo e o retorno da taxa livre de risco. Pode ser compreendida também como uma medida de sensibilidade dos investidores em relação ao ativo; ou seja, quanto maior a percepção dos riscos envolvidos no investimento no ativo, maior será o prêmio que os investidores irão exigir em relação a taxa livre de risco. Se o risco for considerado baixo, não será exigido um prêmio muito grande por parte dos investidores.

4.4.3. Beta

Este coeficiente mede a volatilidade do ativo em relação ao mercado, ou seja:

Quando $\text{Beta} > 1$ -> o ativo tende a ser mais volátil que o mercado, sendo mais sensível a possíveis oscilações.

$\text{Beta} = 1$ -> O ativo possui a mesma volatilidade em relação do mercado; ou seja, oscila na mesma proporção.

$0 < \text{Beta} < 1$ -> O ativo possui uma volatilidade menor que o mercado. Desta forma, é menos sensível a mudanças que o mercado.

$\text{Beta} < 0$ -> Ativo anda na direção oposta a do mercado.

Ou seja, o Beta é a exposição que o ativo tem ao risco sistemático da economia. Como bem apontou Damodaran, algumas considerações sobre as características da empresa devem ser feitas ao se calcular o valor do coeficiente β :

- 1) Modelo de negócios da empresa: empresas mais cíclicas, que dependem mais de fatores macroeconômicos ou são mais sensíveis ao mercado em geral, devem ter β 's mais elevados.
- 2) Alavancagem Financeira: Quanto maior for a alavancagem, ou seja, quanto maior a proporção de capital de terceiros em relação ao capital próprio na estrutura de capital da empresa, maior o β ;
- 3) Alavancagem Operacional: Quanto maior for a alavancagem, ou seja, quanto maior a proporção de custos fixos em relação aos custos variáveis (empresas engessadas e que possuem pouca mobilidade em sua produção, podendo ser afetadas mais negativamente caso haja alguma recessão), maior o β ;

5. VALUATION DA BR MALLS

Neste capítulo, será feita a valoração da empresa BR Malls através do método do Fluxo de Caixa Descontado.

Utilizaremos as informações financeiras do Demonstrativo de Resultado da empresa e do Balanço Patrimonial a fim de projetar os fluxos de caixa futuro da companhia. A projeção será feita até 2023, onde os fluxos ainda são previsíveis, e para os próximos anos será considerada uma taxa de perpetuidade. Ao final, será encontrado um valor justo para a ação da empresa, observando se no mercado de valores mobiliários a mesma está sendo negociada a um preço diferente, o que representaria uma oportunidade de compra ou venda do papel.

5.1. Projeções Macroeconômicas

Foram utilizadas as projeções macroeconômicas disponibilizadas no site do Banco Central e que serve como um *benchmark*¹⁸ da indústria em relação as expectativas dos indicadores econômicos. As projeções foram baseadas na mediana das expectativas dos agentes de mercado mais relevantes.

Para o cálculo do FCFF, foi utilizado as projeções de PIB, IPCA e SELIC (Taxa de juros). Ademais, este trabalho considerou 2019 como parte da projeção, visto que os resultados do 1º trimestre ainda não tinham sido divulgados no início da confecção deste.

Tabela 7: Premissas Macroeconômicas

Premissas Macroeconômicas	2019	2020	2021	2022	2023
IPCA	3,88%	4,00%	3,75%	3,75%	3,75%
PIB Real	2,30%	2,80%	2,50%	2,50%	2,50%
Taxa de Juros	6,50%	7,56%	8,00%	8,00%	8,00%

Banco Central (06/03/2019); Elaboração Própria

¹⁸ Índice de comparação.

5.2. Receitas

Receitas são os recursos que uma empresa recebe pela venda de mercadorias ou prestação de serviços. No caso da BR Malls, a empresa possui diferentes fontes de receita, que serão ilustradas nesta seção:

5.2.1. Receita de Aluguel

É o valor que o lojista paga pela utilização do espaço. É a principal fonte de receita da BR Malls. Somente em 2018, por exemplo, a receita com aluguel correspondeu a 59,37% da receita bruta total da companhia

Geralmente, os contratos de aluguel têm o prazo médio de 5 anos, e aqui no Brasil temos dois principais tipos de contratos de locação:

Aluguel Mínimo: Neste tipo de contrato, o alocador estabelece um valor mensal fixo para o aluguel do espaço da loja. Ou seja, este aluguel é independente das vendas feitas pelo lojista no período, não interferindo no valor que ele irá pagar no período.

Aluguel Percentual: Como o nome já indica, neste contrato o lojista vai pagar um valor mensal em função das vendas da loja no período. Ou seja, é um contrato que depende exclusivamente da performance da loja no período.

O contrato que irá ser celebrado será o que oferece o maior valor de aluguel no período. Ou seja, nos meses em que o valor do Aluguel Percentual for maior que o valor mínimo, o contrato de Aluguel Percentual será celebrado. Em contrapartida, em meses de poucas vendas onde o valor do percentual não atingir o valor mínimo fixo, o contrato de Aluguel Mínimo será celebrado.

Dentro do escopo do aluguel, existem diversas práticas que são comuns no mercado brasileiro, uma vez escritas no contrato de locação. Uma delas é a cobrança de aluguel dobrado no mês de dezembro, ou também chamado de 13º aluguel. Defendida pelos locadores, eles alegam um aumento das despesas nesta época do ano, que iria ser contrabalanceada pelo aumento do aluguel. Esta prática é bastante criticada, porém, segundo

o STJ¹⁹, não é abusiva ou ilegal, uma vez firmado a cláusula em contrato. Outra prática bastante comum são os “Degraus”, cláusulas no contrato que estabelecem o aumento do aluguel mínimo em datas pré-acordadas.

A receita de aluguel está diretamente correlacionada com a taxa de ocupação e com a ABL. Ou seja, quanto maior o ABL médio, maior a área interna que pode ser convertida em aluguel e receita, e quanto maior a taxa de ocupação dos *shoppings*, maior vai ser o número de lojistas que irão pagar o aluguel.

Será utilizado o mesmo ABL médio do último trimestre de 2018 para a projeção dos próximos anos, considerando que a BR Malls não irá mais realizar nenhum investimento/aquisição de novos *shoppings* e para a projeção da taxa de ocupação, foi feita a média da taxa de ocupação entre os anos de 2011 e 2014, época antes da crise que afetou o Brasil e, mais fortemente, o setor de *shoppings*.

Assim, foi assumido que em 2021 seriam recuperados os níveis da taxa de ocupação pré-crise, e a taxa foi escalonada até chegar aos níveis pré-crise neste ano. Para os próximos anos, foi considerada a mesma taxa de ocupação.

Em relação ao valor do aluguel mínimo, este foi reajustado anualmente pelo IPCA mostrado nas premissas macroeconômicas. Já o aluguel percentual foi reajustado pelo IPCA e pelo PIB Real, refletindo um ajuste real do poder de consumo das famílias com o avanço do PIB. Além disso, foi considerado que os contratos firmados não tinham a cláusula de degraus.

5.2.2. Estacionamento

Esta atividade é a 2ª maior fonte de receita dos *shoppings*. Em 2018, por exemplo, correspondeu a 20,09% da receita total da companhia. Ela consiste na cobrança de uma taxa variável para o cliente que estaciona o carro dentro do estabelecimento, que depende do tempo que o carro se mantém lá. Antigamente era a própria administração dos *shoppings* que era responsável por esta atividade, realizando o serviço internamente, porém isso vem

¹⁹ Superior Tribunal de Justiça, um dos órgãos máximos do Poder Judiciário do Brasil.

mudando recentemente. Hoje, a maioria dos *shoppings* terceirizam esta atividade, e pagam uma porcentagem dos lucros para a empresa contratada para realizar o serviço.

Para sua projeção, levou-se em consideração o reajuste da inflação nos anos seguintes e o aumento do PIB Real, se traduzindo em uma perspectiva de crescimento no poder de consumo da população. Dessa forma, com mais pessoas circulando pelo *shopping*, é de se esperar que o estacionamento seja mais utilizado, gerando uma maior receita.

5.2.3. Mall & Mídia²⁰

Receita gerada através da negociação de merchandising e materiais publicitários em espaços que não eram utilizados antes, como os corredores dos *shoppings*, escadas rolantes e a fachada do *shopping*. É um tipo de marketing que, ao promover a interação diferente entre o produto e o consumidor, torna o processo de conversão do cliente mais “leve”, e vem ganhando bastante força hoje em dia. Em 2018 representou 10,38% da receita total da companhia. A receita com M&M está diretamente correlacionada com a ABL média da empresa, visto que quanto maior a área do *shopping* mais espaços ele tem para disponibilizar as publicidades, e também com o M&M por m². Para sua projeção, foi considerada o ABL médio já descrito aqui, e um reajuste anual do M&M por m² pela inflação e o PIB real do período.

5.2.4. Outras receitas

Cessão de Direitos: É um pagamento único feito pelo lojista uma vez que assume o ponto da loja. Ele varia de acordo com o tamanho e localização da loja no *shopping* (uma loja perto da entrada do *shopping*, por exemplo, possui muito mais visibilidade que uma loja perto do final do corredor, sendo, naturalmente, cobrado uma taxa maior).

Taxa de transferência: Quando um lojista decide rescindir o contrato antes de seu prazo e transfere o ponto comercial para outro lojista, é cobrada uma taxa de transferência.

²⁰ Espaços publicitários utilizados para aumentar a receita.

Prestação de Serviços: Receita gerada através da administração e comercialização de espaços em *shoppings* de terceiros.

Estas receitas tendem a aumentar ao mesmo passo da receita com aluguel, já que estão diretamente relacionadas. Desta forma, para a projeção destas, foi calculado a média de quanto estas receitas representavam em relação as receitas de aluguel nos 7 anos anteriores as projeções.

Após encontrada esta média, foi projetada a receita nos anos seguintes com base na proporção que estas representam da receita do aluguel.

Assim, pode ser mostrado um retrato das projeções das principais receitas da BR Malls:

Tabela 8: Projeção da Receita Bruta

	2019	2020	2021	2022	2023
Receita Bruta	1.549.519	1.633.389	1.715.913	1.797.626	1.909.978
Aluguel Mínimo	826.245	863.028	899.265	932.987	991.299
Aluguel Percentual	77.516	83.234	88.897	94.536	100.445
Mall & Mídia	160.675	171.781	182.678	194.267	206.408
Estacionamento	310.980	332.475	353.566	375.996	399.495
Outras Receitas	174.103	182.871	191.507	199.841	212.331

Elaboração Própria

5.3. Receita Líquida

Para se chegar na Receita Líquida estimada, devemos subtrair os impostos e contribuições da Receita Bruta. Em 2018, este valor representou por 8,71% da receita bruta total. Desta forma, foi utilizado como premissa que esta proporção não se alteraria nas projeções para os próximos anos.

Tabela 9: Projeção da Receita Líquida

	2019	2020	2021	2022	2023
Receita Bruta	1.549.519	1.633.389	1.715.913	1.797.626	1.909.978
Impostos e Contribuições	-135.015	-142.323	-149.514	-156.634	-166.424
% Receita Total	-8,71%	-8,71%	-8,71%	-8,71%	-8,71%
Receita Líquida	1.414.504	1.491.065	1.566.399	1.640.992	1.743.554

5.4. Custos

Pode-se destacar os principais custos da BR Malls:

- Condominiais

Os gastos operacionais dos *shoppings* (manutenção, segurança, etc) são compartilhados entre os lojistas, já embutidos no condomínio que o lojista deve pagar. Portanto, em um mundo ideal, os *shoppings* não deveria se preocupar com isto. Mas, recorrentemente, parte dessa despesa recai sobre o *shopping*, devido a inadimplência e a vacância das lojas. É um custo que varia de mês a mês, podendo prejudicar bastante o resultado da empresa ao final do período.

- Taxa de Administração

No caso onde quem faz a administração do *shopping* não ser o dono do empreendimento, uma taxa de administração é cobrada pela empresa que realiza o serviço. Muitas vezes é uma taxa variável, que varia em função da performance mensal do *shopping*. Quanto melhor a performance, maior será a remuneração do administrador.

- Fundo de Promoção

Gastos com promoção de eventos que são realizados dentro do espaço do *shopping*. Despesa que também é compartilhado com os lojistas.

- Comercialização

Muitas vezes o processo de locação das lojas e espaços publicitários é feitas através de um “corretor”, empresas especializadas em comercializar as lojas/espaços dos *shoppings*. Assim, o *shopping* paga uma “taxa de corretagem” pelo êxito destas companhias.

- Gastos com pessoal

Os gastos condominiais e com fundo de promoção são diretamente relacionados a vacância do *shopping*. Assim, ao projetar uma taxa de ocupação maior, estas tendem a cair com o tempo. Já os gastos com pessoal foram reajustados pelo IPCA projetado para o período. Ao retirar esses gastos da Receita Líquida da empresa, chegamos ao Resultado Bruto. Pode-se observar a projeção das linhas de custo na tabela abaixo:

Tabela 10: Projeção do Resultado Bruto

	2019	2020	2021	2022	2023
Receita Líquida	1.414.504	1.491.065	1.566.399	1.640.992	1.743.554
Custos com Pessoal	-32.158	-33.444	-34.698	-35.999	-38.249
Diversos Serviços	-23.716	-25.000	-26.263	-27.514	-29.233
Custos Condominiais	-53.748	-48.502	-42.649	-44.248	-47.014
Custos com Fundo de Promoções	-9.198	-8.301	-7.299	-7.573	-8.046
Depreciações e amortizações	0	0	0	0	0
Demais Custos	-34.113	-35.960	-37.776	-39.575	-42.049
Custos Totais	-152.933	-151.207	-148.685	-154.909	-164.591
Resultado Bruto	1.261.570	1.339.859	1.417.713	1.486.083	1.578.963

Elaboração Própria

5.5. Lucro Operacional

Para se chegar ao Lucro Operacional, também chamado de EBIT²¹, devemos retirar as despesas do Resultado Bruto da companhia.

Desta forma, todos os custos que não são relacionados diretamente com a atividade são contabilizados. Ademais, as despesas foram projetadas com base nos níveis históricos que

²¹ Sigla em inglês para “Earnings Before Interest and Taxes”. Em português, significa “lucro antes dos juros e tributos” (LAJIR).

esta representava da receita líquida nos últimos 7 anos. Pode-se observar a projeção das linhas de despesas e o EBIT na tabela abaixo:

Tabela 11: Projeção do Lucro Operacional

	2019	2020	2021	2022	2023
Resultado Bruto	1.261.570	1.339.859	1.417.713	1.486.083	1.578.963
Despesas com Vendas	-72.789	-76.729	-80.606	-84.444	-89.722
Despesas de Pessoal	-100.229	-104.238	-108.147	-112.202	-119.215
Serviços Contratados	-7.845	-8.270	-8.688	-9.101	-9.670
Outras Despesas	-7.740	-8.159	-8.571	-8.980	-9.541
Depreciações e amortizações	-14.108	-14.871	-15.623	-16.367	-17.390
Soma das despesas com vendas, gerais & administrativas	-202.711	-212.267	-221.634	-231.094	-245.538
EBIT	1.058.859	1.127.591	1.196.079	1.254.989	1.333.426

Elaboração Própria

5.6. Capex

O termo Capex, que significa *Capital Expenditure*²², são todas as despesas direcionadas para novas aquisições e manutenção dos bens de capital da empresa, como máquinas, equipamentos e novos edifícios.

Para fins de projeção, foi considerado que a BR Malls não realizou nenhuma aquisição nem expansão de seus *shoppings*. Ou seja, a empresa teve despesas relacionadas somente à manutenção de seus *shopping* atuais.

Nas Demonstrações Financeiras do final de 2018 da BR Malls podem ser encontradas algumas premissas utilizadas pela empresa na avaliação do valor justo da mesma. Nela, a empresa considera um CAPEX de 4,5% da receita bruta somente para a manutenção de seus *shoppings*. Desta forma, foi-se utilizado neste trabalho a mesma premissa, sendo considerado um Capex de 4,5%.

²² Despesas de capital.

5.7. Capital de giro

Este é o montante financeiro necessário para a empresa manter suas operações funcionando, ou seja, são os recursos que a empresa deve ter para dar continuidade aos negócios, como pagamento de fornecedores, salários e impostos.

No setor de *shopping*, em especial, o capital de giro necessário para manter as operações em andamento são muito baixos se comparados aos custos fixos. Isto acontece pois neste setor não há a necessidade de estoques, pois não há venda de bens físicos. Desta forma, para se calcular o capital de giro devem ser considerados somente as “Contas a pagar” e “Contas a receber”.

Para a projeção do Capital de Giro, é importante ter o prazo médio de recebimento e pagamento por parte da empresa. Ou seja, o prazo médio esperado pelo *shopping* para receber e pagar todas as contas, e ver se estas datas “conversam” entre si. Uma empresa que possui um prazo de recebimento mais longo que o prazo de pagamento, por exemplo, pode encontrar problemas em se manter operando, devido a necessidade de capital de giro decorrente do descasamento entre as datas de pagamento e recebimento.

Para a projeção das contas a receber, foi-se calculado primeiramente o prazo médio de recebimento em dias destes recursos, que é a métrica utilizada pelo mercado. Para isso, foi somado o montante total que o *shopping* tem que receber dos clientes em 2018, encontrado no Balanço Patrimonial. Este valor foi dividido pela média da receita bruta dos últimos 3 anos multiplicado por 360, que é a quantidade média de dias no ano, para podermos encontrar o prazo médio de recebimento em dias. Assim, foi-se encontrado um prazo de recebimento médio de 9 dias, que foi estendido para os próximos anos.

Para a projeção das contas a pagar, foi somado o montante total que o *shopping* tem que pagar aos seus fornecedores em 2018. Analogamente ao caso acima, foi dividido pela média da receita bruta e pela média das despesas gerais, já que estas também devem ser consideradas para se calcular o prazo médio de pagamento. Assim, foi-se encontrado um prazo médio de pagamento de 40 dias, que é um prazo extremamente confortável em termos de necessidade de capital de giro, ao levarmos em consideração que o prazo de recebimento médio é de somente 9 dias. Ou seja, a empresa recebe, em média, todas as suas “Contas a receber” em 9 dias, e tem que desembolsar as “Contas a pagar” somente em 40 dias.

Sabendo o montante de recursos que deverá ser pago e recebido nas projeções, pode-se calcular a necessidade de giro, que mostra o quanto de capital a empresa deve ter para continuar suas operações.

5.8. Fluxo de Caixa livre a Firma

Considerando as premissas e projeções explicadas neste capítulo, além das teorias sobre *valuation*, pode-se calcular agora o Fluxo de Caixa Livre para a Firma. A tabela abaixo nos mostra as projeções do fluxo de caixa para os próximos 5 anos:

Tabela 12: Fluxo de caixa para a firma

Fluxo de caixa para a Firma					
(+) EBIT	1.058.859	1.127.591	1.196.079	1.254.989	1.333.426
(-) Imposto*	-360.012	-383.381	-406.667	-426.696	-453.365
(+) Depreciação & Amortização	14.108	14.871	15.623	16.367	17.390
(-) Capex	-61.894	-65.273	-68.598	-71.900	-76.394
(-) Variação da necessidade de Giro	-7.832	-1.227	-1.302	-300	-128
FCFF (R\$ Milhões)	643.229	692.582	735.134	772.459	820.928

Elaboração Própria

Para chegar ao Fluxo de caixa livre para a firma, devem ser reintroduzidas a depreciação e amortização na conta. Isto acontece porque estas despesas não tem efeito caixa, sendo puramente contábil, ou seja, não há de fato um desembolso de caixa por parte da empresa. Dessa forma, deve-se efetuar a reversão deste valor para se obter o fluxo de caixa livre para a firma.

5.9. Taxa de desconto

Como mencionado no capítulo 4, a taxa de desconto que é utilizada para se chegar ao valor justo pelo fluxo de caixa descontado da firma é o WACC.

Nele, tanto o capital de terceiros quanto o capital próprio é contabilizado. Portanto, a taxa deve refletir os riscos associados ao *business* como um todo, o que envolve todos os *stakeholders*. Ademais, a busca por uma taxa que reflita corretamente os riscos envolvidos

para um negócio é uma tarefa árdua; envolve-se uma grande quantidade de variáveis que, em muitos casos, são de difícil previsão.

Portanto, pode-se considerar uma das tarefas mais difíceis, que envolve um grau de subjetividade maior, mas que ao mesmo tempo é de extrema importância para se chegar ao valor justo da companhia.

Após o cálculo da taxa de desconto e sua implicação para o *valuation* da BR Malls, será feito um estudo de sensibilidade, mostrando como pequenas mudanças na composição e nas premissas utilizadas para se chegar nela pode ter um grande impacto em seu valor final. Relembrando a fórmula do WACC:

$$WACC = K_e \left(\frac{E}{(D + E)} \right) + K_d \left(\frac{E}{(D + E)} \right) * (1 - t)$$

Fonte: Damodaran

Onde:

K_e = Custo do capital próprio

K_d = Custo do capital de terceiros

$E(D+E)$ = Capital próprio em relação ao capital total da empresa

$D(D+E)$ = Capital de terceiros em relação ao capital total da empresa

5.9.1. Custo do capital de terceiros

Em termos de projeção, foi utilizada a taxa última emissão de debêntures da BR Malls, de ticket BRML17, como *proxy*²³ para o custo do capital de terceiros. Esta debênture, que foi emitida em 11 de março de 2019, promete pagar aos investidores 107,5% do CDI em um prazo de 6 anos, com os recursos levantados sendo destinados para a melhora do capital de giro e alongamento do perfil de endividamento.

²³ Referência.

Para a projeção do CDI, foi utilizado a taxa SELIC, visto que estas duas taxas tem um valor muito próximo (O CDI geralmente fica 10 bps²⁴ abaixo da SELIC anualmente). Para sabermos a proporção de capital de terceiros em relação ao capital total da empresa, foi-se dividida a dívida líquida da empresa pela soma do valor de mercado atual dela e sua dívida líquida, chegando ao valor de 12,2%.

5.9.2. Custo do capital próprio

Relembrando a equação do CAPM, utilizada para se chegar ao valor do custo do capital próprio:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Onde:

K_e = Custo de capital próprio

R_f = Retorno do ativo livre de risco

$(R_m - R_f)$ = prêmio de risco de mercado

β = Beta = coeficiente de volatilidade do ativo em relação ao mercado

Desta forma, necessita-se calcular algumas variáveis para se chegar ao valor do custo de capital próprio.

5.9.2.1. Ativo livre de risco

Um ativo é considerado livre de risco quando o investidor sabe com exatidão o retorno que irá ter e quando o risco de inadimplência é nulo. Dessa forma, foi se utilizado a NTN-B 2050, título público de vencimento mais longo existente no mercado, como uma aproximação para a taxa livre de risco, que paga IPCA + 4,60%.

²⁴ Pontos-base. Cada ponto-base representa 0,01%.

Alexandre Póvoa pontua que esta é a opção mais utilizada por analistas em suas projeções. Como este título possui um prazo de vencimento muito longo, para se projetar o IPCA foi se utilizado a meta de inflação brasileira, visto que esta é a inflação desejada pelo Banco Central. Para efeitos de projeção, foi considerado que o Banco Central irá cumprir seu papel de atingir a meta, logo a taxa livre de risco será de $3,75\% + 4,60\% = 8,35\%$.

5.9.2.2. Beta

Para encontrar o beta, que mede a variação média e do ativo em relação ao mercado em geral, foi se utilizado o sistema da Thomson Reuters, empresa global provedora de informações para o mercado financeiro. O beta encontrado foi de 1,05. Desta forma, concluiu-se que a BR Malls possui uma correlação bem próxima a do mercado, sendo ligeiramente mais sensível as flutuações que atingem o Ibovespa.

5.9.2.3. Prêmio de Risco

O último valor a ser encontrado nesta equação é o prêmio de risco, que mede o retorno adicional que é exigido pelos investidores para investir em um ativo com risco, em detrimento do ativo livre de risco.

Segundo Póvoa, pelo fato do Brasil ter uma história bastante turbulenta do ponto de vista econômico, com picos inflacionários e grandes instabilidade financeira, não é possível obter uma base de dados confiável e estável para realizar este estudo. Desta forma, Póvoa recomenda que se utilize, para o Brasil, um prêmio de risco em reais de 6,50%.

Assim, segundo a fórmula, encontra-se o resultado do custo de capital próprio de 15,2%, e um WACC de 14,0%.

5.10. Valor Justo

Encontrado o valor da taxa de desconto e com a projeção do fluxo de caixa, pode-se encontrar o valor justo da empresa. Necessita-se agora calcular o valor da perpetuidade, ou seja, a taxa que irá ser utilizada a partir do 5º ano para projetar o fluxo de caixa *ad eternum*

da empresa. Esta taxa possui valor crucial no método do fluxo de caixa, já que uma pequena mudança em sua composição irá trazer grandes variações para a soma dos fluxos de caixa da empresa.

Desta forma, foi considerado uma taxa de perpetuidade de 6,34%, retirada a partir da projeção do aumento do PIB Real e do IPCA. Ou seja, projeta-se que os fluxos na perpetuidade irão ser constantes ao aumento do PIB Real e IPCA.

Para se chegar ao preço justo por ação, deve-se somar os fluxos “explícitos” com os fluxos da perpetuidade. Além disso, deve-se somar o caixa da empresa na conta, que são os recursos imediatamente disponíveis, e subtrair a dívida bruta da empresa. Por fim, utiliza-se o valor de mercado da companhia dividido pelo número de ações disponíveis. Desta forma, chega-se a seguinte tabela:

Tabela 13: Fluxo de caixa descontado

Fluxo de caixa descontado	
WaCC	14,02%
DCF (Fluxos Explícitos)	R\$ 2.823.336,79
Crescimento na Perpetuidade	6,34%
DCF (Perpetuidade)	R\$ 6.734.032,03
Valor da Firma	R\$ 9.557.368,82
(+) Caixa	R\$ 1.639.974,00
(-) Dívida Bruta	R\$ 3.127.212,00
Valor de Mercado	R\$ 8.070.130,82
Número de Ações (site da B3)	839974219
Preço por Ação	R\$ 9,61
Preço Atual	R\$ 12,80
Upside/Downside	-24,94%

Elaboração Própria

Assim, chega-se ao valor justo de R\$ 9,61 por ação.

No preço de fechamento do dia 31 de maio de 2019, a ação estava cotada a R\$12,80. Ou seja, de acordo com as projeções, temos um potencial de desvalorização de -24,94% em relação ao preço atual.

Conclui-se então que o racional nesta situação seria vender ações da BR Malls, visto que atualmente, segundo as projeções, ela está sendo negociada a um preço acima do “justo”.

6. ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

Este capítulo tem como objetivo ilustrar como a taxa de desconto e a taxa de crescimento da perpetuidade impactam a o valor justo encontrado pela ação.

Pela análise de sensibilidade, consegue-se ter uma ideia da importância que essas taxas possuem no valor final da empresa. Pode-se observar isso na tabela abaixo, onde foi escolhido um intervalo para o WACC e para a taxa de crescimento na perpetuidade de 100 bps para baixo e para cima, e que mostra o preço da ação de acordo com as diferentes combinações das duas taxas.

Tabela 14: Análise de Sensibilidade

Sensibilidade Preço-Alvo		Crescimento na Perpetuidade				
		5,34%	5,84%	6,34%	6,84%	7,34%
WACC	13,00%	9,81	10,47	11,23	12,10	13,14
	13,50%	9,15	9,72	10,37	11,12	11,99
	14,00%	8,56	9,07	9,61	10,28	11,02
	14,50%	8,04	8,48	8,98	9,54	10,18
	15,00%	7,57	7,97	8,41	8,90	9,45

Elaboração Própria

Ou seja, se considerarmos uma diminuição de 100bps na taxa de desconto, refletindo uma melhora na perspectiva de risco da companhia e de sua operação, o preço alvo seria R\$11,23 reais, uma diferença de 16,85% do preço alvo que foi encontrado anteriormente. Apesar deste resultado não mudar nossa estratégia de tentar gerar lucro, é uma interessante ilustração de como o preço-alvo varia de acordo a taxa de desconto.

Um aumento de 1% na taxa de crescimento na perpetuidade, por exemplo, levaria o preço alvo para R\$ 14,67, gerando uma diferença de 14,04% entre os preços encontrados.

Observando a tabela acima fica evidente a importância da taxa de desconto e da taxa de crescimento na perpetuidade para o modelo.

A variância dos resultados estimados ilustra bem isto, onde podemos encontrar um valor justo real da ação de R\$ 7,57 até R\$ 13,14 variando somente 100bps da taxa de perpetuidade e taxa de desconto.

7. CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo chegar ao valor justo da BR Malls, umas das principais empresas do setor de *shopping* center brasileiro, pelo método do fluxo de caixa descontado.

Como foi observado, este método é extremamente complexo, que envolve a interação de um número significativo de variáveis e premissas, que muitas vezes são de difícil mensuração/projeção.

Na parte micro, mostrou-se essencial o entendimento do negócio da empresa e de sua saúde financeira, a fim de projetar adequadamente sua performance para os próximos anos. A compreensão de suas principais receitas, gastos e como elas interagem com os fatores macroeconômicos é fundamental para se chegar a um valor justo que reflita corretamente os fundamentos da empresa.

Além da capacidade de entendimento do negócio, deve-se esperar de quem trabalha com valoração de empresas um conhecimento sólido de contabilidade, capacidade de projeção e entendimento de fatores e indicadores econômicos, tornando esta metodologia bastante sofisticada.

Ademais, é necessário um constante acompanhamento e revisão do modelo do *valuation*, visando incorporar as mudanças e novos dados que surgem para o mercado, buscando sempre a otimização do modelo.

Em relação ao valor da BR Malls, foi encontrado um valor da ação abaixo da precificada pelo mercado. Esta diferença no preço se mostra uma oportunidade de gerar lucro, vendendo as ações para depois, caso a projeção se concretize, as recomprar com um valor menor. Também existem outras ferramentas disponíveis no mercado para se beneficiar deste movimento, como o aluguel de ações e derivativos.

8. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRANCO, Carlos Castello. **Setor de Shopping Center no Brasil: Evolução Recente e Perspectivas**, 2009.

CAVALCANTE, F. **Mercado de Capitais**. Elsevier Brasil, 1993.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Valuation: Measuring and Managing**, 2000.

DAMODARAN, A., **Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, 2012.

POVOA, A. **Valuation: Como Precificar Ações**. São Paulo: Campus, 2012.

Richard A. Feinberg and Jennifer Meoli (1991) ,"**A Brief History of the Mall**", in NA - Advances in Consumer Research Volume 18, eds. Rebecca H. Holman and Michael R. Solomon, Provo, UT : Association for Consumer Research, Pages: 426-427 - <http://acrwebsite.org/volumes/7196/volumes/v18/NA-18>

Portal da ABRASCE com informações sobre o setor de shopping center no Brasil - <http://www.abrasce.com.br/>.

Site de Relacionamento com Investidor da BR Malls (Formulários de Referência, divulgação de resultados, apresentações) - http://ri.brmalls.com.br/default_pt.asp?idioma=0&conta=28.

Site da BR Malls -<http://brmalls.com.br>

Banco Central do Brasil - <https://www.bcb.gov.br>

Site da B3 - http://www.b3.com.br/pt_br/

Site da Thomson Reuters, provedora de informações para o mercado financeiro - www.thomsonreuters.com.br/pt.html

Iguatemi, o primeiro shopping do Brasil - <https://vejasp.abril.com.br/blog/memoria/inaugurado-em-1966-iguatemi-foi-o-primeiro-shopping-do-brasil/>