



Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

PRECIFICAÇÃO DE MULTIPLAN
e o setor de Shopping Centers antes e após a
pandemia

Frederico Perlott Ramos

Trabalho de Conclusão de Curso

Centro de Ciências Sociais - CCS

Departamento de Administração

Graduação em Administração de Empresas

Rio de Janeiro, junho de 2022.



Frederico Perlott Ramos

PRECIFICAÇÃO DE MULTIPLAN e o setor de Shopping Centers antes e após a pandemia

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) : Luiz Brandão

Rio de Janeiro
Junho de 2022.

If you are the smartest person in the room, you're in the wrong room.

Agradecimentos

Agradeço em primeiro lugar à minha família, que sempre fizeram questão de fomentar minha sede pelo conhecimento desde que me lembro por gente, e por mostrar que não há caminho fácil para o sucesso, com a vida exigindo disciplina e compromisso.

Não poderia deixar de agradecer a solicitude de meu orientador, que me auxiliou nos pontos mais específicos na hora da elaboração do trabalho.

Por fim, agradeço aos meus amigos, amigas e companheiros de turma, que me apoiaram e que fizeram desta jornada acadêmica uma experiência prazerosa e ímpar.

Resumo

Ramos, Frederico. Precificação de Multiplan. E o setor de shoppings center antes e após a pandemia. Rio de Janeiro, 2022. 33 p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O presente trabalho visa realizar o aprelçamento da Multiplan, uma empresa administradora de shoppings center brasileira. Adicionalmente, o trabalho apresenta uma contextualização do setor de shopping center em que a companhia está inserida, além de analisar os impactos da pandemia sobre esse setor no país. A precificação será feita através do modelo de fluxo de caixa descontado, visando encontrar um preço-alvo para o papel, recomendando a compra ou venda do mesmo. Os resultados indicam que o papel está sub-valorizado, com potencial de retorno no seu investimento, tendo, dessa forma, a recomendação de compra

Palavras- chave

Multiplan, Pandemia, Valuation, Preço-alvo, Fluxo de Caixa Descontado, Shoppings, Valor de Mercado.

Abstract

Ramos, Frederico. Multiplan Valuation. Shopping Malls before and after the pandemic. Rio de Janeiro, 2022. 33 p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This work presents the valuation of Multiplan, a Brazilian shopping mall management company. In addition, we analyze the shopping mall sector in which the company operates, and the impacts of the COVID 19 pandemic in the Brazilian shopping malls segment. The valuation will be made using the Discounted Cash Flow method in order to determine the target price for the stock, and recommending a buy or sell rating. The results indicate that the stock is undervalued, hence the buy rating due to the upside it presents.

Key-words

Multiplan, Pandemic, Valuation, Target Price, Discounted Cash Flow, Shoppings, Market Value.

Sumário

1. O tema e o problema de estudo	1
1.1. Introdução ao tema e ao problema do estudo	2
1.2. Objetivo do estudo	2
1.3. Objetivos intermediários do estudo	2
1.4. Justificativa e relevância do estudo	2
2. Revisão de literatura	4
2.1. Avaliação de Empresas	4
2.2. Modelo de Fluxo de Caixa Descontado	4
2.2.1. Custo de Capital	6
3. Contextualização	7
3.1. Setor de shoppings no Brasil	7
3.2. Multiplan	9
3.3. Impacto da pandemia e a recuperação do setor	11
4. Modelagem	16
4.1. Formas de tratamento e análise dos dados coletados para o estudo	16
4.2. Premissas	16
4.2.1. Receitas	16
4.2.2. Despesas	18
4.2.3. Custo de Capital	19
4.2.4. Fluxo de Caixa Descontado	20
4.2.5. Preço-alvo	20
5 Conclusão	22
6 Referências Bibliográficas	23

Lista de figuras

Figura 1: Faturamento de Shoppings Centers no Brasil

Figura 2: Distribuição ABL ocupada

Figura 3: Shoppings da Multiplan

Figura 4: Demonstração de Resultados

Figura 5: Evolução da Receita de Locação

Figura 6: Performance das ações no setor de shoppings

Figura 7: Receita de locação

Figura 8: Outras receitas

Figura 9: Receita de estacionamento

Figura 10: Despesas gerais e administrativas

Figura 11: Custos

Figura 12: Taxa de desconto

Figura 13: Fluxo de Caixa

Figura 14: Preço-alvo

Lista de Equações

Equação 1: Fluxo de Caixa

Equação 2: Valor de um ativo

Equação 3: WACC

1 O tema e o problema de estudo

1.1. Introdução ao tema e ao problema do estudo

Como um cisne negro que, em condições normais, possuía virtualmente nenhuma chance de existir acabou sendo descoberto? Da mesma forma, alguém que tivesse comprado ações de empresas de *Shopping Centers* em 2019 poderia prever que em 2020 eles ficariam fechados por quase 3 meses? Quais foram os impactos sentidos pelas empresas, em especial a Multiplan S.A. no sentido estratégico, financeiro e operacional? São perguntas que o presente trabalho visa responder, além de determinar o valor justo da administradora de shoppings Multiplan, a qual está listada na B3 sob o *ticker* MULT3.

O setor de shoppings no Brasil possui um modelo de negócio que permaneceu relativamente o mesmo ao longo dos últimos anos. Os problemas eram a sazonalidade das vendas de varejo, e os momentos de crise do país, que além de prejudicarem as vendas, resultam em fenômenos de alta inflacionária que impacta diretamente nos contratos de aluguel das lojas. Com a pandemia da COVID-19, o setor como um todo foi extremamente impactado em função das medidas de restrição de mobilidade impostas pelos Governos Estaduais e Municipais em todo o país. Com os *shoppings* fechados, os lojistas não conseguiam arcar com os custos de aluguel, causando uma incerteza na previsibilidade de receita dos shoppings. Isso fez com que as administradoras tivessem que negociar com os lojistas uma estratégia de preços e índices de indexação de contratos. Além disso, inúmeras lojas fecharam suas portas, resultando na queda da taxa de ocupação. Importante ressaltar que além do quesito financeiro, o modelo de negócio foi posto em xeque, pois ocorreu paralelamente, a ascensão do e-commerce no Brasil. Nesse momento havia muita incerteza em relação à sustentabilidade dos shoppings e se eles conseguiriam fazer frente à crescente opção da população ao e-commerce.

A Multiplan foi escolhida por ser a mais tradicional administradora de shoppings do país, fundada por José Isaac Peres em 1963 como Veplan Imobiliária, incorporadora e promotora de vendas de imóveis (Multiplan, 2022). Em

1977, foi tomada a decisão de fazer com que a Veplan entrasse no ramo de shopping centers, mercado ainda incipiente no Brasil. A sua primeira oferta pública de ações na Bovespa foi realizada em 2007. Atualmente, em 2022, conta com 20 shoppings, com o vigésimo inaugurado em 2021, o Park Jacarepaguá. Em 12 de junho de 2022, sua capitalização de mercado era de R\$ 12,77 bilhões, com pouco mais de 600 milhões de ações negociadas em bolsa.

Com a precificação das ações, será possível saber o potencial de valorização da ação, o que pode fazer com que seja uma boa opção de investimento. A fim de precificar o valor justo da Multiplan, o método que será utilizado será o de Fluxo de Caixa descontado, o mais comum e mais utilizado método de *valuation*.

1.2. Objetivo do estudo

O objetivo do estudo é o apreçamento do valor da ação da Multiplan, um ativo negociado na B3 (MULT3) através do modelo de Fluxo de Caixa Descontado (DCF). Em paralelo, este trabalho visa analisar o setor de shoppings no Brasil, as mudanças pelas quais passou durante a pandemia, como foi afetado, como vem sendo sua recuperação e quais são as suas perspectiva para o futuro.

1.3. Objetivos intermediários do estudo

Os objetivos intermediários a serem alcançados como presente estudo são:

- Estudo sobre o Modelo de Fluxo de Caixa Descontado e suas aplicações, além das diferentes premissas que englobam tal tipo de modelo de avaliação de empresas.
- Compreender diferentes dinâmicas e hábitos de consumos da população brasileira e a tendência do mercado após a pandemia.

1.4. Justificativa e relevância do estudo

O estudo visa contribuir com a exposição de todo o processo de análise de uma empresa e o mercado que está inserido, somado ao fato de que a mesma está inserida em um mercado que sofreu intensamente com a pandemia. Dessa forma, é um caso peculiar, tanto do ponto de vista financeiro quanto do ponto de vista estratégico, dado que envolve a operação financeira da Companhia durante

uma crise e sua inserção em um mercado fortemente impactado pela pandemia do COVID-19.

Este estudo é relevante para determinar o valor justo de uma empresa, e para aqueles que se interessam por questões de gestão e estratégia.

2 Revisão de literatura

2.1. Avaliação de Empresas

Segundo Alexandre Póvoa (PÓVOA, 2007, p 5), *valuation* é a técnica de reduzir a subjetividade de algo que é subjetivo naturalmente, ou seja, é a aplicação de uma teoria para, através dela, obter um preço de um ativo. Mas por que essa teoria é importante?

Digamos que gostaríamos de realizar um investimento na empresa A. O preço de tela dela pode ser, vamos supor, R\$ 20,00. Como eu saberei se estou pagando um valor justo por aquela ação? Quais são as perspectivas futuras? A ação se sustentará nesse patamar de preço? São perguntas importantes, e um *valuation* nos permite respondê-las.

As premissas utilizadas, embora muitas vezes consultadas e debatidas com outros analistas de mercado e com a própria empresa, são particulares, representam a interpretação do indivíduo acerca das estimativas de investimento, das projeções, do mercado, tornando o *valuation* também uma arte.

De acordo com Damodaran (2011), existem três formas de estimar o valor justo de uma empresa. A primeira é o método do fluxo de caixa descontado, onde se chega ao valor através de fluxos de caixa projetados no futuro e trazidos a valor presente a partir de uma taxa de desconto. A segunda é o *valuation* relativo, onde são comparados indicadores, denominados múltiplos, com pares similares, porém muitas vezes acabam sendo restritos a empresas de mesmo setor ou tamanho. Por fim, o último utiliza opções como referência, sendo um modelo de apreçamento de opções, avaliando o valor de ativos que possuam características similares às opções.

Apresentados os métodos, o modelo escolhido foi o de fluxo de caixa descontado, visto sua popularidade e flexibilidade na hora de realizar uma análise.

2.2. Modelo de Fluxo de Caixa Descontado

O método de Fluxo de Caixa Descontado é o mais popular método de avaliação de empresas. Ele consiste em, basicamente, projetar a

geração de caixa de uma empresa e trazer esses valores para o presente, através de uma taxa de desconto. Teremos então a seguinte fórmula:

$$\text{Valor presente} = FC1 / (1+r) + FC2 / (1+r)^2 + FC3 / (1+r)^3 + \dots + FCn / (1+r)^n + \frac{FC_{n+1}}{(1+g_p) / ((r_p - g_p) \times (1+r)^3)}$$

FC1 = Fluxo de caixa no primeiro ano

FC2 = Fluxo de caixa no segundo ano

FC3 = Fluxo de caixa no terceiro ano

(1+r) = Taxa de desconto no primeiro ano

(1+r)² = Taxa de desconto no ano 2

(1+r)³ = Taxa de desconto no ano 3

R = Taxa de desconto antes da perpetuidade

R_p = Taxa de crescimento de desconto na perpetuidade

G_p = Taxa de crescimento na perpetuidade

Equação 1: Fluxos de Caixa

Fonte: Póvoa (2012)

Esses fatores trazem uma sensibilidade maior ao modelo, onde a cada mudança na taxa de desconto ou no fluxo de caixa da empresa, obteremos um resultado diferente.

Segundo Damodaran (2002, p.14), a fórmula pode ser representada da seguinte forma, para mais claro entendimento:

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Equação 2: Valor de um Ativo

Fonte: Damodaran (2002)

onde:

Value = valor

CF = fluxo de caixa no período de tempo denominado t

r = taxa de desconto escolhida dada a natureza do ativo de risco

n = vida útil

Estabelecidos os conceitos fundamentais, Póvoa (2012) destaca que o *valuation* pode ser feito através de duas vias, sendo elas o FCFE (Fluxo de Caixa para o Acionista) e a segunda o FCFF (Fluxo de Caixa para a Firma). Quando utilizamos o FCFF, o modelo leva em conta todos os fluxos de caixa antes do pagamento de dívidas e a taxa que será utilizada encarregará o custo de financiar a dívida através de *equity*. Já no FCFE, os fluxos levados em conta serão aqueles após o pagamento de dívidas e a taxa de desconto utilizada será única e exclusivamente reflexo do custo de *equity*, conhecido tecnicamente como *Ke*. Segundo Damodaran (2002), o valor terminal não deve mudar para ambos os métodos, caso as taxas e fluxos forem aplicadas adequadamente para a determinada situação.

2.2.1 Custo de Capital

Dado que o modelo realizado será o Fluxo de de Caixa Descontado para a Firma, devemos utilizar o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) como taxa de desconto.

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D * (1 - T)$$

Equação 3: WACC

Fonte: Empreender Dinheiro

Onde:

E = valor do capital próprio

D = valor do capital de terceiros

Re = custo de capital próprio

Rd = custo de capital de terceiros

T = taxa de imposto

O Re, também conhecido como *Ke*, pode ser calculado através do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que relaciona o risco de um investidor ao investir em um ativo e seu risco, que é definido por um Beta.

Já o Rd, também conhecido por *Kd*, pode ser calculado pela avaliação do custo da dívida da empresa.

3. CONTEXTUALIZAÇÃO

3.1 Setor de Shoppings no Brasil

O mercado de shopping centers no país é de extrema importância para a economia brasileira e possui um papel fundamental nos centros urbanos brasileiros. Segundo a Abrasce (Associação Brasileira de Shopping Centers), o primeiro shopping center foi inaugurado em 1966, em São Paulo. De 1971 a 1975, foram 7 empreendimentos com 5 inaugurações (ABRASCE). Em 2020, o número de empreendimentos do setor era de 601, com 7 inaugurações. O melhor período do setor foi entre 1996 e 2000, com 170 inaugurações nesse intervalo de tempo. Em termos de Área Bruta Locável, possuímos no Brasil cerca de 17 milhões de m².

O setor vinha em uma crescente curva de faturamento, atingindo R\$192 bilhões em 2019(ABRASCE), porém a pandemia da COVID 19 freou esse desenvolvimento, deixando os empreendimentos com portas fechadas e posteriormente com restrições de horários e capacidade. Em 2020, o faturamento caiu para R\$ 128 bilhões.

Shopping Centers no Brasil - Faturamento em Shopping Centers (R\$ bilhões)



Fonte: ABRASCE

Figura 1: Faturamento de Shoppings Centers no Brasil

Fonte: Multiplan

Hoje possuímos uma concentração relevante de empreendimentos na região Sudeste do Brasil, com 52,1% dos shoppings presentes nessa região, seguido por 16,3% no Sul, 10,5% no Centro-oeste, 16,6% no Nordeste e 4,5% no Norte. Isso possui correlação direta com o PIB, já que em 2018, segundo o IBGE, 53,1% do PIB do país é oriundo da região sudeste.

O setor de shoppings vem passando por uma mudança estrutural nos últimos anos, especialmente no mix das lojas (CAMBAUVA, G, 2021). Por conta

da ascensão do e-commerce e da demanda de consumidores, os shoppings têm ganhado um papel maior em termos de serviços e entretenimento, tirando o protagonismo anteriormente atribuído ao varejo. Cinemas, restaurantes, academias, *coworking*, centro médico, todos trazem um fluxo novo de pessoas para os shoppings, geram recorrência e, por consumirem um ABL maior, acabam gerando uma maior receita de locação para as administradoras de shoppings. Esse é um movimento universal no setor, onde todas as empresas vêm revisando seu mix.

Como podemos ver no último *mix* divulgado pela Multiplan no primeiro trimestre de 2022, a empresa possui um portfólio diversificado em com enfoque em serviços, alimentação e artigos diversos, além de vestuário. Dessa forma, a empresa fica menos exposta à crises econômicas e evita o mesmo destino que muitas operadoras de shopping centers americanas arcaram.

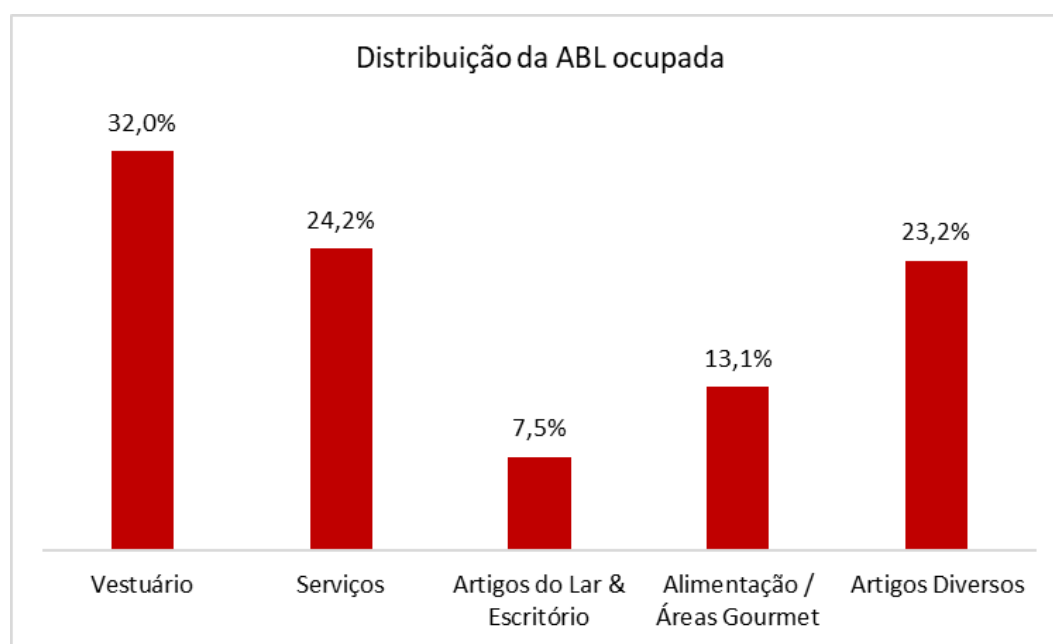


Figura 2: Distribuição ABL ocupada

Fonte: Elaboração do autor

Um termo que vem sendo bastante utilizado no setor é o *omnichannel*. Esse conceito veio para tentar entregar o que o mundo de *brick and mortar* e *e-commerce* têm de melhor, fazendo com que ambos se comuniquem entre si e consigam proporcionar a experiência mais positiva para o cliente. Para retratar de maneira mais clara, vejamos um exemplo: um consumidor gostaria de adquirir uma peça de uma determinada loja. Ele então entra no app do shopping que mais frequenta e entra na aba da loja, selecionando o produto desejado. Ele então

possui diversas opções, como comprar de forma virtual e um *motoboy* entregar na residência em até uma hora, ou utilizar a modalidade clique e retire, dando a flexibilidade do cliente ir até a loja para experimentar ou testar o produto. Inúmeras formas de omnicanalidade têm sido desenvolvidas por operadoras de shopping, cada uma com estratégias diferentes.

3.2 . Multiplan

Fundada em 1966, a Multiplan é uma das maiores e mais renomadas administradoras de Shopping Centers no Brasil. Além de administradora de shoppings, a empresa também possui diversos empreendimentos imobiliários, tanto no Brasil quanto no exterior. Seu fundador, José Isaac Peres, preside a empresa até hoje, continuando seu legado de entregar empreendimentos rentáveis e resilientes, atravessando inúmeras crises econômicas e sendo referência no setor. Suas operações geram um tráfego anual de aproximadamente 180 milhões de visitas.

A companhia realizou seu IPO (*Initial Public Offering*) em 2007, e ingressou no índice Bovespa em 2015. Atualmente as ações estão listadas na B3 sob o ticker MULT3, com nível 2 de governança corporativa. Sua capitalização de mercado com as ações em R\$ 23,33 é de R\$ 13,19 bilhões, no dia 8 de junho de 2022.

A diretoria é composta por José Isaac Peres, fundador da companhia e Diretor Presidente, Eduardo Peres, Vice-Presidente Operacional, Armando d'Almeida Neto, Diretor Vice-Presidente Financeiro e de Relações com Investidores, Marcello Kaminitz Barnes, Diretor Vice-Presidente de Desenvolvimento e por fim Hans Melchers, Diretor sem designação específica. Como mencionado na introdução do trabalho, ter uma governança sólida é essencial para o bom funcionamento do negócio e para gerar valor para os acionistas e *stakeholders*. José Isaac Peres esteve à frente da empresa desde sua fundação, navegando por diversas crises econômicas, mudanças de hábitos de consumo, mudanças de leis e regulamentação e sempre obteve grande sucesso em executar diversas estratégias em diferentes e adversas ocasiões. Acredito que tanto seu sucesso quanto seu *modus operandi* estão enraizados na cultura da empresa, e permanecerão nela mesmo após seu afastamento da Companhia.

Já o Conselho de Administração é presidido por José Paulo Ferraz do Amaral, tendo como membros efetivos Eduardo Peres, Ana Paula Peres, John Sullivan, José Isaac Peres e Duncan Osborne. Gustavo Franco é o único Conselheiro Independente.

O portfólio da empresa é conhecido por ser um de extrema qualidade, estando localizado nos principais pontos urbanos do Brasil, além de serem os mais dominantes das regiões onde atuam, portanto, sendo referência. A qualidade dos ativos se traduz em uma exposição às classes mais altas, tendo como público-alvo as classes A e B. Isso faz com que seu resultado seja menos afetado por uma desaceleração da economia e pressão inflacionária, ambos sendo fatores macroeconômicos recorrentes no país. O ABL (Área Bruta Locável) próprio da empresa atualmente é de 706.078 m², enquanto o ABL total é de 875.958 m². Em novembro de 2021, a empresa lançou seu 20º shopping, o Park Shopping Jacarepaguá, na Zona Oeste do Rio de Janeiro. A Figura 3 mostra o portfólio da empresa.

Shoppings	Cidade	Estado	3T21
BH Shopping	Belo Horizonte	MG	46.976 m ²
RibeirãoShopping	Ribeirão Preto	SP	74.881 m ²
BarraShopping	Rio de Janeiro	RJ	77.667 m ²
MorumbiShopping	São Paulo	SP	55.998 m ²
ParkShopping	Brasília	DF	53.205 m ²
DiamondMall	Belo Horizonte	MG	21.351 m ²
New York City Center	Rio de Janeiro	RJ	21.796 m ²
ShoppingAnália Franco	São Paulo	SP	51.590 m ²
ParkShoppingBarigüi	Curitiba	PR	52.296 m ²
Pátio Savassi	São Pedro	MG	21.107 m ²
ShoppingSanta Úrsula	São Paulo	SP	23.329 m ²
BarraShoppingSul	Porto Alegre	RS	72.147 m ²
ShoppingVila Olímpia	São Paulo	SP	28.369 m ²
ParkShoppingSão Caetano	São Caetano	SP	39.253 m ²
JundiaíShopping	Jundiaí	SP	36.468 m ²
ParkShoppingCampo Grande	Campo Grande	RJ	43.776 m ²
VillageMall	Rio de Janeiro	RJ	26.877 m ²
Parque Shopping Maceió	Maceió	AL	39.214 m ²
ParkShopping Canoas	Canoas	RS	49.058 m ²
ParkShopping Jacarepaguá	Rio de Janeiro	RJ	39.000 m ²
Total do Portfólio			874.358 m²

Torres Comerciais	3T21
Morumbi Corporate	37.280 m ²
ParkShopping Corporate	13.302 m ²
ABL Total	50.582 m ²

Figura 3: Shoppings da Multiplan

Fonte: Elaboração do autor

Além de shoppings, a companhia também administra duas torres comerciais, gerando valor e sinergia para os shoppings que ficam ao seu redor e criando oportunidades de rentabilidade extra.

Em termos de receitas, a empresa fatura majoritariamente com receita de locação, sendo a mesma dividida em três partes: aluguel mínimo, aluguel complementar e *merchandising*. De forma complementar, entram as receitas de serviços, cessão de direitos, estacionamento e venda de imóveis. Em 2021, a Receita Líquida da Companhia foi de R\$ 1.310 milhões, superando as adversidades causadas pela pandemia, muito em função da demanda reprimida, que fez com que clientes voltassem aos shoppings de forma agressiva conforme o avanço da vacinação e do afrouxamento das regras sanitárias impostas pelos governos estaduais (VALOR, 2021). Já o Lucro Líquido da empresa fechou o ano de 2021 em R\$ 453 milhões (MULTIPLAN, 2022).

Os últimos resultados da empresa, em trimestres, estão apresentados na Figura 4.

Demonstração de Resultados	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22
Lucro Líquido	46.308	93.777	99.404	213.610	171.579
<i>Margem Líquida</i>	17,4%	34,0%	30,8%	47,9%	40,8%
Lucro Líquido Ajustado	51.251	105.888	105.882	222.783	181.464
<i>Margem Líquida Ajustada</i>	19,3%	38,4%	32,9%	50,0%	43,2%
FFO **	62.438	154.549	176.701	308.277	210.655
<i>Margem FFO</i>	23,5%	56,1%	54,8%	69,2%	50,2%
FFO Ajustado**	67.381	166.660	183.179	317.450	220.540
<i>Margem FFO ajustado</i>	25,3%	60,5%	56,8%	71,2%	52,5%
EBITDA de Propriedades*	140.308	187.661	237.649	331.890	296.609
<i>Margem EBITDA de Propriedades</i>	53,0%	68,2%	74,2%	75,0%	75,6%
EBITDA Consolidado	131.230	178.292	216.068	285.196	295.388
<i>Margem EBITDA Consolidada</i>	49,3%	64,7%	67,0%	64,0%	70,3%
EBITDA Consolidado Ajustado	136.173	190.403	222.546	294.369	305.273
<i>Margem EBITDA Consolidada Ajustada</i>	51,2%	69,1%	69,1%	66,0%	72,7%
NOI + Cessão de Direitos	201.594	241.684	286.148	384.485	341.503
<i>margem NOI + Cessão de Direitos</i>	77,9%	87,1%	87,9%	88,0%	87,6%
NOI	201.089	244.019	287.138	386.695	342.421
<i>Margem NOI</i>	77,9%	87,2%	88,0%	88,1%	87,6%

Figura 4: Demonstração de resultados

Fonte: Multiplan

3.3 Impacto da pandemia e a recuperação da empresa

Em dezembro de 2019, a Organização Mundial da Saúde (OMS) foi alertada para uma série de casos de pneumonia em uma cidade chinesa. A pneumonia era

derivada de uma nova cepa de um tipo de coronavírus que nunca fora identificado antes em seres humanos.

Em 30 de janeiro de 2020, a OMS declarou o surto do novo tipo de coronavírus como uma Emergência de Saúde Pública de Importância Internacional, exigindo uma resposta internacional e cooperação entre as nações. Por fim, em 11 de março de 2020, a COVID-19 foi caracterizada como uma pandemia, por conta da disseminação do vírus ao redor do mundo.

No dia 26 de fevereiro de 2020, foi confirmado o primeiro caso de coronavírus no Brasil, derivado de um viajante da Itália. Após o primeiro caso, inúmeros outros seguiram e os estados começaram a declarar situação de emergência. Com a situação de emergência declarada, foram suspensos por 15 dias eventos e atividades com público. Entretanto, os 15 dias de suspensão acabaram se tornando 20, depois 30, e por assim foi indo, até que estados impuseram lockdowns nas cidades, restringindo o movimento das pessoas e decretando a suspensão de estabelecimentos, incluindo os shoppings. Os shopping ficaram operacionais apenas para os segmentos de delivery, onde as lojas funcionavam como *dark kitchens* (cozinhas que possuem características apenas para delivery, sem mesas para atender clientes), restringindo a circulação de clientes e fechando as portas de lojas que não operavam por delivery.

Conforme o tempo foi passando e as lojas permaneciam fechadas com a ascensão da pandemia (SANCHEZ, 2020), os lojistas iniciaram um movimento de exigir a renegociação de contratos, pois arcavam com encargos que os lockdowns impossibilitavam os pagamentos.

A Multiplan resolveu atuar, reduzindo as despesas de sede em 11,7% no primeiro trimestre de 2020, postergando obras de expansões e revitalizações, postergando a abertura do ParkJacarepaguá para o seguinte ano, captando R\$ 475 milhões em novas linhas de crédito para navegar de forma segura a crise e por fim, reduzindo os custos de ocupação para os lojistas adimplentes. Além de medidas para a própria empresa, realizou medidas de apoio à sociedade, como campanhas de doação, parcerias para testagem de COVID-19, integração de novos lojistas no app da Multi para vendas por delivery, além de suporte a vendas por drive-thru em estacionamentos.

Já no segundo trimestre do ano, os shoppings da Multiplan operaram por apenas 8,4% do tempo de operação em 2019, com estabelecimentos como Parque Shopping Maceió fechado 100%, por conta de medidas impostas pelo governo local.

Conforme as condições sanitárias foram apresentando evolução em determinadas cidades e estados, na segunda quinzena de junho os estabelecimentos foram gradativamente se abrindo para o público, embora com restrições de operação e mobilidade. Essa tendência foi se alastrando pelos estados, e na medida que os casos recuaram gradativamente, mudanças sempre eram feitas nas operações. No começo de setembro, todos os shoppings já estavam abertos ao público. Ao final de 2020, a Multiplan faturou de receita líquida R\$ 301.609 milhões, reflexo das fortes vendas de final de ano e flexibilização das medidas sanitárias ao redor do país. Comparado com o ano anterior, onde a mesma empresa havia faturado R\$ 367.484, a perspectiva era de recuperação, dada a proximidade das cifras. No setor como um todo, a história foi diferente, com as vendas nos shoppings caindo 12% em relação ao ano anterior, visto em uma pesquisa da Abrasce.

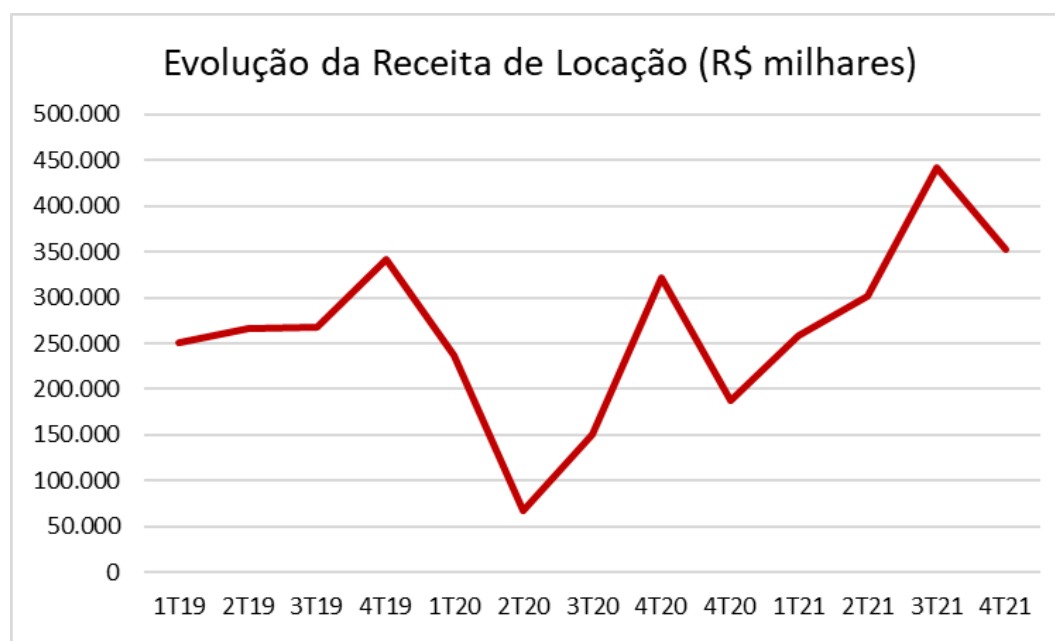


Figura 5: Evolução da Receita de Locação

Fonte: Elaboração do autor

Na virada do ano, os ânimos do setor estavam voltando, especialmente para as empresas focadas nas classes A e B, pois estavam sendo menos prejudicadas por conta da crise econômica e financeira que ainda se alastrava pelo país. Contudo, uma nova onda do vírus da COVID 19 começou a se espalhar novamente pelo país, trazendo consigo novas ondas de restrições e medidas de isolamento, prejudicando, mais uma vez, o setor.

Finalmente no horizonte estavam aquelas que seriam as salvadoras da população e trariam segurança e saúde: as vacinas. Conforme a campanha de vacinação foi evoluindo ao longo de 2021, as medidas de restrição foram sendo retiradas por completo, dando a liberdade das pessoas não só frequentarem os shoppings, mas também possibilitando a volta de eventos, teatros, cinemas, grandes geradores de receitas para os estabelecimentos.

Atualmente, o cenário está favorável para o setor, e especialmente para a Multiplan. Passados estão os dias com restrição de horários e circulação nos estabelecimentos, assim como o fim da obrigatoriedade do uso de máscara em ambientes fechados por conta do apaziguamento da pandemia causada pela COVID 19. A recuperação não foi uniforme no setor, no entanto, com diversas empresas e regiões ainda em modo de recuperação, lojistas que ainda precisam receber descontos de aluguel, assim como lojistas que tiveram que encerrar suas operações.

Paralelamente, o setor se encontra em um momento de consolidação: as empresas BRMalls e Aliansce Sonae irão se fundir em um M & A que tornará a nova empresa um colosso do setor, com 69 shoppings e R\$ 38,5 bilhões em vendas (BRAZIL JOURNAL, 2022). A oportunidade veio após a imensa desvalorização dos papéis do setor desde o início da pandemia da COVID 19, facilitando esse tipo de negócio e fazendo com que as empresas procurassem alternativas de recuperar mercado e ganhar escala. Do outro lado, a Iguatemi aparece desfavorável para os acionistas e analistas (BRAZIL JOURNAL, 2022) por conta da nebulosidade acerca de projetos futuros e recente reestruturação societária (CAMBAUVA, 2021).

Na Figurea 6, podemos ver a performance das principais ações do setor, com base no dia 3 de junho de 2022.

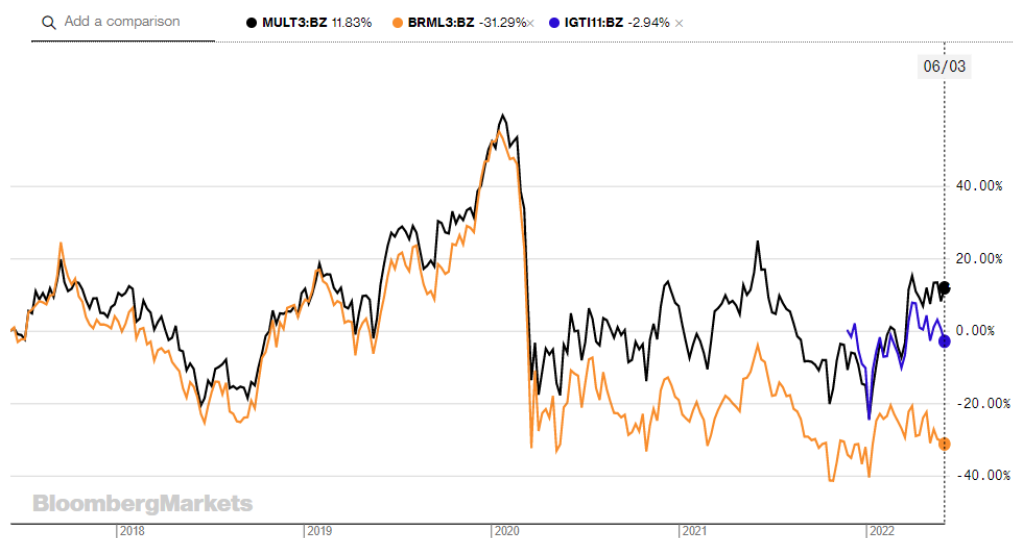


Figura 6: Performance das ações do setor de shoppings

Fonte: Bloomberg

4. Modelagem

Foram utilizados dados fornecidos pela Multiplan de 2014 até 2022, com objetivo de ser mais preciso com as projeções que serão elaboradas. Essas demonstrações englobam o Balanço Patrimonial, a Demonstração de Resultados e o Portfólio de Shoppings da companhia. Com esses dados serão calculadas as projeções no modelo elaborado no Excel, sendo essas projeções oriundas de cálculos próprios ou de crescimentos históricos de determinadas linhas das demonstrações financeiras. As projeções serão de 4 anos, pois um horizonte de tempo maior traria menor previsibilidade nas projeções visto o extenso período de tempo e fatores extraordinários que provavelmente ocorrerão.

Dados setoriais e macroeconômicos serão fundamentais para enriquecer a análise, dando destaque para dados da Associação Brasileira de Shopping Centres (Abrasce) e dados macroeconômicos divulgados pelo Banco Central do Brasil, especialmente indexadores de inflação (IPCA e IGP-M) e taxa de juros, atual e projeções.

O custo de capital foi determinado com base no Beta da Multiplan, disponibilizado pela própria empresa, e o ativo livre de risco adotado foi a NTN-B 2050 + IPCA, Risco Brasil foi disponibilizado pela Multiplan. Para a análise setorial, serão analisados os dados da Abrasce, bem como demonstrações de outras empresas do setor, além de notícias e dados macroeconômicos.

Para um efeito de comparação mais realista, serão utilizados como base os números divulgados pela própria Multiplan, acrescidos das estimativas próprias do autor.

4.1 Formas de tratamento e análise dos dados coletados para o estudo

Para a análise e tratamento dos dados, será feita uma seleção e simplificação com o objetivo de trazer uma análise mais objetiva e uma manipulação dos dados coesa, eliminando os ruídos. Serão agrupados em um arquivo de Excel dados históricos da empresa categorizados por demonstrativo financeiro, onde as projeções se encaixarão, dando continuidade aos números já divulgados.

Dado o fato da natureza qualitativa da pesquisa, é importante obter dados de fontes auditadas, onde a veracidade e comprovação dos mesmos é comprovada.

4.2 Premissas

4.2.1. Receitas

A principal linha de receita de uma administradora de shoppings é a de locação.

A receita de locação pode ser separada em três componentes principais: o aluguel mínimo, que é o aluguel fixo que o lojista terá que arcar, indexado pelo índice inflacionário IGP-DI, o aluguel complementar, um aluguel calculado pela aplicação de um percentual que também é definido em contrato, representando o total do faturamento da loja. Por fim, existe a receita de *Merchandising*, que representa as demandas de *marketing* e publicidade de todas as lojas do shopping.

Demonstração de Resultados	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Receita de locação	1.124.731	774.266	1.189.869	1.525.817	1.593.819	1.626.172	1.655.034	1.675.995
Aluguel Mínimo	995.466	689.893	1.016.626	1.361.379	1.412.764	1.441.549	1.468.365	1.486.326
R\$/m ²	524	357	524	684	692	700	709	717
PIB	-	-	-	0,7%	1,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Inflação	-	-	-	12,2%	4,5%	4,0%	4,0%	4,0%
Aluguel Complementar	36.341	20.297	23.565	41.249	50.356	51.100	51.839	52.460
% aluguel mínimo	14,4%	11,7%	8,7%	3,5%	3,6%	3,5%	3,6%	3,6%
Merchandising	92.923	64.076	96.752	123.188	130.700	133.523	134.830	137.209
% aluguel mínimo	37,0%	36,9%	38,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Figura 7: Receita de locação

Fonte: Elaboração do autor

Para o cálculo do Aluguel Mínimo, foi multiplicado o preço que o lojista paga por metro quadrado pela Área Bruta Locável própria, ou seja, a que a Multiplan efetivamente possui participação. A projeção de R\$ por metro quadrado foi feita através da multiplicação do metro quadrado pelas projeções do Boletim Focus para o IGP-A, indexador mais similar ao IGP-DI e do PIB, da mesma fonte. Essa linha deve apresentar crescimento constante ao longo dos anos, fruto de um crescimento econômico estimado e maior repasse de aluguéis como consequência.

Calculando o Aluguel Complemetar e *Merchandising*, foi projetado como porcentagem histórica que as linhas representam do Aluguel Mínimo, tendência passada que deve se manter no futuro.

Demonstração de Resultados	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Outros (Cessão de direitos, vendas...)	-860	819.789	15.841	96.008	88.055	90.030	90.838	91.846
% aluguel	-0,5%	538,9%	5,6%	5,3%	5,3%	5,3%	5,5%	5,5%

Figura 8: Outras receitas

Fonte: Elaboração do autor

Na linha de outras receitas, foi feita mais uma vez a média histórica da porcentagem que a linha representa da receita de locação. Não existem drivers ordinários que façam com que as mesmas percam a tendência histórica de crescimento.

Demonstração de Resultados	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Receitas Estacionamento	224.581	116.850	166.456	232.739	265.875	275.287	285.614	313.319
R\$/m²/mês	346,0	174,8	239,3	352,1	390,8	401,3	413,6	453,5
PIB	-	-	-	0,7%	1,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Inflação	-	-	-	12,2%	4,5%	4,0%	4,0%	4,0%

Figura 9: Receita de estacionamento

Fonte: Elaboração do autor

No cálculo da receita de estacionamento, outra linha relevante na composição da receita, foi utilizado o mesmo racional da receita de Aluguel Mínimo, onde foi feita a receita de estacionamento por metro quadrado, multiplicado por indexadores de inflação e PIB, projetados pelo Boletim Focus do Banco Central.

4.2.2. Despesas

Demonstração de Resultados	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
SG&A	(225.648)	(146.005)	(189.847)	(203.561)	(214.722)	(221.556)	(228.203)	(235.049)
Despesas de sede	(160.104)	(139.401)	(157.142)	(162.615)	(171.531)	(176.991)	(182.301)	(187.770)
Remuneração baseada em ações	(65.544)	(6.604)	(32.705)	(40.946)	(43.191)	(44.566)	(45.903)	(47.280)
Despesas não recorrentes	-	-	-	-	-	-	-	-

Figura 10: Despesas gerais e administrativas

Fonte: Elaboração do autor

Para as Despesas Gerais e Administrativas, compostas pela Despesa de sede e Remuneração baseada em ações, foi utilizada uma média histórica de crescimento, dada a tendência delas manterem o mesmo ritmo de crescimento no futuro.

Demonstração de Resultados	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
COGS	(161.395)	(377.705)	(220.949)	(279.906)	(286.206)	(326.612)	(378.336)	(446.879)
Custo de imóveis vendidos	(1.515)	(213.039)	(5.184)	(75.537)	(79.013)	(115.213)	(163.185)	(229.003)

Figura 11: Custos

Fonte: Elaboração do autor

Os custos de imóveis vendidos devem ter tendência de crescimento, e foram projetados de acordo com o ano de 2020, onde ocorreram vendas de imóveis, pois essa deve ser uma posição estratégica da companhia nos próximos anos para gerar valor para seu portfólio.

4.2.3. Taxa de Desconto

Utilizou-se uma taxa de desconto (WACC) de 13,52% e um crescimento (g) na perpetuidade de 4,0%, pouco abaixo da inflação projetada para o ano de 2022, porém em linha com projeções futuras.

Taxa de Desconto	
WACC	14,91%
Ke - Custo de Capital Próprio (Equity)	16,39%
Ativo Livre de Risco (NTN-B 2050 + IPCA)	9,69%
NTN-B 2050	5,69%
Risco Brasil	3,23%
BRZ UDS 10 YR (Bloomberg)	4,83%
US 10 YR (Bloomberg)	1,60%
Beta	1,00
Prêmio de Risco	6,7%
Kd Líquido - Custo de Capital de Terceiros (Debt)	8,3%
Kd	12,5%
Alíquota de Imposto	34%
Estrutura de Capital (milhões)	
E/(E+D)	81,8%
D/(E+D)	18,2%
valor de mercado atual	14.700.597
Dívida Bruta 1T21	3.268.000

Figura 12: Taxa de Desconto

Fonte: Elaboração do autor

No cálculo do WACC, foi considerado um K_d líquido de 8,3%. Para o cálculo do K_e , foi utilizado o Beta disponível pela própria empresa, em 1,00, o Ativo Livre de Risco (NTN-B 2050 + IPCA) de 9,69% e um prêmio de risco de 6,7%, também oriundo das demonstrações de resultado da Multiplan. Dessa forma, obteve-se o valor de 16,39% para o K_e .

4.2.4. Fluxo de Caixa Descontado

Para obter o valor presente dos fluxos de caixa, que foram projetados em um horizonte de 5 anos, deve somá-los ao valor na perpetuidade com o crescimento estabelecido (g) de 4%, posteriormente descontado pelo WACC. Somando o valor presente líquido das projeções ao valor presente líquido da perpetuidade, teremos então nosso Valor da Firma.

Free Cash Flow to Firm (R\$ mm)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	∞
EBIT	1.293.621	2.638.272	2.707.964	2.768.091	2.787.326	26.571.381
(+) Depreciação	-235.356	-240.099	-244.937	-249.872	-254.907	-2.430.013
(-/+ Variação de Capital de Giro	-170	-225	-298	-394	-522	-4.981
(-) CAPEX	-82	-85	-89	-92	-96	-914
Total DCF	1.058.013	2.397.863	2.462.641	2.517.732	2.531.801	24.135.473
Períodos (anos)	0,25	1,25	2,25	3,25	4,25	4,25
Fator de Desconto	0,966	0,841	0,731	0,637	0,554	0,554
VPL	1.021.885	2.015.483	1.801.357	1.602.699	1.402.542	13.370.332

VPL Projeções	7.843.966
VPL Perpetuidade	13.370.332
EV	21.214.299

Figura 13: Fluxo de Caixa

Fonte: Elaboração do autor

4.2.5. Preço-alvo

Enfim, para obter o preço-alvo, deve-se diminuir desse valor o caixa e a dívida bruta da companhia, posteriormente dividindo o valor pelo número de ações que a companhia está negociando. Findo isso, o target price estará encontrado, e poderá ser atribuído um upside ou downside de acordo com a cotação atual da ação. No presente caso, a ação oferece *upside* de 26%, usando como base o preço de 12 de junho de 2022.

EV	21.214
Caixa (mm)	-896
Dívida Bruta (mm)	-3.268
VPL Target	17.050
N ações (mm)	600
Target	R\$ 28,42
Preço atual	R\$ 22,59
<i>Upside</i>	26%

Figura 14: Cálculo de preço-alvo

Fonte: Elaboração do autor

Conclusão

Após a utilização do modelo de Fluxo de Caixa Descontado para precificação da ação da Multiplan, pudemos concluir que a recomendação é de compra, além de apresentar que o setor apresenta uma recuperação saudável da crise instaurada pelo vírus da COVID 19. O preço-alvo calculado através das projeções dos fluxos de caixa futuros da empresa ficou em R\$ 28,42, representando uma oportunidade de investimentos interessante, podendo oferecer um retorno de 26%, utilizando como referência o preço da ação MULT3 no dia 12 de junho de 2022. Como efeito de comparação, a própria empresa disponibiliza em sua Divulgação de Resultados Trimestral (MULTIPLAN, 2007) o valor justo que eles estimam para a ação, utilizando o mesmo modelo de Fluxo de Caixa Descontado. Em sua análise, atingiram o preço-alvo de R \$37,83, próximo do preço do presente trabalho, embora mais valorizado.

É de suma importância ressaltar que o preço-alvo atingido não foi apenas fruto de projeções de geração de caixa, mas também fruto de uma taxa de desconto, que nos oferece enormes possibilidades de resultados, pois seus componentes podem e devem variar com frequência, ou até mesmo sendo substituídos por outras variáveis, resultando em cenários dos mais diversos. Essa sensibilidade nos faz crer que precificar uma ação é uma arte, pois o resultado é algo autoral, onde o “artista” coloca naquilo o que ele acredita, e dificilmente pode ser imitado. Alguns fatores como Beta, Taxa livre de risco e Risco país foram referenciadas diretamente do material da Multiplan, dado que aparentam ser estimativas razoáveis e permitem um bom efeito de comparação.

Como foi apresentado no segmento de recuperação do setor, a empresa pode ser o destaque no setor de shopping centers, pois outras empresas estão em momentos mais distintos, com propostas de fusões e aquisições, representando um risco para o investimento nas mesmas, dado que todo movimento de tal natureza apresenta riscos de execução. A Multiplan se apresenta para o mercado como sendo uma empresa sólida, com excelente e provada governança, além de possuir um histórico bem-sucedido de inauguração e administração de shoppings.

Referências Bibliográficas

DAMODARAN, A. The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit. New York: John Wiley & Sons, 2011.

DAMODARAN, A. Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo. Ed. Qualitymark: Rio de Janeiro, 1997.

PIGNATARO, P. Financial Modeling & Valuation - A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity. New Jersey: John Wiley & Sons, 2013.

PÓVOA, A. Valuation. Como precificar ações. Segunda Edição, Ed. Elsevier: Rio de Janeiro, 2012.

US TREASURY. Daily Treasury Yield Curve Rates. Disponível em: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chartcenter/interestrates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2016>. Acesso em: 28 de maio de 2022.

ABRASCE. Site ABRASCE. Acesso em: 10 de maio de 2022.

CAMBAUVA, G. Brazilian Shopping Malls - BTG Pactual Equity Research. São Paulo, 2022.

MAZINI, A. Brazilian Real Estate - Citi Equity Research. São Paulo, 2022.

FERRAZ, A. Brazilian Malls - Itaú BBA. São Paulo, 2021.

MENDONÇA, B. Brazilian Real Estate - Bradesco BBI. São Paulo, 2022.

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

SANCHEZ, Júlio Cesar. Covid-19 e os reflexos no direito imobiliário e nos contratos imobiliários. 1. ed. [S.l.]: Editora JH Mizuno, 2020.

OPAS. Histórico da pandemia de COVID-19. Disponível em: <https://www.paho.org/pt/covid19/historico-da-pandemia-covid-19>. Acesso em: 8 jun. 2022.

EXAME. Como o setor de shopping centers resistiu à covid e se prepara para 2022. Disponível em: <https://exame.com/bussola/como-o-setor-de-shopping-centers-resistiu-a-covid-e-se-prepara-para-2022/>. Acesso em: 8 jun. 2022.

VEJA. Vendas em shoppings sobem em 2021, mas patamar está abaixo do pré-pandemia. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/vendas-em-shoppings-sobem-em-2021-mas-patamar-esta-abaixo-do-pre-pandemia/>. Acesso em: 1 jun. 2022.

VALOR. Shoppings só devem retomar patamar de vendas pré-pandemia em 2023 . Disponível em: <https://valor.globo.com/publicacoes/suplementos/noticia/2022/04/29/shoppings-so-devem-retomar-patamar-de-vendas-pre-pandemia-em-2023.ghtml>. Acesso em: 1 jun. 2022.

TOMÉ, LUCIANA MOTA. SETOR DE SHOPPING CENTERS IMPACTOS DA PANDEMIA: subtítulo do artigo. Caderno Setorial ETENE: ESCRITÓRIO TÉCNICO DE ESTUDOS ECONÔMICOS DO NORDESTE - ETENE, Fortaleza, Volume, n. 152, p. 1-5, jan./2021. Disponível em: https://www.bnb.gov.br/s482-dspace/bitstream/123456789/637/3/2021_CDS_152.pdf. Acesso em: 8 jun. 2022.

IBGE. Comércio. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/>. Acesso em: 30 dez. 2005.

EMPREENDER DINHEIRO. Custo Médio Ponderado do Capital: como calcular o WACC?. Disponível em: <https://empreenderdinheiro.com.br/custo-medio-ponderado-do-capital/>. Acesso em: 11 jun. 2022.

MULTIPLAN RI. Central de Resultados. Disponível em: <https://ri.multiplan.com.br/ferramentas-de-analise/central-de-resultados/>. Acesso em: 16 mar. 2022.

BRAZIL JOURNAL. BREAKING: Acionistas da BR Malls aprovam fusão com Aliansce; 68% a 11% Leia mais em <https://braziljournal.com/breaking-acionistas-da-br-malls-aprovam-fusao-com-aliانسce/>. Disponível em: <https://braziljournal.com/breaking-acionistas-da-br-malls-aprovam-fusao-com-aliانسce/>. Acesso em: 16 mar. 2022.

BLOOMBERG. MULT3:BZ. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/quote/MULT3:BZ>. Acesso em: 8 jun. 2022.

MINISTÉRIO DA SAÚDE. CORONAVIRUS BRASIL. Disponível em: <https://covid.saude.gov.br/>. Acesso em: 8 jun. 2022.

BRAZIL JOURNAL. Giro menor e temor de M&A seguram Iguatemi, mas desconto chama atenção. Disponível em: <https://braziljournal.com/giro-menor-e-temor-de-ma-seguram-iguatemi-mas-desconto-chama-atencao/>. Acesso em: 8 jun. 2022.

FOCUS. Focus - Relatório de Mercado. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>. Acesso em: 12 jun. 2022.