

EDUARDO NAKAD STERENBERG
RAFAEL GROOTENBOER DE QUEIROZ

Análise Econômico-Financeira – *Valuation* –
aplicada à empresa Multiplan

PROJETO DE GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO
APRESENTADO AO DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA INDUSTRIAL
DA PUC-RIO, COMO PARTE DOS REQUISITOS PARA OBTENÇÃO
DO TÍTULO DE ENGENHEIRO DE PRODUÇÃO

Orientador: André Barreira da Silva Rocha

Departamento de Engenharia Industrial
Rio de Janeiro, 10 de novembro de 2023

Resumo

“O mercado pode avaliar as coisas equivocadamente”, foi a frase que um dos maiores investidores do mundo disse, Warren Buffett. Uma análise bem-feita e detalhada de uma empresa pode deixar o investidor à frente de grande parte do mercado. Nesse sentido, o trabalho a seguir tem como foco a avaliação da empresa Multiplan, com o propósito de realizar uma análise aprofundada com base em fundamentos sobre a empresa, visando determinar seu valor justo. Para esse fim, foi utilizado o método de Fluxo de Caixa Descontado (*Discounted Cash Flow*), que envolve a projeção dos futuros fluxos de caixa da empresa, trazidos ao presente através de uma taxa de desconto estabelecida ao longo deste estudo. Inicialmente, foi conduzida uma análise do setor de shopping centers, juntamente com a avaliação das condições macroeconômicas e como esses fatores podem afetar o mercado em que a Multiplan opera. Em seguida, o trabalho fornece informações detalhadas sobre a história da Multiplan, desde a sua origem até as estratégias que guiam as ações da empresa. A partir deste ponto, é possível compreender as fontes de receita da Multiplan e as iniciativas que permitiram a expansão da empresa nos últimos anos. Com base nas informações coletadas e na compreensão das circunstâncias que envolvem a empresa escolhida, foram estabelecidas premissas para projetar o Fluxo de Caixa Livre da empresa e determinar o valor justo da empresa no momento da projeção.

Palavras-chave: Multiplan; *Valuation*; Fluxo de Caixa Livre da Firma.

Abstract

“The market can evaluate things wrongly”, was the phrase that one of the greatest investors in the world said, Warren Buffet. A well-done and detailed analysis of a company can leave the investor ahead of a large part of the market. In this sense, the following work focuses on the evaluation of the company Multiplan, with the purpose of carrying out an in-depth analysis based on fundamentals about the company, aiming to determine its fair value. For this purpose, the Discounted Cash Flow method was used, which involves the projection of the company's future cash flows, brought to the present through a discount rate established throughout this study. Initially, an analysis of the shopping center sector was conducted, along with the assessment of macroeconomic conditions and how these factors may affect the market in which Multiplan operates. The work then provides detailed information about the history of Multiplan, from its origins to the strategies that guide the company's actions. From this point on, it is possible to understand Multiplan's sources of revenue and the initiatives that have allowed the company to expand in recent years. Based on the information collected and the understanding of the circumstances surrounding the chosen company, assumptions were established to project the company's Free Cash Flow and determine the company's fair value at the time of the projection.

Keywords: Multiplan; Valuation; Free Cash Flow of the Firm.

Sumário

1 INTRODUÇÃO	9
2 REFERENCIAL TEÓRICO	11
2.1 VALUATION	11
2.2 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO (KE)	11
2.2.1 Taxa Livre de Risco.....	12
2.2.2 Beta.....	12
2.2.3 Prêmio de Risco do Mercado	13
2.3 CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS	13
2.4 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC).....	14
2.5 FLUXO DE CAIXA LIVRE DA FIRMA (FCFF)	14
2.6 VALOR TERMINAL.....	15
2.7 VALOR DA FIRMA.....	16
3 MERCADO	17
3.1 CONCEITO	17
3.2 MODELO DE OPERAÇÃO	18
3.3 HISTÓRICO	18
3.4 PERSPECTIVAS FUTURAS	20
4 CENÁRIO MACROECONÔMICO	22
5 MULTIPLAN	27
5.1 HISTÓRICO DA EMPRESA	27
5.2 ESTRUTURA SOCIETÁRIA	27
6 PREMISSAS DE RECEITA	29
6.1 RECEITA DE LOCAÇÃO	29
6.2 ESTACIONAMENTO	31
6.3 RECEITA DE SERVIÇOS	31
6.4 RECEITA DE CESSÃO DE DIREITOS DE USO.....	31
6.5 RECEITA DE VENDAS DE IMÓVEIS	32
6.6 APROPRIAÇÃO DE RECEITA DE ALUGUEL LINEAR	32

6.7 RECEITA FINANCEIRA	33
6.8 RECEITA LÍQUIDA	33
7 PREMISSAS DE CUSTOS E DESPESAS.....	35
7.1 DESPESAS DE PROPRIEDADES	35
7.2 DESPESAS DE SEDE	35
7.3 DESPESAS DE PROPRIEDADES PARA LOCAÇÃO	35
7.4 DESPESAS DE PROJETOS PARA VENDA E CUSTO DE IMÓVEL VENDIDO	36
7.5 REMUNERAÇÃO BASEADA EM AÇÕES	36
7.6 RESULTADO DE EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	36
7.7 DESPESAS FINANCEIRAS	36
7.8 DEPRECIAÇÃO E AMORTIZAÇÃO	37
7.9 CAPITAL DE GIRO.....	38
7.10 INVESTIMENTO EM IMOBILIZADO E INTANGÍVEL	39
7.11 FLUXO DE CAIXA LIVRE DA FIRMA (FCFF)	39
8 APLICAÇÃO DO MÉTODO.....	41
8.1 VALOR JUSTO DA EMPRESA	41
8.2 ANÁLISE DE SENSIBILIDADE.....	43
9 CONCLUSÃO	44
10 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	45

Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Área bruta locável de Shopping Centers no Brasil (em milhões de ABL)	19
Gráfico 2 – Número de Shopping Centers no Brasil	19
Gráfico 3 – Evolução do Faturamento de Shopping Centers no Brasil	20
Gráfico 4 – Crescimento do Produto Interno Bruto dessazonalizado vs trimestre comparável do ano anterior	22
Gráfico 5 – Taxa de desemprego no Brasil (nos trimestres até setembro, em %)	23
Gráfico 6 – IPCA por categoria (em %)	24
Gráfico 7 – Inflação por indexador - Variação acumulada em 12 meses	25
Gráfico 8 – Abertura da Receita de locação % - 4T22	30
Gráfico 9 – Spread do custo da dívida sobre a Selic (p.b)	37

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Área Bruta Locável por região e Market Share por Área Bruta Locável	21
Tabela 2 – Composição Acionária	28
Tabela 3 – Composição da Receita Bruta	33
Tabela 4 – Projeção da Receita Líquida	34
Tabela 5 – Projeção da Despesa Financeira	37
Tabela 6 – Estimativa de Capital de Giro	39
Tabela 7 – Projeção da Depreciação e Amortização	39
Tabela 8 – Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF)	40
Tabela 9 – WACC	42
Tabela 10 – Análise de Sensibilidade	43

Lista de Equações

Equação 1 – Custo de Capital Próprio	12
Equação 2 – Custo Médio Ponderado de Capital	14
Equação 3 – Fluxo de Caixa Livre da Firma	15
Equação 4 – Valor Terminal da Firma	15
Equação 5 – Valor da Firma	16

1 INTRODUÇÃO

O segmento de centros comerciais no Brasil experimentou diferentes fases de expansão desde o surgimento do primeiro empreendimento no final da década de 1960. A década de 1980 foi caracterizada como o período inicial de crescimento, com o aparecimento dos primeiros shoppings regionais, mas foi a partir da década de 1990 que testemunhamos um aumento significativo no número de shoppings. Desde então, algo parecido foi acontecer somente entre os anos de 2011 e 2013 na maior entrega de ABL da história. ABL é a Área Bruta Locável de um shopping, ou seja, a soma de todas as áreas de um shopping disponíveis para aluguel, com exceção dos quiosques.

O crescimento do setor seguiu a trajetória do crescimento demográfico da população, no entanto, a pandemia de COVID-19 em 2020 resultou no fechamento temporário de muitos shoppings e um aumento substancial na quantidade de espaços desocupados. Novos projetos foram postergados ou cancelados devido a desafios relacionados à ocupação, e os esforços passaram a se concentrar na reocupação dos espaços vazios, bem como na resolução de conflitos entre os lojistas e as empresas administradoras. Esse evento desafiador, sem dúvida, resultou em uma redução na eficiência do setor, que está experimentando uma recuperação gradual desde o pico de faturamento por metro quadrado alcançado em 2019, que foi de R\$11.504 por metro quadrado, comparado aos R\$10.954,37 por metro quadrado registrados em 2022.

Atualmente o Brasil possui 628 shoppings em operação. A maior região em termos de estoque de shoppings no Brasil é o Sudeste.

Dentro dessa situação, procurou-se conduzir uma avaliação da empresa Multiplan, que atua como administradora de shoppings. Nesse processo, será utilizado o Método de Fluxo de Caixa Descontado, que determina o valor de um ativo como a soma dos seus fluxos de caixa futuros, descontados ao valor presente com base em uma taxa de desconto calculada. Dessa forma, será possível determinar um valor justo para a empresa.

O trabalho está estruturado em dez capítulos. O primeiro capítulo corresponde à introdução. No segundo capítulo, apresenta-se o referencial teórico explicando o que utilizaremos para construir o trabalho. No capítulo 3, será realizada a contextualização do setor de shopping centers, falando sobre o operacional, histórico e perspectivas futuras. No Capítulo 4, forneceremos uma análise do panorama macroeconômico. No Capítulo 5, discorreremos sobre a Multiplan, incluindo sua história e estrutura societária. O Capítulo 6 se dedica às premissas de receitas; enquanto o Capítulo 7 foca nas premissas de custos e despesas. No capítulo 8, as

atenções se voltam à explicação das premissas essenciais necessárias para a aplicação do método e a determinação do valor justo da empresa. Nossas conclusões em relação a este estudo são apresentadas no Capítulo 9. O trabalho é finalizado com as referências bibliográficas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 *Valuation*

O propósito da avaliação de ativos é estabelecer o valor justo de um projeto ou de uma empresa. Esse valor desempenha um papel fundamental na tomada de decisão referente à concretização de um investimento. É crucial considerar as particularidades de cada ativo ao calcular seu preço, com o objetivo de se aproximar da realidade.

Há uma diversidade de abordagens voltadas para a determinação do "valor justo" de um ativo. Podemos identificar dois principais conjuntos de técnicas para alcançar um valor final para o ativo. O primeiro deles envolve o uso da metodologia de fluxo de caixa descontado, que se dedica a prever a geração futura de receitas de uma empresa e, em seguida, trazer esses fluxos de caixa para o valor presente através de uma taxa de desconto. A segunda abordagem é a avaliação por múltiplos, que busca estabelecer o valor de uma empresa por meio de uma comparação com outras empresas similares usando múltiplos indicadores comuns.

Optamos pelo emprego do método de Fluxo de Caixa Descontado (DCF). Nossa atenção se voltará para a avaliação do Valor da Firma. Com o intuito de esclarecer o procedimento para calcular o Valor da Firma, fornecemos a seguir algumas definições conceituais e a formulação necessária para sua determinação.

2.2 Custo de Capital Próprio (K_e)

O Custo de Capital Próprio (K_e) representa a taxa mínima de retorno necessária para tornar-se um investimento viável, ou seja, garantir que ele gera um retorno superior ao custo associado à alternativa de investimento de menor risco.

Para determinar esse valor, recorre-se ao modelo CAPM (Modelo de Precificação de Ativos Financeiros), conforme expresso na equação 1. Apesar de o CAPM apresentar limitações que o afastam da realidade, ele continua sendo a fórmula mais utilizada por investidores para calcular o custo de capital próprio.

Equação 1 - Custo de Capital Próprio

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

Fonte: Araujo *et al.* (2015)

Onde:

K_e = Custo do capital próprio

R_f = Taxa de juros livre de risco

β = Coeficiente beta da ação

R_m = Retorno da carteira de mercado

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

2.2.1 Taxa Livre de Risco

Um ativo considerado livre de risco é aquele no qual o investidor pode prever com certeza o retorno esperado. Para um ativo ser categorizado como livre de risco, devem ser satisfeitas duas condições essenciais: não deve haver qualquer possibilidade de inadimplência e não pode haver incerteza relacionada às taxas de retorno.

A opção mais comum para representar ativos sem risco é a utilização de títulos emitidos pelo governo, uma vez que, dado que os governos emitem moeda, o risco de não cumprirem com seus compromissos é extremamente baixo. Contudo, é crucial destacar que nem todos os países podem ser considerados totalmente isentos desse risco.

Nos Estados Unidos, é uma prática frequente empregar os títulos de tesouro de longo prazo do governo norte-americano, como o Treasury Notes de dez anos de maturidade, como referência.

Em outras nações, como o Brasil, é comum calcular a taxa de juros livre de risco dos Estados Unidos e acrescentar a ela o prêmio de risco específico do país, conhecido como o "Risco Brasil".

2.2.2 Beta

De acordo com o modelo CAPM, o Beta é o coeficiente de inclinação na equação de regressão que avalia o impacto da variação do índice de mercado sobre a variação do preço de

uma ação. Esse coeficiente pode ser representado como a relação entre a covariância do retorno do ativo em relação ao retorno da carteira de mercado e a variância da carteira de mercado.

O coeficiente Beta mede o risco sistemático do ativo, indicando como a performance de uma empresa se relaciona com as variações de um "benchmark". Em termos simples, empresas que são mais sensíveis às flutuações do mercado tendem a ter Betas mais altos em comparação com aquelas que são menos sensíveis, ou seja, têm uma correlação mais baixa com o índice de mercado.

No contexto de empresas brasileiras listadas na bolsa, o "benchmark" utilizado é o Ibovespa, e o valor do Beta da ação é determinado através da análise de regressão dos seus retornos em relação aos retornos deste índice durante um período.

2.2.3 Prêmio de Risco do Mercado

O prêmio de risco do mercado representa o ganho extra que os investidores requerem devido ao risco percebido, tanto em termos macroeconômicos quanto microeconômicos. Esse cálculo se baseia no histórico das diferenças entre o retorno do mercado (R_m) e o rendimento de ativos sem risco (R_f).

Além disso, o prêmio de risco também espelha o nível de aversão ao risco dos investidores. Em outras palavras, quanto maior for a percepção de risco, maior será a compensação adicional exigida para investir em um determinado ativo em comparação com a opção sem risco.

2.3 Custo de Capital de Terceiros

O custo de capital de terceiros (K_d), também conhecido como custo da dívida, representa o custo presente que uma empresa assume ao adquirir empréstimos e financiamentos no mercado. Este custo é direto e pode ser quantificado pela taxa de desconto que, em um instante específico, iguala os fluxos de entrada com os de saída de caixa.

A taxa livre de risco (risk-free), como já mencionado, é a compensação proporcionada por um ativo considerado isento de risco. O prêmio de risco de inadimplência da empresa costuma ser avaliado por agências de classificação de risco especializadas, que se encarregam de determinar essa margem de segurança.

2.4 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

O Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) representa o custo envolvido nos diversos meios que uma empresa emprega para sustentar suas atividades. As empresas têm a opção de financiar suas operações com capital próprio ou com capital de terceiros (ou seja, dívida), e, por isso, o WACC pode ser calculado por uma média ponderada entre o custo da dívida e o custo do capital próprio. A ponderação é determinada com base na proporção desses dois componentes na estrutura de capital da empresa.

Equação 2 - Custo Médio Ponderado de Capital

$$WACC = Ke * \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Capital Próprio} + \text{Dívida}} + Kd (1 - T) * \frac{\text{Dívida}}{\text{Capital Próprio} + \text{Dívida}}$$

Fonte: Damodaran (2012)

Ke: Custo do capital próprio

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

T: Alíquota de Imposto de Renda

2.5 Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF)

Conhecido como FCFF (Fluxo de Caixa Livre para a Firma), o objetivo principal é avaliar o valor da empresa, levando em consideração tanto os interesses dos acionistas quanto dos credores.

A distinção fundamental entre o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista e o Fluxo de Caixa Livre para a Firma é que o primeiro se baseia no lucro líquido, enquanto o último parte do lucro antes do pagamento dos juros. Isso significa que o FCFF representa o fluxo de caixa restante que a empresa gera após a dedução dos custos operacionais e dos investimentos.

O Fluxo de Caixa para a Empresa deve espelhar a habilidade da companhia em produzir caixa, incorporando tanto fontes de financiamento próprio quanto de terceiros. Quando o pagamento de juros e a emissão de dívida são incluídos nesse fluxo, a taxa de desconto utilizada deve refletir os riscos e as expectativas de retorno tanto dos acionistas quanto dos credores.

Equação 3 - Fluxo de Caixa Livre da Firma

$$FCFF = EBIT * (1 - T) + Depreciação e Amortização - Capex - \Delta Capital de Giro$$

Fonte: Damodaran (2012)

Onde:

EBIT: Earnings before interest and taxes (Lucro antes das despesas com juros e impostos)

Capex: Investimento em imobilizado e intangível

2.6 Valor Terminal

No processo de projeção dos fluxos de caixa livre da firma, surge uma incerteza considerável em relação aos valores esperados no futuro. Embora não possamos prever a duração exata de uma empresa, ao mesmo tempo, não é possível estimar os fluxos de caixa eternamente. Portanto, é necessário delimitar um horizonte finito e calcular um valor de perpetuidade que representa o valor projetado naquele momento.

Esse valor de perpetuidade é determinado no encerramento das projeções e representa o valor da empresa que será gerado a partir desse ponto em diante. Existem várias abordagens para calcular o valor terminal, mas neste trabalho, optamos por utilizar o modelo de crescimento constante, assumindo que os fluxos de caixa da empresa crescerão de forma constante na perpetuidade.

Equação 4 - Valor Terminal da Firma

$$Valor\ Terminal_n = \frac{FCFF_n}{WACC - g_n}$$

Fonte: Damodaran (2012)

Onde:

g_n : Taxa de crescimento constante dos fluxos de caixa a partir do ano n

FCFF: Fluxo de Caixa Livre da Firma

WACC: Custo Médio Ponderado de Capital

2.7 Valor da Firma

O Valor da Firma é calculado como a soma de dois componentes principais. O primeiro componente consiste na adição dos fluxos de caixa livres projetados da empresa ao longo de um período específico. Esses fluxos de caixa são trazidos ao valor presente, o que significa que são ajustados para refletir seu valor em termos atuais, levando em consideração o custo de capital da empresa, que é o retorno mínimo exigido pelos investidores.

O segundo componente é o valor terminal, que representa a estimativa do valor da empresa após o período de projeção. Esse valor é calculado da mesma forma, descontando-se os fluxos de caixa esperados após o período de projeção até a perpetuidade, novamente com base no custo de capital da empresa.

Assim, o Valor da Firma é obtido somando-se os fluxos de caixa projetados e o valor terminal, ambos ajustados ao valor presente com base no custo de capital da empresa. Esse valor reflete a estimativa do valor total da empresa.

Equação 5 - Valor da Firma

$$\text{Valor da firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{\text{Valor terminal}_n}{(1 + WACC)^n}$$

Fonte: Damodaran (2012)

Onde:

n: Último ano de projeção

FCFFt: Fluxo de caixa livre da firma no ano t

3 MERCADO

3.1 Conceito

De acordo com a Associação Brasileira de Shopping Centers (ABRASCE), pode-se definir o funcionamento de um shopping center como:

empreendimento com Área Bruta Locável (ABL), normalmente, superior a 5 mil m², formados por diversas unidades comerciais, com administração única e centralizada, que pratica aluguel fixo e percentual. Na maioria das vezes, dispõe de lojas âncoras e vagas de estacionamento compatível com a legislação da região onde está instalado (ABRASCE).

O conceito atribuído aos shopping centers se difundiu a partir da união de diferentes fatores, dos quais podem ser destacados o crescimento urbano, o desenvolvimento dos meios de transporte e a necessidade de segurança e maior conforto. Além desses fatores, o principal atrativo desses empreendimentos é o fato de terem a capacidade de reunir diferentes lojas, serviços e conveniências em um mesmo local.

Atualmente, o shopping vem cada vez mais mudando seu propósito de “centro de compras” para um local de engajamento e provedor de facilidades para o consumidor.

Com o intuito de tornar os shoppings cada vez mais atrativos, o empreendedor e o administrador devem planejar de forma assertiva o conjunto de lojas locatárias, que assumem as seguintes classificações:

- **Lojas Âncora:** Lojas que possuem ABL superior a 1.000 m² e são conhecidas por trazer fluxo para o shopping. Por essa razão, muitas dessas lojas possuem contratos especiais com benefícios relacionados aos seus encargos (aluguel e custos condominiais);
- **Megalojas:** Possuem ABL entre 500 e 999 m²;
- **Lojas Satélites:** Lojas mais comuns dos shopping centers, representando cerca de 78,5% da ABL dos shoppings em conjunto com as praças de alimentação. Possuem ABL inferior a 500 m²;
- **Lazer:** locais que dão sede a teatros e cinemas, não possuem algum regulamento fixo em relação a seu tamanho.

3.2 Modelo de Operação

Ao analisar o modelo de remuneração dos shopping centers, é possível segmentar em 4 principais vertentes: aluguéis, estacionamento, merchandising e Cessão e Transferência de Direitos:

- **Aluguéis:** A receita de aluguéis é a principal fonte de recursos do segmento, responsável por 79% da receita do setor, segundo a ABRASCE. A vertente se refere ao arrendamento operacional dos Shopping Centers;
- **Estacionamento:** receita de estacionamentos pode ser compreendida como a exploração da área em volta do Shopping Center, que pode ser administrado diretamente pela Companhia ou explorado por terceiros. Tal vertente representa, segundo a ABRASCE, 13% do faturamento de setor;
- **Merchandising:** As atividades de merchandising consistem na comercialização dos espaços promocionais que são realizadas por meio de painéis publicitários internos e externos, quiosques e stands. Essa atividade representa, segundo a ABRASCE, 5% do faturamento do setor;
- **Cessão de Direito de Uso (CDU):** vertente na qual é cobrado um preço dos locatários pelo direito de uso da infraestrutura técnica que será disponibilizada por força do contrato de locação. Essa atividade, segundo a ABRASCE, representa cerca de 3% do faturamento do setor.

3.3 Histórico

Nos últimos anos, percebe-se que o setor de shopping centers obteve um forte crescimento. Desde seu início em 1966 com a inauguração do primeiro shopping em São Paulo, o setor passou por diferentes épocas de crescimento.

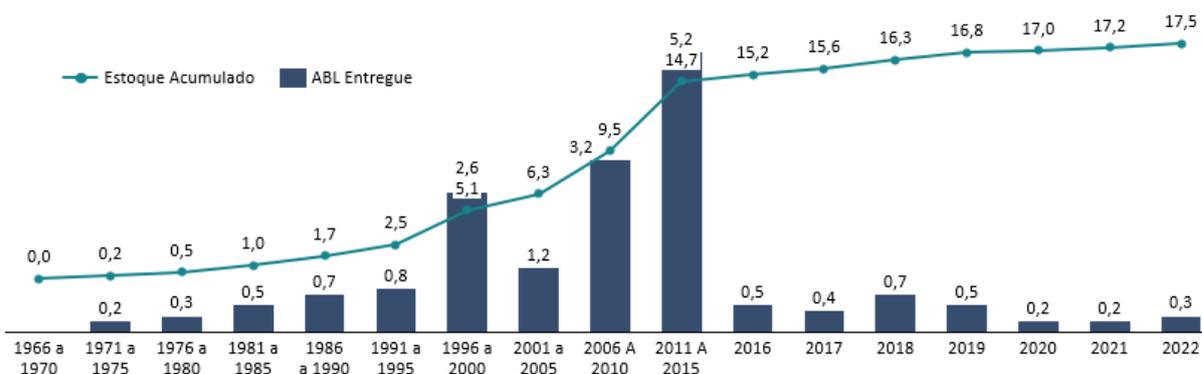
Na década de 1980 o setor passou pela sua primeira onda de crescimento, tendo a inauguração de shopping centers regionais em grandes cidades como Rio de Janeiro e São Paulo.

Na segunda metade da década de 1990, a união de fatores como: a) maior estabilidade econômica a partir do Plano Real (1994), b) sucesso de empreendimentos realizados na década passada e c) aumento da expansão de fundos de investimento, principalmente de caráter previdenciário, culminou em uma forte expansão do mercado, configurando a sua segunda onda

de crescimento. No entanto, no início dos anos 2000, crises financeiras por países como Ásia, Rússia e México acabaram por comprometer a oferta de investimentos e acarretaram um arrefecimento do setor.

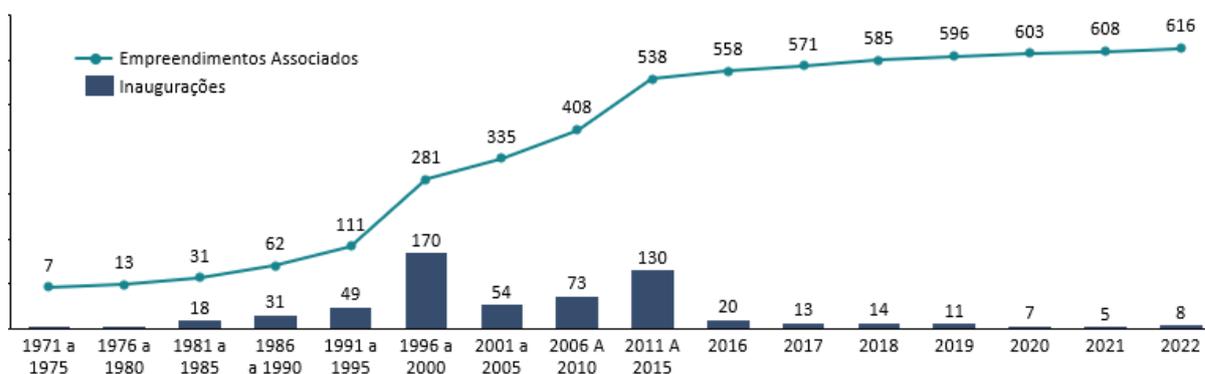
Nos períodos de 2005-2015, pode-se caracterizar uma terceira onda de crescimento do país, uma vez que as condições macroeconômicas apresentaram uma melhora significativa, principalmente taxas de juros e inflação, que são extremamente relevantes para avaliar a elaboração de projetos e prever o comportamento do consumidor, respectivamente. Os anos subsequentes foram marcados por eventos macroeconômicos mais desafiadores, tendo o país passado por crises tanto no âmbito político como econômico, o que acabou por restringir o crescimento do setor.

Gráfico 1 - Área bruta locável de Shopping Centers no Brasil (em milhões de ABL)



Fonte: ABRASCE e elaboração própria.

Gráfico 2 - Número de Shopping Centers no Brasil

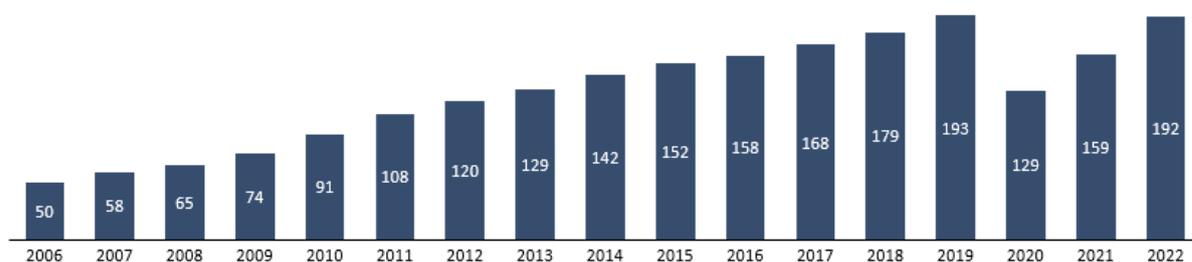


Fonte: ABRASCE e elaboração própria.

Segundo a ABRASCE, em 2022, o setor de shopping centers apresentou um volume total de vendas na ordem de R\$190,9 bilhões, indicando um aumento de 20,5% em relação à 2021. Atualmente o setor conta com 628 shoppings que apresentaram cerca de 443 milhões de visitantes mensais. O segmento conta com cerca de 17,5 milhões de m^2 em área bruta locável (ABL) e é responsável por gerar mais de um milhão de empregos.

Ainda assim, o setor ainda está se recuperando do momento de pandemia, iniciado em 2020, em que o mercado de shoppings observou uma queda em termos de faturamento na ordem de 50% em comparação com 2019.

Gráfico 3 - Evolução do Faturamento de Shopping Centers no Brasil (R\$ bilhões)



Fonte: ABRASCE e elaboração própria.

3.4 Perspectivas Futuras

Segundo a ABRASCE, estão previstas 15 inaugurações para o ano de 2023. O mercado possui forte oportunidade de crescimento quando comparado com demais países uma vez que ainda possui baixa penetração sob a ótica de habitantes/ABL quando comparado com demais países.

Além disso, o setor de Shopping Centers está extremamente concentrado na região sudeste, representando cerca de 54% de toda a ABL do segmento, a expansão para demais regiões pode ser um fator relevante para explicar o crescimento futuro.

Outra característica relevante é a fragmentação do mercado. Atualmente os 3 principais players abertos têm cerca de 21% do mercado em termos de ABL. Futuras fusões como a observada entre Aliance Sonae e BR Malls em 2022 podem ser tendências futuras no mercado.

Tabela 1 - Área Bruta Locável por região e Market Share por Área Bruta Locável

Região	ABL (m²)	Participação	Empresa	ABL (m²)
Sudeste	9,426,786	54%	Multiplan	876,066
Nordeste	3,142,797	18%	Iguatemi	669,935
Sul	2,486,738	14%	Allos	2,212,783
Centro - Oeste	1,552,619	9%	<i>Top 3</i>	<i>3,758,784</i>
Norte	900,521	5%	<i>Mercado</i>	<i>17,509,461</i>
Mercado	17,509,461	100%	Market Share	21%

Fonte: ABRASCE, RI das companhias e elaboração própria.

4 CENÁRIO MACROECONÔMICO

O ano de 2023 vem surpreendendo positivamente em relação ao seu desempenho. Dessa forma, observa-se que as expectativas referentes ao crescimento econômico têm sido sistematicamente revisadas para cima. Fatores como a crescente demanda por exportações de produtos brasileiros, até mesmo após a desvalorização do dólar, que apresentou uma queda de 6,3% em setembro de 2023 (Banco Central do Brasil, 2023). Essa crescente demanda advém principalmente pelo fato de o Brasil ter aumentado significativamente sua participação de mercado nos principais produtos exportados, como petróleo e soja, atendendo à demanda que anteriormente era suprida por concorrentes.

Outro fator extremamente importante vem sendo a expansão do mercado interno. O país observou uma elevação na massa de rendimentos do trabalho, amplificada pela implementação de diferentes benefícios sociais, além de um aumento da contribuição do consumo total (tanto das famílias quanto do governo) ao PIB. Em um contexto em que as famílias enfrentam fragilidade financeira, as medidas de estímulo fiscal têm o propósito de mitigar parcialmente os efeitos restritivos da política monetária austera na economia doméstica. Adicionalmente, a diminuição da inflação, especialmente em produtos essenciais para famílias de baixa renda, como alimentos, contribui para aliviar e fortalecer o poder de compra dos rendimentos familiares.

Tais questões foram fundamentais para promover um crescimento de 3,3% do PIB no segundo trimestre de 2023 frente ao segundo trimestre de 2022 (Banco Central do Brasil, 2023).

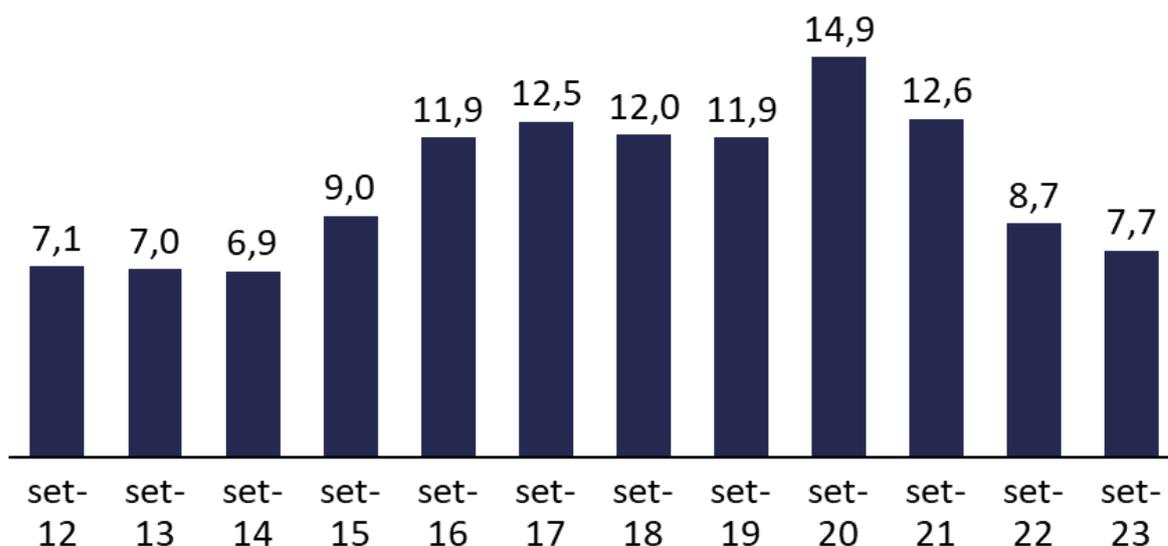
Gráfico 4 - Crescimento do Produto Interno Bruto dessazonalizado vs trimestre comparável do ano anterior



Fonte: SGS-BACEN ([2023]).

O processo de retomada econômica também culminou em uma forte redução do desemprego. De acordo com os dados disponibilizados pela Secretaria de Política Econômica (2023) o Brasil atingiu a taxa de desemprego de 7,7% em setembro, atingindo o menor nível nos últimos 8 anos. Acompanhando o número de brasileiros pertencentes ao mercado de trabalho, de acordo com a Pesquisa Nacional de Domicílios Contínua, PNAD Contínua o rendimento real da população trabalhadora no mês de julho de 2023 foi de R\$2.855 reais, um aumento de 6% frente a julho de 2022, decorrente de um cenário econômico mais aquecido e um mercado de trabalho mais apertado.

Gráfico 5 - Taxa de desemprego no Brasil (nos trimestres até setembro, em %)



Fonte: IBGE (2023).

No primeiro semestre deste ano, a economia brasileira enfrentou uma forte pressão deflacionária devido à queda das cotações internacionais e à valorização cambial do real. Essa deflação foi inicialmente observada nos preços do setor atacadista e nos preços ao produtor, refletindo a redução dos preços de insumos e bens industriais importados, resultando em uma descompressão de custos. Segundo o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), nos últimos 12 meses encerrados em agosto, os preços agrícolas e industriais apresentaram deflação de 17,1% e 8,3%, respectivamente.

Essa deflação nos preços ao produtor e nos índices do atacado se transmitiu para o varejo com um atraso de meses, especialmente nos grupos de alimentos e bens industriais, que apresentaram desinflação ao longo do ano. Observou-se que no último trimestre, os principais índices de preços persistiram surpreendendo de maneira favorável, movimento observado desde

meados de 2022. Com esse efeito, a aceleração já esperada da inflação ao consumidor ocorreu de forma mais branda que o projetado, principalmente devido a deflação observada nos preços dos alimentos.

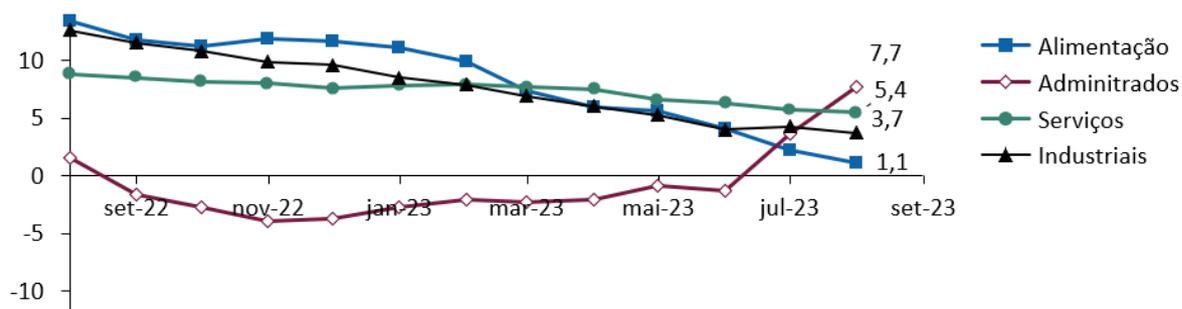
Os preços dos alimentos no domicílio recuaram 3,0% no trimestre junho-agosto, refletindo a queda de itens como tubérculos, carnes, aves e ovos. Os preços dos alimentos já indicam uma queda de 0,6% no acumulado em 12 meses.

Além disso, as medidas de núcleo da inflação também mostram desaceleração, embora a variação acumulada em 12 meses ainda seja relativamente alta, atingindo 5,4%. Os bens industriais também apresentaram melhora em seu comportamento, principalmente devido à deflação de 0,2% dos bens duráveis nos últimos 12 meses. Por outro lado, os preços monitorados pelo governo exerceram pressão inflacionária, subindo de -1,3% no acumulado em 12 meses em agosto para 7,7% na mesma base de comparação.

Esse aumento se deve a fatores estatísticos devido ao expurgo das deflações significativas dos combustíveis e da energia elétrica, ocorridas em junho e julho de 2022, ocasionadas pelas desonerações e mudanças tributárias. Em 2023, o governo também estipulou a reoneração parcial dos combustíveis com a mudança no cálculo do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) em junho e dos tributos federais em julho.

O outro fator se deve aos reajustes de preços dos combustíveis pela Petrobras em agosto, que possui um peso significativo no Índice de preços ao consumidor amplo (IPCA). De acordo com dados da Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis o preço médio da gasolina caiu em maio (-12,0%), junho (-5,0%) e julho (-5,00%) e aumentou 16,1% em agosto. O diesel, apesar de ter sofrido um reajuste maior (25,8%), não possui efeito imediato no IPCA.

Gráfico 6 - IPCA por categoria (em %)



Fonte: Banco Central, IBGE e elaboração própria.

No cenário financeiro, a expectativa de desinflação levou a uma queda na curva de juros no primeiro semestre, influenciada pela redução de 1 ponto percentual na taxa Selic em agosto e setembro, com a perspectiva de novos cortes nas próximas reuniões, a um ritmo de 0,50 ponto percentual. Em contrapartida, os juros longos apresentaram um leve aumento no mesmo período.

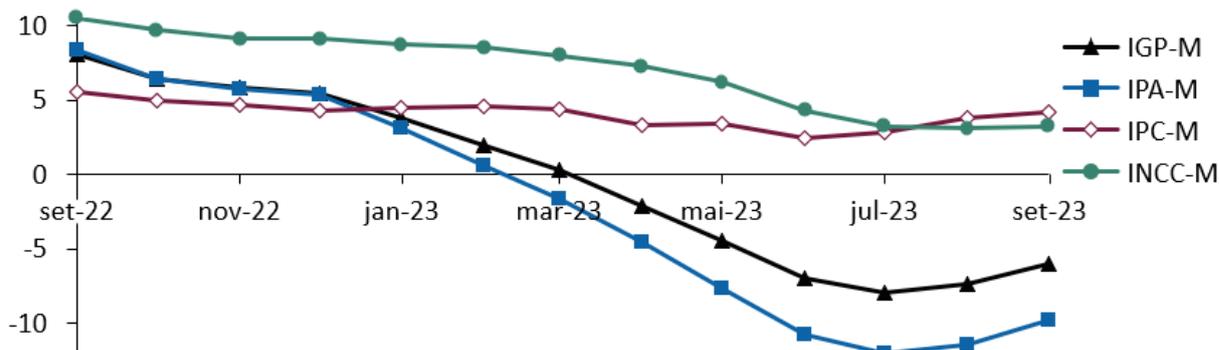
Dessa forma, a partir dos itens expostos, segundo a projeção do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), estima-se que a inflação de 2023 será de 4,8%.

O Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) é publicado mensalmente pelo Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (FGV IBRE). Este indicador foi criado no final da década de 1940 com o objetivo de fornecer uma medida abrangente do movimento de preços, que não só abrangesse diferentes atividades, mas também diferentes fases do processo produtivo. Sendo assim, o IGP representa um indicador mensal do nível de atividade econômica do país, englobando seus principais setores. Esse indicador é amplamente utilizado para reajustes de tarifas públicas (energia e telefonia), em contratos de aluguéis e prestações de serviços.

O indicador é formado a partir da média aritmética ponderada da inflação do produtor (IPA), com peso de 60%, do consumidor (IPC), com 30% e construção civil (INCC), com peso de 10%.

Em 2023, o indicador apresentou uma redução por seis meses seguidos, resultando em deflação no período de 12 meses. Essa tendência foi impulsionada pelas quedas consecutivas no IGP-M, principalmente devido à diminuição do índice IPA. Este índice tem como um dos principais componentes a gasolina, que experimentou significativas reduções nos últimos meses, contribuindo para esse cenário deflacionário.

Gráfico 7 - Inflação por indexador - Variação acumulada em 12 meses



Fonte: FGV-IBRE e elaboração própria.

Com o recente aumento dos combustíveis fósseis, o indicador registrou um aumento em setembro, alcançando 0,72%. Esta variação é especialmente relevante para setores como shoppings, onde os aluguéis são frequentemente reajustados com base no IGP-M. É crucial acompanhar de perto as nuances desse indicador, pois ele exerce um impacto direto na receita das empresas, influenciando as finanças das companhias e demandando uma análise cuidadosa para tomar decisões estratégicas informadas.

Dado o viés otimista em relação à inflação, prevê-se que o Banco Central reduza as taxas de juros nas próximas reuniões do Conselho de Política Monetária (COPOM), uma vez que não é mais necessário manter as taxas elevadas para controlar a inflação.

De acordo com o relatório FOCUS de 29/09/2023 (Banco Central do Brasil, 2023), espera-se que as taxas de juros diminuam de 13,75% a. a. (o máximo registrado em 2023) para 11,75% a. a. até o final de 2023, chegando a 9% a. a. em 2024 e a 8,5% a. a. em 2025 e 2026. Quanto aos índices de preços, estima-se que o IPCA aumente em 4,86% até o final do ano, diminuindo para 3,87% em 2024 e alcançando 3,5% em 2025 e 2026. Já para o IGP-M, prevê-se um acumulado de -3,69% em 2023, 3,96% em 2024 e 3,87% em 2025 e 4,00% em 2026.

Neste cenário, ao analisar as perspectivas macroeconômicas do setor de shopping centers, observa-se um panorama positivo. Taxas de inflação e juros mais baixos estimulam uma economia mais robusta, reduzem a taxa de desemprego e aumentam a renda média disponível. O aumento da renda, por sua vez, geralmente resulta em maior consumo, impulsionando as vendas nos shoppings e beneficiando tanto a receita variável dos administradores quanto a saúde financeira dos lojistas.

5 Multiplan

5.1 Histórico da Empresa

A empresa Multiplan, fundada em 1966 por José Isaac Peres, começou como a Veplan, uma corretora e incorporadora de imóveis. Em 1971, a Veplan fundiu-se com a H.C. Cordeiro Guerra e formou a Veplan-Residência, lançando vários empreendimentos de sucesso, incluindo o shopping center Ibirapuera em São Paulo. Em 1975, Peres criou a Embraplan e a Multiplan Planejamento para se concentrar em projetos e incorporação de imóveis.

Em 1977, a Multishopping foi estabelecida com foco em shopping centers, inaugurando o BH Shopping em 1979. Ao longo dos anos, o Grupo Multiplan desenvolveu inúmeros empreendimentos imobiliários, tanto comerciais quanto residenciais, no Brasil e no exterior.

Em 2005, a empresa passou por uma reorganização e se tornou a Multiplan Empreendimentos Imobiliários Ltda., consolidando todos os investimentos imobiliários do grupo. Em 2006, a empresa expandiu sua área bruta locável própria, adquiriu participações em shopping centers e atraiu o investimento da Ontario Teachers Pension Plan (OTPP).

A empresa aderiu ao Nível 2 de Governança Corporativa da B3 em julho de 2007 e realizou uma oferta pública de ações ordinárias, captando R\$666,0 milhões. Nos anos seguintes, continuou sua expansão, adquirindo e inaugurando novos shopping centers.

Ao longo dos anos, a Multiplan continuou a expandir sua presença, lançar novos empreendimentos e diversificar suas operações, incluindo a administração do Parque Shopping Maceió. Em 2012, a empresa obteve o Grau de Investimento da Standard & Poor's.

Em resumo, a Multiplan é uma empresa que teve um crescimento significativo ao longo dos anos, com um foco em shopping centers e investimentos imobiliários, expandindo sua presença no Brasil e diversificando suas operações.

5.2 Estrutura Societária

Em 30 de setembro de 2023, cerca de 25,2% das ações da empresa eram de propriedade direta e indireta do Sr. e da Sra. Peres. O Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP) possuía 27,4% das ações. O restante, aproximadamente 44,3%, estava disponível para negociação no mercado (free-float), enquanto as ações em posse da administração e as mantidas em tesouraria somavam

3,1% do total de ações emitidas. O número total de ações emitidas pela empresa era de 600.760.875.

Tabela 2: Composição Acionária

Acionista	Ações	%
Free Float	266.278.325	44,3%
Sr. e Sra. Peres	151.184.172	25,2%
OTPP	164.416.644	27,4%
Adm + Tesouraria	18.881.734	3,1%
Total	600.760.875	100,0%

Fonte: Multiplan (2023)

6 PREMISSAS DE RECEITA

6.1 Receita de Locação

A receita de locação é a principal fonte de renda da companhia, representando 81% da receita bruta da companhia em 2022. De acordo com o formulário de referência emitido pela Multiplan (2023b) essa linha de receita consiste nas cobranças por parte dos proprietários (sendo a Companhia e seus sócios) pela locação de áreas nos shopping centers.

A receita é constituída por três tipos de locação:

- **aluguel mínimo:** fonte de renda baseada em um contrato comercial, geralmente indexado ao IGP-DI, somado ao efeito da linearidade (retirada da volatilidade – ganhos contratuais e sazonais), porém sem efeito caixa. Os contratos geralmente possuem vigência de 5 anos e são indexados ao IGP-DI com ajustes anuais no aniversário de contrato, além de poderem possuir aumentos reais contratuais.
- **aluguel complementar:** (diferença, quando positiva, entre um percentual incidente sobre as vendas dos lojistas e o aluguel mínimo estipulado em contrato)
- **merchandising/mídia:** consiste na locação de quiosques/mídia nos empreendimentos.

Para estimar a receita foram estimadas as receitas de locação para cada um dos 22 empreendimentos da companhia. Para isso foram considerados 3 principais aspectos: a área bruta locável, a taxa de ocupação e o aluguel por metro quadrado médio cobrado pela companhia.

A área bruta locável corresponde ao espaço disponível para ser comercializado para os lojistas. Foi considerado que a companhia não irá expandir sua ABL, dado que recentemente concluiu a construção de um novo shopping center em 2021, o ParkShopping Jacarepaguá, que, de acordo com o formulário de referência da companhia, foi resultado de um investimento de R\$ 770 milhões de reais e 5 anos de construção. Um novo projeto *greenfield*, caso seguisse os mesmos moldes do último projeto da companhia, produziria resultados para além do tempo considerado na projeção.

A taxa de ocupação refere-se à quantidade de ABL do shopping que está atualmente sendo alugada para lojistas. Optou-se por manter o nível de 2022 para cada um dos

empreendimentos, resultando em uma taxa de ocupação média de 95%, que está coerente com o histórico pré-pandemia.

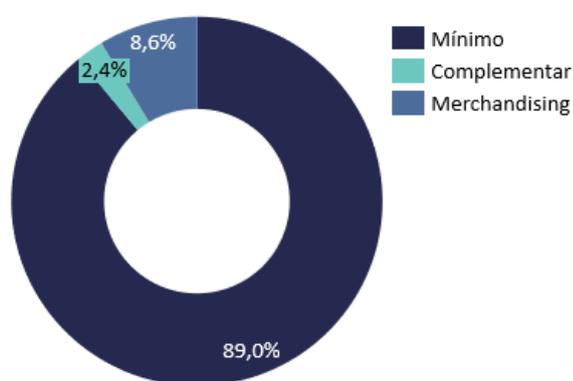
O aluguel por metro quadrado se refere ao valor pago mensalmente para o lojista, tendo como principal indicador de reajuste o IGP-DI. No entanto, caso o indicador reporte uma variação negativa, o aluguel por metro quadrado sofre reajuste zero. Dessa forma, em 2023, como explicado anteriormente no capítulo 3, é previsto que o IGP-M reporte uma variação de -3,69%, fazendo com que o valor do aluguel por metro quadrado em 2023 permaneça inalterado em relação a 2022.

Para a projeção futura da inflação, utilizaram-se os valores do relatório FOCUS para a data de 29/09/2023 (Banco Central do Brasil, 2023) do indicador IGP-M, uma vez que esse tem suas projeções divulgadas pelo Banco Central e mais se assemelha ao IGP-DI. A partir de 2026 os valores se repetem.

O aluguel temporário consiste na locação proveniente do aluguel de espaços temporários, que geralmente estão localizados nos corredores e nos estacionamentos dos shopping centers. Essa linha inclui receitas de quiosques, stands, cartazes, totens digitais, locação de espaços em pilares, portas e escadas rolantes, além de outros pontos de exposição.

O gráfico abaixo mostra a distribuição da receita de locação entre os 3 principais grupos e elucida a grande relevância do aluguel mínimo na receita de locação.

Gráfico 8 - Abertura da Receita de locação % - 4T22



Fonte: Elaboração própria e Site de Relacionamento com Investidor da Multiplan - Release 4T22

Para fins de exemplo, demonstra-se a construção da Receita do Barra Shopping. No ano de 2022, o empreendimento reportou uma receita de locação de R\$246.993.788. Ao dividir por

sua ABL de 51.333 e sua ocupação de 96,6%, chegamos a um aluguel por m² de aproximadamente R\$5.000 por ano. A partir desse valor projeta-se crescendo do valor a função máxima entre 0 e a variação anual do IGP-M. Como em 2022 o indicador reportou queda e a taxa de ocupação e a ABL permaneceram inalteradas, o valor da receita de locação permaneceu no mesmo valor encontrado em 2022.

6.2 Estacionamento

A segunda fonte com maior representatividade é a linha intitulada como receita de estacionamento. De acordo com as divulgações financeiras da Multiplan, a linha correspondeu a aproximadamente 13% do faturamento bruto da Companhia. Ela consiste nas receitas provenientes da cobrança de clientes pela permanência de seus veículos no local destinado ao estacionamento do empreendimento. Tal receita está intimamente ligada com as tarifas cobradas pelo tempo de permanência do veículo. Considera-se que o reajuste da tarifa é baseado na inflação.

6.3 Receita de Serviços

As receitas de serviços consistem nas taxas de corretagem em que os proprietários cobram um percentual sobre o resultado que incide sobre os contratos assinados de locação e de cessão de direitos. Entende-se que tal linha está intimamente ligada com a receita de locação. Nos últimos 4 anos a receita de serviços representou aproximadamente 9% da receita de locação e, por isso, optou-se por manter o percentual sobre a projeção do resultado nos próximos anos.

6.4 Receita de Cessão de Direitos de Uso

A receita de cessão de direitos de uso (CDU) consiste no valor pago pelo lojista para ingressar no shopping center, essa receita é reconhecida na linha de receita de cessão de direitos em parcelas lineares, após o momento de uma abertura de loja, pelo período do contrato de locação.

Nos últimos anos tem ocorrido um efeito reverso, intitulado de “luvas invertidas” em que a companhia, como forma de incentivar a entrada de locatários, paga um valor aos inquilinos. Esse ato ocorre principalmente com empresas que alugam espaços nas torres

comerciais e as operações estratégicas em determinados shopping centers. As luvas invertidas possuem um impacto negativo na linha de CDU e são reconhecidas em parcelas lineares.

Entende-se que por se tratar de uma linha que está diretamente relacionada com a comercialização dos contratos de locação, essa deve ser estimada com um percentual relativo da receita de locação. A partir da análise dos últimos 4 anos, observa-se que a receita representou cerca de aproximadamente -1% da receita de locação. Dessa forma, manteve-se essa proporção para os próximos anos

6.5 Receita de Vendas de Imóveis

Refere-se a receita gerada a partir da comercialização das unidades comerciais e residenciais incorporadas pela Companhia. As Receitas e custos podem ser apropriados de acordo com o andamento físico-financeiro da obra, sendo contabilizados a partir da metodologia *Percentage of completion method* (POC).

Grande parte da receita dessa linha é proveniente dos ativos que estão concentrados no estoque de terrenos e imóveis a comercializar. Pela falta de visibilidade acerca do período de venda e do futuro valor gerado de venda (VGV) e visando manter a consistência acerca da manutenção da ABL, optou-se por zerar tal linha de receita para os próximos anos, mantendo inalterada a variação da respectiva conta no balanço.

6.6 Apropriação de receita de aluguel linear

Consiste em método contábil que tem como objetivo retirar a volatilidade e sazonalidade das receitas de aluguel.

O reconhecimento contábil da receita de locação, incluindo o aluguel sazonal e reajustes contratuais quando aplicáveis, é baseado na linearização da receita durante o prazo do contrato independente do prazo de recebimento.

De acordo com um estudo de caso, divulgado pela própria companhia, o efeito da linearização deve produzir um efeito zero nos demonstrativos financeiros da companhia, tendo como intuito exclusivamente a redução de volatilidade das receitas de aluguel decorrentes do “13º aluguel” cobrado no último mês.

Nesse contexto, dado que as projeções foram feitas de forma anual, foi zerado o efeito de linearização para os anos subsequentes.

Tabela 3 - Composição da Receita Bruta

	Unidade	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
* 1. DRE							
Receita Bruta	R\$ 'MM	1,975.12	2,101.09	2,184.05	2,267.57	2,356.87	2,449.68
% Growth	%	40.6%	6.4%	3.9%	3.8%	3.9%	3.9%
Receita de aluguel	R\$ 'MM	1,604.87	1,684.14	1,750.83	1,818.58	1,891.33	1,966.98
Aluguel Mínimo	R\$ 'MM	1,437.42	1,508.42	1,568.15	1,628.84	1,694.00	1,761.76
Aluguel Complementar	R\$ 'MM	37.23	39.07	40.61	42.19	43.87	45.63
Merchandising	R\$ 'MM	130.21	136.65	142.06	147.56	153.46	159.60
Receita de serviços	R\$ 'MM	120.28	153.42	159.49	165.66	172.29	179.18
Receita de cessão de direitos	R\$ 'MM	(5.50)	(12.49)	(12.98)	(13.49)	(14.02)	(14.59)
Receitas de estacionamento	R\$ 'MM	249.59	261.72	271.85	281.36	291.21	301.40
Venda de imóveis	R\$ 'MM	68.38	-	-	-	-	-
Apropriação de receita de aluguel linear	R\$ 'MM	(79.27)	-	-	-	-	-
Outras receitas	R\$ 'MM	16.77	14.30	14.87	15.44	16.06	16.70

Fonte: Site de RI da companhia e elaboração própria

Ao analisar a variação da receita de locação nos anos de projeção, deve-se observar que a companhia apresentou crescimento zero entre os anos de 2022 e 2023, porém, para visualizar esse efeito é preciso deduzir da linha de “Receita de aluguel” a linha de “Apropriação de receita de aluguel linear”, uma vez que essa linha não possui efeito caixa e foi zerada para a projeção. Ao realizar essa operação encontramos o mesmo valor em 2022 e 2023 de receita de locação.

6.7 Receita Financeira

A receita financeira consiste nos ganhos obtidos a partir do rendimento das aplicações financeiras da companhia. Para estimá-la, foi utilizada a projeção da taxa SELIC presente no relatório FOCUS do dia 29/09/2023 (Banco Central do Brasil, 2023), e, adotando um viés conservador, assumimos que a companhia conseguirá investimentos que remuneram seus ativos caixa e equivalentes a 70% da taxa. A linha se encontra após a apuração do EBITDA e, por isso, não foi considerada na receita bruta.

6.8 Receita Líquida

A receita líquida pode ser calculada pela subtração dos impostos e contribuições sobre a venda e serviços prestados que incidem diretamente sobre a companhia.

Para estimar a linha de impostos, utilizou-se o histórico dos últimos 2 anos para calcular a dedução média da linha em relação a receita bruta e foi encontrada a taxa de 7%.

Tabela 4 - Projeção da Receita Líquida

	Unidade	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
* 1. DRE							
Receita Bruta	R\$ 'MM	1,975.12	2,101.09	2,184.05	2,267.57	2,356.87	2,449.68
% Growth	%	40.6%	6.4%	3.9%	3.8%	3.9%	3.9%
(-) Impostos e contribuições	R\$ 'MM	(150.58)	(151.15)	(157.11)	(163.12)	(169.55)	(176.22)
% of Gross Revenue	%	(7.6%)	(7.2%)	(7.2%)	(7.2%)	(7.2%)	(7.2%)
Receita Líquida	R\$ 'MM	1,824.54	1,949.94	2,026.94	2,104.45	2,187.32	2,273.46
% Growth	%	39.3%	6.9%	3.9%	3.8%	3.9%	3.9%

Fonte: RI da companhia e elaboração própria

7 PREMISSAS DE CUSTOS E DESPESAS

7.1 Despesas de Propriedades

As despesas de propriedades consistem nas despesas com lojas não ocupadas, contribuições para o fundo de promoção, jurídicas, arrendamento, marketing, custos com estacionamento, corretagem, provisões devido à inadimplência, e outras despesas provenientes da participação e administração nos shopping centers.

Analisando os principais componentes do shopping, entende-se que nessa linha constam custos ligados diretamente à operação de locação de espaço. Dessa forma, para estimá-la para os anos subsequentes optou-se por analisar a média histórica a partir dos últimos 2 anos dessa linha em relação à receita líquida e estimou-se que essa linha representa aproximadamente 12% da receita bruta. Optou-se por um histórico mais recente para não incorporar os efeitos da pandemia.

7.2 Despesas de Sede

As despesas de sede incluem os gastos com a sede da Companhia, que podem ser definidos como despesas com pessoal de caráter administrativo, operacional e de desenvolvimento, da matriz e filiais, além de gastos com serviços de terceiros, marketing corporativo e viagens.

Para estimar tais gastos optou-se por projetar tal custo utilizando-se o índice de preços ao consumidor amplo (IPCA).

7.3 Despesas de propriedades para locação

Tais despesas consistem em despesas pré-operacionais, atreladas a projetos *greenfield* e expansões. Como não será considerado nenhum movimento de expansão, a linha de despesa será ajustada ao índice de preços para subsidiar os custos de manutenção dos terrenos adquiridos pela companhia.

7.4 Despesas de projetos para venda e custo de imóvel vendido

As despesas de projetos para vendas consistem em despesas pré-operacionais, geradas nas operações de desenvolvimento imobiliário para venda. Essas despesas são contabilizadas como despesa nas demonstrações de resultados, seguindo o pronunciamento CPC 04 em 2009.

Os custos de imóveis vendidos estão associados com os negócios de incorporação imobiliária e são compostos principalmente pelos custos relacionados à construção do empreendimento, aos custos atrelados ao terreno e suas despesas gerais geradas em seu desenvolvimento.

Dado que não foi considerado que no período da projeção serão desenvolvidos e comercializados imóveis, optou-se por zerar tais linhas de custo.

7.5 Remuneração Baseada em Ações

As despesas com remuneração baseadas em ações referem-se à remuneração variável proporcionada aos executivos da companhia atreladas às metas da companhia.

Devido ao fato que essa despesa sofre influência direta dos resultados da companhia optou-se por utilizar o histórico de 2,5% sobre a receita de locação para projetar a despesa.

7.6 Resultado de Equivalência Patrimonial

O resultado de equivalência patrimonial refere-se principalmente à participação da Companhia nos shoppings Santa Úrsula (37,5%) e no Parque Shopping Maceió (50,0%).

Para estimá-los aplicou-se um percentual histórico em relação a receita bruta de aproximadamente 1%.

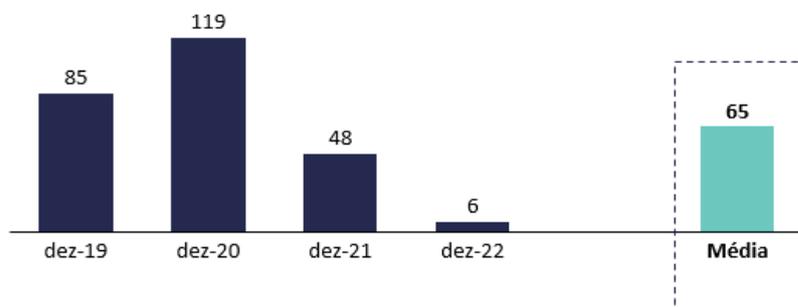
7.7 Despesas Financeiras

As despesas financeiras referem-se ao pagamento de juros pelo serviço da dívida obtido a partir dos credores.

Para estimar o custo médio da dívida, utilizou-se a média histórica divulgada no relatório de divulgação de resultados do 4º trimestre de 2022 do spread de crédito da dívida da companhia em relação à taxa SELIC.

Utilizando o histórico dos últimos 4 anos, adotou-se que o custo da dívida será determinado pela taxa de juros + 0,65% a. a., em que a taxa de juros será estimada a partir do relatório FOCUS publicado no dia 29/09/2023 (Banco Central do Brasil, 2023).

Gráfico 9 - Spread do custo da dívida sobre a Selic (p.b)



Fonte: Divulgação de Resultados da Multiplan 4T22 e elaboração própria.

Tabela 5 - Projeção da Despesa Financeira

	Unidade	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Despesa Financeira						
Despesa Financeira de curto prazo	R\$ 'MM	(58)	(45)	(42)	(42)	(42)
Despesa Financeira de longo prazo	R\$ 'MM	(326)	(253)	(240)	(240)	(240)
Despesa Financeira Total	R\$ 'MM	(383)	(298)	(283)	(283)	(283)

Fonte: RI da companhia e elaboração própria

A tabela acima evidência os valores encontrados para a despesa da dívida, onde utilizou-se o montante da dívida da companhia tanto no curto como no longo prazo e aplicou-se um percentual que consistia na variação anual da taxa Selic presente no relatório FOCUS do dia 29/09/2023 acrescido do spread do custo do serviço da dívida de 0,65% a. a.

7.8 Depreciação e Amortização

De acordo com as notas explicativas (página 56) da companhia publicadas em 2022:

Propriedade para investimento é a propriedade mantida para auferir receita de aluguel para valorização de capital ou para ambos, mas não para venda no curso normal dos negócios, fornecimento de serviços ou para propósitos administrativos. As edificações e benfeitorias classificadas como propriedade para investimento são mensuradas pelo custo no reconhecimento inicial e depreciadas pelo prazo de vida útil de 30 a 50 anos, que é revisada anualmente (Multiplan, 2022, p. 46).

Dessa forma, dado que a propriedade para investimento corresponde por cerca de 94% do imobilizado da companhia, optou-se por utilizar a média do prazo de vida útil, ou seja 40 anos, para fazer o cálculo de depreciação.

7.9 Capital de Giro

Segundo Damodaran (2012, p. 264), podemos definir capital de giro como a diferença entre os ativos circulantes e passivos circulantes. No entanto, sob a ótica de quantificar o valor da firma é preciso fazer alguns ajustes.

O autor enfatiza a exclusão da linha "caixa e equivalente de caixa", pois esses recursos geralmente são investidos em ativos isentos de risco, recebendo um retorno ajustado. Sendo assim, esse ativo não é empregado nas operações da empresa e, conseqüentemente, não deve ser considerado na mensuração de seu valor.

Além disso, o autor aconselha retirar as dívidas alocadas no passivo circulante, uma vez que essas dívidas reportam mais sobre a estrutura de capital da companhia - um aspecto que será avaliado em outra esfera da avaliação - e não refletem na sua operação.

O segmento de shopping centers não possui alta necessidade de capital de giro, uma vez que não possui estoque, já que não vende bens físicos. Para calcular o capital de giro foram consideradas as contas que estão diretamente correlacionadas com a operação. Tendo no ativo circulante contas como: contas a receber, impostos a serem compensados e custos diferidos e no passivo: contas a pagar, impostos a pagar e receitas diferidas.

Para estimar a necessidade de capital de giro assumiu-se que o capital de giro não terá variações relativas à receita líquida, ou seja, a partir dessa premissa infere-se que a companhia não terá nenhuma alteração relativa à sua eficiência.

Tabela 6 - Estimativa de Capital de Giro

Capital de Giro	Unidade	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ativo Circulante	R\$ 'MM	630.02	654.90	679.94	706.72	734.55
Contas a receber	R\$ 'MM	503.83	523.72	543.75	565.16	587.42
Impostos e contribuições sociais a compensar	R\$ 'MM	50.99	53.00	55.03	57.20	59.45
Custos diferidos	R\$ 'MM	46.41	48.24	50.09	52.06	54.11
Outros	R\$ 'MM	28.79	29.93	31.07	32.30	33.57
Passivo Circulante	R\$ 'MM	306.86	318.98	331.18	344.22	357.77
Contas a pagar	R\$ 'MM	150.22	156.15	162.12	168.51	175.14
Impostos e contribuições a recolher	R\$ 'MM	37.79	39.29	40.79	42.39	44.06
Receitas diferidas	R\$ 'MM	22.46	23.35	24.24	25.20	26.19
Outros	R\$ 'MM	96.39	100.20	104.03	108.12	112.38
Capital de Giro (CG)	R\$ 'MM	323.16	335.92	348.76	362.50	376.77
<i>Capital de Giro Inv.</i>	<i>R\$ 'MM</i>	<i>(20.78)</i>	<i>(12.76)</i>	<i>(12.85)</i>	<i>(13.73)</i>	<i>(14.28)</i>
<i>CG % da Receita líquida</i>	<i>%</i>	<i>16.6%</i>	<i>16.6%</i>	<i>16.6%</i>	<i>16.6%</i>	<i>16.6%</i>

Fonte: RI da companhia e elaboração própria.

7.10 Investimento em Imobilizado e Intangível

O CAPEX (*Capital Expenditures*) consiste no investimento da empresa para renovar ou expandir seus investimentos nos ativos imobilizados e intangíveis, presentes nas linhas propriedades para investimento, imobilizado e intangível.

Para estimar o Capex de manutenção, uma vez que o trabalho não aborda o movimento de expansão da companhia, optou-se por igualar o capex de manutenção com a depreciação dos empreendimentos, assumindo que a empresa irá investir a quantia necessária para igualar a depreciação líquida a níveis atuais. Assumir um valor menor que a depreciação apontaria que a empresa estaria investindo o suficiente para manter seus ativos em condições ideais.

Tabela 7 - Projeção da Depreciação e Amortização

Imobilizado + Intangível	Unidade	2023	2024	2025	2026	2027
Imobilizado + Intangível						
Início do período	R\$ 'MM	8,256.2	8,256.2	8,256.2	8,256.2	8,256.2
(+) Capex	R\$ 'MM	207.9	209.4	211.0	212.7	214.4
(-) D&A	R\$ 'MM	(207.9)	(209.4)	(211.0)	(212.7)	(214.4)
Imobilizado + Intangível líquido final do período	R\$ 'MM	8,256.2	8,256.2	8,256.2	8,256.2	8,256.2

Fonte: RI da companhia e elaboração própria.

7.11 Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF)

Com base nas premissas projetadas, torna-se possível o cálculo e projeção do Fluxo de

Caixa Livre da firma. Segundo Damodaran (2012), a definição de Fluxo de Caixa da Firma pode ser entendida como “The free cash flow to the firm (FCFF) is the sum of the cash flows to all claim holders in the firm, including common stockholders, bondholders, and preferred stockholders”¹ (Damodaran, 2012, p. 369).

Para estimá-lo foi necessário projetar o lucro antes dos impostos e tributos (EBIT, *Earnings before interest and taxes*) e depois retirar os impostos chegando no lucro operacional líquido após os impostos (NOPAT, *Net operating profit after taxes*).

Após o cálculo do NOPAT é necessário acrescentar o valor da depreciação e amortização (uma vez que possuem efeito não caixa) e descontar os investimentos (CAPEX) e a necessidade de capital de giro.

Dessa forma, torna-se possível a consolidação dos dados que resultam no seguinte fluxo de caixa (Tabela 8).

Tabela 8 - Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF)

Fluxo de Caixa livre da Firma (FCFF)						
(em R\$ milhões)	Unidade	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA	R\$ 'MM	1,522.0	1,582.3	1,643.3	1,708.7	1,776.7
% Growth	%		4.0%	3.9%	4.0%	4.0%
(-) D&A	R\$ 'MM	(207.9)	(209.4)	(211.0)	(212.7)	(214.4)
% da Receita líquida	%	(10.7%)	(10.3%)	(10.0%)	(9.7%)	(9.4%)
EBIT	R\$ 'MM	1,314.2	1,372.8	1,432.3	1,496.0	1,562.3
(-) Imposto de renda e contribuição social	R\$ 'MM	(446.8)	(466.8)	(487.0)	(508.6)	(531.2)
% da Receita líquida	%	(22.9%)	(23.0%)	(23.1%)	(23.3%)	(23.4%)
NOPAT	R\$ 'MM	867.3	906.1	945.3	987.4	1,031.1
% do EBITDA	%	57.0%	57.3%	57.5%	57.8%	58.0%
(+) D&A	R\$ 'MM	207.9	209.4	211.0	212.7	214.4
(-) Capital de Giro	R\$ 'MM	(20.8)	(12.8)	(12.8)	(13.7)	(14.3)
(-) Capex	R\$ 'MM	(207.9)	(209.4)	(211.0)	(212.7)	(214.4)
FCFF	R\$ 'MM	846.6	893.3	932.5	973.6	1,016.9
% Growth			5.5%	4.4%	4.4%	4.4%

Fonte: Site do RI da companhia e elaboração própria.

A partir dos valores expressivos encontrados, conclui-se que a companhia é uma forte geradora de caixa. Quando somado ao valor da perpetuidade, esses resultados determinarão o valor total da empresa.

¹ Em tradução livre: “O fluxo de caixa livre para a empresa (FCFF) é a soma dos fluxos de caixa para todos os detentores de direitos na empresa, incluindo acionistas ordinários, credores e acionistas preferenciais.”

8 APLICAÇÃO DO MÉTODO

8.1 Valor Justo da Empresa

Após calcular o Fluxo de Caixa Livre da Empresa, como demonstrado na Tabela 8, o próximo passo consiste em trazer o FCFE para o valor presente. Para realizar essa tarefa, estimamos o WACC, conforme explicado na Seção 2 (Equação 2). Isso requer uma compreensão dos elementos que compõem o financiamento da Multiplan e os custos associados a cada um deles. Inicialmente, é necessário determinar a proporção do capital total que representa o Patrimônio Próprio e a parcela que corresponde à Dívida.

De modo geral, os ativos de uma empresa são financiados por dívida e patrimônio líquido. Precisamos calcular o peso do patrimônio e o peso da dívida.

O valor de mercado do patrimônio líquido (E) também é denominado "Market Cap". Pegamos o valor do fechamento de setembro, portanto a capitalização de mercado (E) da Multiplan é de R\$14.760.694.698,75.

O valor de mercado da dívida é geralmente difícil de calcular, por isso, utilizamos o valor contábil da dívida (D) para realizar o cálculo. Isso é simplificado ao somar a média trimestral dos últimos doze meses das obrigações de dívida de curto prazo e arrendamento de capital com as obrigações de dívida de longo prazo. Em setembro de 2023, a média trimestral dos últimos doze meses do valor contábil da dívida (D) da Multiplan Empreendimentos Imobiliários é de R\$ 2.851.408.000,00.

Assim, as relações de Dívida/ (Capital Próprio + Dívida) e Capital Próprio / (Capital Próprio + Dívida) foram, respectivamente, 16,19% e 83,81%.

Para encontrarmos o valor do custo de capital próprio (Ke), devemos antes obter a taxa livre de risco, o prêmio de risco de mercado e o beta da ação.

Utilizamos como taxa livre de risco (Rf) a NTN-B 2033, um título de renda fixa atrelado à inflação emitido pelo governo brasileiro. Em 29/09/2023, a taxa deste título era de IPCA + 5,84%. Para compor a inflação de longo prazo, utilizou-se a projeção do Banco Central do Brasil (valor obtido no boletim Focus do Banco Central do dia 29/09/2023) de 3,5%. Ao somar este valor da inflação de longo prazo à taxa prefixada da NTN-B 2033 de 5,84%, obtivemos como resultado uma taxa de 9,34%, ou seja, o $R_f = 9,34\%$.

A partir de dados divulgados na Bloomberg, adotamos como prêmio de risco do mercado o valor de 6%, que mostra a média de retorno anual paga pelo mercado acima da taxa livre de risco.

Por fim, foi utilizado o beta da ação disponível na Bloomberg de 0,98. Utilizando a fórmula do custo de capital próprio, multiplicamos o Beta (0,98) pelo prêmio de risco do mercado (6%), o que resulta no valor de 5,88%; em seguida, somamos ao Rf de 9,34%, obtendo a taxa de Ke de 15,22%.

Assim, utilizando as fórmulas apresentadas no capítulo 2 para calcular o custo médio ponderado de capital (WACC), chegamos a um WACC de 13,73% a. a.

Tabela 9 - WACC

<u>WACC</u>	
Ke	15,22%
E/(E+D)	83,81%
D/(E+D)	16,19%
Kd * (1-T)	6,04%
WACC	13,73%

Fonte: Autores (2023)

Para finalizar a aplicação do método, projetamos o fluxo de caixa até 2027 e, após este ano, utilizamos uma taxa de crescimento para a perpetuidade de 2%, em valores reais. Escolhemos essa taxa, pois acreditamos que a empresa pode ter como crescimento o PIB real de longo prazo que estima o crescimento médio da economia brasileira, como podemos ver no relatório FOCUS do Banco Central do Brasil de setembro de 2023. Além disso, acreditamos que se fosse colocada uma taxa maior que essa, estaríamos considerando que, na perpetuidade,

a empresa teria uma taxa de crescimento superior à economia brasileira, o que não corresponderia com a realidade.

Para alcançar o objetivo deste trabalho, combinamos o valor presente do Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF) descontado pela Taxa de Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) com o valor terminal trazido a valor presente. A partir desse valor, subtrai-se a dívida e adiciona-se o caixa disponível, o que nos leva ao valor justo da empresa Multiplan. Após considerar todas as premissas mencionadas anteriormente, o valor obtido é de aproximadamente R\$11.244 milhões. Portanto, ao dividir o valor da capitalização de mercado pelo número de ações em circulação, estimamos um preço-alvo por ação da empresa de R\$18,72.

8.2 Análise de Sensibilidade

Com o intuito de compreender melhor as principais nuances do modelo, foi feito um teste de sensibilidade no valor da ação da companhia considerando dois diferentes parâmetros: WACC e crescimento nominal da perpetuidade (g).

Tabela 10 – Análise de Sensibilidade: Wacc e crescimento nominal da perpetuidade

		WACC				
		11.73%	12.73%	13.73%	14.73%	15.73%
g perp.	5.0%	21.96	19.28	17.22	15.58	14.24
	5.5%	23.25	20.22	17.92	16.12	14.67
	6.0%	24.77	21.30	18.72	16.73	15.15
	6.5%	26.58	22.54	19.62	17.41	15.67
	7.0%	28.78	24.01	20.66	18.17	16.26

Fonte: Autores (2023)

Ao analisar a tabela conseguimos inferir que o valor de mercado possui forte sensibilidade aos dois parâmetros. Quando analisamos na perspectiva do WACC, a tabela apresenta uma recomendação importante a ser feita para a companhia. Como seu custo de dívida foi consideravelmente baixo nos últimos anos e a companhia encontra-se em uma posição extremamente confortável em relação ao endividamento, a companhia poderia aumentar seu nível de dívida e abaixar significativamente seu custo de capital. Dessa forma a empresa estaria com uma estrutura de capital mais próxima do nível ótimo.

Sob a perspectiva do crescimento na perpetuidade infere-se que o mesmo também possui forte influência sobre o preço da ação, tendo, no caso base, um acréscimo de 10,4% no valor da ação caso o crescimento aumente em um ponto percentual.

9 CONCLUSÃO

A escolha de avaliar a empresa Multiplan foi motivada pelo interesse dos autores pelo mercado de shopping centers. A Companhia é muito conhecida, está fortemente presente no dia a dia dos autores e é uma das principais operadoras de shopping centers do Brasil, com uma presença significativa em diversas cidades do país. A empresa também é conhecida por sua abordagem inovadora na criação de experiências de varejo para os consumidores.

Após estabelecer o objetivo de avaliar o valor justo da empresa Multiplan, foi necessário criar um trabalho que envolvesse várias análises e previsões para aplicar o método escolhido. Conforme mencionado, há várias maneiras de avaliar uma empresa e, neste estudo, optou-se pela abordagem fundamentalista. Essa abordagem se baseia no desempenho econômico e financeiro da empresa e requer a análise de fatores externos e internos à empresa, pois eles têm um grande impacto no valor intrínseco de suas ações. Portanto, utilizou-se o método de Fluxo de Caixa Descontado, que é considerado o mais abrangente para essa análise.

É importante destacar que há uma estrutura comum para a aplicação desse método que, em geral, é seguida pelos analistas, mas é difícil que todos cheguem ao mesmo resultado ao avaliar a mesma empresa. Isso ocorre porque, durante a aplicação do método, é necessário analisar o setor em que a empresa opera, considerar as condições do mercado e, principalmente, definir premissas e projeções. Essas etapas são altamente subjetivas e dependem da visão de cada analista, ou seja, cada um aplicará sua própria perspectiva.

Depois de incorporar o entendimento do mercado e do setor como premissas, projetamos o valor apropriado da empresa com base em nossas expectativas para esse segmento. Isso envolveu o cálculo do Fluxo de Caixa Livre da Firma e, em seguida, descontamos esse valor para o presente usando a taxa de desconto WACC calculada. Como resultado, chegamos a um valor justo de R\$ 11.244 milhões para a capitalização de mercado da Multiplan.

Assim, este estudo forneceu uma análise detalhada realizada pelos autores, e acredita-se que as principais considerações foram devidamente apresentadas. O preço-alvo por ação de R\$ 18,72 resultante reflete um cenário desfavorável para a empresa Multiplan, já que sua cotação estava em R\$ 24,57 em 29 de setembro de 2023. Esse declínio de 24% indica que vender as ações da empresa pode ser uma opção de desinvestimento atraente.

10 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRASCE: Associação Brasileira de Shopping Centers. São Paulo: Mufasa. Página inicial. Disponível em: <https://abrasce.com.br/>. Acesso em: 17 fev. 2023.

ALIANSCOE SONAE SHOPPING CENTERS. **Formulário de Referência 2023**. Versão: 3. [Rio de Janeiro], 2023. 332p. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/330c258b-6212-45ce-8c13-557ea46cc23a/c2c5b054-4508-ce4b-b6ee-2c62ccd14311?origin=1>. Acesso em: 25 ago. 2023.

ARAUJO, Maiara Musy *et al.* Análise do método CAPM para a mensuração do Custo de Capital Próprio no mercado brasileiro. *In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO*, 35., 2015, Fortaleza. **Anais eletrônicos [...]**. Rio de Janeiro: ABEPRO, 2015. p. 1-14. Disponível em: <https://gee.ufc.br/wp-content/uploads/2017/03/e26.pdf>. Acesso em: 18 fev. 2023.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Focus: Relatório de Mercado**. Brasília, DF: Bacen, 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/29092023>. Acesso em: 6 nov. 2023.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. v. 2.1. Brasília, DF: Bacen, [20-]. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 1 set. 2023.

BRASIL. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua**. Rio de Janeiro: IBGE, 2011- . Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-contudos/publicacoes/conjuntura-economica/emprego-e-renda/2023/informativo-pnad-set2023.html>. Acesso em: 8 out. 2023.

BRASIL. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Carta de Conjuntura**. Rio de Janeiro: IPEA, 1948- . Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/>. Acesso em: 20 out. 2023.

BRASIL. Tesouro Nacional. **Tesouro Direto**. Brasília, DF: Tesouro Nacional, 2002. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/precos-e-taxas.htm>. Acesso em: 22 set. 2023.

DAMODARAN, Aswath. **Country Default Spreads and Risk Premiums**. [S. l.: s. n.], 2023. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. Acesso em: 10 ago. 2023.

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2012.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Índice Geral de Preços Instituto Brasileiro de Economia**. Rio de Janeiro: FGV IBRE, 1940-. Disponível em: <https://portalibre.fgv.br/igp>. Acesso em: 14 out. 2023.

MULTIPLAN. **Estudo de caso: Efeito da linearidade nas demonstrações financeiras**. Rio de Janeiro: Multiplan, [202-]. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/08dd2899-a019-4531-a90c-f00c9f91b0ff/3bf1c402-bf92-3870-cdf4-31087cf78b1a?origin=1>. Acesso em: 2 ago. 2023

MULTIPLAN. **Composição Acionária e Estrutura Societária**. Rio de Janeiro: Multiplan, 2023a. Disponível em: <https://ri.multiplan.com.br/sobre-multiplan/composicao-acionaria-e-estrutura-societaria/>. Acesso em: 9 out. 2023.

MULTIPLAN. **Formulário de Referência 2023**. Versão: 4. Rio de Janeiro, 30 maio 2023b. 342p. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/08dd2899-a019-4531-a90c-f00c9f91b0ff/ca745779-5a6a-c38d-d854-6b1e3c9ce5e3?origin=1>. Acesso em: 16 ago. 2023.

MULTIPLAN. Multiplan anuncia o início das obras do ParkShopping Jacarepaguá. **Notícias Multiplan**, Rio de Janeiro, 21 dez. 2017. Disponível em: <https://www.multiplan.com.br/pt-br/a-empresa/noticias/multiplan-anuncia-o-inicio-das-obras-do-parkshopping-jacarepagua>. Acesso em: 3 abr. 2023.

MULTIPLAN. **Relatório da Administração**. Rio de Janeiro: Multiplan, 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/08dd2899-a019-4531-a90c-f00c9f91b0ff/9724172d-cfe0-36df-88c0-dba23832d7da?origin=1>. Acesso em: 27 maio. 2023.

MULTIPLAN. **Relatório de Resultados: 4T22**. Rio de Janeiro: Multiplan, [2023]. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/08dd2899-a019-4531-a90c-f00c9f91b0ff/43b12e61-29ea-6e01-4726-42e6278bf2f8?origin=1>. Acesso em: 13 jul. 2023.

REDAÇÃO XP EDUCAÇÃO. Warren Buffet: frases do maior investidor de todos os tempos. *In*: BLOG XP Educação. [S.l.], 16 dez. 2021 [Atualizado em: 29 jun. 2022]. Disponível em: <https://blog.xpeducacao.com.br/warren-buffett-frases/>. Acesso em: 22 mar. 2023.

TABELAS DE FRETE. **Histórico da variação de preços de combustíveis**. São Paulo, [202-]. Disponível em: <https://www.tabelasdefrete.com.br/planilha/historico-da-variacao-de-precos/25>. Acesso em: 23 out. 2023.

YAHOO FINANCE. Califórnia: Yahoo, c2023. Página com informações financeiras da Multiplan. Disponível em: <https://finance.yahoo.com/quote/MULT3.SA/financials?p=MULT3.SA>. Acesso em: 28 jul. 2023.