

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: O CASO DA BRMALLS  
PARTICIPAÇÕES S.A.**

Livia Maestrelli Rodrigues Rego

Matrícula nº 1113015

Orientador(a): Prof(a). Maria de Nazareth Maciel

Junho 2015

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: O CASO DA BRMALLS  
PARTICIPAÇÕES S.A.**

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

Livia Maestrelli Rodrigues Rego

Matrícula nº 1113015

Orientador(a): Prof(a). Maria de Nazareth Maciel

Junho 2015

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

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço aos meus pais, meu namorado, amigos e professores por todo apoio dado ao longo da minha graduação. Agradeço também, ao Departamento de Economia da PUC-RJ, que proporcionou todo o aprendizado ao longo da minha graduação em economia, e a professora Maria de Nazareth Maciel, que com muita dedicação me orientou ao longo dessa monografia.

## RESUMO

Rego, Livia Maestrelli Rodrigues. **Avaliação de Empresas:** o Caso da BRMalls Participações S.A. Rio de Janeiro, 2015. 68p. Departamento de Economia. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Esse trabalho tem como objetivo encontrar o valor de uma empresa através do modelo de fluxo de caixa descontado. A empresa escolhida para o estudo de caso foi a BRMalls Participações S.A., maior companhia do setor de *shoppings* no Brasil. Primeiramente, foi feita uma análise teórica de como é feita a avaliação de ativos através do fluxo de caixa descontado. Posteriormente, explica-se o setor em que a empresa está inserida e a empresa em questão. O trabalho se encerra ao encontrar o valor justo da BRMalls e o potencial de valorização da companhia.

### Palavras-chave

Valor de uma empresa; *shoppings*; fluxo de caixa descontado; valor justo; potencial de valorização; risco.

# SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	12
2. MODELO DE “VALUATION” – O MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	14
2.1 Introdução à Avaliação de Ativos	14
2.2 Fluxo de Caixa Descontado	14
2.2.1 Fluxo de Caixa ao Acionista	15
2.2.2 Fluxo de Caixa para Firma	17
2.3 A Taxa de Desconto	18
2.3.1 Modelo CAPM – O Cálculo do Custo de Capital Próprio	18
2.3.1.1 Taxa Livre de Risco	19
2.3.1.2 Beta	20
2.3.1.3 Prêmio de Risco do Mercado	21
2.3.2 Taxa de Desconto para Firma	22
3. O SETOR DE <i>SHOPPING CENTER</i>	23
3.1 Definição e Ambiente Macroeconômico	23
3.2 Entrada no Mercado de <i>Shoppings</i>	27
3.3 Estrutura de um <i>Shopping Center</i>	27
3.3.1 “Stakeholders” – Os agentes envolvidos	28
3.3.2 Principais Contratos Celebrados	30
3.4 Receitas e Despesas do Empreendedor	32

4. BRMALLS PARTICIPAÇÕES S/A	35
4.1 Histórico da Empresa	35
4.2 Estrutura Societária	39
4.3 Vantagens e Estratégias Competitivas	41
4.3.1 Foco em Crescimento Orgânico	43
4.3.2 Foco em Eficiência Operacional	43
4.3.3 Relacionamento com Lojistas e Consolidação da Marca	45
4.4 Riscos Envolvidos	46
5. ESTUDO DE CASO – O MODELO DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	48
5.1 Receita Bruta	49
5.1.1 Receita de Aluguel	49
5.1.2 Estacionamento	51
5.1.3 Receitas Comerciais	51
5.1.4 Receitas de Serviços	52
5.2 Receita Líquida	52
5.3 Custos e Despesas Totais	53
5.4 Projetos - Greenfields e Expansões	56
5.5 Lucro Líquido	57
5.6 Fluxo de Caixa Livre ao Acionista	59
5.7 Taxa de Desconto	60
5.7.1 Taxa Livre de Risco	60
5.7.2 Beta	61
5.7.3 Prêmio de Risco	61
5.7.4 Valor Justo	62

5.8 <i>Real Options</i>	62
5.9 Análise de Sensibilidade	63
6. CONCLUSÃO	66
7. BIBLIOGRAFIA	67



## **Lista de Abreviaturas e Siglas**

VPL – Valor Presente Líquido

FCFE – *Free Cash Flow to Equity*

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

FCFF – *Free Cash Flow to Firm*

WACC – *Weighted Average Cost Capital*

ABRASCE – Associação Brasileira de *Shopping Center*

ABL – Área Bruta Locável

LUCs – Lojas de Uso Comercial

NOI – *Net Operating Income*

IPO – *Initial Public Offer*

ADRs – American Depositary Receipts

OBZ – Orçamento Base Zero

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

CDU – Cessão de Direito de Uso

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*

## Lista de Figuras

Figura 1 – Linha do Tempo BRMALLS PARTICIPAÇÕES S/A	36
Figura 2 – Pacotes de Condomínio do Programa OBZ da BRMALLS PARTICIPAÇÕES S/A	44
Figura 3 – Queda no Custo de Ocupação da BRMALLS PARTICIPAÇÕES S/A	45
Figura 4 – Distribuição da Receita Bruta	50
Figura 5 – Evolução do EBITDA	55
Figura 6 – Incremento no <i>Fair Value</i> pelo Potencial Construtivo	63

## Lista de Gráficos e Tabelas

### Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Evolução da ABL em <i>Shopping Centers</i> no Brasil	25
Gráfico 2 – Evolução do Faturamento em <i>Shopping Centers</i> no Brasil	26
Gráfico 3 – Evolução do Número de Empregos em <i>Shopping Centers</i> no Brasil	26

### Lista de Tabelas

Tabela 1 – Portfólio BRMALLS PARTICIPAÇÕES S.A.	37
Tabela 2 – Projetos <i>Greenfields</i> e Expansões	39
Tabela 3 – Composição Acionária	40
Tabela 4 – Projeção IGP-M	50
Tabela 5 – Receita Bruta	52
Tabela 6 – Receita Líquida	53
Tabela 7 – Lucro Operacional (EBIT)	54
Tabela 8 – EBITDA Ajustado	55
Tabela 9 – <i>Greenfields</i>	56
Tabela 10 – Expansões	57
Tabela 11 – Lucro Líquido	58
Tabela 12 – FFO Ajustado	58
Tabela 13 – Fluxo de Caixa Livre ao Acionista	59
Tabela 14 – CAPM	62
Tabela 15 – Análise de Sensibilidade Taxa de Desconto sobre Preço da Ação	65

“Faça Chuva, ou faça Sol, faça *Shopping*.”

Anônimo

“Quando eu compro o mundo fica melhor; o mundo é melhor. E depois deixa de ser. Aí eu compro outra vez.”

Delírios de Consumo de Becky Bloom

# 1.

## Introdução

O fluxo de caixa descontado é o método mais usual para determinar o valor justo de ativos. Através dele, os fluxos de caixa gerados pelo ativo são projetados até a perpetuidade. Posteriormente, os fluxos são trazidos a valor presente utilizando a taxa de desconto, que leva em consideração o risco associado a empresa. Neste estudo, vamos analisar a BRMalls Participações S.A, maior empresa de *Shoppings Centers* da América Latina.

Nos últimos anos a economia brasileira tem apresentando um desempenho favorável, contando com juros baixos e expansão do crédito o que é bom para o crescimento mais robusto que vem ocorrendo no setor de *shoppings*. A partir do ano de 2013, o setor começou a apresentar uma desaceleração de acordo com a atividade econômica do país. O Banco Central vem elevando a taxa Selic a fim de conter a inflação, afetando também a atividade e o desemprego, chegando ao setor de *shoppings*.

O objetivo deste estudo é encontrar o valor justo da BRMalls através do método do fluxo de caixa descontado. Para isso, é preciso também, analisar o setor e a própria empresa ressaltando as principais características e especificidades de cada um. Dessa forma, este trabalho se divide da seguinte forma:

No primeiro capítulo serão apresentadas as principais definições do método de fluxo de caixa e suas variáveis, apresentando o funcionamento do passo-a-passo do modelo de *Valuation*.

O segundo capítulo tem como objetivo entender o setor de *shoppings*. Serão apresentadas as principais características e sua evolução, definindo os agentes envolvidos na operação para buscar entender quais são as principais linhas de receitas e custos das empresas inseridas no setor.

O terceiro capítulo é referente à empresa, levando em consideração seu histórico, estrutura societária, estratégias e vantagens competitivas a fim de entender seu posicionamento no mercado e o risco envolvido.

Finalmente, o quarto capítulo, se destina a projetar o fluxo de caixa da empresa, com base no seu demonstrativo de resultado e explicitando as premissas utilizadas para as projeções futuras. Esse fluxo trazido a valor presente pela taxa de desconto, também calculada nesse capítulo, possibilitará a determinação do valor justo da empresa e, por consequência, a recomendação de compra ou venda da ação.

## 2.

### MODELO DE “VALUATION” – O MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

#### 2.1

##### Introdução à avaliação de ativos

A avaliação de ativos tem como objetivo precificar um projeto ou uma empresa a fim de determinar seu valor justo, que não necessariamente será um valor único, podendo ser um intervalo de preços. Tal valor servirá de suporte à tomada de decisão em relação à realização de um investimento. É importante levar em consideração as especificidades de cada ativo para realizar a sua precificação a fim de se aproximar da realidade.

Existe uma variedade de metodologias com a finalidade de encontrar o “valor justo” de um ativo. Podemos destacar três grandes grupos de metodologias a fim de chegar em um preço final do ativo. A primeira seria o fluxo de caixa descontado, que tem como objetivo projetar a futura geração de caixa de uma empresa, trazendo os fluxos de caixa a valor presente a partir de uma taxa de desconto, a avaliação relativa ou por múltiplos, a qual procura auferir o valor de uma empresa adotando o método de comparação com seus *peers* de razões comuns, e, por último, o método de opções reais que se baseia no modelo de precificação de opções para estabelecer o valor de ativos através de possíveis realizações e crescimento futuro.

Dentre todos os métodos de precificação de ativos, o fluxo de caixa descontado é o mais utilizado atualmente por ser considerado o mais completo. Esse foi o método escolhido para avaliar a Brmalls Participações S.A.

#### 2.2

##### Fluxo de caixa descontado

O modelo de fluxo de caixa descontado pode ser dividido em duas etapas principais para chegar ao valor justo do ativo:

- 1) Projetar os fluxos de caixa gerados pelo ativo até a perpetuidade;
- 2) Determinar, através do método CAPM, que será abordado adiante, a taxa de desconto para trazer os fluxos a valor presente.

$$VPL = \sum CF_t / (1 + r)^t$$

Onde:

VPL = Valor presente líquido

$\sum CF_t$  = Somatório dos fluxos de caixa projetados até o ano t

r = Taxa de desconto

Alguns acadêmicos, como Damodaran (2007, p. 10) destacam algumas limitações do método de fluxo de caixa descontado, entre elas a quantidade de informação necessária e a capacidade de manipulação do modelo. Existem duas principais abordagens para precificação de ativos através do método de fluxo de caixa descontado, que são: fluxo de caixa livre ao acionista e o fluxo de caixa livre à empresa.

### 2.2.1

#### Fluxo de caixa ao acionista

Conhecido pela sigla, em inglês, FCFE (*free cash flow to equity*), contempla somente o que deve ser distribuído aos acionistas, excluindo, portanto, os compromissos financeiros, custos operacionais, impostos, investimentos na empresa e pagamento de juros aos credores, conforme demonstrado abaixo.

(+) Receitas de vendas e/ou serviços

(-) Impostos sobre receitas

(-) Custo e despesas operacionais

(-) Depreciação



- (+/-) Receitas/Despesas financeiras
- (+/-) Aumento ou redução do capital de giro
- (-) Imposto de renda
- (+) Depreciação
- (-) Investimento
- (+) Empréstimos
- (-) Pagamento de juros
- = FCFE

Essa metodologia revela o valor da empresa sob a ótica de seus acionistas (é também conhecido como valor de mercado ou, em inglês, *market cap*). A taxa de desconto a ser utilizada para trazer o fluxo a valor presente deve representar a expectativa de retorno dos acionistas considerando todos os riscos associados ao ativo, levando em consideração o ambiente em que a empresa está inserida. Essa taxa de desconto é conhecida como custo de capital próprio, em inglês, *cost of equity* ( $Ke$ ). Para o cálculo da mesma é utilizado o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que será abordado mais a frente.

Segundo Damodaran: “O modelo de FCFE trata o acionista de uma empresa de capital aberto como o equivalente ao proprietário de um negócio privado. Este pode reivindicar os seus direitos sobre todo o fluxo restante, após impostos, pagamento de dívidas e necessidades de reinvestimentos.” (DAMODARAN, 2007, p. 120).

Abaixo, a equação que representa o cálculo do valor presente pelo método de FCFE:

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

Onde:

$n$  = Vida útil do ativo

$FCFE_t$  = Fluxo de caixa para o acionista no período  $t$

$Ke$  = Custo do capital próprio

### 2.2.2

#### Fluxo de caixa para firma

Conhecido como FCFF (“*free cash flow to firm*”), o fluxo de caixa para firma tem como objetivo calcular o valor da empresa tanto para o acionista quanto para os credores. A grande diferença entre o fluxo de caixa para o acionista e o fluxo de caixa para a firma é que o primeiro baseia-se no lucro líquido, e o segundo, no lucro antes do pagamento de juros. Ou seja, no caso do FCFF, o pagamento de juros é considerado. Dessa forma, conclui-se que o FCFF é o fluxo de caixa residual gerado pela empresa após os custos operacionais e investimentos.

Em termos de equação, pode ser descrito da seguinte forma:

- (+) Receitas Operacionais
  - (-) Imposto sobre receita
  - (-) Custos Operacionais
  - (-) Depreciação
  - (+/-) Receita/Despesa Financeira
  - (+/-) Aumento/Diminuição do capital de giro
  - (-) Imposto de renda
  - (+) Depreciação
  - (-) Investimento
- = FCFF

O fluxo de caixa para firma deve refletir a capacidade da empresa de gerar caixa considerando tanto fonte de recursos próprios, quanto de terceiros. Ao considerar o pagamento de juros e emissão de dívida no fluxo, a taxa de desconto deve levar em consideração os riscos e as expectativas de retorno dos acionistas e dos credores. Dessa forma, a taxa de desconto deve levar em consideração o custo de capital próprio ( $K_e$ ) e o custo de capital de terceiros ( $K_d$ ) ponderado por sua respectiva participação na estrutura de financiamento da empresa. Essa taxa é conhecida com WACC (*weighted average cost of capital*) e será abordada adiante.

Portanto, a equação que representa o cálculo do valor presente pelo método de FCFE é:

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

Onde:

n = Vida útil do ativo

FCFE<sub>t</sub> = Fluxo de caixa livre à empresa no período t

WACC = Custo médio ponderado do capital

## 2.3

### A taxa de desconto

A taxa de desconto tem como objetivo considerar o grau de risco associado ao fluxo de caixa tornando, portanto, a sua definição de extrema importância para a correta avaliação da empresa. Póvoa (2007, p. 137) define da seguinte forma: “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.”

Conforme já mencionado anteriormente, para o fluxo de caixa ao acionista, a taxa de desconto utilizada é o custo do capital próprio (Ke). Enquanto no modelo de fluxo de caixa livre à empresa, essa taxa corresponde ao custo médio ponderado de capital (WACC), ou seja, além dos componentes do patrimônio líquido, considera-se também a dívida.

#### 2.3.1

#### Modelo CAPM – O cálculo do custo de capital próprio

Para determinar a taxa de desconto do acionista, ou seja, o custo do capital próprio, o modelo mais recomendado é o CAPM – *Capital Asset Pricing Model*.

Podemos considerar quatro principais premissas para o modelo: inexistência de custo de transação, simetria de informação no mercado, liquidez perfeita e possibilidade de diversificação total do risco específico da ação.

Embora as hipóteses do modelo CAPM o distanciem da realidade, é o cálculo mais utilizado pelos investidores a fim de calcular o custo de capital próprio. Deve-se tomar um cuidado especial no cálculo do Beta.

O modelo CAPM é obtido através de uma equação que demonstra a relação entre retorno esperado e beta, conforme descrito abaixo:

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

Onde:

$K_e$  = Custo do capital próprio

$R_e$  = Retorno exigido do ativo  $i$

$R_f$  = Taxa de retorno livre de risco

$\beta$  = Beta

$(R_m - R_f)$  = Prêmio de risco do mercado

### **2.3.1.1**

#### **Taxa livre de risco**

Um ativo livre de risco é caracterizado como aquele que o investidor conhece o retorno esperado com certeza. Para um ativo ser classificado como *risk free*, duas condições devem ser atendidas: Não pode haver nenhum risco de inadimplência e não pode haver nenhuma incerteza sobre as taxas de retorno.

O mais comum é a utilização de títulos emitidos pelo governo, já que, por serem emissores de moeda, o risco de não honrarem seus compromissos é muito baixo. Porém, é importante ressaltar, que nem todos os países podem ser considerados livres desse risco.

Como uma conciliação prática, porém, é válido notar que o efeito do valor presente de utilizar taxas livres de risco que variam de um ano para o outro tende a ser pequeno para maioria das bem comportadas estruturas a termo. Nesses casos, poderíamos usar uma estratégia de duração combinada, em que a duração do título livre de inadimplência usado com ativo é combinada com a duração dos fluxos de caixa da análise. A consequência lógica para as avaliações, em que fluxos de caixa estendem-se por um longo período (ou infinitamente), é que as taxas livres de risco utilizadas devem ser quase invariavelmente de longo prazo. Na maioria das moedas, geralmente há uma obrigação do governo de dez anos que serve como um indicador razoável para a taxa livre de risco. (Damodaran, 2007, p. 24).

Nos Estados Unidos, é comum utilizar o título de longo prazo do tesouro norte americano, como o *Treasury Notes* com dez anos de duração.

Em outros países, como o Brasil, costuma-se utilizar a taxa de juros livre de risco norte americana adicionando ao prêmio de risco do país, nesse caso o Risco Brasil. Esse é o método descrito por Damodaran, destacando o fato que, dessa forma, o cálculo contempla o componente específico de risco do país em que a empresa atua, estando, portanto, levando em consideração o ambiente macroeconômico.

### 2.3.1.2

#### Beta

De acordo com o modelo CAPM, o Beta é o coeficiente angular da equação de regressão que mede qual o efeito que uma variação de  $x$  tem sobre  $y$ . Pode-se demonstrar que esse coeficiente é igual à covariância do retorno entre o ativo, e do retorno da carteira de mercado sobre a variância da carteira de mercado.

O coeficiente  $\beta$  mede o risco sistemático (específico) do ativo, refletindo a variação da ação de uma empresa em relação à variação de um “benchmark”. Em outras palavras, empresas mais sensíveis às variações do mercado tendem a ter beta maiores do que aquelas menos sensíveis, nas quais a correlação com índice de mercado é menor.

No caso de empresas brasileiras listadas na bolsa, o “benchmark” utilizado é o Ibovespa e, o  $\beta$  da ação, é calculado através da regressão de seus retornos em relação ao retorno desse índice durante um ou dois anos anteriores à data da análise.

Damodaran destaca algumas considerações em relação ao Beta:

- 1) *Business* da empresa: Empresas cíclicas, ou seja, que tenham suas vendas concentradas em determinada época do ano ou que sejam mais sensíveis às condições gerais da economia, devem ter  $\beta$ s mais elevados.
- 2) Alavancagem operacional: O grau de alavancagem operacional é função da relação entre custos fixos e custos variáveis. Quanto maior é essa relação, maior a variabilidade no lucro em fases de prosperidade e recessão. Dessa forma, empresas com alta alavancagem operacional devem ter  $\beta$ s mais altos.
- 3) Alavancagem financeira: Outro fator de risco é o alto grau de alavancagem financeira (relação alta entre endividamento e capital próprio). O Beta é elevado devido à volatilidade no lucro provocada pela alavancagem.

Quando utilizamos o Beta do setor, devemos “realavancar” de acordo com a estrutura de capital da companhia, como explicado acima.

$$\beta(\text{alavancado}) = \beta(\text{desalavancado}) * (1 + (1 - \text{taxa de imposto}) * (\text{Capital de Terceiros/Capital Próprio}))$$

O  $\beta(\text{alavancado})$  deve ser utilizado no modelo CAPM para estimar o  $K_e$ .

### 2.3.1.3

#### Prêmio de risco do mercado

O prêmio de risco do mercado deve ser interpretado como o retorno adicional exigido pelos investidores pelo risco percebido tanto no ambiente macroeconômico, quanto microeconômico. O cálculo é baseado no histórico de diferença do retorno de mercado ( $R_m$ ) e do rendimento do ativo livre de risco ( $R_f$ ).

Ele também reflete a aversão ao risco dos investidores, ou seja, quanto maior for a percepção de risco, maior será o prêmio exigido para investir nesse ativo em detrimento do ativo livre de risco.

### 2.3.2

#### Taxa de desconto para firma

A taxa de desconto para a firma, conhecida como WACC (*Weighted Average Cost Capital*), é a média ponderada entre o custo de capital próprio ( $K_e$ ) e o custo de capital de terceiros ( $K_d$ ).

$$WACC = K_e * (E/(D+E)) + K_d * (D/(D+E))$$

Onde:

$K_e$ : Custo do capital próprio

$K_d$ : Custo do capital de terceiros, ou seja, está associado ao risco de crédito da companhia.

$E/(D+E)$ : Proporção do capital próprio em relação ao capital total.

$D/(D+E)$ : Proporção do capital de terceiros em relação ao capital total.

Para empresas com a probabilidade de modificações em sua estrutura de capital, é aconselhável a utilização do fluxo de caixa para firma, levando em consideração a taxa de desconto WACC.

### 3

## O SETOR DE *SHOPPING CENTER*

### 3.1

#### Definição e ambiente macroeconômico

A shopping center é um ambiente que reúne serviços e lojas de diversos segmentos e tem se tornado não só um dos principais destinos de compra como também de entretenimento das famílias brasileiras. De acordo com a instituição representante do setor no Brasil, a Associação Brasileira de *Shopping Center* (ABRASCE), circularam, em média, 431 milhões de visitantes nos *shoppings* em território nacional mensalmente no ano de 2014. Fazem parte da associação, lojistas, administradores, comercializadores, entre outros.

Abaixo, a visão da Associação Brasileira de *Shoppings Centers* definindo um funcionamento de um *shopping center* descrita em Castello Branco *et al.* (2008, p. 148):

Empreendimento 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.

Através do texto acima, podemos definir “shopping center” como um espaço aberto ao público que conta com segurança e busca satisfazer as necessidades de consumo e lazer do consumidor final. Podemos dividir em três principais fontes de arrecadação dos empreendedores junto aos lojistas: aluguel, condomínio e fundo de promoção.

Conforme destacado pela definição da “ABRASCE”, o empreendedor e administrador tem como responsabilidade o planejamento do conjunto de lojas locatárias, conhecido como *mix* de lojas. Esse deve ser diversificado e adequado conforme a



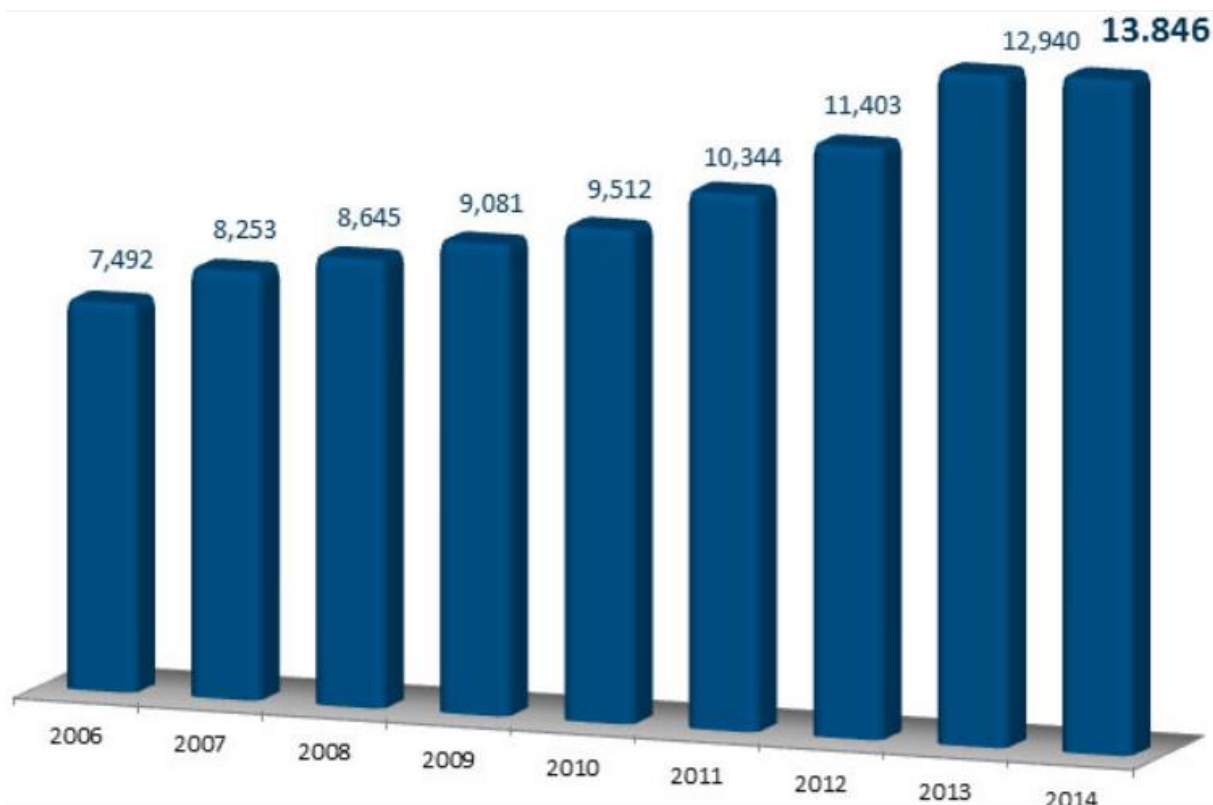
preferência do público alvo. Além disso, o administrador deve padronizar e realizar a prestação de contas de acordo com as normas contratuais. As definições das lojas para a cobrança de aluguel, encargos condominiais e fundo de promoção se dá de acordo com a metragem de cada uma.

- Lojas Âncoras: são aquelas que por classificação da “ABRASCE” tem ABL<sup>1</sup> maior que 1.000 m<sup>2</sup>, e são os polos de atração para o *shopping*, garantindo o fluxo de pessoas. Devido a esse importante papel, essas lojas, muitas vezes, possuem contratos especiais com benefícios que podem ser tanto em relação ao aluguel quanto aos encargos condominiais, geralmente apresentam contratos limitantes.
- Megalojas: são aquelas que por classificação da “ABRASCE” tem ABL entre 500m<sup>2</sup> e 999m<sup>2</sup>. Tanto segmentos de vestuário como papelaria e informática se encaixariam nessa classificação.
- Lojas Satélites: engloba lojas menores que 500m<sup>2</sup>, tendo como usual, lojas de telefonia, vestuário, joalherias e toda a parte de alimentação.
- Lazer: não existe regra fixa em relação ao tamanho, porém compreende cinemas e teatros.

O Brasil teve o seu primeiro *shopping center* apenas em 1966, o *shopping center* Iguatemi em São Paulo, e, até dezembro de 2014, já são 524 empreendimentos com aproximadamente 14 milhões de m<sup>2</sup> de área bruta locável, de acordo com a ABRASCE. Além disso, até o fim de 2015, é esperada a inauguração de mais 21 *shoppings*, totalizando 545.

---

<sup>1</sup> ABL: Área Bruta Locável. Somatório de todas as áreas, em m<sup>2</sup>, disponíveis para locação e de propriedade dos empreendedores.



**Gráfico 1 – Evolução da ABL em *Shopping Centers* no Brasil**

*Fonte: ABRASCE*

Segundo dados da ABRASCE, em 2014, o setor representou mais de 2% do Produto Interno Bruto, com faturamento de R\$ 142 Bilhões e, responsável por gerar cerca de 980 mil vagas de emprego no país. O forte crescimento do setor está associado ao momento econômico que o país estava vivendo. Porém, do ano de 2013 em diante, o crescimento desacelerou, fazendo com que as empresas revisassem suas expectativas tanto em relação a novos projetos, quanto ao crescimento orgânico. O crescimento do crédito ao consumidor impacta favoravelmente o setor, elevando suas vendas. O aumento do emprego formal e principalmente, o aumento do poder aquisitivo das pessoas, são fatores que contribuiriam para a expansão do setor.

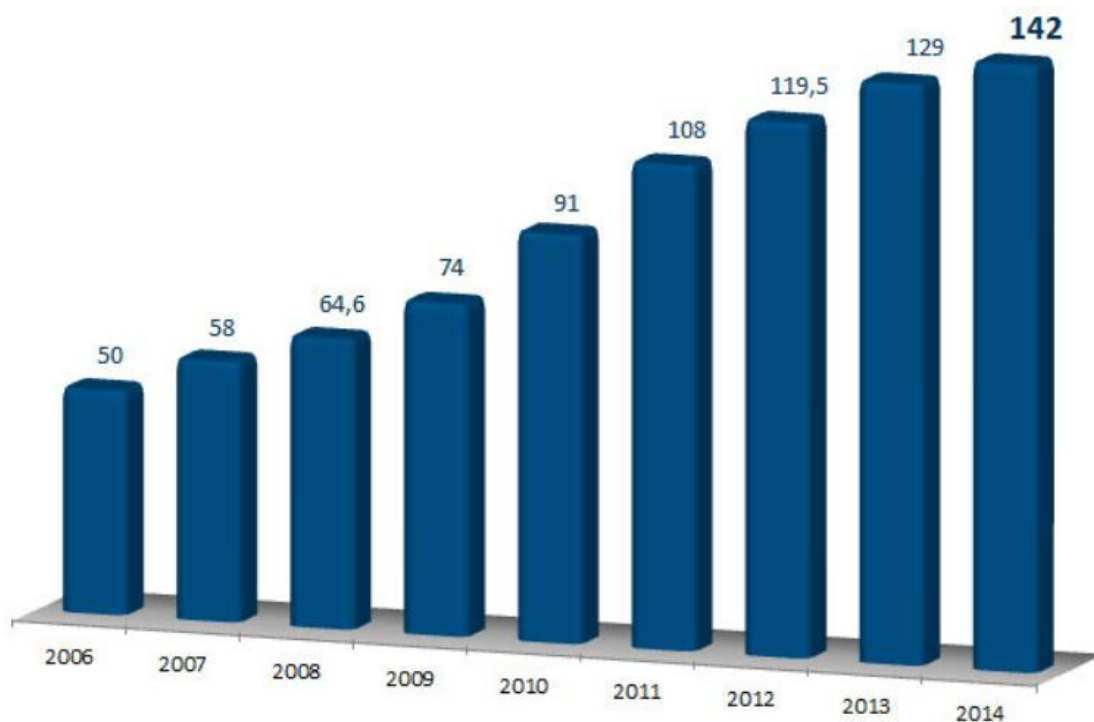


Gráfico 2 – Evolução do Faturamento em *Shopping Centers* no Brasil

(em R\$ Bilhões)

Fonte: ABRASCE

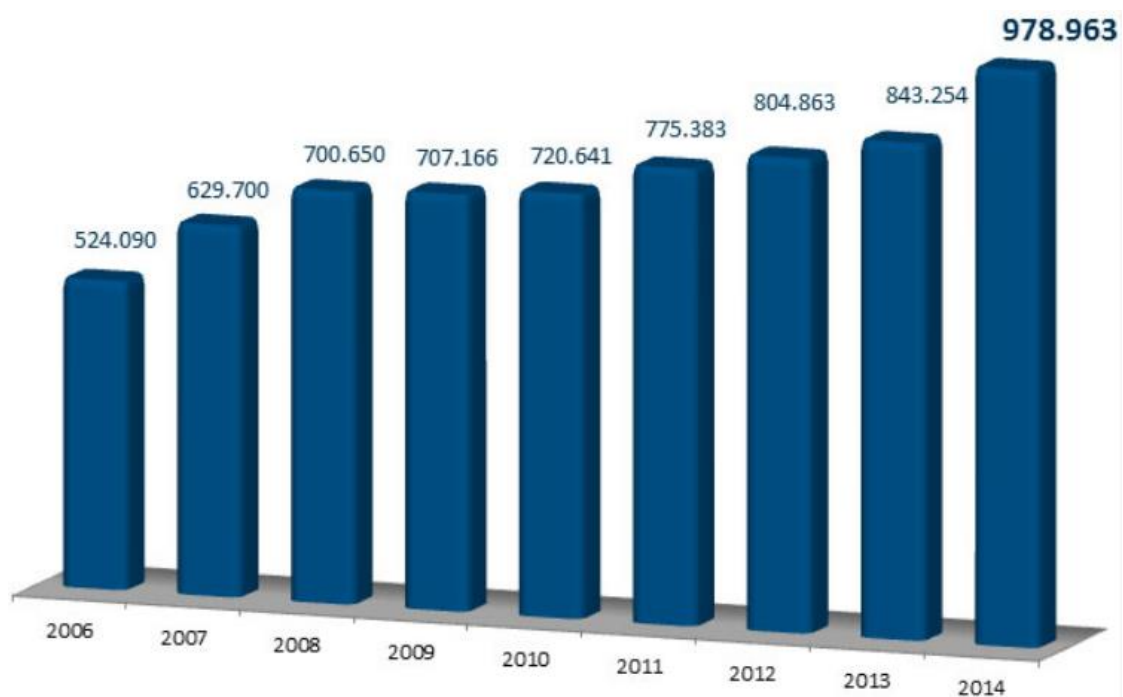


Gráfico 3 – Evolução do Número de Empregos em *Shopping Centers* no Brasil

Fonte: ABRASCE

## 3.2

### Entrada no mercado de *Shoppings*

Para ingressar no mercado de *shoppings centers*, destacam-se duas formas: Aquisição e Projeto *Greenfield*. Vale ressaltar que para ambos sempre devemos levar em consideração a captação de recursos, seja via capital próprio ou de terceiros.

- Aquisição:

Ao adquirir um *shopping*, devemos levar em consideração algumas métricas. Primeiramente, devemos avaliar a perspectiva de crescimento do *shopping* avaliado em relação ao seu preço de mercado. Para isso, utilizamos uma métrica chamada de *Cap Rate*<sup>2</sup>. Ao fazer isso, é bom comparar o potencial do empreendimento a *shoppings* comparáveis já existentes na companhia que deseja realizar a aquisição. Além disso, devemos avaliar potencial concorrência e de expansão daquele *mall*.

- Projeto *Greenfield*

Para construir um *shopping* “do zero”, devemos passar por algumas etapas como a procura do terreno e o estudo de massa, que consiste em avaliar a classe social, número de habitantes e empreendimentos que estão rodeando o terreno em que o *shopping* será construído. Em seguida, deve-se estudar se o terreno consegue comportar o *shopping* e levantar todos os documentos jurídicos. Após essa etapa, inicia-se a obra e o acompanhamento é diário até que o *shopping* possa ser entregue ao público.

## 3.3

### Estrutura de *Shoppings Centers*

O objetivo dessa sessão é esclarecer a dinâmica da gestão de um *shopping center*. Em primeiro momento, o *shopping center* pode ser percebido como simplesmente locação de espaços. Porém, além da relação entre o locador e o locatário, também envolve a relação de ambos com o consumidor final.

---

<sup>2</sup> Medida anual do retorno operacional dividido pelo valor investido.

### 3.3.1

#### “Stakeholders” – Os agentes envolvidos

Na gestão de um *shopping center*, destaca-se quatro personagens principais que coexistem no cotidiano do empreendimento:

- **Empreendedor:** dono do empreendimento. Pode ser tanto pessoa física, quanto pessoa jurídica, ambos, ou conjunto de cada um deles, que reunidos formam o consórcio do empreendedor (entidade jurídica que representa o dono do empreendimento). Para o empreendedor, o *shopping center* é considerado um investimento, sobre o qual ele busca obter retorno máximo através, principalmente, da exploração das LUCs (lojas de uso comercial), que são cedidas através de contratos para os lojistas.

O empreendedor participa de todas as etapas, desde a busca pelo terreno, aquisição, construção, implantação até o acompanhamento da operação. Os investimentos em um *shopping* são eternos, pois conta com possíveis expansões e revitalizações. Os custos operacionais, dentre eles, limpeza, manutenção e segurança, estariam contemplados na cobrança de condomínio, o que não seria considerado um desembolso para o empreendedor.

- **Lojistas:** são os clientes diretos do empreendedor, que através da assinatura do contrato adquirem o direito de uso sobre um espaço no *mall*. Sua receita é proveniente da venda de seus produtos/serviços para o consumidor final. Como custos, além do aluguel de sua loja, arcam com as despesas do Condomínio dos Lojistas<sup>3</sup>, que envolvem as despesas operacionais e de manutenção. Além disso, possuem uma contribuição compulsória para o Fundo de Promoção e Propaganda<sup>4</sup>.
- **Administrador:** pode ser o próprio empreendedor ou uma empresa terceirizada contratada (sem participação societária no empreendimento) para prestar o serviço de administração. O principal foco da administradora deve ser gerir as atividades do *shopping center*, a fim de garantir a maior geração de resultado

---

<sup>3</sup> Condomínio dos Lojistas: Entidade sem fins lucrativos custeada pelos lojistas relacionadas às despesas de operação do *Shopping Center*.

<sup>4</sup> Fundo de Promoção e Propaganda: Entidade sem fins lucrativos responsável pela publicidade do *Shopping Center* e por organizar eventos e campanhas.

para o empreendedor. É de responsabilidade do administrador distribuir estrategicamente ao longo do *shopping* as lojas, cobrar e fiscalizar o pagamento do aluguel por parte dos lojistas. Além disso, realizar investimentos na estrutura integral do *Shopping*, propiciar um ambiente seguro, agradável e limpo, definir horários de funcionamento das lojas entre outras funções necessárias para o bom funcionamento do *shopping*.

Castello Branco destaca a importância do administrador para o empreendimento:

Compete à administradora do *shopping* operacionalizar a gestão estratégica do empreendimento, algo muito além da simples administração do condomínio e do fundo de promoção, voltado para publicidade do centro de compras como um todo. Uma das funções mais importantes da administradora de um *shopping* é planejar o perfil setorial das lojas, para evitar concentração excessiva, bem como escolher, dentro de cada ramo de atividade, as redes que farão parte do empreendimento, a localização individual de cada loja e uma série de outros fatores que, em última análise, determinam o sucesso ou o fracasso do empreendimento como um todo. (Branco *et al.*, 2007, p. 161).

A remuneração da administradora engloba uma participação das receitas geradas através do aluguel, do condomínio e do fundo de promoção. A receita advinda do aluguel é calculada através de um percentual (em geral de 3% a 7%) sobre o NOI<sup>5</sup>. Pode ser chamada de Taxa de Administração. A remuneração que compreende as receitas de condomínio e fundo de promoção é conhecida como taxa de gerenciamento e é rateada entre lojistas.

- Consumidores: o negócio como um todo é sustentado pelo fluxo constante de consumidores. Todo o planejamento é realizado com o objetivo de atrair e reter o maior número de clientes possível. Dessa forma, o *shopping center* deve ser desenvolvido e planejado de acordo com o público alvo, que varia conforme a localização, classe social e faixa etária do bairro em que o empreendimento está inserido. Portanto, é fundamental que o empreendedor consiga de forma rápida e eficiente alinhar-se às mudanças nos padrões de consumo dos clientes, sempre buscando o melhor *mix* possível.

---

5 NOI (*Net Operating Income*): Resultado operacional líquido = Receita operacional Bruta – Custo Operacional do Empreendedor (sem depreciação).

### 3.3.2

#### Principais contratos celebrados

- Contrato de Administração – entre empreendedor e administrador

É comum que proprietários deleguem a administração do *shopping center* a uma empresa especializada. Para isso, dois contratos devem ser celebrados: (i) Contrato de Administração do Condomínio Edifício e (ii) Contrato de Administração com os Empreendedores.

O primeiro contrato detalhará as obrigações da administradora no exercício das atividades destinadas ao funcionamento do empreendimento, ou seja, no que se refere a manutenção, conservação, limpeza e segurança. A remuneração da Administradora é, na maioria das vezes, um percentual sobre as despesas condominiais mensais, e é rateada entre os lojistas.

O segundo contrato tem como objetivo delegar funções como: a escolha do *mix*, controle de Taxa de Vacância<sup>6</sup>, conceder desconto, cobrar e fiscalizar os aluguéis dos lojistas, entre outras. Como dito anteriormente, a remuneração do administrador é baseada no NOI do empreendimento.

- Contrato de locação – entre empreendedor e lojista

A realidade jurídica dos *shoppings centers* é regida pela lei 8.425/91, que disciplina os direitos e obrigações dos locadores e locatários nos contratos de locação de imóvel urbano em geral. A necessidade de conferir ao empreendimento a eficiência e dinamismo faz com que empreendedores e lojistas criem suas próprias normas de utilização do espaço, apenas atentando-se as restrições impostas pela mesma lei.

Conforme João Basílio, (2008, p. 43) o contrato de locação de *shopping center* tem diversas peculiaridades. Dentre elas:

- (i) O aluguel: é estabelecida tanto a parte fixa, conhecida como “aluguel mínimo”, como a parte variável, também chamada de “aluguel percentual”, já que essa, geralmente, representa uma determinada porcentagem do faturamento bruto do lojista. Prevalece a que for maior.

---

<sup>6</sup> Taxa de Vacância: porcentagem de lojas que estão vagas sobre o total.

- (ii) No mês de dezembro é cobrado do lojista o chamado “13º aluguel”, que consiste no pagamento do “aluguel mínimo” em dobro.
- (iii) O lojista é obrigado a aderir as Normas Gerais, Regimento Interno e Associação do Lojista, que serão explicados mais adiante.
- (iv) No Contrato de Locação é estabelecido o CRD (Coeficiente de Rateio de Despesas), atribuído a cada lojista para a participação no pagamento dos encargos comuns do *shopping*. A forma na qual o CRD é definido está descrita nas Normas Gerais. É um coeficiente de bastante complexidade que leva em consideração: a área da loja, tamanho da vitrine, localização, os benefícios auferidos entre outros critérios, como, por exemplo, a atividade em questão. As lojas que tem contrato limitante não fazem parte do CRD, como, por exemplo, Lojas Âncoras.
- (v) São estabelecidas as multas contratuais.

- Normas Gerais

A Escritura Delatória de Normas Gerais foi criada com o objetivo de tornar o Contrato de Locação mais conciso. Pode ser definido como instrumento contratual apartado, que tem como finalidade regular as normas gerais relativas à implantação e ao funcionamento de um *shopping center*. São as Normas Gerais que detalham todos os direitos e obrigações tanto dos lojistas quanto do empreendedor.

- Associação dos Lojistas

Trata-se de uma associação sem fins lucrativos sob forma de sociedade civil de direito privado. A aderência dos lojistas se dá automaticamente ao ingressar no *shopping*.

Os lojistas pagam compulsoriamente uma contribuição à associação, que será destinada ao custeio da propaganda institucional do *shopping center* e a eventos importantes como Dias das Mães, Dia das Crianças e Natal. Na maioria das vezes, o empreendedor também participa com uma contribuição, uma vez que esses eventos geram fluxo superior ao normalmente observado nos *shoppings*.



### 3.4

#### Receitas e despesas do empreendedor

Nesta seção serão analisadas as fontes de receitas e despesas que compõem o Demonstrativo de Resultado do empreendedor.

Dentre as principais receitas do empreendedor destacam-se:

- Aluguel:

É a principal fonte de receita do empreendedor. Em geral, nos contratos de locação são estabelecidos dois tipos de aluguel: o Aluguel Mínimo e o Aluguel Percentual.

- (i) Aluguel Mínimo: conforme já mencionado anteriormente, é um valor mensal fixo no Contrato de Locação. Desta forma, o lojista terá que pagar o valor acordado independente de suas vendas.
- (ii) Aluguel Percentual: é calculado como um percentual sobre o total das vendas da loja no mês, dependendo, portanto, do desempenho das vendas.

O aluguel cobrado corresponderá ao maior entre esses dois, ou seja, nos meses em que o percentual for maior que o aluguel mínimo contratual, será cobrado o aluguel percentual, e vice-versa.

Algumas práticas como o pagamento do aluguel dobrado no mês de dezembro, o estabelecimento dos reajustes anuais do aluguel mínimo, que é feito com base na inflação acumulados dos 12 meses antes da data fixada do reajuste, sendo que o índice escolhido varia de contrato a contrato (o mais usado é o IGP-DI, FGV) podem ser encontradas no Contrato de Locação. Além disso, também são estabelecidos Degraus nos contratos, que consistem nas datas, pré-estabelecidas, em que o aluguel mínimo aumenta permanentemente, atingindo um novo patamar.

- Estacionamento:

É a segunda maior fonte de receita dos *shopping centers*. Essa receita consiste na cobrança de uma taxa por tempo de permanência dos veículos nos espaços destinados a estacionamento. Normalmente, o empreendedor contrata uma empresa terceirizada para gerir e garantir a manutenção, ganhando uma porcentagem da receita de estacionamento como rebate.

- Receitas Comerciais:

- (i) Cessão de direitos: funciona como o pagamento de uma “luva”, ou seja, quando o lojista assume um ponto no *shopping* deve pagar pelo direito de utilização do mesmo. Esse valor é pago somente uma vez e negociado com base no valor de mercado do ponto. Desta forma, os pontos com maior visibilidade e tráfego de clientes são mais valorizados. Como os valores acabam sendo altos, realiza-se a linearização do CDU, que consiste no parcelamento desse valor em 60 parcelas.
- (ii) Taxa de transferência: Nesse caso, empreendedores fazem jus a um percentual do valor envolvido na transferência de ponto comercial entre lojistas. Só é cobrada a taxa de transferência quando um lojista decide rescindir o contrato.

- *Mall & Mídia*<sup>7</sup>

A fim de alavancar a receita, os empreendedores alugam espaços que não seriam utilizados como receita, como corredores largos que são utilizados para alocar quiosques. Já para publicidade, diferentes locais no *shopping* podem ser usados, como paredes do estacionamento, escadas rolantes, porta de elevadores, fachada do *shopping*, entre outros na qual diversas marcas podem ser expostas, em troca de uma remuneração ao empreendedor.

O *business* de *shopping center* é conhecido pelas altas margens “NOI” em que costumam operar, em torno de 90%. Dessa forma, os custos são baixos se comparado com a magnitude das receitas.

Dentre os principais custos para empreendedor, destacam-se:

- Condominiais:

Conforme foi explicado anteriormente, os custos operacionais do *shopping* (energia, limpeza, segurança, etc) são rateados pelos lojistas através do condomínio, tanto

---

<sup>7</sup> *Mall & Mídia*: quiosques e publicidade utilizados para alavancar a receita.

específico, quanto comum. Porém, muitas vezes, o empreendedor acaba tendo que aportar uma quantia devido a dois problemas: vacância e inadimplência.

- (i) Aporte por Vacância: uma vez que ele é o responsável pelas lojas que estão vagas no *shopping*, deve arcar tanto com IPTU, como os encargos condominiais referentes aquele espaço. Portanto, quanto maior for a vacância, maior será o aporte.
- (ii) Aporte por Inadimplência: quando o empreendedor assina contratos especiais (com as lojas âncoras e semi-âncoras) na qual se estabelecem valores máximos de condomínio a serem pagos, caso os custos condominiais dessas lojas excedam esse valor estabelecido, o empreendedor é obrigado a arcar com essa diferença.

- Auditoria de lojas

As auditorias internas de vendas nas lojas podem ser feitas de 5 maneiras: (i) presencial, (ii) cartão de crédito, (iii) através do telefone, (iv) fiscal e (v) de fechamento. Esses são os únicos funcionários cujo custo não é arcado pelo condomínio, pelo fato de não gerar nenhum benefício adicional e ter como foco incrementos no aluguel percentual, sendo assim, responsabilidade do empreendedor. Sua principal função é evitar a sonegação de vendas conferindo os valores coletados em cada uma das auditorias com os valores informados pelos lojistas.

- Fundo de Promoção

O empreendedor contribui com um percentual do total do fundo de promoção arrecadado pelos lojistas para ajudar a custear as despesas de promoção e eventos.

- Taxa de Administração

Esse custo está relacionado à taxa devida quando a administração do *shopping* é feita por outra empresa. Na maioria das vezes, o pagamento é proporcional ao resultado mensal aferido pelo *shopping*.

- Comercialização

Essas despesas estão relacionadas à corretagem das lojas e dos espaços promocionais comercializados nos *shopping centers*, nos casos em que o empreendedor contrata uma empresa terceirizada para comercializar o *shopping*.

## 4

### BRMALLS PARTICIPAÇÕES S/A

#### 4.1

##### Histórico da empresa

A BRMALLS PARTICIPAÇÕES S.A. é a maior empresa do setor de *shopping center* da América Latina. Seu portfólio de *shoppings* está distribuído pelas cinco regiões do país, tendo distribuição uniforme entre as classes sociais, captando o crescimento de cada nível de renda. Suas atividades englobam a concepção, o planejamento, o desenvolvimento, e a administração de *Shoppings Center*.

A história da Companhia teve início em 1949, quando foi constituída a ECISA, empresa que desenvolvia atividades no setor de construção civil, dedicando-se à construção de estradas, viadutos, vias elevadas, entre outros. A partir da década de 70, a ECISA ingressou no setor de desenvolvimento e investimento em *Shopping Centers* e foi gradualmente reduzindo suas demais atividades. Foi responsável pelo planejamento, comercialização, incorporação e construção do Conjunto Nacional Brasília, o primeiro empreendimento brasileiro concebido dentro dos padrões e conceitos que caracterizam um *Shopping Center*. No final da década de 1990, as atividades da ECISA de administração de *shopping centers* e comercialização de lojas e espaços de *mall & merchandising* foram transferidos para outras sociedades de propósito específico constituídas para esse fim, sendo criadas a Egec e a Dacom, as quais passaram a prestar serviços aos *shopping centers* em que a ECISA detinha participação e aos *shoppings centers* de propriedade de terceiros.

Em outubro de 2006, a GP Investimentos e a Equity Internacional se juntaram para realizar a aquisição da ECISA, EGECE e Dacom, criando a BRMALLS. A BRMALLS nasceu como a 5ª maior empresa de *shopping centers* do Brasil e como a maior prestadora de serviços de comercialização e administração do setor. Em maio de 2007, a companhia realizou o IPO, *Initial Public Offer*, com um total de 43.807.911 ações ordinárias com preço de R\$ 7,50 por ação, negociadas sob o código BRML3. Foram realizadas três operações de *follow-on*<sup>8</sup>. A primeira em outubro de 2007, realizando distribuição de

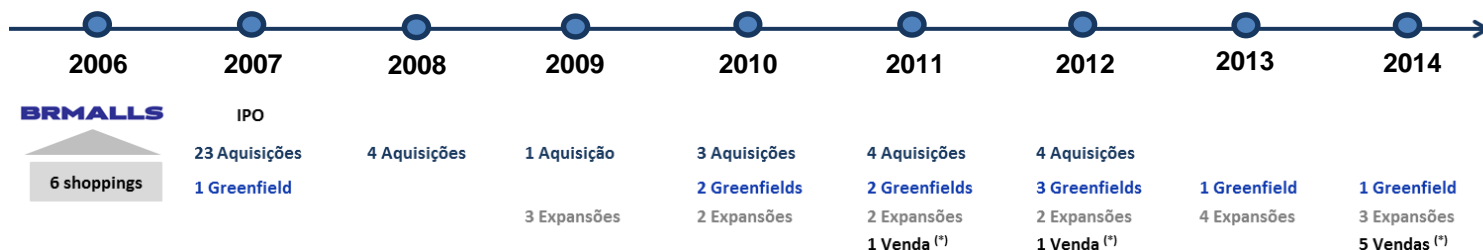
---

<sup>8</sup> *Follow-On*: emissões de ações seguintes ao IPO na Bolsa de Valores.

26.578.000 ações ordinárias, sendo 23.872.400 ações no Brasil e 2.705.600 ações no exterior, sob a forma de *Global Depositary Shares*, representados por *Global Depositary Receipts*. O preço da ação foi de R\$ 12,50. Em janeiro de 2009, a Companhia elevou seu programa de *American Depositary Receipts* (ADRs) ao nível 1, permitindo a negociação das mesmas no mercado secundário ou de balcão, disponibilizando as ações a um número maior de investidores nos Estados Unidos e no mundo. Em julho do mesmo ano, foi realizado o segundo *follow-on* com um total de 48.455.481 de ações ordinárias, sendo 6.355.481 ações no Brasil e 2.100.000 ações no exterior, sob a forma de *Global Depositary Shares*, representados por *Global Depositary Receipts*. A terceira operação foi realizada em maio de 2011, com uma distribuição de 42.500.000 de ações ordinárias.

Atualmente, o estatuto social da Companhia apresenta como objeto social:

- a exploração de *shopping centers*, torres comerciais tanto próprias, quanto de terceiros;
- o planejamento econômico/financeiro, desenvolvimento, comercialização, gerenciamento e implantação de *shopping centers*, de edifícios comerciais e/ou industriais;
- a exploração de estacionamentos;
- a prestação de serviços de consultoria e assessoria, gestão empresarial, planejamento e atividades que tenham relação com o setor de *shopping centers* ou de natureza semelhante; e
- aquisição, venda e locação de imóveis para a exploração comercial;



**Figura 1 – Linha do Tempo BRMALLS PARTICIPAÇÕES S/A**

Fonte: Apresentação Institucional 1º Trimestre, 2015, BRMalls Participações S/A

Do final de 2006 até hoje, foram realizadas mais de 40 operações de *M&A*, mais de 30 aumentos de participação, 10 *greenfields* e 17 expansões. Atualmente, a BRMALLS é a maior Companhia de *Shopping Centers* da América Latina, presente nas cinco regiões do país, com um total de ABL de 1,7MM, conforme tabela abaixo:

Shopping	Estado	ABL Total	Part. (%)	ABL Próprio
Plaza Niterói	RJ	44.049	100,00%	44.049
Shopping Tijuca	RJ	35.565	100,00%	35.565
Norteshopping	RJ	77.908	74,50%	58.041
Shopping Tamboré	SP	49.835	100,00%	49.835
Center Shopping Uberlândia	MG	52.686	51,00%	26.870
Shopping Recife	PE	71.565	31,10%	22.224
Shopping Metrô Santa Cruz	SP	19.165	100,00%	19.165
Campinas Shopping	SP	29.698	100,00%	29.698
Granja Vianna	SP	29.971	77,80%	23.312
Shopping Del Rey	MG	37.032	65,00%	24.071
Shopping Estação	PR	54.716	100,00%	54.716
Shopping Villa-Lobos	SP	26.806	58,40%	15.660
Shopping Campo Grande	MS	39.213	70,90%	27.808
Independência Shopping	MG	23.941	83,40%	19.967
Ilha Plaza Shopping	RJ	21.619	51,00%	11.026
Catuaí Shopping Londrina	PR	63.089	65,10%	41.071
Goiânia Shopping	GO	22.252	48,40%	10.770
Shopping Curitiba	PR	22.920	49,00%	11.231
Shopping Paralela	BA	39.802	95,00%	37.812
West Shopping	RJ	39.558	30,00%	11.867
Shopping Iguatemi Caxias do Sul	RS	30.324	45,50%	13.797
Shopping Crystal Plaza	PR	11.934	70,00%	8.354
Shopping Piracicaba	SP	43.431	36,90%	16.026
Maceió Shopping	AL	34.742	54,20%	18.830
Mooca Plaza Shopping	SP	41.964	60,00%	25.178
Top Shopping	RJ	18.168	35,00%	6.359
Osasco Plaza Shopping	SP	13.844	39,60%	5.482
Araguaia Shopping	GO	21.758	50,00%	10.879
Catuaí Shopping Maringá	PR	32.329	70,00%	22.631

Via Brasil Shopping	RJ	30.680	49,00%	15.033
Casa & Gourmet	RJ	7.137	100,00%	7.137
Amazonas Shopping	AM	34.214	34,10%	11.667
Natal Shopping	RN	26.984	50,00%	13.492
Shopping Sete Lagoas	MG	17.942	70,00%	12.560
Center Shopping	RJ	13.765	30,00%	4.130
Jardim Sul	SP	30.800	60,00%	18.480
São Luís Shopping	MA	54.890	15,00%	8.234
Minas Shopping	MG	35.894	2,10%	764
Shopping ABC	SP	46.285	1,30%	602
Itaú Power	MG	32.744	33,00%	10.805
Rio Anil	MA	37.760	50,00%	18.880
Estação BH	MG	33.982	60,00%	20.389
Plaza Macaé	RJ	22.694	45,00%	10.212
Londrina Norte Shopping	PR	32.992	70,00%	23.094
Capim Dourado	TO	29.067	100,00%	29.067
São Bernardo Plaza Shopping	SP	42.880	60,00%	25.728
Shopping Contagem	MG	34.942	51,00%	17.821
Shopping Vila Velha	ES	71.768	50,00%	35.884
<b>Total</b>		<b>1.687.305</b>	<b>58,50%</b>	<b>986.271</b>

**Tabela 1 - Portfólio BRMALLS PARTICIPAÇÕES S.A.**

*Fonte: Site de Relações com Investidores BRMalls Participações S/A – Primeiro Trimestre de 2015*

Os vetores de crescimento da BRMALLS podem ser divididos em três grandes grupos. O primeiro seria “Aquisições” que até hoje tem sido o mais ativo. Atualmente a estratégia da companhia é reciclagem de ativos, mantendo em sua base somente o que tem poder de administração e o que ainda acredita que tem valor a ser retirado. O segundo vetor de crescimento é “Desenvolvimento”, que consiste em *greenfields* e expansões. A companhia utiliza algumas premissas ao aprovar os projetos. Para *greenfields*, os projetos devem apresentar uma TIR<sup>9</sup> igual ou superior a 16%. Já para expansões, essa mesma taxa

<sup>9</sup> Taxa Interna de Retorno: Taxa a qual o investimento passa a ser lucrativo, ou seja, quanto maior melhor.

deve ser igual ou superior a 14% e, por fim, para aquisições e *retrofit*<sup>10</sup> deve ser igual ou superior a 12%. A decisão de investimento é baseada em diversos, como PIB do local estudado, número de habitantes e potencial de crescimento populacional. Abaixo, pode-se observar tabela com os próximos projetos da Companhia, tanto para *greenfields*, quanto para expansões e suas respectivas previsões de inauguração.

Expansões <sup>1</sup> / Greenfields <sup>2</sup>	Previsão de Inauguração
Campinas <sup>1</sup>	2T15
Capim Dourado <sup>1</sup>	2T15
Top Shopping <sup>1</sup>	2016
Estação BH <sup>1</sup>	2016
Shopping Estação Cuiabá <sup>2</sup>	2016
NorteShopping <sup>1</sup>	2017
Independência <sup>1</sup>	2017
Catuaí Shopping Cascavel <sup>2</sup>	2017
Mooça Plaza Shopping (Fase 1) <sup>1</sup>	2018
Mooça Plaza Shopping (Fase 2) <sup>1</sup>	2019

**Tabela 2 - Projetos *Greenfields* e Expansões**

*Fonte: Elaboração própria e Release da BRMALLS – Primeiro Trimestre de 2015*

O terceiro vetor de crescimento chama-se “Crescimento Orgânico”, que vai ser comentado mais à frente por ser percebido como uma vantagem comparativa da companhia em relação aos seus *peers*.

## 4.2

### Estrutura societária

Em maio de 2015, a empresa BRMALLS possuía um total de 463.712.961 ações ordinárias detidas pelos acionistas, segundo o site de Relacionamento com Investidor da

<sup>10</sup> *Retrofit*: Revitalização, ou seja, gastos de investimentos com manutenção e “reparos” dentro e fora do *Shopping*.



empresa. No fechamento do último dia do mês, o preço da ação cotada na bolsa de valores de São Paulo é de R\$ 15,2. Dessa forma, o valor de mercado da empresa é R\$ 7.048.437.007.

A composição acionária da empresa encontra-se conforme a tabela abaixo.

Nome/Razão Social	Ações	
	Ordinárias	Percentual
Dodge & Cox	63.774.900	13,80%
T. Rowe Price	54.771.749	11,80%
Conselho de Administração	28.478.142	6,10%
Diretoria	895.775	0,20%
Ações em Tesouraria	1.060.472	0,20%
Novo Mercado	314.731.923	67,90%
<b>Total</b>	<b>463.712.961</b>	<b>100,00%</b>

**Tabela 3 - Composição Acionária**

*Fonte: Elaboração própria e Site de Relacionamento com Investidor*

O Novo Mercado, segmento de maior nível de Governança Corporativa da BM&F Bovespa, foi criado em dezembro de 2000 com objetivo de que a relação entre os investidores e as companhias se tornasse mais simples. A BRMALLS possui um Conselho de Administração composto por sete conselheiros, sendo quatro deles independentes, com base nos critérios do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Além disso, as regras do Novo Mercado exigem o atendimento de outros requisitos além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.). Dentro os requisitos para a listagem do Novo Mercado, o regulamento do mesmo prevê:

- Conceder a todos os acionistas o direito de venda conjunta (“tag along”), em caso de alienação do controle acionário da Companhia, devendo o adquirente do controle realizar oferta pública de aquisição das ações aos demais acionistas, oferecendo para cada ação o mesmo preço pago por ação do bloco controlador;

- O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- Direito ao dividendo mínimo obrigatório, em cada exercício social, equivalente a 25,0% do lucro líquido ajustado nos termos do artigo 202 da Lei das Sociedades por Ações;
- Em caso de cancelamento do contrato do Novo Mercado com a BM&F BOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;

Conforme descrito no Regulamento de Listagem do Novo Mercado.

### 4.3

#### **Vantagens e estratégias competitivas**

Podem ser destacadas seis principais vantagens competitivas da BRMALLS em relação ao restante do setor. São elas:

##### **1) Portfólio estrategicamente diversificado**

O portfólio de *Shopping Centers* da BRMALLS é estrategicamente diversificado do ponto de vista geográfico e por segmento de renda. Acreditam que a presença nacional e o foco em diferentes camadas socioeconômicas da população permitem a extração do benefício crescimento econômico como um todo, minimizando o impacto de flutuações econômicas regionais e setoriais e servindo como uma importante vantagem competitiva para à implementação de nossa estratégia de crescimento e consolidação.

##### **2) Gestão profissional aliada ao melhor desempenho operacional**

Para a companhia, um time de profissionais qualificados é um de seus principais ativos. Não basta conhecer ter experiência no setor, mas sim uma base financeira e de gestão de pessoas também muito bem estruturadas. Dessa forma, a política de remuneração busca alinhar os interesses desses profissionais com o objetivo final da empresa, que é geração de valor aos acionistas. Além de um time excelente, o foco da companhia está na melhoria dos resultados, mantendo a qualidade das operações, que

incluem o planejamento de *mix*, índices de qualidade, padrões de excelência e controle de inadimplência.

### 3) **Múltiplas oportunidades de crescimento**

O mercado brasileiro de *Shopping Centers* apresenta boas oportunidades para o nosso crescimento. A BRMALLS possui vantagens competitivas na implementação da estratégia de crescimento, levando em consideração a experiência tanto em administração, quanto a rede de relacionamentos dos principais acionistas. Além disso, a estratégia de crescimento diversificada, através de desenvolvimento de novos projetos e de aquisições, é uma vantagem significativa.

### 4) **Maior eficiência do setor**

Desde 2006, a BRMALLS tem implementado uma série de medidas de aumento de margens. O foco tem sido em redução dos custos e buscas por aumento de receitas através da melhoria dos processos de cobrança e aumento da taxa de ocupação dos *Shoppings*. Um exemplo, é a adoção do Sistema de OBZ, que consiste no “Orçamento Base Zero”, que será explicado mais a frente. Através do esforço que envolve as operações da empresa, a BRMALLS se tornou a companhia com as maiores margens do setor de *Shoppings Centers* do Brasil, por exemplo, a maior margem NOI do setor combinado com o menor custo de ocupação para os lojistas.

### 5) **Tamanho é importante**

A BRMALLS se destaca pelo tamanho em relação ao resto do mercado. A única com presença em todas as regiões do país e a maior proprietária de *Shoppings Centers* do setor garante a empresa um maior poder de barganha para atrair redes varejistas e contratar serviços terceirizados. O tamanho da companhia também permite atrair e contratar profissionais qualificados, e oferecer maiores oportunidades de crescimento. Pelo poder de escala, o aumento de competitividade no setor não se torna uma ameaça, mas sim uma oportunidade de consolidação.

## 6) *Turnaround*

A BRMALLS enxerga como uma vantagem o processo de *turnaround*, que consiste em três fases, com foco em gestão de pessoas, processos e disciplina.

- *Takeover*: tem como objetivo a implementação da cultura, controles, contratação do time base e redução de vacância. Tem duração de 12 meses.
- Consolidação: gestão por indicadores, aplicação de todas as ferramentas, forte qualificação na base do time, projetos que gerem NOI adicional (MANOI) e participação no Programa de Excelência em *Shoppings*. Essa etapa dura de 12 a 30 meses.
- Manutenção: consiste em inovação, treinamento e disseminação da cultura.

### 4.3.1

#### **Foco em crescimento orgânico**

A empresa tem um plano de crescimento que se dará por meio de aquisições, como tem sido até agora, *greenfields* e expansões, com o objetivo de padronização e fortalecimento da marca, e, por último, o crescimento orgânico, que consiste na melhora contínua do portfólio atual, realizando aumentos de participação para que a “gestão BRMALLS” possa retirar o máximo de valor para a empresa, e conseqüentemente, para o acionista.

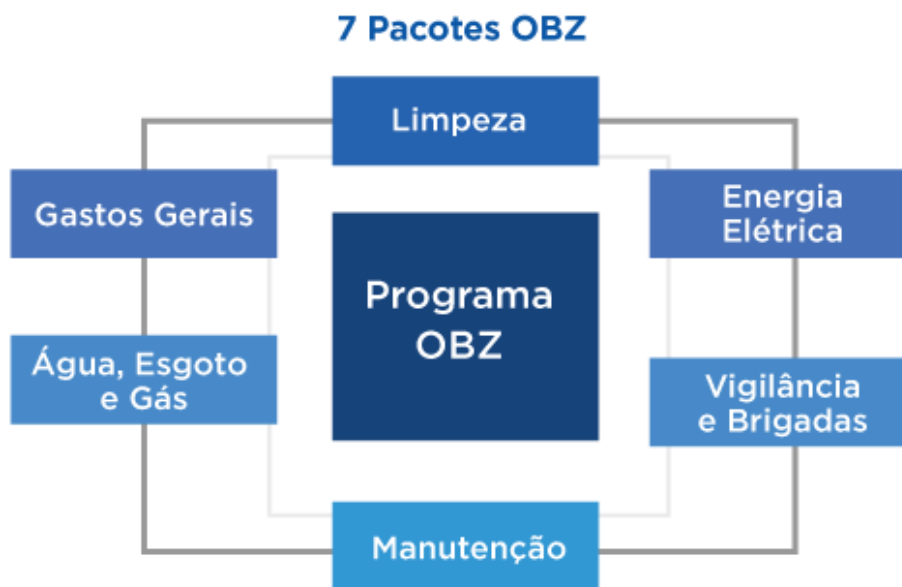
### 4.3.2

#### **Foco em eficiência operacional**

A BRMALLS busca o controle de custos operacionais através da manutenção de um rígido controle de custos. A busca pela eficiência na operação *shoppings* de sua base reduz as despesas de seus lojistas, conseguindo aumentar sua rentabilidade.

Em 2012, a empresa, a fim de reduzir custos, adotou o Programa OBZ, ou “Orçamento Base Zero”. O programa é utilizado por diversas empresas com a mesma cultura disseminada pela GP Investimentos, como, por exemplo, a AMBEV e Estácio. No caso da BRMALLS, o OBZ consiste na gestão dos custos condominiais promovendo

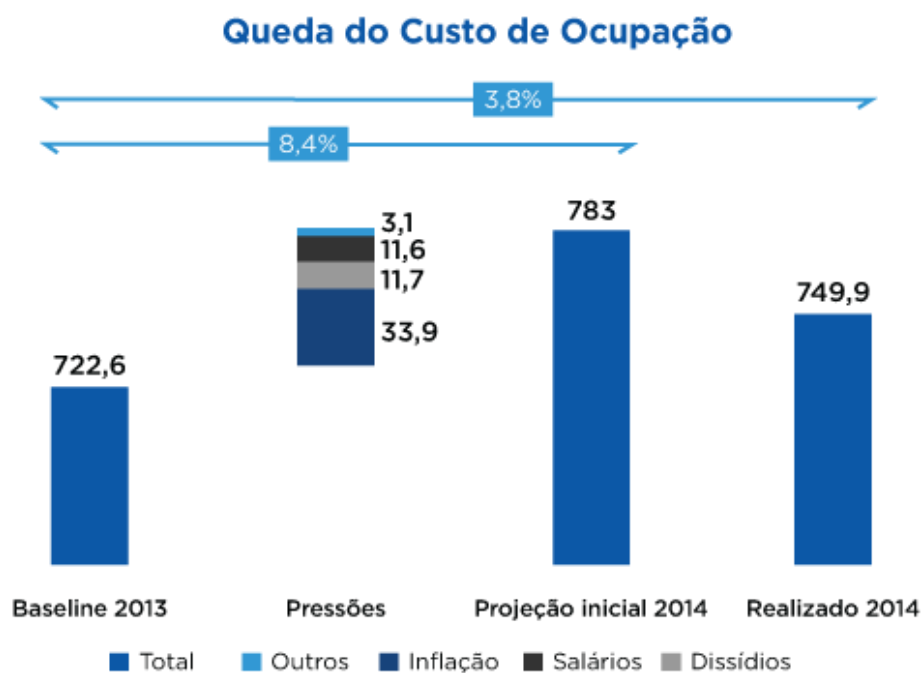
crescimento sustentável. O principal objetivo é eliminar a ineficiência nos custos de anos anteriores e estimular a cultura de eficiência. Foram implementados 200 mandamentos visando à redução de custos, agrupados em 7 pacotes de acordo com a natureza dos custos.



**Figura 2 – Pacotes de Condomínio do Programa OBZ da BRMALLS PARTICIPAÇÕES S/A**

*Fonte: Site de Relações com Investidores BRMalls Participações S/A – Primeiro Trimestre de 2015*

Cada pacote tem um dono matricial para que o direcionamento chegue aos *shoppings*. O crescimento do custo condominial em 2014 foi de 3,8% em relação ao exercício anterior. Se não considerarmos as alavancas relacionadas ao OBZ no mesmo ano, o custo condominial teria crescido 8,4%.



**Figura 3 – Queda no Custo de Ocupação da BRMALLS PARTICIPAÇÕES S/A**

*Fonte: Site de Relações com Investidores BRMalls Participações S/A – Primeiro Trimestre de 2015*

### 4.3.3

#### Relacionamento com lojistas e consolidação da marca

O crescimento da BRMALLS, até agora, se deu, principalmente, via aquisição. Por este fato, os *shoppings* presentes no portfólio da companhia não apresentam um padrão, o que dificulta a consolidação da marca. Atualmente, a empresa tem um plano de “clusterização”, que consiste na padronização dos *shoppings* existentes, sempre levando em consideração a região e o segmento social que o empreendimento atende.

Porém, a estratégia da companhia não é investir tanto em marca, pelo fato de entender que para o consumidor final o que faz a diferença é o ambiente ser agradável tanto para atividades de lazer, quanto de compras e não quem é o dono do empreendimento. Dessa forma, o foco da BRMALLS é se tornar uma marca forte no mercado financeiro, buscando evidenciar que o foco da empresa é geração de valor ao acionista e ganhando escala, e desta forma, pelo tamanho da companhia, conseguir

estreitar laços com os lojistas por meio de redução de custo de ocupação e oportunidades de crescimento.

O relacionamento comercial com os melhores lojistas facilita a tarefa da empresa de qualificar constantemente o seu *mix* de lojas. Desta forma, a BRMALLS tem a área de *Key Account*, que busca negociação com as principais marcas do mercado de Varejo, geralmente chamadas de “âncoras” pelo fato de gerar fluxo ao *shopping*. O portfólio com grande número de *shoppings* e com um alto nível de qualidade, proporciona a empresa uma maior capacidade de negociação com os lojistas. Além disso, o forte relacionamento com o lojista e o histórico de sucesso da companhia, facilita a comercialização dos *shoppings* em desenvolvimento, uma vez que, o lojista aceita com mais facilidade o risco de entrar em um *shopping* que será inaugurado e administrado por uma empresa com tal porte no mercado.

#### 4.4

#### Riscos envolvidos

A decisão de investimento deve levar em consideração todos os riscos que a empresa está exposta, sejam estes relacionados a fatores macroeconômicos, ao setor de *shopping center* ou os específicos da empresa. Além disso, deve-se fazer avaliação financeira e estratégica.

Condições econômicas adversas, tais como desaceleração da atividade econômica, aumento de juros, e desemprego, geram efeitos adversos para a companhia, tanto pelo fato de que os consumidores passam a adotar padrões de gastos mais cautelosos, devido a maior restrição ao crédito, quanto ao próprio mercado de dívidas, que se contrai ao observar juros mais elevados. A primeira resulta em uma deterioração das vendas do varejo, afetando diretamente as vendas do *shopping center*. Já a segunda, afeta o crescimento da companhia via desenvolvimento de novos projetos e aquisições pela queda da oferta de crédito e pelo aumento do custo de captação.

Além disso, recessões dificultam as negociações com os lojistas, tanto em novas locações, quanto em renovações de contratos de aluguel expirados, e dessa forma, impacta a principal linha de receita da empresa, o aluguel mínimo. Outro efeito negativo de um ambiente econômico desfavorável é o aumento significativo da inadimplência, quando os

lojistas não conseguem honrar seus pagamentos com o empreendedor pela queda nas vendas.

A empresa busca se proteger da inflação ao indexar os contratos de locação aos índices de inflação, como IGP-DI, IGP-M ou IPCA. Já o aumento da Taxa Selic é um dos fatores que mais afetam o crescimento do setor de *Shopping Center* ao restringir a disponibilidade de crédito tanto a pessoa física, impactando no consumo final, quanto ao empreendedor, gerando redução do desenvolvimento de novos empreendimentos. Além disso, a percepção de risco econômico ou político por outros países diminui o interesse de investidores por ações emitidas por empresas brasileiras gerando possivelmente queda no valor de mercado das mesmas. Com o aumento de risco percebido pelo mercado internacional, outra fragilidade é o rebaixamento de *rating*, que gera um desconforto para os bancos em conceder crédito.

O setor de *shopping center* está sujeito também ao risco de regulamentação que impõe certas normas podendo implicar em maiores despesas para as companhias do setor ou afetar negativamente alguma linha de receita. Dentro deste fator de risco, podemos destacar, por exemplo, atraso em obras de *greenfields* e expansões por problemas ambientais, e principalmente, atrasos junto a aprovações na prefeitura.

O fato da BRMALLS ter seu portfólio em todas as regiões e para cada segmento de renda contribui para a diversificação do risco. Outra questão é a capacidade de entrega dos projetos na data programada e dentro do orçamento planejado. Além disso, caso não ocorra uma boa aceitação dos lojistas, o *Shopping* pode acabar sendo inaugurado com uma vacância relevante, impactando, pelo menos no estágio inicial, o sucesso do mesmo.



## 5.

### ESTUDO DE CASO – O MODELO DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Para realizar o estudo de caso de uma empresa através do método de fluxo de caixa descontado é necessário analisar o demonstrativo de resultado, conhecido como DRE e o Balanço Patrimonial. É com base neles que são projetados os fluxos de caixa futuros da companhia. Depois de realizada essa projeção, calcula-se a taxa de desconto, conforme será mostrado nesse capítulo, e, por fim, chega-se o valor justo. Para concluir se a empresa deve receber uma recomendação de compra/venda, deve-se comparar com o valor que está sendo negociado na Bolsa de Valores no momento e capturar o *upside/downside* do papel.

Nesse capítulo serão apresentadas as principais linhas que compõem o DRE da empresa e também as premissas adotadas para realizar as projeções futuras. O negócio de *shopping center* é caracterizado pelas altas margens operacionais, ou seja, os custos operacionais são relativamente baixos se comparados com as receitas. Além disso, outra característica das empresas do setor é a necessidade de capital intensivo, devido aos altos investimentos realizados para a expansão em um *shopping* já existente, ou para a construção de um novo *shopping*. No caso da empresa analisada, em 2011, encontra-se investindo em duas expansões e na construção de cinco novos *shoppings*, conhecido no setor como projetos “greenfields”.

O ponto inicial da projeção é a receita bruta. Em seguida, projetam-se os impostos sobre a receita a fim de encontrar a receita líquida. Em seguida, calculam-se as despesas da companhia, com exceção da depreciação e chega-se ao EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*). Descontando-se os valores da depreciação, amortização, resultado financeiro e o imposto de renda, encontra-se o lucro líquido. E por fim, são realizados os últimos ajustes para encontrar o Fluxo de Caixa Livre ao Acionista, ou seja, soma-se a depreciação e amortização por serem mudanças não-monetárias e incluem-se qualquer despesa de capital.

## 5.1

### Receita bruta

As principais fontes de receita da empresa Iguatemi advêm daquelas geradas pelo seu portfólio de *shopping centers*, calculada de acordo com a sua participação no empreendimento. Além disso, outra fonte de receita é relacionada à prestação de serviços que a empresa realiza para aos condôminos do empreendimento. Dessa forma, podemos dividir as receitas em quatro grandes linhas para a realização do fluxo de caixa: Receita de Aluguel, Estacionamento, Receitas Comerciais e Receitas de Serviços.

#### 5.1.1

##### Receita de aluguel

A primeira e mais relevante é a Receita de Aluguel. Em 2014 essa linha representou 71% da receita total da BRMalls. Essa receita contempla três classificações diferentes de aluguéis, conhecidas no mercado como: Aluguel Mínimo, Aluguel Percentual e Aluguel Temporário.

As linhas de Aluguel Mínimo e Aluguel Percentual são as mais relevantes e estão diretamente relacionadas com os contratos de locação celebrados entre o empreendedor e os lojistas, com prazo médio de cinco anos. Pelo fato da duração do contrato ser longa, a empresa consegue garantir previsibilidade de suas receitas. O aluguel que será efetivamente cobrado corresponde ao maior dentre o aluguel mínimo contratual e o aluguel variável, calculado como um percentual sobre as vendas, que também é definido contratualmente. Essa linha é influenciada por dois fatores: inflação e degraus (escalonamentos no valor do aluguel mínimo em datas estabelecidas contratualmente). Esses dois fatores devem ser considerados para estimar as receitas futuras da companhia, ou seja, a cada ano, o valor do aluguel de cada loja deve ser reajustado pelo índice IGP-M (predominante nos contratos da empresa BRMalls) acumulado nos 12 meses imediatamente anteriores. Como premissa, foi considerada a manutenção da vacância atual de 97%.

Para a projeção futura de inflação, foi utilizado no modelo os valores do Focus para a data de 31/05/2015. A partir de 2017, os valores se repetem.

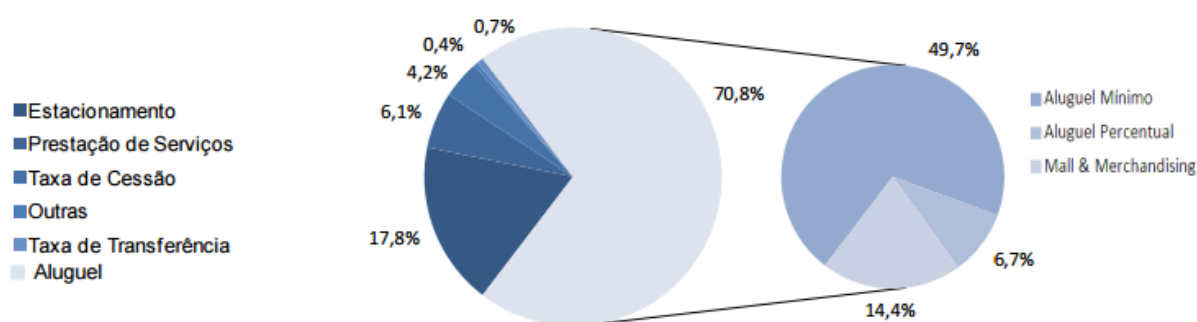
Data	IGP-M
2015	6,9%
2016	5,5%
2017	5,0%
2018	5,0%
2019	5,0%

**Tabela 4 - Projeção IGP-M**

*Fonte: Elaboração própria e Site do Banco Central do Brasil*

O aluguel temporário é referente a aluguéis de espaço nos corredores do *shopping center*, conhecidos como quiosques ou *mall* e *pop-ups*, ou seja, lojas com contrato de prazo indeterminado, podendo ser retirada a qualquer momento com um aviso prévio de 30 dias corridos. Geralmente, os contratos de quiosques são renovados de ano em ano sujeito a ajuste da inflação. Muitas vezes, nenhum dos dois tipos de lojas temporárias paga condomínio, o que pode deteriorar a qualidade do *shopping*.

As figuras abaixo mostram como foi a distribuição dessas três divisões de receita de aluguel no ano de 2011, confirmando a relevância da linha de aluguel mínimo.



**Figura 4 – Distribuição da Receita Bruta**

*Fonte: Site de Relacionamento com Investidor da BRMalls – Release 4T14*

### 5.1.2

#### Estacionamento

A segunda maior fonte de receita é a linha de estacionamento. Nos últimos anos, segundo os relatórios de resultados divulgados pela BRMalls, essa linha tem representado por volta de 15% da receita bruta. Essa receita está vinculada com a tarifa cobrada pelo tempo de permanência dos veículos no espaço destinado a estacionamento. O reajuste da tarifa é baseado no reajuste do índice de inflação, fazendo com que a companhia, mais uma vez, consiga se proteger da variação de preços.

### 5.1.3

#### Receitas comerciais

A linha de “Receitas Comerciais” leva em consideração a Cessão de Direito de Uso (CDU) e a Taxa de Transferência.

- Cessão de Direito de Uso (CDU): receita proveniente da cobrança pelo direito de uso do ponto comercial do *shopping* em questão no lançamento de expansões, *greenfields* ou novas locações em *shoppings* existentes. Essa taxa funciona como uma espécie de “luva” que é paga na data de assinatura do contrato, porém, entra como receita linearizada para o empreendedor, ou seja, dividido em 60 meses (5 anos, conforme o contrato de locação).
- Taxa de Transferência: ocorre quando o locatário atual transfere o ponto comercial para um novo lojista, e o empreendedor captura um percentual do valor envolvido.

Como premissa para a projeção futura de receita comercial para os *shoppings* existentes, ou seja, excluindo as futuras inaugurações, foi considerada a inflação, pois é o mínimo que consideram nas negociações.

#### 5.1.4

### Receitas de serviços

As receitas de serviços são a taxas que a BRMALLS cobra de seus sócios nos empreendimentos pelos serviços da administração e comercialização. Essa taxa é um percentual sobre o resultado do *shopping*. Nos últimos anos, a receita de serviço tem representado uma média de 11% do ABL total construído. Dessa forma, foi mantido esse percentual sobre a projeção do resultado para os próximos anos fazendo com que essa linha cresça de acordo com o crescimento em área bruta locável do *Shopping*.

Segue abaixo o fluxo de receita bruta aberto pelas principais linhas da BRMalls Participações S/A, com os números a partir de 2015 projetados:

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Receita Bruta</b>	<b>1.220,2</b>	<b>1.411,7</b>	<b>1.508,1</b>	<b>1.565,1</b>	<b>1.667,5</b>	<b>1.839,3</b>	<b>1.949,0</b>	<b>2.057,4</b>
Receita de Aluguéis	880,3	999,4	1.070,9	1.125,5	1.228,4	1.385,7	1.506,0	1.623,0
CDU	45,4	66,8	64,9	46,4	38,4	30,5	16,8	8,3
Estacionamento	185,0	229,9	260,1	265,2	270,3	285,3	287,4	287,4
Taxa de Transferência	14,8	13,5	9,6	12,0	12,2	12,9	13,0	13,0
Receita de Serviços	85,8	94,7	95,4	108,0	110,0	116,2	117,1	117,1
Outras Receitas	8,9	7,5	7,3	8,0	8,1	8,6	8,7	8,7

**Tabela 5 - Receita Bruta (em R\$ Milhões)**

*Fonte: Elaboração própria e Central de Resultados do site de RI da BRMalls*

## 5.2

### Receita Líquida

Para estimar a linha de “Receita Líquida” é necessário retirar os impostos que incidem diretamente sobre o faturamento da empresa, como, por exemplo, PIS/COFINS.

Como premissa, foi utilizado 8% sobre a receita bruta total ao observar o histórico dessa linha, conforme mostra a tabela abaixo.

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Receita Bruta</b>	<b>1.220,2</b>	<b>1.411,7</b>	<b>1.508,1</b>	<b>1.565,1</b>	<b>1.667,5</b>	<b>1.839,3</b>	<b>1.949,0</b>	<b>2.057,4</b>
Impostos s/Receita	-96,6	-108,0	-113,0	-125,2	-133,4	-147,1	-155,9	-164,6
% sobre Receita Total	-7,9%	-7,6%	-7,5%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.123,6</b>	<b>1.303,7</b>	<b>1.395,2</b>	<b>1.439,9</b>	<b>1.534,1</b>	<b>1.692,1</b>	<b>1.793,1</b>	<b>1.892,8</b>

**Tabela 6 - Receita Líquida (em R\$ Milhões)**

*Fonte: Elaboração própria e Central de Resultados do site de RI da BRMalls*

### 5.3

#### **Custos e despesas totais**

Os custos totais podem ser divididos em duas partes: os que implicam um desembolso da BRMalls e o que seria chamado de um custo não-caixa, como, por exemplo, a depreciação.

Entre os custos em que há necessidade de desembolso, podemos destacar:

- Salários, encargos e outros benefícios para os funcionários tanto da administração do *shopping*, quanto da matriz e do *backoffice*.
- Serviços Prestados, ou seja, pagamento a terceiros que envolvem despesas com advogados, serviços prestados por pessoas físicas ou custos de estacionamento, que envolve a cobrança de uma porcentagem sobre o faturamento para a empresa que presta esse serviço, como, por exemplo, a *Parking*. Esse valor é pré-determinado em contrato.
- Custos Condominiais, que são relacionados à manutenção das lojas vagas, como por exemplo, o pagamento do IPTU da mesma. Ou até mesmo o aporte por inadimplência, conforme mencionado anteriormente.

- Custo com Propaganda que, conforme já mencionado do segundo capítulo, o empreendedor contribui também com um valor, pré-estabelecido nas normas gerais do *Shopping Center* para o Fundo de Promoção e Propaganda, com o objetivo central de aumentar o fluxo do empreendimento.

Para projeção de todos os custos foi utilizado um crescimento do índice de preços.

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.123,6</b>	<b>1.303,7</b>	<b>1.395,2</b>	<b>1.439,9</b>	<b>1.534,1</b>	<b>1.692,1</b>	<b>1.793,1</b>	<b>1.892,8</b>
<b>Custo de Bens/Serviços Vendidos</b>	<b>-96,9</b>	<b>-110,0</b>	<b>-114,8</b>	<b>-126,0</b>	<b>-144,5</b>	<b>-159,3</b>	<b>-165,9</b>	<b>-172,1</b>
Salários	-26,9	-30,9	-31,4	-36,0	-39,9	-44,0	-46,6	-49,2
Serviços Prestados	-29,4	-35,3	-39,7	-38,1	-51,7	-54,5	-54,9	-54,9
Custos Condominiais	-29,9	-31,8	-32,3	-39,0	-40,7	-47,2	-50,0	-52,8
Custos c/ Propaganda	-10,8	-12,1	-11,3	-12,9	-12,3	-13,5	-14,3	-15,1
Depreciação	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Outros Custos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lucro Bruto</b>	<b>1.026,7</b>	<b>1.193,7</b>	<b>1.280,3</b>	<b>1.313,9</b>	<b>1.389,6</b>	<b>1.532,9</b>	<b>1.627,2</b>	<b>1.720,7</b>
<i>Margem Bruta</i>	<i>91,4%</i>	<i>91,6%</i>	<i>91,8%</i>	<i>91,2%</i>	<i>90,6%</i>	<i>90,6%</i>	<i>90,7%</i>	<i>90,9%</i>
Despesas Gerais e Administrativas	-152,0	-173,0	-179,2	-183,7	-180,3	-198,9	-210,8	-222,5
Depreciação	-13,0	-10,0	-10,2	-1,5	-4,1	-6,8	-9,7	-12,9
Outras Despesas Operacionais	2547,7	857,9	636,8	4,3	4,6	5,1	5,4	5,7
<b>Lucro Operacional (EBIT)</b>	<b>3.409,4</b>	<b>1.868,6</b>	<b>1.727,7</b>	<b>1.133,0</b>	<b>1.209,9</b>	<b>1.332,3</b>	<b>1.412,0</b>	<b>1.490,9</b>

**Tabela 7 - Lucro Operacional (EBIT) (em R\$ Milhões)**

*Fonte: Elaboração própria e Central de Resultados do site de RI da BRMalls*

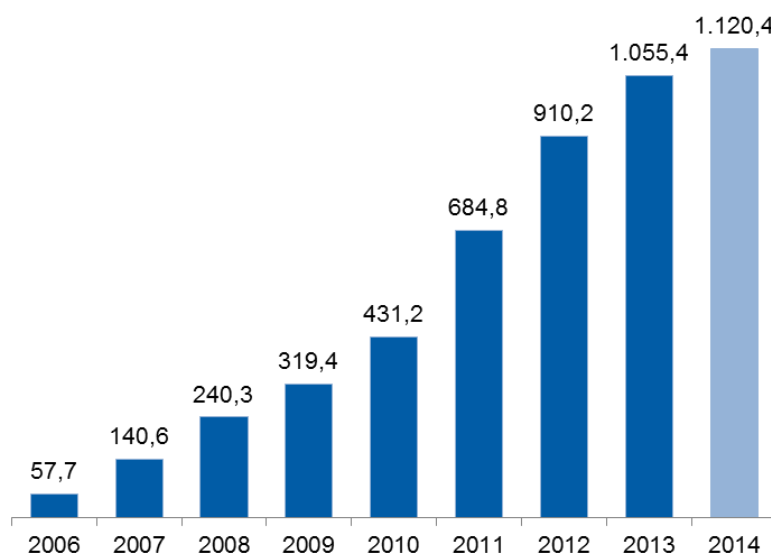
Ao extrair os custos da linha de “Receita Líquida”, encontramos o lucro bruto, que depois das despesas e depreciação chega-se ao EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), também chamado de “Lucro Operacional”. A tabela abaixo, mostra como chegamos ao EBITDA ajustado da companhia.

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.123,6</b>	<b>1.303,7</b>	<b>1.395,2</b>	<b>1.439,9</b>	<b>1.534,1</b>	<b>1.692,1</b>	<b>1.793,1</b>	<b>1.892,8</b>
Custos de Bens/Serviços Vendidos	-96,9	-110,0	-114,8	-126,0	-144,5	-159,3	-165,9	-172,1
Despesas Operacionais	-165,0	-182,9	-189,4	-185,1	-184,3	-205,7	-220,6	-235,4
(+) Depreciação	13,0	10,0	10,2	1,5	4,1	6,8	9,7	12,9
Outros Resultados Operacionais	2.547,7	857,9	636,8	4,3	4,6	5,1	5,4	5,7
<b>EBITDA</b>	<b>3.422,4</b>	<b>1.878,6</b>	<b>1.737,9</b>	<b>1.134,5</b>	<b>1.213,9</b>	<b>1.339,1</b>	<b>1.421,8</b>	<b>1.503,8</b>
(+) Debêntures do Araguaia	5,8	8,9	8,6	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5
(+) Equivalência Patrimonial	-2.518,0	-832,1	-626,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>910,2</b>	<b>1055,4</b>	<b>1120,4</b>	<b>1146,0</b>	<b>1225,5</b>	<b>1350,6</b>	<b>1433,3</b>	<b>1515,4</b>
<i>Margem EBITDA Ajustado</i>	<i>81,0%</i>	<i>81,0%</i>	<i>80,3%</i>	<i>79,6%</i>	<i>79,9%</i>	<i>79,8%</i>	<i>79,9%</i>	<i>80,1%</i>

**Tabela 8 - EBITDA Ajustado (em R\$ Milhões)**

*Fonte: Elaboração própria e Central de Resultados do site de RI da BRMalls*

Como podemos observar, a margem EBITDA da empresa é bem alta, oscilando em torno de 80%. A BRMalls é conhecida no mercado por ser agressiva em relação a meta de EBITDA. Abaixo, pode observar um crescimento bastante expressivo nos últimos anos.



**Figura 5 – Evolução do EBITDA do EBITDA**



Fonte: Site de RI da BRMalls Participações S/A – Apresentação Institucional IT15

## 5.4

### Projetos – Greenfields e expansões

Para calcular o lucro líquido da companhia e posteriormente chegar o FCFE, é preciso considerar também o EBITDA que será gerado pelos *shoppings* que estão em construção, não só a projeção futura do portfólio atual. Nesse modelo de *valuation* não foram consideradas aquisições. Foram projetadas apenas as inaugurações dos projetos abaixo, considerando as premissas divulgadas pela empresa.

No terceiro capítulo foram mencionadas todas as expansões e projetos em desenvolvimento da companhia, incluindo a data de inauguração. As tabelas abaixo mostram qual o ABL a ser adicionado já na participação BRMalls, taxa de ocupação média dos projetos, Capex gasto por ano e previsão de receita consolidado.

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
ABL (% BRMalls)		35.235	55.903	55.903	55.903
Taxa de Ocupação		80%	88%	89%	89%
Capex (R\$ Milhões)	108,6	223,6	65,9	0	0
Receita Total (R\$ Milhões)		5,0	53,2	65,2	69,9
NOI (R\$ Milhões)		4,2	47,4	58,7	62,9

**Tabela 9 - Greenfields**

Fonte: Elaboração própria e Site RI da BRMalls

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
ABL (% BRMalls)	20.993	21.829	39.953	39.953	39.953
Taxa de Ocupação	46%	76%	77%	85%	86%
Capex (R\$ Milhões)	198,5	161,7	10	0	0
Receita Total (R\$ Milhões)	7,3	17,9	31,4	37,8	40,5

**Tabela 10 – Expansões**

*Fonte: Elaboração própria e Site RI da BRMalls*

A projeção das linhas de receitas e custos já está contando com as premissas acima.

## 5.5

### Lucro líquido

Calculado o Lucro Operacional, para chegar ao Resultado Operacional ou Lucro Antes Tributação deve-se descontar o Resultado Financeiro, que contempla as receitas e despesas financeiras. Ao retirar o valor pago de impostos e juros, chega-se ao Lucro Líquido.

Em relação ao resultado financeiro, foi levado em conta o perfil da dívida da companhia no final do ano de 2014. Atualmente, a empresa tem, aproximadamente, um terço atrelado a CDI, um terço a índices de preços (IGP-M e IPCA) e um terço a TR. Segundo divulgado no relatório de resultado, disponível no site de relacionamento com investidor da BRMalls, o prazo médio da dívida é de 10,8 anos com um custo médio de IGP-M + 5,7%.

O imposto de renda foi calculado conforme a alíquota passada pela empresa, uma média de 8% até 2017 e 9% a partir disso. O imposto é baseado na receita bruta pelo fato de que alguns *shoppings* pertencem a apuração do lucro presumido e outros do lucro real. O imposto como percentual da receita bruta, na tabela, não considera imposto diferido, ou seja, o imposto não-caixa do período.

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Lucro Operacional (EBIT)</b>	<b>3.409,4</b>	<b>1.868,6</b>	<b>1.727,7</b>	<b>1.131,7</b>	<b>1.205,7</b>	<b>1.320,8</b>	<b>1.392,2</b>	<b>1.461,8</b>
Receitas Financeiras	880,6	943,4	805,2	74,7	46,6	36,2	34,8	-46,0
Despesas Financeiras	-1.314,6	-1.524,1	-1.385,3	-576,5	-543,0	-525,8	-508,8	-410,4
<b>Resultado Financeiro</b>	<b>-434,0</b>	<b>-580,6</b>	<b>-580,1</b>	<b>-501,8</b>	<b>-496,4</b>	<b>-489,6</b>	<b>-474,0</b>	<b>-456,4</b>
Equivalência Patrimonial	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Outras Despesas não-operacionais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultado Operacional</b>	<b>2.975,4</b>	<b>1.288,0</b>	<b>1.147,6</b>	<b>629,9</b>	<b>709,3</b>	<b>831,2</b>	<b>918,2</b>	<b>1.005,4</b>
Provisão IR/CSLL	-100,9	-106,0	-148,3	-116,6	-124,0	-136,1	-153,1	-160,7
Imposto Diferido	-949,0	-426,4	-388,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Imposto s/ Resultado Operacional (%)</i>	<i>3,4%</i>	<i>8,2%</i>	<i>12,9%</i>	<i>18,5%</i>	<i>17,5%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,0%</i>
<i>Imposto s/ Receita Bruta (%)</i>	<i>8,3%</i>	<i>7,5%</i>	<i>9,8%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,5%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>
<b>Lucro/Prejuízo antes dos Juros</b>	<b>1.925,5</b>	<b>755,6</b>	<b>610,7</b>	<b>513,3</b>	<b>585,3</b>	<b>695,1</b>	<b>765,1</b>	<b>844,6</b>
Participação dos Minoritários	-183,4	-75,7	-110,3	-46,6	-49,6	-54,4	-57,4	-60,3
<b>Lucro Líquido</b>	<b>1.742,1</b>	<b>680,0</b>	<b>500,5</b>	<b>466,6</b>	<b>535,7</b>	<b>640,7</b>	<b>707,8</b>	<b>784,4</b>

**Tabela 11 - Lucro Líquido (Em R\$ Milhões)**

*Fonte: Elaboração própria e Site RI da BRMalls*

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Lucro Líquido</b>	<b>1.742,1</b>	<b>680,0</b>	<b>500,5</b>	<b>458,0</b>	<b>528,1</b>	<b>632,1</b>	<b>678,8</b>	<b>752,7</b>
(+) Depreciação	13,0	10,0	10,2	1,5	4,1	6,7	9,6	12,7
<b>FFO</b>	<b>1.755,1</b>	<b>689,9</b>	<b>510,6</b>	<b>459,5</b>	<b>532,2</b>	<b>638,8</b>	<b>688,4</b>	<b>765,4</b>
(+) Despesas não-recorrentes	-2.508,4	-832,1	-604,4	-	-	-	-	-
(+) Outras Despesas não-recorrentes	-2,1	-	-	-	-	-	-	-
(+) Variação Cambial (Bond)	71,9	132,8	147,3	-	-	-	-	-
(+) Swap a mercado (MTM)	-24,5	51,5	-29,9	-	-	-	-	-
(+) Ajuste Impostos não-caixa	1.129,3	454,9	445,9	-	-	-	-	-
<b>FFO ajustado</b>	<b>421,3</b>	<b>497,0</b>	<b>469,5</b>	<b>459,5</b>	<b>532,2</b>	<b>638,8</b>	<b>688,4</b>	<b>765,4</b>
<i>Margem FFO ajustado</i>	<i>37,5%</i>	<i>38,1%</i>	<i>33,7%</i>	<i>32,1%</i>	<i>35,0%</i>	<i>38,3%</i>	<i>39,1%</i>	<i>41,4%</i>

**Tabela 12 – FFO Ajustado (Em R\$ Milhões)**

*Fonte: Elaboração própria e Site RI da BRMalls*

## 5.6

### Fluxo de caixa livre ao acionista

Com a projeção do lucro líquido é possível montar o Fluxo de Caixa Livre ao Acionista. Conforme explicado no primeiro capítulo, é preciso retornar com a depreciação que foi descontada anteriormente. Isso ocorre porque devemos levar em consideração o que efetivamente foi desembolsado. Em seguida inclui-se na conta todo o capex previsto para os projetos em desenvolvimento da companhia. O próximo passo é calcular o capital de giro da empresa. A indústria de *Shopping Centers* possui característica de requerer um capital de giro muito baixo quando comparado ao investimento em capital fixo. Geralmente, o capital de giro das empresas considera “Contas a Receber”, “Contas a Pagar” e “Estoques”, porém, no caso das empresas que fazem parte do setor de *shoppings*, não há estoque, já que não há venda de bens físicos. A receita da empresa, conforme já explicado, advém de locação, estacionamento e prestação de serviços. Dessa forma, o capital de giro considera como:

- Contas a receber: Clientes, Impostos Recuperáveis e Outros Ativos Circulantes
- Contas a pagar: Fornecedores, Impostos a Pagar, Salários e Outros Passivos Circulantes

Desta forma, conseguimos encontrar o Fluxo de Caixa da Firma. Para o Fluxo de Caixa ao Acionista, deve-se levar em consideração o cálculo da variação da dívida e o cronograma de amortização, ambos de acordo com os dados divulgados pela empresa no Release do Quarto Trimestre de 2014.

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Lucro Líquido</b>	<b>1.742,1</b>	<b>680,0</b>	<b>500,5</b>	<b>466,6</b>	<b>535,7</b>	<b>640,7</b>	<b>707,8</b>	<b>784,4</b>
(+) Participação de Minoritários	183,4	75,7	110,3	46,6	49,6	54,4	57,4	60,3
(+) Depreciação	13,0	10,0	10,2	1,5	4,1	6,7	9,6	12,7
(-) Capex	-3.527,3	-1.439,5	-745,1	-415,9	-501,0	-202,9	-145,4	-147,1
(-) Joint Ventures	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Δ WC não-caixa	62,4	-110,1	55,0	-5,0	-9,4	-19,1	-14,6	-11,8
(+/-) Δ outros	705,4	361,3	360,2	-27,0	-20,9	-52,0	-34,1	-25,1
<b>FCF (R\$ Milhões)</b>	<b>-821,0</b>	<b>-422,7</b>	<b>291,0</b>	<b>66,8</b>	<b>58,0</b>	<b>427,9</b>	<b>580,7</b>	<b>673,4</b>

(+) Emissão de Dívidas	1.228,1	250,7	278,0	206,5	57,6	-257,0	-319,2	-1.106,7
(+) Aumento de Capital	-109,5	136,9	45,7	-	-	-	-	-
Participação (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Ajuste Minoritários	-	-	-	-	-	-	-	-
Ajustes Fluxo de Caixa	109,8	-132,0	-98,9	-	-	-	-	-
<b>FCFE (R\$ Milhões)</b>	<b>407,5</b>	<b>-167,1</b>	<b>515,8</b>	<b>273,3</b>	<b>115,6</b>	<b>170,9</b>	<b>261,5</b>	<b>-433,3</b>

**Tabela 13 - Fluxo de Caixa Livre ao Acionista (Em R\$ Milhões)**

*Fonte: Elaboração própria e Site RI da BRMalls*

## 5.7

### Taxa de desconto

Conforme explicado no primeiro capítulo, para chegar ao valor presente do fluxo de caixa, é preciso encontrar a taxa de desconto, que pode se considerar o WACC, que leva em consideração tanto o custo do capital próprio, quanto o custo de capital de terceiros ou o Ke, que só leva em consideração o custo de capital próprio, conforme explicado anteriormente. No caso deste estudo, utilizaremos o Ke para fazer o Fluxo de Caixa Livre ao Acionista. Para isso, foi utilizado o modelo CAPM, já explicado no primeiro capítulo.

#### 5.7.1

##### Taxa livre de risco

Para o cálculo da taxa livre de risco foi utilizado o T-Bond americano com vencimento em 10 anos, a um valor de 2,00%, de acordo com os dados da *Bloomberg*. Porém, é necessário adicionar a essa taxa um prêmio de risco do país, que captura o risco em que a empresa está inserida. No caso da BRMalls, o Risco Brasil. O valor utilizado para o Risco Brasil foi de 2,2%, conforme indicado pelo “CDS BR 5 YR” também retirado da *Bloomberg*. Dessa forma, a taxa livre de risco Brasil é de 4,2%.

### 5.7.2

#### Beta

O valor do beta da BRMalls é de 1,30 de acordo com a *Bloomberg*. Conclui-se que a correlação entre essa ação e a Bovespa é bem alta e pela liquidez do papel no mercado, o preço da ação oscila mais do que o Ibovespa, na média.

### 5.7.3

#### Prêmio de Risco

Esse componente do custo de capital é calculado a partir do valor esperado do retorno do índice de mercado deduzida de um título livre de risco. Nesse caso, Damodaran, em seu site [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com), calcula o prêmio de risco com base na série de dados do S&P 500 (Standard & Poor`s) e do título do governo livre de risco, no caso o *T-Bond 10Yr*. Para os últimos 10 anos, temos um prêmio de risco de 4,60%. Dessa forma, aplicando o método do CAPM, o custo de capital próprio ( $Ke$ ), em dólar, é de 10,1%.

$$Ke (real) = \frac{(1 + Ke US\$)}{(1 + Inflação EUA)} - 1$$

$$Ke R\$ = (1 + Ke (real)) \times (1 + Inflação Brasil) - 1$$

As fórmulas acima são utilizadas para chegar no custo de capital próprio em reais. Como premissas foram utilizadas inflação dos Estados Unidos de 2,0% a.a. e do Brasil de 5,5% a.a. Com isso, o custo do capital próprio é de 13,9%.

CAPM - Cálculo do Ke	
Taxa Livre de Risco US (10yr T-Bond)	2,0%
Beta	1,30
Prêmio de Risco de Mercado	4,6%
Prêmio de Risco País	2,2%
Ke (US\$)	10,1%
<b>Ke (R\$)</b>	<b>13,9%</b>

**Tabela 14 - CAPM**

*Fonte: Elaboração própria e Bloomberg*

#### 5.7.4

##### Valor justo

Com a projeção do fluxo de caixa e da taxa de desconto é possível encontrar o valor justo da empresa para acionista. Sendo assim, trazendo o valor presente os fluxos de caixa projetados até 2025, data na qual todos os *Shoppings* da empresa já estarão na fase de maturidade, e também a perpetuidade, na qual foi considerado um crescimento nominal de 6%, e descontando a uma taxa de 13,9%, chegou-se a um valor de R\$ 19,00 por ação.

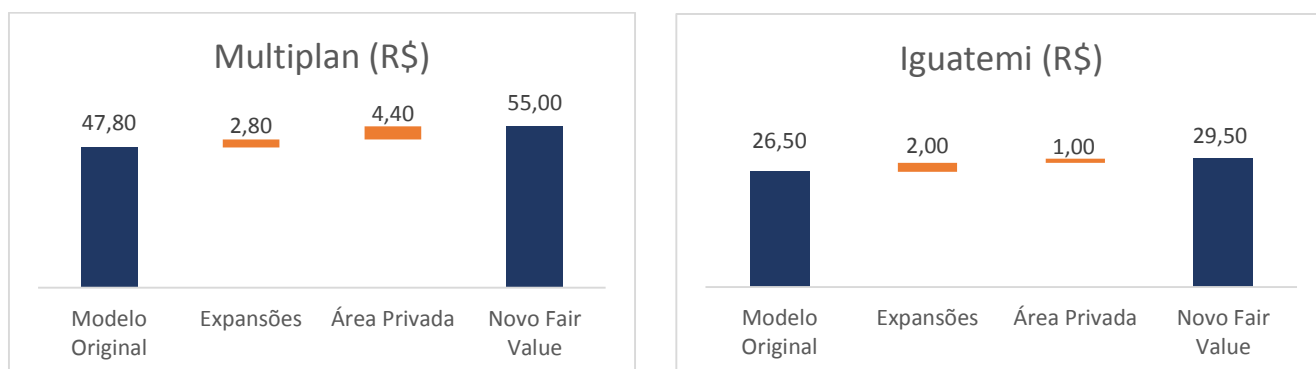
No fechamento da data 31/12/2014, o preço da ação da BRMalls cotada na bolsa de valores era de R\$ 16,43. Ou seja, *upside* de 16%. Levando em consideração o preço da ação no dia 15/06/2015, de R\$ 14,42, o *upside* é ainda maior, atingindo 32%. Dessa forma, conclui-se que, no momento, as ações da BRMalls representam uma boa oportunidade de investimento.

#### 5.8

##### *Real Options*

No ano de 2015 alguns analistas começaram a levar em consideração, no preço da ação, o potencial construtivo das companhias, chamado de *LandBank*. Através dessa análise, consideraram possibilidades de expansões através dos terrenos dos *shoppings*

atuais ou até mesmo *greenfields* em terrenos que já foram comprados, mas ainda não estão construídos, como é o caso, por exemplo, da Multiplan. A análise foi aplicada para a Multiplan e Iguatemi pelo Itaú.



**Figura 6 – Incremento no *Fair Value* pelo Potencial Construtivo**

*Fonte: Elaboração Própria e Relatório Itaú BBA – Hidden Value*

De acordo com a figura acima, podemos observar que é adicionado R\$ 7,20 ao preço da ação da Multiplan, passando de R\$ 47,80 para R\$ 55,00 e R\$ 3,00 a ação da Iguatemi, passando de R\$ 26,50 para R\$ 29,50.

A BRMalls não divulga as informações para que os analistas consigam calcular seu potencial construtivo. Em minha opinião, a companhia deveria considerar publicar em seu site qual seria o valor do seu *LandBank* para não ficar em desvantagem em relação aos seus *peers* quando os analistas levarem em consideração essas informações.

## 5.9

### Análise de sensibilidade

Foram selecionadas duas “casas” que cobrem a BRMalls para realizar uma análise comparativa e de sensibilidade a fim de entender as variáveis que ambas levam em consideração e que, no final, geram a sua recomendação de compra ou venda das ações da companhia. O Banco JP Morgan recomenda a compra das ações de BRMalls, enquanto o Banco Bradesco recomenda a venda, conforme observado nos relatórios que os dois bancos publicaram.

Ao analisar o modelo de *valuation* da JP Morgan, o *target price* é R\$ 27,00. A principal premissa utilizada que se difere dos outros analistas é a taxa de desconto. Para



o cálculo do  $K_e$ , taxa de desconto quando se utiliza o Fluxo de Caixa ao Acionista, são considerados os mesmos valores para o prêmio de risco de mercado, o Risco País e a taxa livre de risco. Porém, o valor do Beta da JP Morgan para a BRMalls é menor do que o considerado pelos outros analistas e pela média da *Bloomberg* (1,30). O analista em questão considera um  $\beta$  de 0,90, tornando a taxa de desconto dele de 9,5%.

Além disso, a JP Morgan considera um crescimento real de 2% para os anos projetados de seu modelo, enquanto a maioria dos analistas considera 1% real de crescimento ou até mesmo *flat*.

Ao realizar um teste de stress na taxa de desconto do JP Morgan, alterando de 9,5% para a taxa de desconto que foi considerada neste estudo, de 13,9%, o preço da ação através do modelo de *valuation* do JP Morgan cai de R\$ 27,00 para R\$ 15,00. Como podemos ver, a taxa de desconto é um dos principais fatores que gera oscilação no preço final da companhia.

Por outro lado, o Banco Bradesco considera uma taxa de desconto de 14,2% e taxa de crescimento na perpetuidade *flat*, ou seja, sem crescimento real. Com tais premissas, o preço da ação da BRMalls de acordo com o modelo deste banco é de R\$ 19,00. Embora a taxa de desconto seja parecida com a utilizada neste trabalho e o preço da ação seja o mesmo, estou recomendando compra, enquanto o Bradesco está recomendando venda. Este fato ocorre porque o Banco Bradesco tem um limite de recomendação de compra de 20% das empresas brasileiras que o mesmo cobre. Pelo fato do banco trabalhar comparando todas as empresas, é obrigado a recomendar venda, mesmo que o valor da companhia esteja com um *upside* superior a 30% pelo fato de outras companhias estarem com *upsides* maiores.

No modelo do Bradesco é realizada análise de sensibilidade da taxa de desconto do capital próprio elevando em 2% até atingir 16,2%. Neste caso, o valor da ação passaria de R\$ 19,00 para R\$ 15,00. Porém, ao reduzir 2% da taxa original, atingindo 12,2%, ou seja, ainda maior do que a taxa do JP Morgan, o preço da ação passa a ser R\$ 25,00. Esse valor representaria um *upside* de 50% em relação ao preço da ação no fechamento do mês de maio de 2015.

Através da análise feita acima, conseguimos concluir que cada analista considera premissas diferentes e tem parâmetros diferentes de comparação para poder fazer sua recomendação de compra ou venda da ação. Com isso, realiza-se, abaixo, uma análise de

sensibilidade no modelo de *valuation* deste trabalho a fim de observar o quanto que a taxa de desconto afeta o preço da ação.

	-5%	-2%	-1%	Atual	1%	2%	5%
Taxa de desconto (Ke)	8,9%	11,9%	12,9%	<b>13,9%</b>	14,9%	15,9%	18,9%
Preço da Ação	R\$ 44,50	R\$ 26,00	R\$ 22,00	<b>R\$ 19,00</b>	R\$ 16,50	R\$ 14,50	R\$ 10,00
Upside 2014	171%	58%	34%	<b>16%</b>	0%	-12%	-39%
Upside mai15	209%	80%	53%	<b>32%</b>	14%	1%	-31%

**Tabela 15 – Análise de Sensibilidade Taxa de Desconto sobre Preço da Ação**

*Fonte: Elaboração própria e Site RI da BRMalls*

Ao observar a tabela acima, um aumento de 1% na taxa de desconto gera uma queda de 13% no preço da ação, o que representa R\$ 2,50. Já uma queda de 1% na taxa de desconto, leva a um aumento de 16% no preço da ação, atingindo R\$ 22,00. Portanto, podemos concluir que a taxa de desconto e a taxa de crescimento na perpetuidade são consideradas as premissas mais sensíveis quando levamos em consideração alteração no preço da ação. Desta forma, deve-se analisar cuidadosamente cada uma delas para ter certeza de que o valor justo da companhia está o mais precificado possível.

## 6.

### Conclusão

Este trabalho teve como objetivo a apresentação e aplicação o método do fluxo de caixa descontado, utilizando como estudo de caso da BRMalls Participações S/A. O foco do estudo é conseguir estimar geração de valor pela ótica do acionista. Foram realizadas estimativas acerca das principais premissas macroeconômicas que possuem algum tipo de impacto no setor de *Shopping Centers*. Além disso, foram levados em consideração os projetos futuros e a estratégia da companhia. O cálculo da taxa de desconto, que reflete o risco associado à empresa, também foi analisado cuidadosamente pelo fato de influenciar bastante no preço da ação.

O estudo engloba estimativas do DRE da empresa, a fim de chegar a uma projeção de lucro líquido, base para o cálculo dos fluxos de caixa e, conseqüentemente, chegar ao valor justo da companhia. O modelo considera as metas internas para os próximos anos conforme é divulgado nos relatórios da empresa, tornando já precificado. A análise que não está sendo considerada no preço final da ação de R\$ 19,00 é a de Real Options, que foi utilizada como um adicional e recomendação principalmente pelo fato da empresa não divulgar as informações necessárias para a realização da análise.

Finalmente, é possível chegar ao valor justo da empresa, concluindo que no momento é recomendável a compra das ações da companhia. Conforme apresentado no quarto capítulo, a ação está apresentando um *upside* de, aproximadamente 30% em relação ao fechamento do mês de maio de 2015. É importante ressaltar que este é um trabalho acadêmico, dessa forma, são apenas opiniões expressas pelo autor.

## 7.

### Referências Bibliográficas

ABRASCE. Associação Brasileira de *Shopping Centers*. Disponível em: <<http://www.abrasce.com.br>> Acesso em: 31 mai. 2015.

BANCO CENTRAL. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em: 15 jun. 2015.

BASÍLIO, João Augusto. ***Shopping Center***. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

BLOOMBERG. **Provedor Internacional de Dados para o Mercado Financeiro. Cotações**. São Paulo, 2015.

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

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

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. Capítulos 1,2,3,4,5 e 6.

\_\_\_\_\_. **Finanças Corporativas: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

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

MARTELANC, Roy *et al.* **Avaliação de empresas**. São Paulo: Pearson Prentia Hall, 2005.

MODELO DE VALUATION DA BRMALLS FEITO PELO BRADESCO.

MODELO DE VALUATION DA BRMALLS FEITO PELO JP MORGAN.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. 2. ed. São Paulo: Globo, 2007.

RELATÓRIOS BRMALLS. **Relações com investidores**. Disponível em: <<http://ri.brmalls.com.br>> Acesso em: 15 jun. 2015.

WILLIAMS, John. **Shopping center**: estratégia & gestão. 1. ed. São Paulo: Gouvêa de Souza & MD, 2008.

RELATÓRIOS ITAÚ BBA. **Site para Clientes do Banco.**

RELATÓRIOS JP MORGAN. **Site para Clientes do Banco.**

RELATÓRIOS BRADESCO BBI. **Site para Clientes do Banco.**

MANUAL DE OPERAÇÕES DA BRMALLS PARTICIPAÇÕES S.A. > **material interno**