

5 Conclusões e recomendações

Nesta dissertação o nosso principal objetivo foi apresentar uma abordagem prática da Teoria de Opções Reais voltada para o setor de *Shopping Centers*. A idéia central foi desenvolver um modelo simples que poderia ser adaptado ou até mesmo utilizado integralmente na avaliação de qualquer projeto de construção, ou em qualquer processo de aquisição de um *shopping center*. Certamente algumas adaptações poderão ocorrer de acordo com as especificidades de cada situação, algumas opções podem ser excluídas e outras podem ser incluídas.

Apesar do método do Fluxo de Caixa Descontado ser um método amplamente utilizado na avaliação de projetos ou negócios e de ser, de certa forma, simples e fácil, o fato de não abranger fatores tais como: flexibilidades gerenciais, possibilidades de mudanças conjunturais e até mesmo mudanças legais, ele acaba se tornando vulnerável a distorções no resultado final, o que em cenários muito voláteis pode induzir a decisões erradas e conseqüentemente a grandes prejuízos.

Conforme apresentamos neste trabalho a Teoria de Opções Reais busca justamente suprir as carências supracitadas do FCD, ao incluir na sua modelagem o cálculo do valor das opções existentes nas mais diversas situações.

Assim, abordamos três opções reais. A primeira foi a opção de expansão da área de vendas do *shopping*.

Nesta opção, o *shopping* teria sua área bruta de vendas ampliada em sete mil e quatrocentos metros quadrados, o equivalente a pouco mais de 30% da área original. O exercício dela demanda um investimento de cerca de R\$ 22,5 milhões, que acarreta um incremento de 25,51% no fluxo de receitas do projeto. Neste contexto, o valor presente das receitas do projeto cresceu de R\$ 88,62 milhões para R\$ 93,60 milhões o que representa um acréscimo de 5,6%.

A segunda opção avaliada foi a opção de abandono do empreendimento, que consiste na saída da empresa dona do projeto do negócio através da venda do próprio negócio ou do imóvel, ou seja, pode ser realizada venda pulverizada das lojas caso não haja um agente interessado em adquirir o negócio completo.

Esta opção foi modelada considerando-se que o valor total do empreendimento seria o equivalente a 75% do custo de construção (custo da obra) somado a 75% do valor de compra do terreno. Assim o prêmio de exercício desta opção é de R\$ 65,62 milhões. O resultado obtido com a inserção desta opção no modelo não foi significativo. O valor presente das receitas cresceu menos de 1% passando de R\$ 88,62 milhões para R\$ 89,30 milhões

Na terceira opção avaliamos o incremento que a construção de um condomínio residencial em uma área do terreno do shopping poderia agregar ao retorno total do empreendimento. O condomínio foi projetado baseado em informações obtidas com imobiliárias da região e a área total construída respeita as normas de construção da cidade. A peculiaridade desta opção é que trata-se de um projeto paralelo ao empreendimento central e a viabilidade dela não depende diretamente do desempenho do *shopping center*.

O custo total da construção, ou valor de exercício da opção, é de pouco menos de R\$ 58 milhões e o valor presente líquido desta opção é de aproximadamente R\$ 36,84 milhões, o que representa uma adição significativa no retorno final do projeto inicial.

As três opções utilizadas agregaram valor ao projeto, tanto quando analisadas individualmente, quanto quando avaliadas em conjunto. O valor presente das receitas do projeto contemplando todas as três opções atingiu mais de R\$127 milhões, ou seja, ampliou em mais de 43% o retorno esperado no projeto. Trata-se de um crescimento importante que revela que a utilização da metodologia de Opções Reais apresentou uma perspectiva significativamente diferente da gerada pelo método tradicional.

É importante frisar que a diferença no resultado final do cálculo com opções reais em relação ao resultado do modelo utilizando o FCD não é uma diferença gerada por mudanças no projeto analisado. Esta diferença é oriunda das lacunas que o método do Fluxo de Caixa Descontado deixa ao não conseguir revelar todas as nuances e possibilidades que podem existir em um projeto, simplificando, trata-se de valores já existentes no projeto e que antes não havia mecanismos capazes de possibilitar que fossem enxergados ou calculados.

O modelo desenvolvido e apresentado aqui é passível de melhorias, pois apresenta algumas limitações.

Dentre elas, a falta de séries históricas de dados mais robustas é um fator que pode impactar no cálculo de variáveis importantes como, por exemplo, a volatilidade, que é uma variável de grande importância para o modelo. Existem dificuldades de obtenção de séries tais como consumo do varejo em determinadas

regiões, histórico de valores de imóveis, histórico de venda de imóveis, dados de inflação de uma determinada região ou cidade, dentre outras.

Outra limitação existente se refere ao fato de que o modelo não possui nenhum tipo de tratamento para a possibilidade de entrada de empreendimento concorrente na região. A possível construção de um segundo *shopping center* na mesma região poderá acarretar impactos relevantes nas receitas projetadas.

Também não fizemos um estudo aprofundado da evolução dos custos de construção, devido a falta de dados específicos da região em questão, para outras regiões onde haja disponibilidade de informações mais acuradas é importante analisá-las, pois a volatilidade destes números pode impactar no resultado final do modelo.

Cumpramos ressaltar, que alguns fatores podem contribuir para a melhoria deste trabalho e dar continuidade no mesmo gerando um modelo ainda mais completo e útil tanto para o meio acadêmico, quanto para o meio corporativo. A seguir algumas sugestões:

- Desenvolver pesquisa para inferir não só a existência de algum tipo de atratividade de investimentos imobiliários, residenciais ou comerciais, por *Shopping Centers*, mas também tentar mensurar tal atratividade de alguma forma, caso haja. Se comprovada alguma tendência de geração de demanda imobiliária no entorno de *shoppings*, pode ser desenvolvido um modelo relacionando o fluxo de caixa do *shopping* com o fluxo de caixa dos investimentos imobiliários.
- A opção de expansão poderia ser modelada de forma diferente, sendo desenhada por etapas, no presente modelo foi avaliada a possibilidade de uma única expansão, no entanto, havendo demanda, as expansões poderiam ocorrer mais vezes, sendo limitadas apenas pela existência de área disponível para construção ou pela legislação vigente.
- Outras opções poderiam ser incluídas de acordo com as peculiaridades de cada empreendimento ou características das localidades onde os empreendimentos forem executados.