



**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**

***Valuation* da empresa BRMALLS**

**Carolina de Moraes Rego Padilha**

**TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

**CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS**

**DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO**

**Graduação em Administração de Empresas**

Rio de Janeiro, junho de 2017.



**Carolina de Moraes Rego Padilha**

## ***Valuation da empresa BRMALLS***

### **Trabalho de Conclusão de Curso**

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao programa de graduação em Administração da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de graduação em Administração.

Orientador(a): Graziela Fortunato

Rio de Janeiro, junho de 2017.

## Resumo

Padilha, Carolina M. R.. Valuation da empresa BRMALLS. Rio de Janeiro, 2017. 46 p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Este trabalho tem como objetivo avaliar a empresa BRMALLS através do método do Fluxo de Caixa Descontado para definir o seu valor justo. A teoria por trás desta abordagem é discutida, com ênfase no cálculo da taxa de desconto (WACC), e aplicada aos dados do setor de Shopping Center, do mercado e da empresa. Com base nestas informações, são definidas premissas para projetar cada linha do Fluxo de Caixa nos próximos cinco anos. Por fim, é feita uma análise de sensibilidade com as principais variáveis que impactam o valor justo da empresa.

### Palavras- chave

Valuation; BRMALLS; Fluxo de Caixa Descontado; *Shopping Centers*; Análise de Sensibilidade; WACC

## Abstract

Padilha, Carolina M. R.. BRMALLS Valuation Model. Rio de Janeiro, 2017. 46 p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This study intends to calculate BRMALLS' fair value by using the Discounted Cash flow Valuation methodology. The theories behind this approach are discussed with an emphasis on calculating the discount rate (WACC). Next, the methodology is applied to the Shopping Center sector, market and enterprise's data. Based on the information projections are elaborated for each line in the cash flow for the next five years. Finally, a sensitivity analysis of the variables that have the greatest impact in the company's final value is presented.

### Key words

Valuation; BRMALLS; Discounted Cash Flows; *Shopping Centers*; Sensitivity Analysis; WACC

## Sumário

1.	Introdução	1
1.1	Introdução ao tema e ao problema de estudo	1
1.2	Objetivo do estudo	2
1.2.1	Objetivos intermediários do estudo	3
1.3	Delimitação e foco do estudo	3
1.4	Justificativa e relevância do estudo	4
2	Referencial Teórico	5
2.1	Avaliação de empresas	5
2.2	Fluxo de Caixa Descontado	6
2.3	Custo de Capital	7
2.3.1	Custo de Capital Próprio	7
2.3.2	Custo de Capital de Terceiros	10
2.4	Setor de Shopping Centers	10
2.4.1	Dados do setor	10
2.4.2	Cenário atual do setor	11
2.4.3	<i>Valuation</i> de empresas no setor	12
2.4.4	BRMALLS	13
3	Metodologia de Pesquisa	15
3.1	Tipo de pesquisa	15
3.2	Coleta de dados	15
3.3	Tratamento e análise dos dados	16
3.4	Limitação do método	17
4	Análise dos Resultados	19
4.1	Premissas	19
4.1.1	Receita Bruta	19
4.1.2	Receita Líquida	24
4.1.3	Custos	25
4.1.4	Despesas com Vendas, Gerais & Administrativas	26
4.1.5	Depreciação e Amortização	26
4.1.6	Resultado Operacional	27
4.1.7	Variação Capital de Giro	27
4.1.8	Imposto de Renda	29
4.2	Taxa de Desconto	29
4.3	Fluxo de Caixa	30

4.4	Análise de Sensibilidade	32
4.4.1	WACC x Perpetuidade	32
4.4.2	WACC x Valor por ação	33
4.4.3	Prêmio de Risco x VPL	34
5	Conclusão	35
6	Referências Bibliográficas	37

## Lista de Figuras

Figura 1 – Faturamento <i>Shopping Centers</i> (ABRASCE, 2017).....	10
Figura 2 - Cronograma de CAPEX Expansões (BRMALLS, 2017) .....	21
Figura 3 - Cronograma do CAPEX Greenfields (BRMALLS, 2017) .....	21
Figura 4 - WACC x Valor por Ação.....	33
Figura 5 - Prêmio de Risco (WACC) x VPL.....	34

## Lista de Tabelas

Tabela 1 - Índices Brasil (Relatório de Mercado Focus BCB - Abril/2017).....	16
Tabela 2 - Dados Custo de Capital .....	17
Tabela 3 - Projeção ABL Ocupado.....	20
Tabela 4 - Histórico Aluguel/mil m <sup>2</sup> .....	20
Tabela 5 - Projeção Receita de Aluguéis .....	20
Tabela 6 - Histórico CAPEX e CDU .....	21
Tabela 7 - Projeção CAPEX (Investimentos) .....	22
Tabela 8 - Projeção Receita de CDU .....	22
Tabela 9 - Projeção Receita de Estacionamento .....	22
Tabela 10 - Histórico Receita de Taxa de Transferência .....	23
Tabela 11 - Projeção Receita de Taxa de Transferência .....	23
Tabela 12 - Histórico Receita de Serviços .....	23
Tabela 13 - Projeção Receita de Serviços .....	23
Tabela 14 - Histórico Outras Receitas.....	24
Tabela 15 - Histórico Impostos/Receita Bruta .....	24
Tabela 16 - Projeção Receita Líquida .....	25
Tabela 17 - Histórico Custos/Receita Líquida .....	25
Tabela 18 - Projeção Resultado Bruto .....	25
Tabela 19 - Histórico Despesas/Receita Líquida .....	26
Tabela 20 - Projeção Despesas .....	26
Tabela 21 - Histórico Depreciação/Imobilizado .....	26
Tabela 22 - Projeção CAPEX (Investimentos) e Imobilizado .....	27
Tabela 23 - Projeção Depreciação e Amortização .....	27
Tabela 24 - Projeção Resultado Operacional.....	27
Tabela 25 - Premissas Ativo Circulante Operacional .....	28
Tabela 26 - Premissas Passivo Circulante Operacional .....	28
Tabela 27 - Projeção Variação Capital de Giro .....	29
Tabela 28 - Histórico Alíquota IR.....	29
Tabela 29 - Cálculo WACC .....	30

Tabela 30 - Fluxo de Caixa e VPL.....	31
Tabela 31 - VPL e Valor da Ação .....	31
Tabela 32 - VPL: WACC x Perpetuidade .....	32
Tabela 33 - Preço/Ação: WACC x Perpetuidade.....	32

# 1. Introdução

## 1.1 Introdução ao tema e ao problema de estudo

Existem hoje diversos modelos de avaliação de empresas que tem como principal objetivo a precificação de um ativo com base em princípios, premissas e metodologias pré-definidos. Esta análise, mais conhecida como *valuation* de ativos, pretende determinar qual é o valor mais justo a ser pago ou recebido por um bem, de modo a gerar valor para o investidor. (DAMODARAN, 2007)

A precificação de ativos é um dos principais insumos para o processo de tomada de decisão de qualquer pessoa que pretenda investir (ou desinvestir) em uma empresa (LUSTOSA, 2015, p.2). De acordo com Soute et al. (2008, p. 2) ao auferirem o valor de um ativo através de técnicas de *valuation*, investidores buscam capitalizar em cima de ativos que estejam subavaliados no mercado. E o inverso também pode ocorrer, pois ao verificarem que um de seus ativos está superavaliado no mercado, o movimento de venda daquele ativo é também uma forma de capitalização. Isto se aplica a diversos tipos de ativos, desde a negociação de ações de empresas na bolsa de valores à compra de grandes corporações.

Dentro deste campo de estudo existem diversos métodos de avaliação de empresas que vem atraindo a atenção da academia e, portanto, já tiveram suas aplicações e limitações testadas e comprovadas. De acordo com Galdi et al. (2007, p. 32) o conceito de Fluxo de Caixa Descontado é tido como o mais conhecido e utilizado para avaliar ativos. Inclusive, segundo o estudo dos autores, esta é a metodologia utilizada em disputas jurídicas e embates relevantes no Brasil. Por este motivo, e por outros pontos que serão discutidos mais adiante, este é o método que será abordado no presente estudo.

No Brasil, ainda se nota um ambiente macroeconômico consideravelmente instável quando comparado à realidade de países mais desenvolvidos como os Estados Unidos. Isso torna o processo de avaliação de empresas mais suscetível a imprecisões, pois se aplicam modelos desenvolvidos em economias mais estruturadas em uma base com tendências e características



mais frágeis e voláteis (MARTELANC, 2004, p. 1). Apesar de prejudicar as avaliações, não se pode descartar a importância e relevância das aplicações que estes estudos apresentam.

No presente contexto brasileiro, pode-se dizer que grande parte dos setores da economia sofreu com a instabilidade econômica culminando na elevação de taxas de juros, índices inflacionários e desemprego. No entanto, poucos mercados foram tão negativamente impactados quanto o varejo, que teve uma queda de 6,2% nas vendas em 2016 versus 2015 de acordo com dados do IBGE (2017). Este cenário de vendas varejistas, que foi um recorde de perdas, teve um impacto direto no setor, e na empresa, que o presente estudo pretende avaliar, sendo eles respectivamente: o setor de *Shopping Centers* e a BRMALLS.

A avaliação de empresas que administram e comercializam *Shopping Centers*, como a BRMALLS, não é facilmente encontrada em estudos publicados na academia. Existem algumas limitações que impactam negativamente o processo de precificação de empresas deste setor, que quando somadas ao contexto do mercado brasileiro podem ser potencializadas. Sendo assim, a última *valuation* da empresa BRMALLS encontrada foi realizada em 2015 (REGO, 2015) e será utilizada como base comparativa para os achados deste trabalho.

Neste contexto é que se insere a questão de pesquisa proposta por este estudo, qual seja:

**Qual é o valor justo da empresa BRMALLS, utilizando o método do Fluxo de Caixa Descontado e como o preço da ação varia seguindo as variáveis mais sensíveis (WACC e perpetuidade)?**

A hipótese do estudo é que este valor será divergente de forma significativa da *valuation* realizada em 2015 e da avaliação reportada pela empresa. Para isso, será feita uma análise de sensibilidade para avaliar como as variáveis utilizadas podem impactar o resultado final obtido.

## **1.2 Objetivo do estudo**

O objetivo principal deste estudo é definir o valor justo da empresa BRMALLS utilizando o método do Fluxo de Caixa Descontado e avaliar a variação de preço seguindo as variáveis sensíveis tais como a taxa de crescimento da perpetuidade e o custo de capital da empresa.

### 1.2.1 Objetivos intermediários do estudo

Para se atingir o objetivo final proposto esse estudo prevê, como objetivos intermediários a serem alcançados:

- Definir premissas factíveis, baseadas em comportamentos históricos do mercado, do setor e da empresa, para fazer as projeções necessárias;
- Identificar uma forma realista para calcular a taxa de desconto utilizada na precificação da empresa;
- Elaborar uma análise de sensibilidade do valor da empresa;
- Comparar a precificação com outra *valuation* da empresa realizada em 2015.

### 1.3 Delimitação e foco do estudo

Este estudo pretende calcular o valor da empresa BRMALLS única e exclusivamente através do método do Fluxo de Caixa Descontado, não utilizando outras formas de avaliação para comparar aos resultados encontrados. Esta análise se mostra interessante, pois este é o método mais disseminado e comprovado no Brasil (SOUTE et al., 2008).

Além disso, o estudo aborda apenas o universo temporal dos últimos dez anos considerando que a empresa nasceu em 2006 e que desde então o setor sofreu alterações significantes que certamente irão impactar a avaliação da BRMALLS.

O estudo não pretende analisar a precificação dos principais concorrentes da empresa visto que o enfoque do trabalho é exclusivamente a empresa BRMALLS. A proposta é que esta seja uma análise detalhada e aprofundada de uma única empresa e não do setor em geral.

Existe também uma delimitação geográfica restrita ao território brasileiro por se tratar de uma empresa que só tem operações no Brasil. Deste modo, os

dados são expostos em moeda nacional (Real).

Este estudo também tem uma delimitação temporal, uma vez que trará projeções para os próximos 5 anos não se estendendo para além deste período.

Por fim, a análise de sensibilidade será feita utilizando apenas duas variáveis que são as mais sensíveis na alteração do preço da empresa, sendo elas: a taxa de desconto e a perpetuidade. Demais variáveis não serão analisadas.

#### **1.4 Justificativa e relevância do estudo**

A pesquisa se mostra relevante para investidores que tenham ações ou interesse em aplicar recursos na BRMALLS, que é uma empresa de capital aberto com ações negociadas na bolsa. A partir das análises realizadas eles poderão avaliar com maior embasamento a decisão de investir ou desinvestir na empresa.

Além disso, o problema de pesquisa é relevante para a academia por se tratar de um setor e empresa pouco explorados no que tange às técnicas de *valuation*. Por ser uma novidade, aplicações e limitações atualizadas específicas para este setor poderão surgir ao longo da análise que contribuirão para um enriquecimento da metodologia de *valuation*.

Os resultados a serem alcançados também poderão ser úteis para os executivos e conselho da própria empresa para que tenham uma percepção diferente de como a empresa pode ser avaliada, e como variáveis macroeconômicas podem vir a impactar as principais linhas de receitas do empreendimento.

Por fim, as informações que este estudo pretende produzir podem se mostrar de interesse para futuros pesquisadores do campo de avaliação de empresas de *Shopping Centers*, pois trarão embasamento para outros assuntos relacionados e não abordados, tais como: a *valuation* dos principais players do mercado, ou a avaliação através dos principais múltiplos de mercado.

## 2 Referencial Teórico

Neste capítulo são apresentados e discutidos aspectos conceituais e estudos relacionados ao tema em investigação que servirão de base para a análise realizada.

Esta seção está dividida em quatro partes, sendo elas: (i) Avaliação de empresas; (ii) Fluxo de Caixa Descontado; (iii) Custo de Capital; e (iv) Setor de *Shopping Centers*.

### 2.1 Avaliação de empresas

O conceito de avaliação de empresas, mais conhecido como "*Valuation*", tem como principal objetivo determinar o valor de um ativo para que este não esteja sub ou superavaliado no mercado (DAMODARAN, 2007, p. 2). Segundo Cerbasi (2003, p. 102), grande parte dos autores definem este conceito como sendo um conjunto de ferramentas que são utilizadas para determinar o valor adequado de uma empresa caso esta venha a ser negociada. Sendo assim, analistas, investidores, empresários, consultores e especuladores buscam precificar o valor de ativos de seu interesse a fim de decidir sobre possíveis investimentos, fusões ou aquisições, dentre outras possibilidades (LEAL, 2012, p. 7). Esta precificação, ou avaliação, está altamente relacionada com as projeções de oportunidades ou benefícios que ocorrerão no futuro (SOUTE et al., 2008, p. 3). Por este motivo, muitos consideram esta uma ciência complexa e incerta que pode gerar diferentes resultados dependendo da metodologia e das premissas utilizadas na análise (GALDI et al., 2007, p. 41).

Segundo Damodaran (2007), existem três principais abordagens para realizar a "*valuation*" de um ativo, sendo elas a: avaliação pelo fluxo de caixa descontado, avaliação relativa e avaliação por direitos contingentes. Na maior parte dos casos mais de uma destas abordagens é utilizada em conjunto para que o avaliador possa comparar os resultados e chegar a um resultado mais factível (MARTINEZ, 1999, p.3). Famá (2004) corrobora com esta afirmação quando coloca que cada método atende a um objetivo e análise específica,

portanto estes devem, sempre que possível, serem utilizados em conjunto e não isoladamente. No entanto, de acordo com o estudo de Soute et al. (2008), no Brasil o modelo mais utilizado e mais confiável é o de fluxo de caixa descontado que será discutido no próximo item.

## **2.2 Fluxo de Caixa Descontado**

A metodologia do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) assume que a empresa pode ser precificada quando se traz a valor presente a projeção de seus fluxos de caixa, e descontam-se estes fluxos por uma taxa de risco específica (CORREIA et al., 2015, p. 93). De acordo com Damodaran (2007, p.6), esta taxa de desconto varia de acordo com grau de risco que o ativo apresenta. Ou seja, quanto maior o risco, mais alta a taxa. Ainda segundo Damodaran (2007), pode-se estabelecer que existam três principais insumos para o método do FCD, sendo eles: a taxa de desconto, os fluxos de caixa previstos e o crescimento esperado para estes fluxos. O primeiro ponto será discutido mais adiante, mas quanto aos outros dois que estão relacionados aos fluxos de caixa, vale ressaltar que os fluxos devem ser projetados até onde se pode garantir um certo grau de segurança (LEAL, 2012, p.15). Ainda de acordo com Leal (2012, p. 16), após este ponto, o ideal é elaborar uma condição de perpetuidade para o modelo.

Este método traz vantagens significativas por obrigar o avaliador a se aprofundar nos componentes que geram valor a empresa e compreender quais são as variáveis que mais impactam a geração de valor (SILVA, 2016, p.38). Segundo Damodaran (2007, p.10) esta abordagem suscita questionamentos às percepções do mercado. Ou seja, força o avaliador a deixar de lado estas percepções, que muitas vezes podem ser falhas, e entender o que de fato está contribuindo para geração de valor.

Em contrapartida, existem riscos inerentes a avaliação de empresas através do método do FCD. Segundo Cerbasi (2003, p. 40), em mercados voláteis, como é o caso do Brasil, as projeções feitas quando este método é utilizado trazem um nível considerável de incertezas que podem prejudicar os resultados. Além disso, os modelos elaborados para avaliar empresas utilizando esta metodologia são facilmente manipuláveis (Damodaran, 2007, p. 10). Silva (2016, p. 39) corrobora com esta afirmação quando alega que este é um método

que requer a utilização de muitas informações complexas, o que pode levar a priorização de informações sem relevância em detrimento de informações importantes que podem ser deixadas de lado de acordo com a interpretação do avaliador.

## 2.3 Custo de Capital

O custo de capital nada mais é do que a taxa de desconto que será utilizada na avaliação. De acordo com Póvoa (2007, p. 137) calcular a taxa de desconto é a parte de maior complexidade de uma avaliação pois nunca existe uma única resposta correta. Sendo assim, diferentes estudos sobre a mesma empresa no mesmo momento poderão chegar a taxas completamente distintas. Além de ser a parte mais complexa, o custo de capital também é considerado a variável que mais impacta os cenários de análise (SOUTE, 2008, p.12), o que demonstra a sua relevância.

Para calcular o custo de capital, calcula-se a média ponderada entre o custo de capital próprio e de terceiros, e para manter a consistência, este é o método mais indicado (LEAL apud PÓVOA, 2007, p. 15). Este indicador é mais conhecido como WACC, que significa o custo médio ponderado do capital, e é calculado da seguinte forma (ASSAF NETO, 2014, p. 95):

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

Onde:

$K_e$ : Custo do capital próprio

$K_d$ : Custo do capital de terceiros

$E$ : Volume do capital próprio

$D$ : Volume do capital de terceiros

$IR$ : Alíquota de imposto de renda

### 2.3.1 Custo de Capital Próprio

De acordo com Silva (2016, p. 39) o custo de capital próprio ( $K_e$ ) é o retorno mínimo que os investidores ou acionistas esperam receber considerando os riscos inerentes a operação. Segundo Rego (2015, p. 31), o modelo do CAPM

(Capital Asset Pricing Model) é o mais indicado para calcular o custo de capital próprio. No entanto, a autora alega ser necessário uma atenção reforçada ao cálculo do Beta que faz parte da equação do CAPM, descrita a seguir:

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

Onde:

$R_f$ : Taxa livre de risco

$\beta$ : Beta

$R_m$ : Retorno do mercado

$(R_m - R_f)$ : Prêmio de Risco

No entanto, vale ressaltar que para alguns autores citados no estudo de Assaf et al. (2007, p. 82) a metodologia do CAPM não é aplicável a economias de mercados emergentes e por este motivo deve-se utilizar a memória de cálculo abaixo para se obter resultados mais consistentes:

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

Onde o  $\alpha Br$  representa o risco Brasil, que mensura um retorno adicional considerando a possibilidade de default do país quando dados de países estabilizados como os EUA são utilizados (ASSAF et al., 2007, p. 79).

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

A taxa livre de risco pode ser definida como a taxa que não contém incertezas em relação ao cumprimento das obrigações do credor. Ou seja, a taxa de um ativo que não tem risco de inadimplência (ASSAF et al., 2007, p. 76). De acordo com Cabral (2014, p.9), normalmente utiliza-se como parâmetro para a taxa livre de risco os títulos públicos, que no Brasil é a SELIC. No entanto, Assaf et al. (2007) alegam que em um mercado volátil como o do Brasil, a validade da utilização da SELIC passa a ser duvidosa. Por este motivo, recomenda-se que o custo de capital próprio seja mensurado utilizando as taxas de juros pagas pelos Estados Unidos ou outras economias menos suscetíveis a mudanças inesperadas.

### 2.3.1.2 Risco sistemático Beta

O coeficiente Beta mede o risco sistemático do ativo a ser avaliado (CABRAL et al., 2014, p.10). Em outras palavras este é o coeficiente que representa a como o ativo varia em relação a variação do mercado (LEAL, 2012, p. 17). Segundo Assaf et al. (2007, p. 81), para que se possa estimar o beta de uma companhia com base em dados de um setor ou outras companhias similares deve-se desalavancar o Beta e alavancá-lo novamente para adequar o coeficiente à estrutura de capital da empresa avaliada. Sendo assim, deve-se utilizar a equação abaixo (CABRAL et al., 2014, p.10):

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (D/E) \times (1 - IR)]$$

Onde:

$\beta_L$ : beta alavancado

$\beta_U$ : beta não-alavancado

E: Volume do capital próprio

D: Volume do capital de terceiros

IR: alíquota de imposto de renda

### 2.3.1.3 Prêmio de Risco

Segundo Damodaran (2007, p. 19), riscos podem representar tanto o perigo quanto a oportunidade. No caso do modelo de CAPM, o prêmio de risco de um ativo é a taxa que reflete a diferença, ou o ágio, entre o retorno esperado do mercado e a taxa livre de risco (CABRAL et al., 2014, p. 10). De acordo com Rego (2015, p. 21), esta taxa está atrelada a sensibilidade de risco dos investidores. Sendo assim, quanto maior o risco percebido de um ativo maior seria o seu prêmio de risco.

Para calcular o prêmio de risco, pode-se utilizar duas abordagens descritas no estudo de Assaf et al. (2007, p. 77), sendo: (i) através da análise do comportamento histórico de ativos com risco em comparação a ativos livres de risco; e (ii) a partir da adoção de dados de uma economia estável, como a dos EUA, com risco mínimo como referência. Ainda de acordo com os autores, calcular o prêmio de risco utilizando apenas informações do mercado brasileiro pode comprometer a qualidade das informações devido a variabilidade das taxas de inflação ao longo da história. Estas afirmações sustentam a proposta de



inclusão do que chamam de "risco Brasil" no cálculo do CAPM.

### 2.3.2 Custo de Capital de Terceiros

O Custo de Capital de terceiros é essencialmente o juro pago pelas dívidas contraídas pela empresa, estando, portanto, associada ao risco de crédito da mesma (REGO, 2015, p. 22). Este custo de capital reflete a expectativa, ou a visão, do mercado em relação à empresa o que por sua vez define a taxa de captação da mesma (LEAL apud PÓVOA, 2012, p. 18).

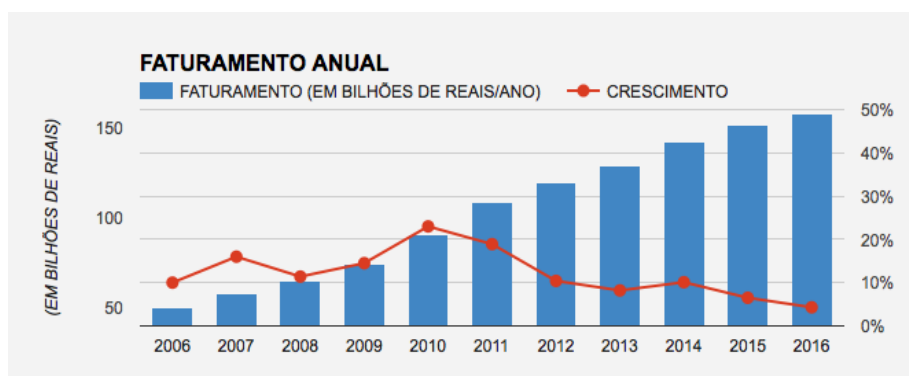
Segundo Assaf et al (2007, p. 81), apesar das elevadas taxas de juros registradas no Brasil, empresas de capital aberto, que geralmente são maiores, costumam conseguir financiamentos a taxas mais baixas do que a média. Empresas menores enfrentam maiores dificuldades e acabam sendo prejudicadas pelas altas taxas de juros.

## 2.4 Setor de Shopping Centers

### 2.4.1 Dados do setor

O setor de *Shopping Centers* no Brasil registrou um faturamento de R\$158 bilhões em 2016 (ABRASCE, 2016).

Figura 1 – Faturamento *Shopping Centers* (ABRASCE, 2017)



Conforme ilustrado no gráfico acima (Figura 1), o faturamento do setor cresceu exponencialmente na última década, principalmente entre os anos de

2006 e 2010 quando registrou um crescimento superior a 20% ao ano. Apesar do ritmo de crescimento ter desacelerado nos últimos 5 anos, nota-se, pela Figura 1, que o setor continua apresentando um faturamento cada vez maior.

De acordo com dados da ABRASCE (Associação Brasileira de *Shopping Centers*) de março de 2017, existem hoje 558 shoppings no Brasil e mais 30 com previsão de inauguração para o ano. O que mostra que as empresas do setor ainda estão investindo na expansão de seus portfólios.

Ainda de acordo com dados da ABRASCE (2017) o setor representa 19% das vendas totais do varejo. Além disso, é responsável por gerar mais de 1 milhão de empregos no Brasil. Dados que comprovam a importância e magnitude deste setor para a economia brasileira.

#### **2.4.2 Cenário atual do setor**

De acordo com dados do Censo (2016), diferentemente de alguns anos atrás, existe hoje uma tendência neste setor de transformar os *Shoppings Centers* em núcleos de convivência priorizando o lazer de seus clientes. O foco, segundo a pesquisa, é oferecer maior comodidade e conveniência aos frequentadores. Isto indica que este setor vem se reinventando e modernizando de acordo com a demanda de seu público.

No que tange a expectativa para um futuro próximo, segundo uma pesquisa realizada com 220 profissionais do setor em março de 2016 (COLLOCA, 2016), as empresas ainda enxergam com pessimismo o desempenho do setor no curto prazo. Sendo assim, 43% dos respondentes acreditam que haveria uma redução no quadro de colaboradores a partir de 2016. Além disso, para 37% dos entrevistados, o crescimento nominal das empresas não passaria dos 5%. Em contrapartida, um relatório do banco BTG Pactual (CAMBAUVA, 2016) relata que executivos de algumas das principais empresas de shopping já notavam pequenos sinais de recuperação em julho de 2016.

Ainda de acordo com o levantamento do BTG Pactual (2016), analistas do setor acreditam que os portfólios das empresas de shopping têm um bom posicionamento para aguentar tempos de crise. Segundo estes analistas, não existiriam grandes riscos de uma piora drástica de desempenho, mas as variáveis macroeconômicas devem continuar sendo monitoradas. Isso se dá

principalmente por conta dos altos níveis de alavancagem das empresas que faz com que sejam fortemente impactadas por alterações nas taxas de juros.

Dados do Ibope Inteligência e do Mais Fluxo (2017) registraram uma queda de 2,5% do fluxo de consumidores nos *Shopping Centers* em dezembro de 2016 versus o ano anterior. A pesquisa também ressaltou que o levantamento confirmou uma tendência que já vinha sendo observada: shoppings com um perfil de clientes classe AB (mais qualificados) apresentam resultados melhores do que os demais.

Mais uma tendência do setor a ser destacada é a consolidação do setor que hoje ainda é fragmentado (BRMALLS, 2015). De acordo com dados levantados no Relatório Anual da BRMALLS em 2015, as quatro principais empresas do setor respondem por apenas 20% do mercado brasileiro.

### **2.4.3 Valuation de empresas no setor**

Segundo Lustosa et al. (2015, p. 58) a avaliação de empresas que atuam no setor de *Shopping Centers* não é uma tarefa fácil com resultados consistentes por causa dos seguintes motivos: o setor ainda é relativamente novo e imaturo, levando à alteração de estratégia com base nos erros e acertos ao longo dos últimos anos; as estratégias dos principais *players* do setor são muito diversificadas, tornando-os menos comparáveis; e o setor é pulverizado, o que dificulta a apuração de dados das diversas pequenas empresas. Ainda de acordo com as autoras, a avaliação de empresas de *Shopping Center* a partir de múltiplos do setor, metodologia utilizada no estudo abordado, não é coerente.

Enquanto isso, Gimenez (2012, p. 14) argumenta em seu estudo que para fins de avaliação da estratégia de abertura de capital de empresas do setor, a utilização de ferramentas de *valuation* pode ser considerada adequada e de grande utilidade.

Sendo assim, nota-se que dependendo do objetivo de utilização dos resultados obtidos através do processo de *valuation*, as limitações destacadas por Lustosa (2015) podem não ser tão relevantes ao ponto de invalidar o processo.

#### 2.4.4 BRMALLS

A BRMALLS nasceu em 2006 através da aquisição de outras três empresas de shopping pela GP Investimentos e Equity International (REGO, 2015, p. 35). Em 10 anos a empresa adquiriu mais de 39 shoppings, desenvolveu 10 shoppings, expandiu 21 shoppings, e aumentou 30 participações (BRMALLS, 2017).

Hoje a empresa tem presença em todas as regiões do Brasil, com 44 shoppings, 2 projetos *greenfield* e 5 expansões em desenvolvimento. Além disso, a empresa comercializa e/ou administra 43 destes shoppings. Em 2016, a empresa faturou R\$1.480,5 milhões, teve um Resultado Bruto ajustado (NOI) de R\$1.225,2 milhões, e gerou um EBITDA de R\$1.016,2 milhões. Apesar dos números terem apresentado uma queda versus o ano anterior (5,5%, 4,4% e 8,9% respectivamente) os resultados continuam sendo bastante representativos no setor. Sendo assim, a empresa se considera a maior empresa integrada de *Shopping Centers* do país (BRMALLS, 2017).

De acordo com o site de Relações com Investidores da BRMALLS (2017), a empresa tem as seguintes vantagens competitivas:

- Diversificação estratégica do portfólio que atende a diferentes classes sociais;
- Qualificação dos profissionais aliada ao modelo de gestão por desempenho;
- Capitalização das oportunidades únicas de crescimento no mercado;
- Atingimento das maiores margens de eficiência do setor;
- Utilização do poder de barganha por ser a maior empresa do setor.

Estas vantagens competitivas precisam estar alinhadas aos vetores de crescimento divulgados trimestralmente nos relatórios oficiais da empresa. De acordo com Rego (2015, p. 38) a BRMALLS teria três principais vetores de crescimento, sendo eles: aquisições, desenvolvimento de *greenfields* e crescimento orgânico. Atualmente, de acordo com o último Relatório Anual divulgado pela empresa (BRMALLS, 2015), os vetores de crescimento passaram a ser: vendas de ativos, através de uma estratégia de reciclagem de portfólio; e expansões previstas.

A estratégia da empresa pode ser resumida, de acordo com Site de

Relações com Investidores (BRMALLS, 2016), nos quatro pilares descritos abaixo:

- Desenvolvimento e expansão dos shoppings em seu portfólio;
- Busca contínua por oportunidades de aquisição de shoppings;
- Capitalização das oportunidades e tendências do mercado extraindo maior valor dos *Shoppings Centers*;
- Melhoria de processos para aumentar eficiência.

### **3 Metodologia de Pesquisa**

Este capítulo abordará a metodologia selecionada e utilizada para a realização desta pesquisa, ou seja, como o estudo foi elaborado e conduzido. O capítulo está dividido nas seguintes etapas: (i) tipo de pesquisa; (ii) coleta de dados; (iii) tratamento e análise de dados; e (iv) limitação do método selecionado.

#### **3.1 Tipo de pesquisa**

A pesquisa realizada será uma pesquisa exploratória, uma vez que o objetivo principal é explorar o tema de forma a suscitar questionamentos que possam vir a ser respondidos por outros estudos no futuro.

A técnica utilizada será a de pesquisa documental através da análise de documentos relevantes ao desempenho financeiro da empresa, bem como documentos que contenham informações sobre o cenário externo que impacta a empresa estudada.

A pesquisa será realizada em um nível micro, no que tange à organização BRMALLS, levando em consideração a esfera macroeconômica e seus fatores externos que têm grande impacto nas decisões e previsões organizacionais.

#### **3.2 Coleta de dados**

A investigação proposta é de natureza quantitativa, por se tratar de dados numéricos financeiros da empresa e do mercado. O objetivo de coletar dados quantitativos é a identificação dos fatores que influenciam os resultados.

Pode-se considerar que a pesquisa também terá uma parte de coleta de dados qualitativos que consiste na análise de documentos e relatórios relacionados tanto à empresa quanto ao cenário do mercado brasileiro. Estes são temas que requerem um aprofundamento maior para que possam ser

levados em consideração no momento de tratar os dados.

A coleta de dados será feita em forma de pesquisa documental de fontes secundárias que estão disponíveis para o mercado, tais como: relatórios de divulgação de resultados da BRMALLS; reportagens sobre o setor de *Shopping Centers* em revistas e sites especializados; artigos nos jornais com as principais notícias do setor e da empresa; site de Relação com Investidores da empresa; sites de instituições relacionadas a *Shopping Centers*; site *Investing*; sistema *Bloomberg*; bancos de dados disponível no portal Damodaran; e livros teóricos sobre o tema.

### 3.3 Tratamento e análise dos dados

A pesquisa trará a análise de dados e indicadores financeiros de 2006 a 2016 disponibilizados pela empresa no portal dos investidores. A partir destes insumos, será feita uma análise horizontal e vertical no Balanço Patrimonial e na DRE da empresa a fim de identificar as principais contas e variações a serem investigadas. Para elaborar algumas premissas, será utilizado o crescimento histórico da linha de receitas/despesas obtido através da análise horizontal. Por este motivo, será feita uma análise horizontal contemplando todos os anos (2006 a 2016) e outra análise contemplando apenas os últimos anos (na maior parte dos casos de 2012 a 2016). Deste modo as premissas embasadas pelo crescimento histórico refletirão um cenário mais realista e similar ao atual.

Além disso, será feita uma análise dos principais índices macroeconômicos do Brasil que impactam diretamente o setor de *Shopping Centers*, conforme a Tabela 1 abaixo, a fim de identificar quais são as previsões que devem ser assumidas como premissas para a análise de linhas que variam de acordo com estes indicadores. Para os anos seguintes a 2018 será utilizado o mesmo valor de 2018 como premissa.

Tabela 1 - Índices Brasil (Relatório de Mercado Focus BCB - Abril/2017)

Indicador	2017	2018
<b>IGPM</b>	3,82%	4,50%
<b>IPCA</b>	4,06%	4,39%
<b>SELIC</b>	8,50%	8,50%
<b>PIB</b>	0,5%	2,5%

Uma vez que os dados da empresa, do setor e do país tenham sido tratados será feita uma combinação destas análises para elaborar uma projeção do Fluxo de Caixa da BRMALLS para os próximos 5 anos com base nas premissas estabelecidas. As análises serão realizadas em valores nominais.

Em seguida, os dados coletados e tratados, evidenciados na Tabela 2, serão utilizados para o cálculo do custo de capital da empresa utilizando o modelo do CAPM e do cálculo do WACC. O WACC será utilizado como taxa de desconto para determinar o valor da empresa. O custo de capital será calculado com base nas informações do mercado americano adicionando o risco Brasil.

Tabela 2 - Dados Custo de Capital

Indicador	Valor	Fonte/ Data
Beta BRMALLS ( $\beta$ )	<b>1,01</b>	<i>Site Investing (Abr/17)</i>
Taxa Livre de Risco EUA (T-Bond 30 anos) ( $R_f$ )	<b>2,98%</b>	<i>Site Treasury.gov (Mai/17)</i>
Prêmio de Risco ( $R_{EUA} - \text{T-Bond 10 anos}$ )	<b>7,91%</b>	<i>Damodaran Database (Jan/17)</i>
Custo Capital de Terceiros ( $K_d$ )	<b>11,0%</b>	<i>Release 4T16 BRMALLS (Dez/16)</i>
Risco Brasil ( $\alpha_{Br}$ )	<b>2,29%</b>	<i>Site Portal Brasil (Fev/17)</i>

Depois disso, será feita uma análise de sensibilidade considerando as variáveis que mais afetam o valor final da empresa para que se possa verificar o impacto de possíveis alterações de cenário no valor da BRMALLS. Estas variáveis são: a taxa de desconto (WACC) e a taxa de perpetuidade.

Por fim, os resultados serão analisados e comparados com uma *valuation* da BRMALLS feita em 2015 (REGO, 2015) e com o resultado divulgado pela empresa considerando o seu valor a mercado no final de 2016.

### 3.4 Limitação do método

Existem algumas limitações para o método de pesquisa adotado. Primeiramente, a disponibilidade de dados históricos em um período relativamente curto (2006 a 2016) compromete em parte a credibilidade das projeções. Principalmente quando considerada a volatilidade do mercado



brasileiro.

Além disso, em alguns casos nem todas as informações necessárias para construir projeções estarão disponíveis em fontes secundárias.

## 4 Análise dos Resultados

Neste capítulo serão abordadas as premissas utilizadas para projetar os valores das linhas da Demonstração de Resultados (DRE) e do Balanço Patrimonial (BP) da BRMALLS. Em seguida, a taxa de desconto a ser utilizada para chegar ao valor justo da empresa será discutida. Por fim, será apresentado o fluxo de caixa descontado e o valor final da empresa, em conjunto com uma análise de sensibilidade de variáveis relevantes.

### 4.1 Premissas

#### 4.1.1 Receita Bruta

As linhas de receita de uma empresa de *Shopping Centers* são: aluguéis, taxa de cessão (CDU), estacionamento, taxa de transferência e prestação de serviços. Para cada linha foi utilizado uma premissa para projeção dos valores para os próximos 5 anos.

##### 4.1.1.1 Aluguéis

A receita proveniente dos aluguéis de lojas é a mais relevante, representando em média 78% da Receita Líquida nos últimos anos. Para projetar essa linha multiplicou-se a Área Bruta Locável (ABL) ocupada projetada pelo Aluguel por m<sup>2</sup> projetado. Em seguida, aplicou-se sobre este valor as projeções do IGPM, ao qual os contratos de locação estão atrelados. Todos os cálculos de aluguel já consideram os efeitos da linearização de aluguéis.

Para projetar a ABL ocupada, conforme ilustrado na Tabela 3, utilizou-se uma taxa de ocupação igual à de 2016 para os próximos dois anos, com um acréscimo de 0,5 p.p. a partir de 2019. Esta taxa foi aplicada sobre a ABL total projetada, que considera a ABL do ano anterior somada aos incrementos de ABL provenientes de vendas e aquisições/expansões, calculados de forma proporcional ao cronograma de investimentos em *Greenfield* e Expansões divulgado pela empresa (Figuras 2 e 3 do item 4.1.1.2)

Tabela 3 - Projeção ABL Ocupado

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Taxa de Ocupação (%)	96,2	96,2	96,2	96,7	96,7	96,7
$\Delta$ Taxa de Ocupação (p.p.)		0	0	+0,5	0	0
ABL Total (mil m <sup>2</sup> )	1.646	1.681	1.698	1.715	1.731	1.748
<b>ABL Ocupado (mil m<sup>2</sup>)</b>	<b>1.583</b>	<b>1.617</b>	<b>1.633</b>	<b>1.658</b>	<b>1.674</b>	<b>1.691</b>

O Aluguel por m<sup>2</sup> foi mantido no mesmo patamar de 2016, visto que a variação dos últimos anos foi muito baixa, e a média dos quatro últimos anos (658) estava muito próxima ao valor de 2016 (661). A Tabela 4 ilustra esta linha.

Tabela 4 - Histórico Aluguel/mil m<sup>2</sup>

	2013	2014	2015	2016
<b>Aluguel/mil m<sup>2</sup></b>	612	671	691	661

A Tabela 5 abaixo ilustra o resultado da linha de Aluguel projetada conforme as premissas acima e reajustada pelo IGPM previsto na Tabela 1.

Tabela 5 - Projeção Receita de Aluguéis

(R\$ 000)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>Aluguéis</b>	<b>1.062.390</b>	<b>1.109.726</b>	<b>1.127.882</b>	<b>1.145.038</b>	<b>1.156.330</b>	<b>1.167.623</b>

#### 4.1.1.2 Taxa de Cessão (CDU)

As receitas de CDU foram projetadas com base na proporção histórica de CDU em relação ao CAPEX (investimentos) da empresa, uma vez que estas receitas são provenientes da venda do direito de uso do ponto comercial em novas locações em shoppings novos ou existentes (REGO, 2015). Sendo assim, há uma correlação entre investimentos em novos espaços e a cobrança desta taxa. A média da proporção CDU/CAPEX utilizada (3,32%) está em linha com a evolução histórica da linha de CDU que vem decrescendo significativamente ao longo dos anos, conforme ilustrado na Tabela 6.

Tabela 6 - Histórico CAPEX e CDU

(R\$ 000)	2013	2014	2015	2016
<b>CAPEX (Investimentos)</b>	<b>1.428.888</b>	<b>733.536</b>	<b>348.201</b>	<b>(558.656)</b>
$\Delta$ CAPEX	-59%	-49%	-53%	-260%
<b>CDU</b>	<b>59.393</b>	<b>47.851</b>	<b>23.157</b>	<b>20.797</b>
$\Delta$ CDU	-35%	-19%	-52%	-10%

Para projetar a linha de CAPEX (Tabela 7) foram utilizadas as informações divulgadas pela empresa em seu cronograma de Investimento, conforme Figuras 2 e 3 abaixo. Como não há informações sobre a evolução anual dos investimentos, a partir de 2019 para Expansões e 2018 para *Greenfields* aos montantes previstos foram atribuídos os mesmos valores pelos anos seguintes. Nota-se que houve uma redução significativa nos investimentos da empresa, o que está alinhado com a estratégia para os próximos anos descrita no item 2.4.4.

Figura 2 - Cronograma de CAPEX Expansões (BRMALLS, 2017)

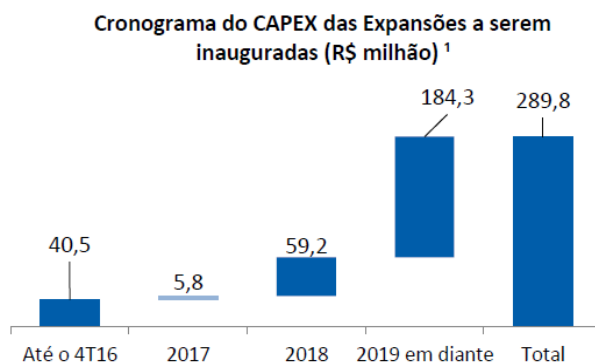


Figura 3 - Cronograma do CAPEX Greenfields (BRMALLS, 2017)

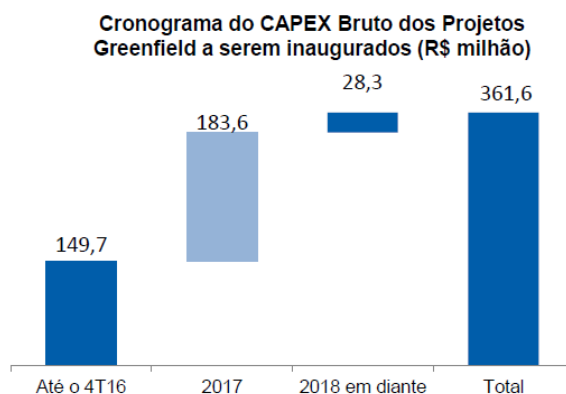


Tabela 7 - Projeção CAPEX (Investimentos)

(R\$ 000)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>CAPEX (Investimentos)</b>	<b>189.400</b>	<b>66.275</b>	<b>68.508</b>	<b>68.508</b>	<b>68.508</b>
Expansões	5.800	59.200	61.433	61.433	61.433
Greenfields	183.600	7.075	7.075	7.075	7.075

A Tabela 8 abaixo ilustra o resultado da linha de CDU projetada. A redução significativa também reflete a realidade do setor que cada vez mais encontra dificuldades na cobrança das taxas de cessão (CDU).

Tabela 8 - Projeção Receita de CDU

(R\$ 000)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>CDU</b>	<b>6.279</b>	<b>2.197</b>	<b>2.271</b>	<b>2.271</b>	<b>2.271</b>

#### 4.1.1.3 Estacionamento

As receitas provenientes da cobrança de estacionamento foram reajustadas pela inflação projetada, utilizando o IPCA previsto na Tabela 1. Esta premissa foi utilizada considerando que as tarifas dos estacionamentos serão, no mínimo, reajustadas anualmente pela inflação. A Tabela 9 abaixo evidencia a projeção da linha de Estacionamento.

Tabela 9 - Projeção Receita de Estacionamento

(R\$ 000)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>Estacionamento</b>	<b>281.469</b>	<b>292.896</b>	<b>305.754</b>	<b>319.177</b>	<b>333.189</b>	<b>347.816</b>

#### 4.1.1.4 Taxa de Transferência (TT)

As receitas provenientes da taxa que incide sobre a transferência de um ponto de locação para outro lojista foram projetadas com base na média do crescimento desta linha nos últimos quatro anos. Desde 2013 estas receitas começaram a cair significativamente, com exceção do ano de 2015. Sendo assim, foi projetado um decréscimo percentual igual para cada ano seguinte versus o valor do ano anterior (-10%), conforme Tabela 10.

Tabela 10 - Histórico Receita de Taxa de Transferência

(R\$ 000)	2013	2014	2015	2016	Média
<b>TT</b>	<b>13.470</b>	<b>9.644</b>	<b>12.802</b>	<b>8.064</b>	
$\Delta TT$	-9%	-28%	33%	-37%	<b>-10%</b>

A Tabela 11 abaixo ilustra a evolução da linha de Taxa de Transferência.

Tabela 11 - Projeção Receita de Taxa de Transferência

(R\$ 000)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>TT</b>	<b>8.064</b>	<b>7.223</b>	<b>6.470</b>	<b>5.795</b>	<b>5.191</b>	<b>4.649</b>
$\Delta TT$		-10%	-10%	-10%	-10%	-10%

#### 4.1.1.5 Prestação de Serviços

A linha de prestação de serviços contempla as receitas das taxas de administração, comercialização e serviços do BackOffice cobradas dos sócios da BRMALLS. Para projetar estas receitas foi utilizada a proporção média dos últimos quatro anos desta linha sobre a ABL, visto que quanto maior for a ABL mais serviços a BRMALLS deveria prestar. Desde 2013 essa proporção se manteve relativamente estável e por isso os anos anteriores foram desconsiderados da média. O indicador Prestação de Serviços/m<sup>2</sup> ilustrado na Tabela 12 (R\$ 56,88) abaixo foi multiplicado pela ABL projetada apresentada anteriormente na Tabela 3. A Tabela 13 mostra a evolução da linha de Prestação de Serviços.

Tabela 12 - Histórico Receita de Serviços

(R\$ 000)	2013	2014	2015	2016	Média
Prestação de Serviços/m <sup>2</sup>	56,77	56,40	60,08	54,28	56,88
<b>Prestação de Serviços</b>	<b>94.700</b>	<b>95.370</b>	<b>98.420</b>	<b>89.331</b>	

Tabela 13 - Projeção Receita de Serviços

(R\$ 000)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Prestação de Serviços/m <sup>2</sup>	56,88	56,88	56,88	56,88	56,88
<b>Prestação de Serviços</b>	<b>95.635</b>	<b>96.567</b>	<b>97.529</b>	<b>98.491</b>	<b>99.453</b>

#### 4.1.1.6 Outras Receitas

Por se tratarem de receitas extraordinárias não recorrentes, não se pode prever o que será contabilizado como “Outras” nos próximos anos com relação à variação de alguma outra linha. No entanto, esta linha variou pouco nos últimos anos e, portanto, foi projetada com o valor médio desde 2009 quando passou a se manter em um patamar acima de R\$6 milhões. A linha de “Outras Receitas” representou em média 1% da Receita Líquida nos últimos 10 anos, o que significa que o impacto gerado no resultado é muito pequeno. A média dos anos ilustrados na Tabela 14 (R\$ 9,2K) foi utilizada para os próximos anos.

Tabela 14 - Histórico Outras Receitas

(R\$ 000)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média
<b>Outras</b>	<b>6.412</b>	<b>15.366</b>	<b>6.088</b>	<b>8.864</b>	<b>7.511</b>	<b>7.255</b>	<b>9.349</b>	<b>12.770</b>	<b>9.202</b>

#### 4.1.2 Receita Líquida

Para projetar os Impostos e Contribuições a serem deduzidos da Receita Bruta nos próximos anos foi utilizada a alíquota média de 2006 a 2016 (7,6%). A alíquota foi calculada em cima da Receita Bruta e variou pouco ao longo dos anos.

Tabela 15 - Histórico Impostos/Receita Bruta

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Méd.
<b>Impostos /Rec. Br.</b>	6,5%	7,0%	7,8%	8,3%	8,3%	7,5%	7,9%	7,6%	7,5%	7,6%	7,4%	7,6%

Abaixo a Tabela 16 ilustra a evolução da Receita Líquida considerando as linhas de receitas menos os impostos.

Tabela 16 - Projeção Receita Líquida

(R\$000)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>Receita Bruta</b>	<b>1.480.493</b>	<b>1.520.961</b>	<b>1.548.073</b>	<b>1.579.012</b>	<b>1.604.674</b>	<b>1.631.015</b>
Aluguéis	1.062.390	1.109.726	1.127.882	1.145.038	1.156.330	1.167.623
CDU	20.797	6.279	2.197	2.271	2.271	2.271
Estacion.	281.469	292.896	305.754	319.177	333.189	347.816
TT	8.064	7.223	6.470	5.795	5.191	4.649
Prest. Serv.	89.331	95.635	96.567	97.529	98.491	99.453
Outras	12.770	9.202	9.202	9.202	9.202	9.202
<b>(-)Imp. e Cont.</b>	<b>(110.232)</b>	<b>(115.447)</b>	<b>(117.505)</b>	<b>(119.853)</b>	<b>(121.801)</b>	<b>(123.801)</b>
<b>Rec. Líquida</b>	<b>1.370.260</b>	<b>1.405.514</b>	<b>1.430.568</b>	<b>1.459.158</b>	<b>1.482.873</b>	<b>1.507.214</b>

### 4.1.3 Custos

Dentro dos custos estão incluídas as seguintes linhas: pessoal (referente aos shoppings), serviços diversos, condominiais, fundo de promoções, depreciações e amortizações e demais custos. Os valores de custos foram projetados com base na proporção média de Custos sobre Receita Líquida a partir de 2011 (8,9%) quando esta proporção se estabilizou variando entre 8 e 10% (Tabela 17).

Tabela 17 - Histórico Custos/Receita Líquida

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média
<b>Custos/RL</b>	9,8%	8,6%	8,4%	8,2%	8,2%	9,8%	8,9%

A Tabela 18 evidencia o Resultado Bruto considerando a Receita Líquida menos os Custos.

Tabela 18 - Projeção Resultado Bruto

(R\$ 000)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>Rec. Líquida</b>	1.370.260	1.405.514	1.430.568	1.459.158	1.482.873	1.507.214
<b>Custos</b>	(134.597)	(124.399)	(126.617)	(129.147)	(131.246)	(133.400)
<b>Res. Bruto</b>	<b>1.235.663</b>	<b>1.281.115</b>	<b>1.303.951</b>	<b>1.330.011</b>	<b>1.351.627</b>	<b>1.373.814</b>



#### 4.1.4 Despesas com Vendas, Gerais & Administrativas

A linha de Despesas foi projetada seguindo a mesma premissa da linha de Custos: a proporção histórica desde 2011 das Despesas versus a Receita Líquida. Nesse período esta proporção se manteve relativamente estável, e por este motivo acredita-se que o mesmo ocorrerá para os próximos anos. A média na última coluna da Tabela 19 (13%) será utilizada para projetar estes valores.

Tabela 19 - Histórico Despesas/Receita Líquida

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média
<b>Despesas/RL</b>	12%	14%	13%	13%	12%	16%	13%

A Tabela 20 ilustra a evolução da linha de Despesa com Vendas, Gerais e Administrativas.

Tabela 20 - Projeção Despesas

(R\$ 000)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>Despesas</b>	<b>220.508</b>	<b>188.078</b>	<b>191.431</b>	<b>195.257</b>	<b>198.430</b>	<b>201.687</b>

#### 4.1.5 Depreciação e Amortização

Para projetar a linha de Depreciação e Amortização calculou-se a taxa de depreciação sobre o imobilizado a partir de 2009 (0,1%) quando ela passou a variar entre 0 e 0,2%. O ano de 2008 foi excluído por ser considerado um *outlier*, conforme evidenciado na Tabela 21.

Tabela 21 - Histórico Depreciação/Imobilizado

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Méd.
<b>Depreciação/Imobilizado</b>	3,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%

Esta taxa foi aplicada sobre a projeção de imobilizado para os próximos anos, que foi feita somando o total de imobilizado no ano anterior ao valor de investimentos projetados para o próximo ano ilustrados na Tabela 22.

Tabela 22 - Projeção CAPEX (Investimentos) e Imobilizado

(R\$ 000)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>CAPEX</b>	(558.656)	189.400	66.275	68.508	68.508	68.508
<b>Imobilizado</b>	18.063.314	18.252.714	18.318.989	18.387.497	18.456.006	18.524.514

A Tabela 23 ilustra a linha de Depreciação e Amortização projetada.

Tabela 23 - Projeção Depreciação e Amortização

(R\$ 000)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>Depr. &amp; Amort.</b>	<b>19.424</b>	<b>15.295</b>	<b>15.351</b>	<b>15.408</b>	<b>15.466</b>	<b>15.523</b>

#### 4.1.6 Resultado Operacional

A Tabela 24 ilustra o resultado operacional da BRMALLS resultante das projeções mencionadas anteriormente. Vale ressaltar que a linha de “Outras Despesas Operacionais” foi removida do resultado por se tratar de despesas não recorrentes que não podem ser previstas. Esta linha teve uma variação considerável ao longo dos anos, e, portanto não foi identificado um padrão que permitisse a projeção da mesma.

Tabela 24 - Projeção Resultado Operacional

(R\$ 000)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Resultado Bruto	1.235.663	1.281.115	1.303.951	1.330.011	1.351.627	1.373.814
Despesas V, G&A	(220.508)	(188.078)	(191.431)	(195.257)	(198.430)	(201.687)
Depr. & Amort.	(19.424)	(15.295)	(15.351)	(15.408)	(15.466)	(15.523)
<b>Resultado Op.</b>	<b>995.731</b>	<b>1.077.741</b>	<b>1.097.170</b>	<b>1.119.347</b>	<b>1.137.731</b>	<b>1.156.604</b>

#### 4.1.7 Variação Capital de Giro

Para projetar a variação do Capital de Giro as linhas do Ativo e do Passivo Circulante Operacional foram projetadas com base em premissas distintas. A Tabela 25 descreve as premissas utilizadas para projetar o Ativo e a Tabela 26 as premissas para projetar o Passivo.

Tabela 25 - Premissas Ativo Circulante Operacional

Conta Ativo	Premissa	Valor
<b>Contas a receber/RL</b>	Média dos últimos 4 anos	28%
<b>Impostos a recuperar/RL</b>	Média dos últimos 4 anos	8%
<b>Adiantamentos/RL</b>	Mesmo patamar dos últimos 3 anos	1%
<b>Outros Valores a Receber/RL</b>	Média dos últimos 4 anos	2%

Tabela 26 - Premissas Passivo Circulante Operacional

Conta Passivo	Premissa	Valor
<b>Fornecedores/Custos</b>	Média dos últimos 2 anos quando patamar abaixou significativamente	33%
<b>Impostos e contribuições a recolher/Resultado Op.</b>	Mesmo de 2015 (em 2016 o Resultado Operacional foi muito abaixo do normal)	5%
<b>Salários e Encargos Sociais/Despesas Pessoal</b>	Mesmo dos últimos 2 anos	43%
<b>Impostos e Contribuições - parcelamentos/ Resultado Op.</b>	Média histórica dos últimos 10 anos (variou muito pouco ao longo dos anos)	1%
<b>Dividendos a Pagar/Resultado Op.</b>	Média desconsiderando último ano (em 2016 o Resultado Operacional foi muito abaixo do normal)	11%
<b>Adiantamentos de Clientes/RL</b>	Mesmo dos últimos 2 anos	0,3%
<b>Obrigações a pagar por aquisição de shopping/ Investimentos</b>	Mesmo do último ano (varia muito)	6%
<b>Outros valores a pagar/Custos</b>	Mesmo do último ano (varia muito)	3%

A partir das premissas acima, foi calculada a variação no capital de giro evidenciada abaixo na Tabela 27. Nota-se que os valores podem variar muito com o decorrer dos anos. No entanto, este comportamento parece ser normal

quando observado o histórico dos últimos anos que não apresenta nenhuma padronização variando de 826% a -2180% de um ano para o outro. Também não foi identificado uma relação com a variação do Resultado Operacional para realizar uma projeção baseada nesta variável. Portanto, optou-se por definir as premissas descritas nas Tabelas 25 e 26 acima.

Tabela 27 - Projeção Variação Capital de Giro

(R\$ 000)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>Var. Capital Giro</b>	<b>-6.240</b>	<b>-40.455</b>	<b>14.258</b>	<b>7.196</b>	<b>6.088</b>	<b>6.249</b>

#### 4.1.8 Imposto de Renda

A alíquota do Imposto de Renda (IR) foi calculada utilizando a relação entre a linha Provisão para IR/CSLL e a Receita Bruta. Esta forma de cálculo foi escolhida por ser a que apresenta menor variabilidade ao longo dos anos. A proporção de IR sobre o LAIR variou muito de um ano para o outro. Isso se dá porque a empresa é tributada por uma combinação de Lucro Real e Lucro Presumido, além de apresentar ágios do passado que tornam a definição da alíquota ainda mais complexa. Sendo assim, calculou-se uma média dos últimos cinco anos da alíquota para ser utilizada como projeção, visto que nesse período a taxa não oscilou muito, conforme indicado na Tabela 28.

Tabela 28 - Histórico Alíquota IR

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média
<b>IR/RB</b>	8,1%	8,3%	7,5%	9,8%	8,4%	6,6%	8,1%

Nota-se que a alíquota definida pode ser considerada muito baixa devido a complexidade do regime de tributação da empresa. Uma alíquota de IR neste patamar não representa a realidade das empresas brasileiras. Por este motivo, optou-se por utilizar uma **alíquota padrão de 34%** (conforme a legislação tributária brasileira) para não prejudicar o cálculo do WACC.

## 4.2 Taxa de Desconto

Abaixo seguem as premissas utilizadas para o cálculo do WACC:

Tabela 29 - Cálculo WACC

Valor		Fonte/Data
<b><math>K_e = [2,98\% + (1,01 \times 7,91\%)] + 2,29\% = 13,26\%</math></b>		
<b>Rf</b>	2,98%	<i>T Bond 30 anos – Site Treasury (12/05/17)</i>
<b>Beta</b>	1,01	<i>Site Investing (28/04/17)</i>
<b>Prêmio de Risco</b>	7,91%	<i>(<math>R_{mEUA} - T Bond</math>) 10 anos – Damodaran (05/01/2017)</i>
<b>Risco Brasil</b>	2,29%	<i>Portal Brasil Indicadores Financeiros (9/02/17)</i>
<b><math>K_d = 11\%</math> (Release 4T16 BRMALLS)</b>		
<b><math>WACC = (13,26\% \times 68\%) + [(11\% \times 32\% \times (1 - 34\%))] = 11,3\%</math></b>		
<b>E</b>	68%	<i>Release 4T16 BRMALLS</i>
<b>D</b>	32%	<i>Release 4T16 BRMALLS</i>
<b>IR</b>	34%	<i>Conforme item 4.1.8</i>

Vale ressaltar que o Custo do Capital Próprio ( $K_e$ ) foi calculado utilizando um prêmio de risco pré-definido pela dificuldade de encontrar parâmetros que representassem a realidade do setor no Brasil. Quando verificado o retorno do mercado dos EUA no último ano identificou-se um retorno de 24,2% (BLOOMBERG, 2017) o que culminaria em um prêmio de risco de 21,2% que não é realista. Por esse motivo o prêmio de risco disponível na base de dados do Damodaran foi utilizado.

### 4.3 Fluxo de Caixa

Considerando a **taxa de desconto de 11,3%** (calculada no item 4.2), e uma **perpetuidade de 3%**, o Fluxo de Caixa descontado pode ser visto na Tabela 30.

Esta taxa de perpetuidade foi definida com base nas projeções do PIB para os próximos anos segundo o Boletim Focus (BCB, 2017). Para 2017 a projeção é de que o PIB do Brasil cresça 0,5% e para 2018 2,5%. Sendo assim, acredita-se que um crescimento de 3% representa um cenário realista

considerando que há uma tendência de melhora das variáveis macroeconômicas nos anos após 2018. Além disso, um relatório com projeções macroeconômicas do banco Santander para o setor de comércio varejista, que tem impacto direto no setor de Shoppings, prevê um crescimento médio de 3,6% para os 5 anos a partir de 2021 (SANTANDER, 2017). Deste modo uma projeção de perpetuidade de 3% parece refletir um cenário realista e em linha com as projeções do mercado.

Tabela 30 - Fluxo de Caixa e VPL

<b>FCL (R\$ 000)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>Perpetuidade</b>
LAJIR (1-IR)	990.282	1.008.134	1.028.511	1.045.404	1.062.745	
(+) Deprec	15.295	15.351	15.408	15.466	15.523	
(-/+ ) Var CG	40.455	-14.258	-7.196	-6.088	-6.249	
(-) Invest.	-189.400	-66.275	-68.508	-68.508	-68.508	
<b>Total FCL</b>	<b>856.633</b>	<b>942.951</b>	<b>968.215</b>	<b>986.273</b>	<b>1.003.510</b>	<b>12.419.070</b>
FCDescont.	769.503	760.888	701.809	642.185	7.850.824	
<b>VPL</b>	<b>10.725.210</b>					

Sendo assim, a empresa foi avaliada em **R\$ 10,7 bilhões**. A Tabela 31 abaixo ilustra o valor por ação da empresa quando subtraída a Dívida Líquida. O valor da ação ficaria em **R\$ 9,72/ação**. Em dezembro de 2016, a ação estava sendo negociada a R\$11,95 no mercado o que indica que ela estava superavaliada.

Tabela 31 - VPL e Valor da Ação

<b>VPL (R\$ 000)</b>	<b>10.725.210</b>
No Ações	610.135
Dívida	4.819.527
Caixa	23.214
Dívida Líquida	(4.796.313)
Valor Ações	<b>5.928.897</b>
<b>Valor por Ação</b>	<b>9,72</b>
<b>Valor Dez/16</b>	<b>11,95</b>

## 4.4 Análise de Sensibilidade

### 4.4.1 WACC x Perpetuidade

A Tabela 32 ilustra como o VPL da empresa varia de acordo com diferentes combinações de WACC e Perpetuidade. Conforme evidenciado na Tabela 32 o VPL poderia variar de R\$ 7,7 bilhões a R\$ 19,3 bilhões, ou seja, mais que dobrar de valor quando estas variáveis são alteradas.

Tabela 32 - VPL: WACC x Perpetuidade

	1%	2%	3%	4%	5%
13,3%	7.691.436	8.127.538	8.648.133	9.280.411	10.064.627
12,3%	8.380.860	8.920.244	9.575.340	10.387.858	11.422.291
<b>11,3%</b>	9.204.147	9.883.101	<b>10.725.210</b>	11.797.315	13.208.544
10,3%	10.204.385	11.077.444	12.188.953	13.652.048	15.664.890
9,3%	11.445.372	12.598.111	14.115.479	16.202.984	19.256.299

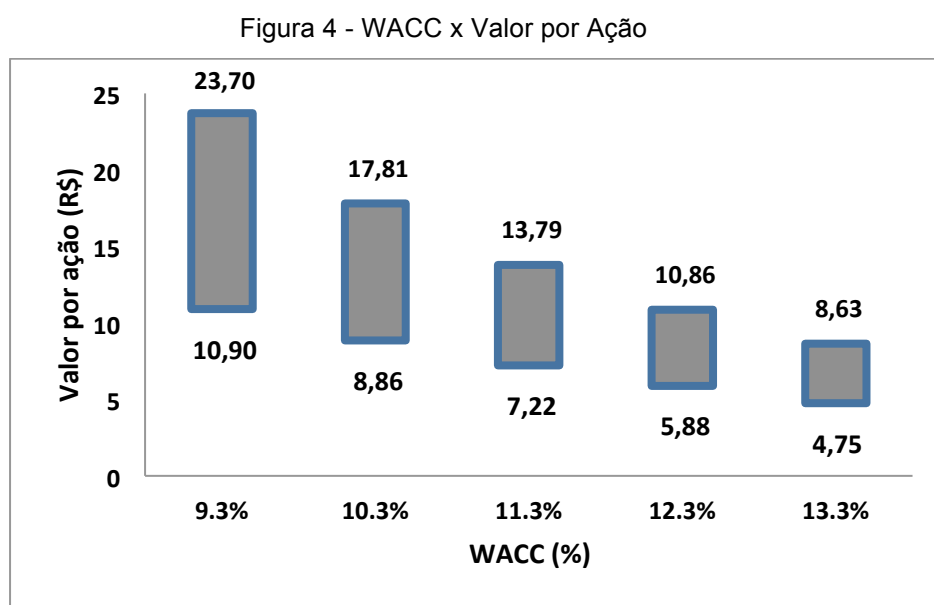
Um cenário de crescimento de 1%, que a princípio pode parecer conservador, unido a uma taxa de 11,3% (conforme projetado nesta análise) apresenta um VPL de R\$9,2 milhões. Ou seja, em um cenário mais conservador mantendo a Taxa de Desconto constante, o VPL seria reduzido em 17% (ou R\$1,5 bilhão). Do mesmo modo, em um cenário mais otimista projetando um crescimento de 5% e mantendo a taxa de 11,3%, o VPL totalizaria R\$13,2 bilhões o que representa um aumento de 23% (ou R\$2,5 bilhões). Isso significa que um aumento na taxa de crescimento tem um impacto maior do que uma redução na mesma taxa - o que é positivo. Abaixo, a mesma análise pode ser vista sob a perspectiva do preço por ação.

Tabela 33 - Preço/Ação: WACC x Perpetuidade

	1%	2%	3%	4%	5%
13,3%	4,75	5,46	6,31	7,35	8,63
12,3%	5,88	6,76	7,83	9,16	10,86
<b>11,3%</b>	7,22	8,34	<b>9,72</b>	11,47	13,79
10,3%	8,86	10,29	12,12	14,51	17,81
9,3%	10,90	12,79	15,27	18,70	23,70

#### 4.4.2 WACC x Valor por ação

Na Figura 4 pode-se observar a variação no valor da ação da BRMALLS quando utilizadas as taxas de desconto e de perpetuidade previstas na análise do item 4.4.1. Isso é, variando o crescimento de 1% a 5% o valor da ação varia conforme as barras abaixo para cada taxa de desconto.



Nos cenários projetados, o menor valor possível por ação é de R\$4,75 e o maior valor é de R\$23,70. Nota-se que com a mesma taxa de desconto projetada (11,3%) o valor da ação poderia variar de R\$7,22 (com perpetuidade de 1%) a R\$13,79 (com perpetuidade de 5%). Isso significaria praticamente dobrar o valor da ação ao variar a perpetuidade de 1 para 5%. É importante observar que somando apenas 1 p.p. na taxa de desconto (12,3%), mesmo no melhor cenário de perpetuidade (5%) o valor da ação não atingiria o valor registrado em dezembro de 2016 (R\$11,95).

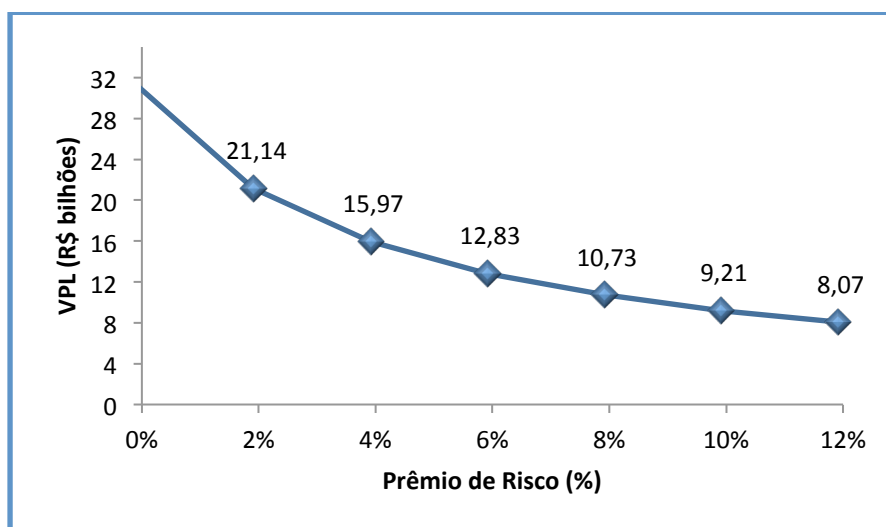
Outra observação pertinente é que a utilização de uma taxa de desconto alta poderia desvalorizar a ação de forma significativa, chegando a atingir um patamar inferior a R\$5,00 quando utilizada uma taxa de crescimento baixa. Isso reforça a justificativa da utilização de um prêmio de risco fixado.



#### 4.4.3 Prêmio de Risco x VPL

Conforme a Figura 5 abaixo nota-se que quanto maior o prêmio de risco, e por consequência a Taxa de Desconto, menor o VPL da empresa. Vale ressaltar que para a análise inicial foi considerado um prêmio de risco de aproximadamente 8%.

Figura 5 - Prêmio de Risco (WACC) x VPL



Ao se considerar um cenário brasileiro onde o retorno médio do Ibovespa ( $R_m$ ) em 2016 foi 38,9% (BMFBOVESPA, 2017) e a Taxa Livre de Risco ( $R_f$ ) – Selic acumulada ao final de 2016 foi de 14,2% (PORTAL BRASIL, 2017), teríamos um prêmio de risco de 24,7%. Este prêmio de risco não é realista e levaria a um VPL negativo. Esta análise reforça a opção de utilizar o prêmio de risco fixado do mercado dos EUA somado ao risco Brasil, uma vez que a volatilidade das taxas do mercado brasileiro é considerada um obstáculo para o cálculo assertivo do prêmio de risco.

## 5 Conclusão

O presente estudo teve como objetivo principal determinar o valor justo da empresa BRMALLS utilizando o método do Fluxo de Caixa Descontado. Como resultado, foi calculado um valor de **R\$ 10,7 bilhões** utilizando as informações divulgadas pela empresa até o ano de 2016 e projeções elaboradas para os anos seguintes. Isso seria o equivalente a **R\$ 9,72/ação**.

Para chegar a este valor um fator extremamente relevante foi o cálculo do custo de capital da empresa que representa a taxa pela qual o Fluxo de Caixa será descontado. Optou-se por utilizar dados do mercado dos EUA para calcular esta taxa, somando o risco Brasil. Acredita-se que esta abordagem traz uma perspectiva mais realista culminando em uma taxa base de **11,3% ao ano**.

Além de calcular o valor da empresa, o estudo trouxe análises de sensibilidade considerando variáveis que impactam diretamente nesta avaliação para considerar como o preço final poderia variar em cenários distintos. Tal questão se mostra importante na medida em que a volatilidade do cenário macroeconômico brasileiro pode ter um impacto relevante nas premissas utilizadas para construir o número final. Esta análise mostrou que ao variar minimamente fatores como a taxa de desconto, o prêmio de risco e a taxa de perpetuidade o valor da empresa pode variar em uma escala de bilhões de reais.

Esta avaliação atualizada da BRMALLS pode ser comparada com valores gerados por outras análises, como por exemplo, a realizada em 2015 (REGO, 2015) que avaliou a empresa em **R\$ 8,8 bilhões**. Nota-se que o número se manteve relativamente estável, variando em +R\$ 1,9 bilhão com as perspectivas dos anos futuros. Também vale comparar o valor atualizado neste estudo com o valor divulgado pela própria empresa de **R\$ 7,3 bilhões**, calculado com base no preço da ação que fechou em R\$11,95/ação. Identificou-se uma divergência significativa que pode indicar que a ação está superavaliada no mercado.

Vale ressaltar que o valor da ação no mercado considera fatores não recorrentes e valores intangíveis que não foram previstos no presente estudo. Por este motivo, acredita-se que ainda há muito espaço para o desenvolvimento de investigações futuras que complementem a pesquisa realizada.

Só no ano de 2017 até o momento presente, muitas mudanças já ocorreram na empresa que poderão ser englobadas em análises futuras. Em maio a empresa mudou de CEO, fato que não ocorria há dez anos, e emitiu 93.123.707 novas ações com o objetivo de captar R\$ 1,7 bilhões (BRMALLS, 2017).

O preço da ação ano dia 22/05/2017 fechou em R\$11,20 (INVESTING, 2017). Para atingir o preço atual, utilizando o modelo proposto neste estudo, a perpetuidade teria que ser maior do que 1%, e a taxa de desconto inferior a 12,3%, conforme ilustrado na Tabela 33. Este seria um cenário que pode ser considerado otimista. Esta análise reforça a conclusão de que a ação da empresa está superavaliada no mercado.

Como desdobramentos futuros, recomenda-se que um estudo sobre o valor intangível dos ativos da BRMALLS seja realizado para complementar a análise e garantir maior assertividade no valor da empresa. Outra sugestão é a realização de uma análise sobre a estratégia da empresa de compra e venda de ativos para os próximos anos, uma vez que, dado o alto valor transacional envolvido na compra ou venda de um Shopping Center, estas decisões impactarão diretamente no resultado final da avaliação.

## 6 Referências Bibliográficas

ABRASCE. Site da ABRASCE. Acessado em: 10 de abril, 2017.

ASSAF NETO, A.. *Valuation: Métricas de valor & Avaliação de empresas*. São Paulo: Atlas, 2014.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G.; ARAUJO, A. M. P.. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. São Paulo, 2007.

BCB. Focus - Relatório de Mercado. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/readout.asp>>. Acessado em: 12 de maio, 2017.

BLOOMBERG Sistema. Acessado em: 12 de maio, 2017.

BMFBOVESPA. Índices – Estatísticas Históricas. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm)>. Acesso em: 10 de maio de 2017.

BRMALLS. Site de Relações com Investidores. Disponível em: <<http://ri.BRMALLS.com.br/>>. Acessado em: 12 de maio, 2017.

CABRAL, L. L.; CUNHA, M. F.; MACHADO, C. A.; RECH, I. J.. Custo do capital próprio como taxa de desconto na avaliação de empresas no Brasil: evidências entre a teoria e a prática de mercado. Salvador, 2014.

CAMBAUVA, G.. Brazilian Shopping Malls - BTG Pactual Equity Research. São Paulo, 2016.

CERBASI, M. Metodologias para determinação do valor das empresas: uma aplicação no setor de geração de energia hidrelétrica. São Paulo, 2003.

COLLOCA, A.; PEREZ, H.. Confiança dos Empresários de *Shopping Centers*. Rio de Janeiro: ABRASCE, 2016.

CORREIA, E. F.; GIMENES, R. M. T; JUNIOR, J. L. B.. Avaliação de empresas pelo método do Fluxo de Caixa Descontado: O caso de uma indústria de ração animal e soluções em homeopatia. Belo Horizonte, 2015.

DAMODARAN, A. Avaliação de empresas – 2ª Edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, A. Database. Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>. Acessado em: 15 de maio, 2017.

FAMA, R.; PEREZ, M. M.. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. São Paulo, 2004.

FIGUEIREDO, I. M. F.. *Valuation* pelo fluxo de caixa descontado: O caso grupo Pão de Açúcar. Rio de Janeiro, 2014.

GALDI, F. C.; TEIXEIRA, A. J. C.; LOPES, A. B.. Análise Empírica de Modelos de *Valuation* no Ambiente Brasileiro: Fluxo de Caixa Descontado versus Modelo de Ohlson (RIV). São Paulo: USP, 2007.

GIMENEZ, E. J. M.. *Valuation* como ferramenta de análise de análise de desempenho de estratégia. Curitiba, 2012.

IBGE. Relatório Varejo Brasil 2016. Rio de Janeiro, 2017.

IBOPE Inteligência; Mais Fluxo. Pesquisa Fluxo *Shopping Centers* Dezembro 2016. São Paulo, 2017.

LEAL, M. E.. Modelos de Avaliação de Empresas: *Valuation* da Vale S. A. Rio de Janeiro: UFRJ, 2012.

LUSTOSA, C. F.; MACIEL, L. S. F.. *Valuation* por múltiplos: um estudo de caso

do setor de administradoras de *Shopping Centers*. Rio de Janeiro, 2015.

MARTELANC, R.. Utilização de metodologia de avaliação de empresas: resultados de uma pesquisa no Brasil. São Paulo: USP, 2004.

MARTINEZ, A. L.. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. Anais do 23º Encontro da ANPAD. Foz do Iguaçu, 1999.

PECLY, M. C.. Avaliação da Empresa Ambev. Rio de Janeiro, 2015.

PORTAL BRASIL. Índices Selic. Disponível em: [http://www.portalbrasil.net/indices\\_selic.htm](http://www.portalbrasil.net/indices_selic.htm)>. Acessado em: 1 de maio, 2017.

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

REGO, L. M.. Avaliação de empresas: O caso da BRMALLS Participações S.A.. Rio de Janeiro, 2015.

SANTANDER. Destaques Semanais e Projeções Macroeconômicas. Disponível em: <[https://www.santander.com.br/br/o-santander/analiseeconomica/destaques-semanais-e-projecoes-macroeconomicas?utm\\_source=email\\_mkt\\_santander\\_analise\\_economica&utm\\_medium=email\\_mkt\\_semanal&utm\\_campaign=relatorio\\_projecoes\\_macroeconomicas&utm\\_content=envio\\_25-11-2016](https://www.santander.com.br/br/o-santander/analiseeconomica/destaques-semanais-e-projecoes-macroeconomicas?utm_source=email_mkt_santander_analise_economica&utm_medium=email_mkt_semanal&utm_campaign=relatorio_projecoes_macroeconomicas&utm_content=envio_25-11-2016)>. Acessado em: 15 de maio, 2017.

SILVA, E. M.. A aplicação do Fluxo de Caixa Descontado para precificação de uma casa lotérica da cidade de Criciúma. Criciúma, 2016.

SOUTE, D. O; SCHVIRK, E.; MARTINS, E.; MACHADO, M. R. C.. Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. Brasília: Revista UnB Contábil, v. 11, n. 1-2, p.1-17, 2008.

TREASURY. Interest Rates. Disponível em: <<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>>. Acessado em: 12 de maio, 2017.