

**BRUNO VIEIRA DE MELLO CORREA QUINTIERE
GUILHERME CARVALHO DERBLY**

Análise de *Valuation* da Empresa Multiplan S.A.

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: Renato de Viveiros Lima

Departamento de Engenharia Industrial
Rio de Janeiro, 15 de novembro de 2023.

RESUMO

O foco deste estudo é fazer uma análise do valor justo da empresa Multiplan S.A., uma proeminente empresa do setor de *shopping centers*, utilizando o método do Fluxo de Caixa Descontado. A análise do fluxo de caixa descontado foi aplicada para calcular o valor presente das projeções de fluxo de caixa da empresa ao longo dos anos até o ano de 2027. A análise do histórico da empresa e do seu desempenho passado foi integrada para fornecer uma compreensão aprofundada do seu comportamento financeiro, assim como o efeito da pandemia do COVID-19 no negócio da companhia. Com o intuito de entender a influência de alguns componentes sobre o estudo, foram realizadas algumas análises de sensibilidade envolvendo variáveis como taxa de desconto e taxa de crescimento, índice IGP-DI, taxa de revitalização e manutenção e imposto de renda e contribuição social.

Palavras-chave: Valuation; valor justo; fluxo de caixa descontado; Multiplan

ABSTRACT

The focus of this study is to conduct an analysis of the fair value of Multiplan S.A., a prominent company in the shopping center sector, using the Discounted Cash Flow method. The discounted cash flow analysis was applied to calculate the present value of the company's cash flow projections over the years until 2027. The analysis of the company's history and past performance was integrated to provide an in-depth understanding of its financial behavior, as well as the effect of the COVID-19 pandemic on the company's business. In order to understand the influence of certain components on the study, sensitivity analyses were conducted involving variables such as the discount rate and growth rate, IGP-DI index, revitalization and maintenance rate, and income tax and social contribution.

Key-words: Valuation, fair value, discounted cash flow, Multiplan

SUMÁRIO

SUMÁRIO.....	3
1. INTRODUÇÃO.....	9
2. METODOLOGIA.....	2
2.1 Fluxo de Caixa Descontado.....	2
2.1.1 Fluxo de Caixa da Firma.....	2
2.2 Taxa de Desconto.....	3
2.2.1 Taxa Livre de Risco.....	3
2.2.2 Prêmio de Risco de Mercado - Equity Risk Premium ("ERP").....	4
2.2.3 Beta (β).....	4
2.2.4 Custo de Capital Próprio ("Ke").....	5
2.2.5 Custo de Capital de Terceiros ("Kd").....	5
2.2.6 Fórmula do WACC (Weighted Average Cost of Capital).....	6
2.3 Valor Terminal.....	6
2.4 Valor Justo da Empresa.....	7
3. CONTEXTUALIZAÇÃO E ANÁLISE HISTÓRICA.....	8
3.1 Multiplan.....	8
3.2 Crescimento e Pandemia.....	10
4. PREMISSAS.....	12
4.1 Premissas Macroeconômicas.....	12
4.2 Receita Operacional.....	12
4.2.1 Contratos de Locação.....	13
4.2.2 Receitas de Serviços.....	23
4.2.3 Receitas de Cessão de Direitos (CDU).....	24
4.2.4 Receitas de Estacionamento.....	25
4.2.5 Receita de Venda de Imóveis.....	26
4.3 Deduções.....	26
4.4 Custos e Despesas.....	27
4.5 Imobilizado, Intangível, Depreciação e Amortização.....	28
4.6 Capital de Giro.....	29
4.7 Imposto de Renda e Contribuição Social.....	30
5. APLICAÇÃO DO MÉTODO.....	32
5.1 WACC.....	32
5.1.1 Kd.....	32
5.1.2 Ke.....	33
5.2 Fluxo de Caixa da Firma.....	33
5.3 Valor Terminal e Valor Justo da Empresa.....	34
6. ANÁLISE DE SENSIBILIDADE.....	35
7. CONCLUSÃO.....	39
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	40

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Lista de Empreendimentos para Locação (Formulário de Referência – Multiplan).....	9
Figura 2 – ABL Total Shopping Centers (Elaboração Própria).....	10
Figura 3 – Vendas Totais Shopping Centers (Elaboração Própria).....	10
Figura 4 – Histórico de Receita Bruta de Shoppings (Elaboração Própria).....	11
Figura 5 – Histórico IGP-DI e Efeito Calculado do Reajuste de Aluguel (Elaboração Própria).....	14
Figura 6 – Reajuste Calculado vs. Cresc. Reportado do Aluguel por m ² (Elaboração Própria).....	15
Figura 7 - Comparação Efeito IGP-DI vs. Efeito IGP-DI Ajustado.....	17
Figura 8 - Histórico IGP-M vs. IGP-DI.....	18
Figura 9 - Projeção do Aluguel Mensal por m ²	20

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Indicadores Macroeconômicos, projeção (IBGE, BACEN, FGV).....	12
Tabela 2 - Projeção de ABL Próprio (Elaboração Própria).....	16
Tabela 3 - Projeção do Índice IGP-DI (Elaboração Própria).....	18
Tabela 4 - Projeção do Efeito IGP-DI no Aluguel (Elaboração Própria).....	19
Tabela 5 - Projeção Trimestral do Aluguel Mensal por m ² (Elaboração Própria).....	19
Tabela 6 - Projeção Anual do Aluguel Mensal por m ² (Elaboração Própria).....	20
Tabela 7 - Projeção da Receita de Aluguel (Elaboração Própria).....	21
Tabela 8 - Projeção da Receita de Merchandising (Elaboração Própria).....	22
Tabela 9 - Projeção da Receita de Serviços (Elaboração Própria).....	23
Tabela 10 - Projeção da Receita de Cessão de Direitos (Elaboração Própria).....	25
Tabela 11 - Projeção da Receita de Estacionamento (Elaboração Própria).....	25
Tabela 12 - Projeção das Deduções (Elaboração Própria).....	27
Tabela 13 - Projeção dos Custos e Despesas Operacionais (Elaboração Própria).....	27
Tabela 14 - Projeção Imobilizado, Intangível, Depreciação e Amortização.....	28
Tabela 15 - Projeção das Contas Operacionais do Capital de Giro (Elaboração Própria).....	30
Tabela 16 - Projeção do Capital de Giro Líquido (Elaboração Própria).....	30
Tabela 17 - Projeção IR e CS (Elaboração Própria).....	31
Tabela 18 - Empréstimos e Financiamentos - Passivo Circulante (Elaboração Própria).....	32
Tabela 19 - Empréstimos e Financiamentos - Passivo Não-Circulante (Elaboração Própria).....	32
Tabela 20 - Cálculo do Kd (Elaboração Própria).....	32
Tabela 21 - Projeção Fluxo de Caixa da Firma (Elaboração Própria).....	33
Tabela 22 - Projeção do Fluxo de Caixa Descontado (Elaboração Própria).....	34
Tabela 23 - Cálculo do Valor Justo (Elaboração Própria).....	34
Tabela 24 - Taxa de Crescimento vs. Taxa de Desconto, sensibilidade (Elaboração Própria).....	35
Tabela 25 - Índice IGP-DI, sensibilidade (Elaboração Própria).....	36
Tabela 26 - Revitalização e Manutenção, sensibilidade (Elaboração Própria).....	36
Tabela 27 - IR e CS, sensibilidade (Elaboração Própria).....	37
Tabela 28 - Cálculo dos Múltiplos (Elaboração Própria).....	38
Tabela 29 - Sensibilidade Múltiplo P/E vs. Market Cap (Elaboração Própria).....	38
Tabela 30 - Sensibilidade Múltiplo P/FFO vs. Market Cap (Elaboração Própria).....	38
Tabela 31 - Sensibilidade Múltiplo EV/EBITDA vs. Market Cap (Elaboração Própria).....	38

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 - Prêmio de Risco de Mercado.....	4
Equação 2 - Beta.....	4
Equação 3 - Beta alavancado.....	5
Equação 4 - Custo de Capital Próprio (K_e).....	5
Equação 5 - WACC.....	6
Equação 6 - Valor Terminal.....	6
Equação 7 - Valor Operacional.....	7
Equação 8 - Dívida Líquida.....	7
Equação 9 - Valor Justo da empresa.....	7
Equação 10 - Receita de Aluguel.....	14
Equação 11 - Aluguel Mensal por m^2 , histórico.....	14
Equação 12 - Aluguel Mensal por m^2 , projeção.....	19
Equação 13 - Receita de Aluguel, projeção.....	20
Equação 14 - Aluguel Mensal de Merchandising por m^2 , histórico.....	21
Equação 15 - Aluguel Mensal de Merchandising por m^2 , projeção.....	21
Equação 16 - Receita de Merchandising, projeção.....	22
Equação 17 - Receita de Estacionamento, projeção.....	25
Equação 18 - CAPEX de Revitalização e Manutenção, projeção.....	28
Equação 19 - Depreciação e Amortização, projeção.....	28
Equação 20 - Dias de Giro, histórico.....	29
Equação 21 - Contas Operacionais (Capital de Giro), projeção.....	29
Equação 23 - Múltiplo de Lucro.....	37
Equação 24 - Múltiplo de Lucro Caixa.....	37
Equação 25 - Múltiplo de EBITDA.....	37

LISTA DE SIGLAS

a.a. - Ao ano

ABL - Área bruta locável

ABRASCE - Associação Brasileira de Shoppings Centers

BACEN - Banco Central do Brasil

BRL - Sigla ou código monetário que faz referência ao real brasileiro

CAPM - *Capital Asset Pricing Model* (ou em português: Modelo de Precificação de Ativos de Capital)

CD - Cessão de direitos

CDU - Cessão de direitos de Uso

COFINS - Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

CS - Contribuição Social

CSLL - Contribuição Social sobre Lucro Líquido

D - Dívida

D&A - Depreciação e Amortização

EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes* (ou em português: lucro antes dos juros e tributos)

EBITDA - *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (ou em português: Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização)

E - *Equity* (ou em português: Patrimônio líquido)

ERP - *Equity Premium Risk* (ou em português: Prêmio de Risco de Mercado)

EV - *Enterprise Value* (ou em português: Valor da firma)

FCFE - *Free Cash Flow to Equity* (ou em português: Fluxo de Caixa do Acionista)

FCFF - *Free Cash Flow to Firm* (ou em português: Fluxo de Caixa da Firma)

FGV - Fundação Getulio Vargas

g - Taxa de crescimento

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IGP-DI - Índice Geral de Preços/Disponibilidade Interna

IGP-M - Índice Geral de Preços - Mercado

IPCA - Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IPO - *Initial Public Offering* (ou em português: Oferta Pública Inicial)

IR - Imposto de Renda

IRPJ - Imposto de Renda Pessoa Jurídica

JCP - Juros sobre o Capital Próprio

Kd - Custo de Capital de Terceiros

Ke - Custo de Capital Próprio

LAIR - Lucro antes do Imposto de Renda

LTDA - Limitada

m² - Metro quadrado

NOI - *Net Operating Income* (ou em português: Receita Operacional Líquida)

NTN-B - Nota do Tesouro Nacional – Série B

OTPP - *Ontario Teachers Pension Plan*

PIB - Produto Interno Bruto

PIS - Programa de Integração Social

PoC - *Percentage of Completion* (ou em português: Porcentagem de Conclusão)

Ra - Variação da rentabilidade do ativo

Rf - Retorno do ativo livre de risco

RI - Relação com Investidores

Rm - Retorno de Mercado

ROB - Receita Operacional Bruta

S.A - Sociedade Anônima

SELIC - Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

T - Taxa de imposto efetiva

TR - Taxa Referencial

UDM - Últimos doze meses

vs - Versus

WACC - Weighted Average Capital Cost (ou em português: Custo Médio Ponderado de Capital)

WK - *Working Capital* (ou em português: Capital de Giro)

NOPAT - *Net Operating Profit After Taxes*

1. INTRODUÇÃO

Segundo a Associação Brasileira de Shoppings Centers (ABRASCE, 2023), o fluxo de visitação dos *shoppings centers* no Brasil é de 443 milhões de visitantes por mês. Com a democratização da tecnologia e as mudanças nos comportamentos de compra, foram surgindo novas estratégias, como o comércio online, onde os varejistas vendem através de canais de terceiros – os *marketplaces*, ou pelo próprio site.

Na década de 1990, o mercado de shoppings teve um “boom” e a receita advinda dos *shoppings centers* nos Estados Unidos representava aproximadamente 50% da receita de todo o setor do varejo nacional. Entretanto, no ano de 2020, com a chegada da pandemia do COVID-19 e todas as medidas de proteção contra o vírus, o setor passou a enfrentar um cenário desafiador. Sob essa ótica, muito se afirmou ao longo dos anos de 2020 e 2021, que o mercado varejista de *shopping centers* estaria com os dias contados. Mas será que um setor tão difundido e consolidado realmente está chegando ao seu fim?

Isto posto, este estudo tem por objetivo, fazer uma análise econômico-financeira da empresa Multiplan S.A. pelo método do fluxo de caixa descontado a fim de ilustrar o bom desempenho de uma empresa inserida no setor contestado assim como sua recuperação no período pós-pandemia.

O trabalho é composto por 7 capítulos, sendo o primeiro uma breve introdução sobre a motivação e o assunto do estudo, o segundo é a explicação da metodologia utilizada no trabalho e seus componentes. O terceiro capítulo apresenta uma contextualização da empresa estudada e, em seguida, o capítulo quatro explica as premissas utilizadas para as projeções das variáveis que englobam o cálculo do *Valuation*. Em sequência, é feita a aplicação da metodologia para chegar até o valor justo da empresa e, no capítulo seis, foram realizadas diversas análises de sensibilidade envolvendo importantes componentes do cálculo. Por fim, no capítulo sete, foram apresentadas as conclusões geradas pelo estudo.

2. METODOLOGIA

2.1 Fluxo de Caixa Descontado

O Fluxo de Caixa Descontado é um método de avaliação usado para determinar o valor de um investimento. Ele se baseia na noção de que o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa esperados desse ativo. Em outras palavras, o valor do ativo é uma função dos fluxos de caixa gerados por esse ativo, da vida útil do ativo, do crescimento esperado dos fluxos de caixa e do risco associado a eles.

Os fluxos de caixa futuros estimados são trazidos a valor presente traduzindo o valor do ativo de termos infinitos para finitos. A taxa de desconto utilizada reflete o risco desses fluxos. À medida que a taxa de desconto aumenta, o valor do ativo em questão diminui. (DAMODARAN, 2023)

Esse método de avaliação parte de duas premissas: (1) Para que um ativo tenha valor, os fluxos de caixa esperados têm que ser positivos em algum momento ao longo da vida útil do ativo; (2) Os ativos que geram fluxos de caixa no início da sua vida devem valer mais do que os ativos que geram fluxos de caixa posteriormente.

2.1.1 Fluxo de Caixa da Firma

Existem dois modelos para a avaliação do ativo pelo método de Fluxo de Caixa Descontado: Fluxo de Caixa do Acionista ou Fluxo de Caixa da Firma. Embora ambas as abordagens apliquem taxas de desconto nos fluxos de caixa esperados, os fluxos de caixa em questão e as taxas de desconto utilizadas são diferentes para cada caso.

A avaliação pelo Fluxo de Caixa do Acionista, conhecido como *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), considera o fluxo de caixa após o cumprimento de todas as obrigações fiscais, pagamentos de principal e despesas com juros. Nesse caso, o valor obtido é o Valor do *Equity* (patrimônio líquido) para os acionistas do negócio. No contexto de uma empresa negociada em Bolsa, como a Multiplan, é o valor de todas as ações ordinárias da empresa. A taxa de desconto utilizada é a taxa de retorno exigida pelos investidores da empresa.

A avaliação pelo Fluxo de Caixa da Firma, conhecido como *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) considera o fluxo de caixa para credores, acionistas e terceiros (todos que têm direitos sobre a empresa). O Valor da Firma é obtido descontando os fluxos de caixa residuais após todas as despesas operacionais e impostos, mas antes de quaisquer pagamentos

de dívida. A taxa de desconto utilizada é o custo médio ponderado do capital, ou seja, o custo dos diferentes componentes do financiamento (capital próprio e de terceiros) utilizado pela empresa ponderado pelas suas proporções de valor. Para empresas abertas, o valor do patrimônio líquido pode ser encontrado a partir do Valor da Firma.

Via de regra, a escolha pelo Fluxo de Caixa da Firma é mais adequada para:

- a) Empresas que tenham uma alavancagem muito elevada ou muito baixa e que possivelmente vão mudar seu nível de alavancagem ao longo do tempo. Isso porque os pagamentos e emissões da dívida não precisam ser levados em consideração nos fluxos de caixa.
- b) Empresas com informações parciais sobre alavancagem (pagamento de juros).
- c) Em todos os casos onde o objetivo é avaliar a empresa e não apenas o patrimônio líquido.

A avaliação pelo FCFF utiliza três componentes básicos para chegar ao Valor da Firma: fluxos de caixa livres para a empresa, custo de capital a ser usado como taxa de desconto (WACC) e o valor terminal dos ativos operacionais da empresa. Para chegar no valor do patrimônio líquido (no caso da Multiplan, no valor das ações da empresa que são negociadas no mercado), a avaliação precisa incorporar o valor dos ativos não operacionais e subtrair a dívida líquida da empresa. (DAMODARAN, 2023)

2.2 Taxa de Desconto

2.2.1 Taxa Livre de Risco

Os modelos de risco e retorno em finanças partem da presunção de que existem ativos livres de risco e que o retorno esperado desses ativos é conhecido. Basicamente, em um ativo sem risco, o retorno real é igual ao retorno esperado, portanto não há variação em torno do retorno. Partindo dessa premissa, o retorno esperado de um ativo com risco poderia então ser estimado como a taxa livre de risco acrescido de um prêmio de risco.

Comumente, títulos do Tesouro Nacional são dados como livres de risco pela presunção de que o Governo no Brasil irá arcar com o pagamento de juros devidos no vencimento do título. (DAMODARAN, 2008)

2.2.2 Prêmio de Risco de Mercado - *Equity Risk Premium* ("ERP")

O prêmio de risco é uma previsão a longo prazo de quanto o mercado de ações irá superar os títulos de dívida livres de risco. Portanto, a diferença entre as taxas com e sem risco é chamada de prêmio de risco. Este prêmio revela quanto dinheiro um investidor precisa para manter as suas poupanças num título arriscado. Quanto maior o risco da operação, maior, evidentemente, o prêmio pago. (ASSAF NETO, 2014)

$$ERP = R_m - R_f$$

Equação 1 - Prêmio de Risco de Mercado

2.2.3 Beta ("β")

Segundo Aswath Damodaran (2023), uma vez que diversificação de portfólio não envolve custos e a não diversificação não gera ganhos, a melhor hipótese a ser considerada é manter um portfólio extremamente diversificado, isto é, um portfólio de mercado. Desta forma, o risco de qualquer ativo é o risco incremental devido a sua inclusão no portfólio, que será indicado pelo Beta. Sendo assim, ações com beta acima de um estão mais expostas ao risco de mercado, e ações com beta abaixo de um estão menos expostas ao risco de mercado. (DAMODARAN, 2011)

$$\beta = \frac{Cov(R_a, R_m)}{Var(R_m)}$$

Equação 2 - Beta

2.2.4 Custo de Capital Próprio ("Ke")

O custo do capital próprio, representado por K_e , reflete o retorno esperado pelos acionistas da empresa na tomada de decisão de aplicação do capital próprio. O método de mensuração do custo de capital próprio tem origem na aplicação do modelo de precificação de ativos (CAPM). Isto estabelece uma relação linear entre o retorno esperado dos ativos e os retornos do mercado. Os resultados do modelo demonstram forte sensibilidade às taxas de retorno exigidas (custo de capital) e o desempenho deve ser consistente com o risco. Quanto mais arriscada for a decisão, maior será o retorno exigido pelos proprietários de capital; para níveis mais baixos de risco, os investidores podem ser recompensados com taxas de retorno mais baixas. (ASSAF NETO, 2014).

O custo de capital próprio pode ser contemplado na equação 4 onde, R_f é a taxa livre de risco, β é o beta e ERP é o prêmio de risco de mercado:

$$K_e = R_f + \beta * ERP$$

Equação 4 - Custo de Capital Próprio (K_e)

2.2.5 Custo de Capital de Terceiros (“Kd”)

Segundo Moritz (2015), o custo de capital de terceiros é a remuneração exigida pelos credores de dívidas da empresa. Ou seja, a taxa estabelecida paga ao credor referente ao capital de um empréstimo e/ou financiamento. Portanto, é definido de acordo com os passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa.

2.2.6 Custo Médio Ponderado de Capital (Weighted Average Cost of Capital)

O WACC foi concebido para refletir o custo médio das diferentes opções de financiamento disponíveis para investimento. O custo da dívida após impostos e o custo do capital próprio devem ser ponderados nos seus respectivos pesos. Esta abordagem leva em conta o custo efetivo da dívida descontado dos benefícios fiscais. (Ministério da Fazenda, 2018)

O custo da dívida depois de impostos e o custo do capital próprio são ponderados respectivamente pela proporção do valor da dívida registrado nos demonstrativos financeiros da companhia e pelo valor de mercado do capital próprio sobre o valor total da firma. Utiliza-se o valor de mercado da dívida, mas pode se aproximar pelo valor contábil na falta de informação mais atualizada, pois as empresas tendem a refinanciar ou renegociar a dívida ao longo do tempo a taxas próximas àquelas de mercado, ou pelo fato de que a dívida na forma de bônus ser marcada a preços de mercado. (Ministério da Fazenda, 2018)

$$WACC = \left(1 - \frac{D}{D+E}\right) * Ke + \left[\left(\frac{D}{D+E}\right) * Kd * (1 - T)\right]$$

Equação 5 - WACC

2.3 Valor Terminal

O valor terminal, conforme definido por Damodaran (2023), refere-se ao valor estimado de um ativo em um horizonte temporal futuro, além do período explícito de projeção financeira. É a representação do valor presente de todos os fluxos de caixa futuros gerados por um ativo após o período de previsão. O valor terminal é comumente estimado por meio de métodos de avaliação, sendo o modelo de crescimento perpétuo um deles. Este método assume que os fluxos de caixa futuros continuarão a crescer a uma taxa constante (g), que representa a taxa de crescimento no longo prazo e está descrito na Equação 6, onde $FCFF_n$ é o valor do fluxo de caixa livre no último ano no período de projeção.

$$Valor\ Terminal = \frac{FCFF_n * (1+g)}{WACC - g}$$

Equação 6 - Valor Terminal

2.4 Valor Justo da Empresa

O valor justo das ações é calculado pelo valor operacional subtraído de sua dívida líquida. Portanto, primeiramente, é necessário calcular o valor operacional. Para isso, é necessário trazer todos os fluxos de caixa projetados a valor presente e então somá-los ao valor terminal, conforme a Equação 7.

$$\text{Valor Operacional} = \left(\sum_{n=1}^N \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n} \right) + \frac{FCFF_n * (1+g)}{(WACC-g) * (1+WACC)^N}$$

Equação 7 - Valor Operacional

Em seguida, calcula-se a dívida líquida através da Equação 8.

$$\text{Dívida Líquida} = \text{Dívida Total} - \text{Caixa}$$

Equação 8 - Dívida Líquida

E por fim, a partir do valor operacional, subtrai-se a dívida líquida da empresa e chega-se ao valor justo das ações, conforme a Equação 9.

$$\text{Valor Justo das Ações} = \text{Valor Operacional} - \text{Dívida Líquida}$$

Equação 9 - Valor Justo da empresa

3. CONTEXTUALIZAÇÃO E ANÁLISE HISTÓRICA

3.1 Multiplan

A história da Multiplan remonta a 1966, quando seu fundador, José Isaac Peres, constituiu a Veplan, uma empresa dedicada à corretagem e incorporação de imóveis. O foco do empresário permaneceu no ramo de construção e venda de empreendimentos residenciais e comerciais até 1977, quando constituiu a Multishopping, uma empresa voltada para o setor de *shopping centers*. O primeiro empreendimento, BH Shopping, foi inaugurado em 1979, dando o pontapé inicial para uma série de aberturas que se seguiram nos anos seguintes. Entre 1981 e 2005, alguns dos principais ativos do atual portfólio da companhia foram colocados em operação, como o RibeirãoShopping, BarraShopping, MorumbiShopping e ParkShopping.

Em 2005, com objetivo de organizar as atividades da empresa, Peres constituiu a Multiplan Empreendimentos Imobiliários Ltda., concentrando na *holding* todos os investimentos imobiliários que tinham sido realizados até então. O empresário seguia realizando novas aquisições e operações societárias, ampliando o número de ativos sob gestão, possivelmente já vislumbrando uma futura oferta primária de ações na Bolsa de Valores. Em 2006, a Companhia foi transformada em uma sociedade por ações e a *Ontario Teachers Pension Plan* (OTPP), fundo de pensão canadense, passou a ser um dos acionistas de referência, ao lado do fundador e controlador.

Finalmente, em julho de 2007, a empresa obteve o registro de companhia aberta junto à CVM e realizou seu IPO, resultando em uma captação de R\$666,0 milhões, a serem utilizados na continuidade da expansão. (MULTIPLAN, 2023)

Hoje, a Multiplan é uma empresa *full service* no setor imobiliário, responsável pelo planejamento, desenvolvimento e administração de um dos maiores portfólios de shopping centers do Brasil. São 20 empreendimentos com uma área bruta locável (ABL) de quase 876 mil m², apresentados na Figura 1. Além disso, a companhia também desenvolve projetos multiuso integrados às operações de shopping centers, tais como torres comerciais, residenciais, hotéis, centros médicos e centros de convenções, para a venda ou locação, que ajudam a agregar fluxo e impulsionar a operação *core*.

Portfolio (2022)	Abertura	Estado	Multiplan %	ABL Total	Taxa de ocupação média
<i>Malls</i>					
BH Shopping	1979	MG	100,0%	46.976 m ²	97,9%
RibeirãoShopping	1981	SP	82,5%	74.881 m ²	96,3%
BarraShopping	1981	RJ	65,8%	77.672 m ²	97,1%
MorumbiShopping	1982	SP	73,7%	55.998 m ²	99,3%
ParkShopping	1983	DF	73,5%	53.205 m ²	89,5%
DiamondMall ¹	1996	MG	90,0%	21.351 m ²	95,2%
New York City Center	1999	RJ	50,0%	21.753 m ²	92,0%
ShoppingAnáliaFranco	1999	SP	30,0%	51.590 m ²	95,6%
ParkShoppingBarigüi	2003	PR	93,3%	52.296 m ²	99,5%
Pátio Savassi	2004	MG	96,5%	21.107 m ²	96,8%
ShoppingSantaÚrsula	1999	SP	100,0%	23.329 m ²	81,1%
BarraShoppingSul	2008	RS	100,0%	72.102 m ²	96,8%
ShoppingVilaOlímpia	2009	SP	60,0%	28.373 m ²	76,7%
ParkShoppingSão Caetano	2011	SP	100,0%	39.251 m ²	95,9%
JundiaíShopping	2012	SP	100,0%	36.473 m ²	97,2%
ParkShoppingCampo Grande	2012	RJ	90,0%	43.776 m ²	96,0%
VillageMall	2012	RJ	100,0%	26.877 m ²	91,3%
Parque Shopping Maceió	2013	AL	50,0%	39.932 m ²	98,8%
ParkShopping Canoas	2017	RS	82,3%	49.111 m ²	95,1%
ParkJacarepaguá	2021	RJ	91,0%	39.849 m ²	96,0%
Subtotal malls			80,6%	875.901 m²	95,2%
<i>Torres corporativas</i>					
ParkShopping Corporate	2012	DF	70,%	13.302 m ²	91,7%
Morumbi Corporate – Golden Tower ²	2013	SP	100,0%	37.280 m ²	91,3%
Subtotal torres corporativas			92,1%	50.582 m²	
Total portfolio			81,2%	926.483 m²	

Figura 1 – Lista de Empreendimentos para Locação (Formulário de Referência – Multiplan)

A MULT3 atualmente possui um valor de mercado (“*market cap*”) de mais de R\$13 bilhões, com um total de 600.760 mil ações emitidas, das quais 44,7% no *free-float*. Cerca de 25,2% das ações da Companhia são detidas direta ou indiretamente pela família Peres e 27,4% pelo fundo de pensão OTPP.

3.2 Crescimento e Pandemia

Desde 2014, a ABL da Multiplan ficou praticamente estável, com um crescimento anual de 1,7%. Nesse mesmo período, o volume de vendas totais em todos os shoppings da companhia cresceu 7,1% a.a., demonstrando a força dos ativos da empresa, dado o crescimento anual médio do PIB nominal do Brasil nesse mesmo período perto de 5%. As figuras 2 e 3 apresentam respectivamente, o crescimento da ABL total da Multiplan referente aos shoppings ao longo dos anos e o crescimento das vendas totais nos shoppings da mesma ao longo dos anos.

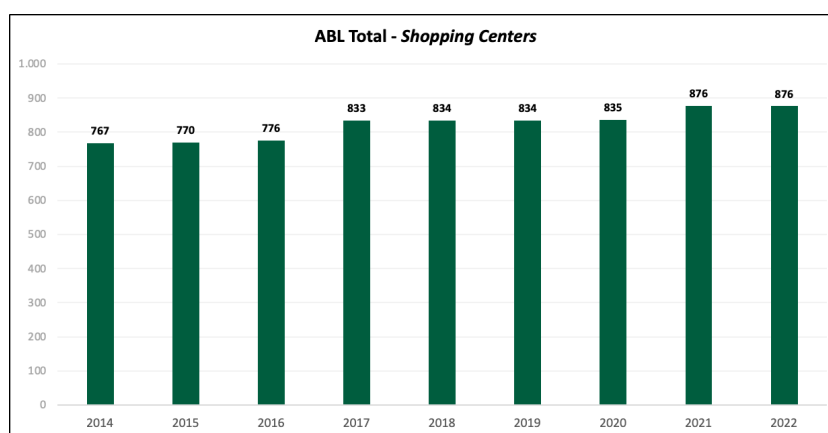


Figura 2 – ABL Total Shopping Centers (Elaboração Própria)

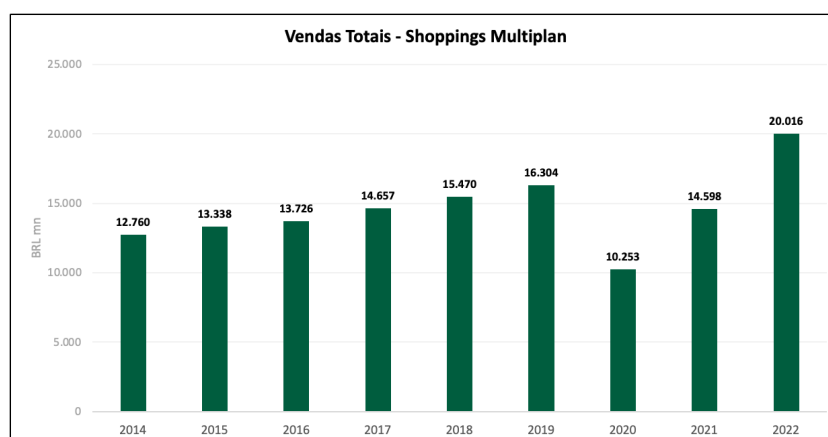


Figura 3 – Vendas Totais Shopping Centers (Elaboração Própria)

Ao mesmo tempo, a receita bruta operacional dos shoppings da companhia apresentou um crescimento anual médio de 7,4% - mesmo considerando os anos de 2020 e 2021, fortemente impactados pela pandemia e restrições de funcionamento dos shoppings. No ano

passado, a receita bruta de shoppings da Multiplan atingiu quase R\$2 bilhões, quase 36% superior ao ano de 2019, período pré-pandemia, evidenciando uma grande recuperação e avanço da operação.

Esse resultado é muito relevante, dado o período pandêmico, que foi um dos principais desafios enfrentados pela Multiplan nos últimos anos. O governo decretou estado de calamidade pública, estabelecendo, entre outras regras de quarentena, a suspensão parcial ou total das atividades de estabelecimentos comerciais e prestadores de serviços, incluindo *shopping centers*. A empresa precisou conceder descontos e interromper a cobrança de aluguel dos lojistas, que não estavam com as operações em funcionamento.

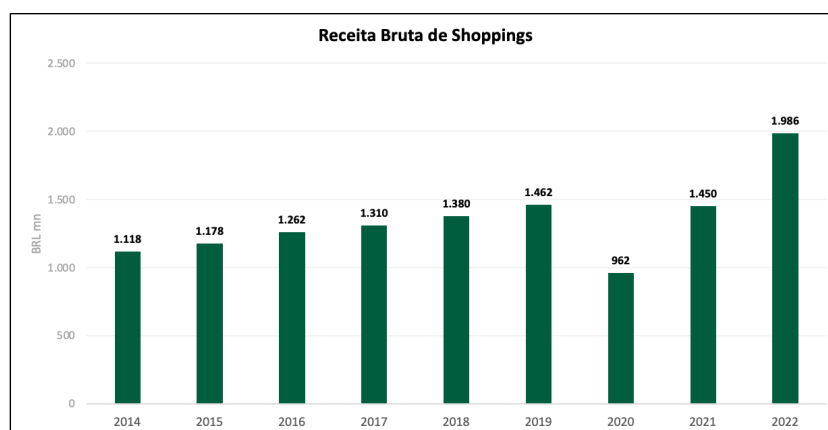


Figura 4 – Histórico de Receita Bruta de Shoppings (Elaboração Própria)

4. PREMISSAS

4.1 Premissas Macroeconômicas

Para a montagem do modelo foram utilizados dados históricos e projeções dos indicadores macroeconômicos do país.

As séries históricas dos índices foram obtidas das seguintes fontes: IPCA (IBGE, 2023); SELIC (BACEN, 2023); IGP-DI (FGV, 2023). Já as projeções foram obtidas com base no Relatório Focus (BACEN, 2023), com divulgação em 29 de setembro de 2023. No entanto, o Relatório Focus fornece projeções somente até o ano de 2026, logo, foi utilizado esse mesmo valor para o ano de 2027.

Desta forma, os valores históricos e projetados estão apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 - Indicadores Macroeconômicos, projeção (IBGE, BACEN, FGV)

	Histórico					Projeção				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
IPCA	3,7%	4,3%	4,5%	10,1%	5,8%	4,8%	3,9%	3,5%	3,5%	3,5%
SELIC	6,5%	5,1%	2,0%	7,8%	13,8%	11,8%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%
IGP-DI	7,1%	7,7%	23,1%	17,7%	5,0%	-3,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

4.2 Receita Operacional

A Multiplan não detém 100% de participação em todos os seus ativos, mas a Companhia administra os vinte shoppings do portfólio. São celebrados contratos de prestação de serviços de administração e comercialização nos empreendimentos em que há participação de minoritários, e a companhia presta serviços de assessoria administrativa, comercial e operacional para os lojistas.

A remuneração por todos esses serviços inclui, em linhas gerais:

- i. Taxas pagas pelos lojistas dos shoppings, calculada através de um percentual que incide sobre o resultado operacional líquido do empreendimento (resultado operacional líquido é calculado deduzindo-se as despesas operacionais do total das receitas brutas).
- ii. Taxas pagas pelos lojistas dos shoppings, divididas em (1) taxa de condomínio – calculada como um percentual do total das despesas do condomínio; e (2) taxa de

fundo de promoção – calculada como um percentual do total das despesas com fundo de promoção.

- iii. Taxas de locação e corretagem cobradas dos proprietários, com base em um percentual sobre o valor dos contratos assinados, tanto de locação de lojas quanto de locação de quiosques, *merchandising* ou mídias.
- iv. Comissões e taxas de transferência recebidas em decorrência da comercialização de lojas.
- v. Taxas de administração de obras cobradas dos proprietários nos processos de expansão, revitalização, adequação ou construção.

4.2.1 Contratos de Locação

A) Locação de Lojas

A.1) Definição

A principal fonte de receita da empresa vem dos aluguéis cobrados dos lojistas pela locação dos espaços comerciais dos shoppings. Os contratos seguem um modelo padrão desenvolvido pela Companhia, geralmente com duração de cinco anos, e determinam o aluguel a ser pago com base no maior valor entre: (i) um aluguel mínimo fixado e reajustado anualmente pelo IGP-DI; e (ii) um aluguel complementar calculado a partir de um percentual que incide sobre a venda total do lojista. Além do reajuste anual do IGP-DI, a Multiplan tenta incluir dois reajustes reais de 10% para o aluguel mínimo ao longo do contrato, normalmente no segundo e quarto ano de aniversário. Ao mesmo tempo, no mês de dezembro, de acordo com a Lei do Inquilinato, é devido o aluguel em dobro, com a cobrança de um valor equivalente ao valor de um aluguel mínimo, na maioria das locações.

No caso do aluguel mínimo, o reajuste anual acontece na data de aniversário do contrato, observando a variação do índice de referência (IGP-DI) acumulada nos últimos doze meses, até o mês anterior à data de aniversário. A Multiplan disponibiliza uma planilha no site de relações com investidores com uma simulação simplificada do cálculo do efeito do reajuste do IGP-DI, que foi replicada neste modelo. Na Figura 5, consegue-se observar o

histórico do IGP-DI (divulgado mensalmente pela FGV) e o reajuste teórico calculado do que seria aplicado ao aluguel mínimo.

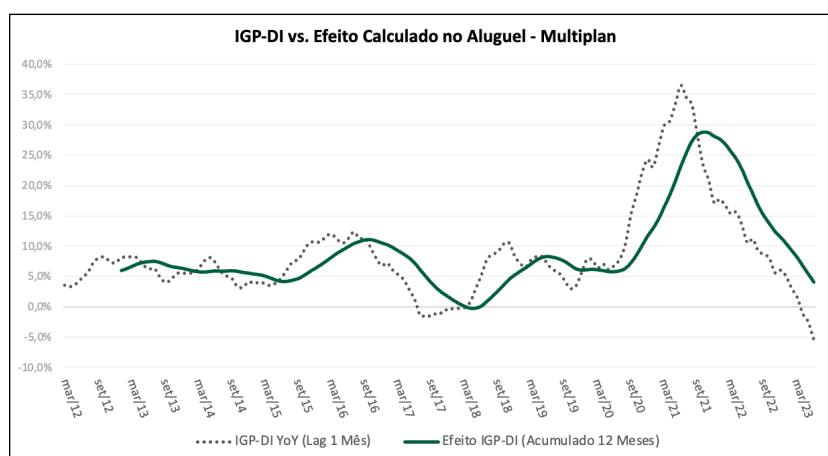


Figura 5 – Histórico IGP-DI e Efeito Calculado do Reajuste de Aluguel (Elaboração Própria)

Para se entender como esse efeito calculado do reajuste do aluguel se compara ao número efetivamente reportado pela Companhia, optou-se por simplificar a Receita de Aluguel da Multiplan como a soma do aluguel mínimo e aluguel complementar reportados trimestralmente pela companhia, demonstrados na Equação 10.

$$\text{Receita de Aluguel} = \text{Receita de Aluguel Mínimo} + \text{Receita de Aluguel Complementar}$$

Equação 10 - Receita de Aluguel

Depois, calculou-se o histórico do Aluguel Mensal por m² da empresa e seu crescimento anual ao longo do tempo, conforme a Equação 11. A opção pelo aluguel mensal busca minimizar as diferenças observadas na receita de aluguel reportada pela Multiplan ao longo do ano, que reflete, dentre outras diferenças, o aluguel devido em dobro no último trimestre do ano e a sazonalidade mais forte de aluguel complementar nas datas comemorativas, por exemplo.

$$\text{Aluguel Mensal por } m_t^2 = \left(\frac{\text{Receita de Aluguel}}{ABL_{própria}} \right) * \left(\frac{1000}{3} \right)$$

Equação 11 - Aluguel Mensal por m², histórico

Foi incluída a multiplicação por um mil no cálculo, pois a Receita de Aluguel é reportada pela empresa em milhões de reais (R\$ mn), enquanto o ABL é reportado na unidade de mil metros quadrados ('000 m²). Logo, chegou-se ao valor do Aluguel Mensal por m² em BRL (R\$/ m²), conforme a Equação 12.

Conforme é possível observar na Figura 6, há uma correlação clara entre o efeito calculado do reajuste do aluguel mínimo pelo IGP-DI e o crescimento anual da receita de locação por m² reportada pela empresa.

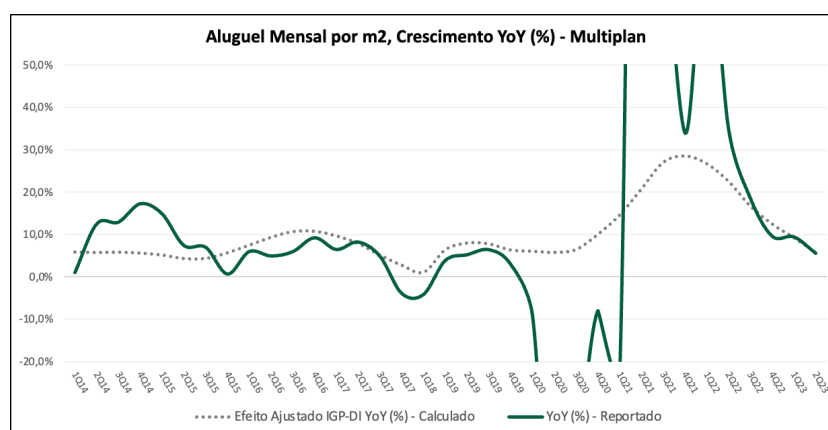


Figura 6 – Reajuste Calculado vs. Cresc. Reportado do Aluguel por m² (Elaboração Própria)

É natural que a correlação não seja perfeita, dadas as características particulares de cada contrato e o reajuste real aplicado ao aluguel mínimo a cada dois anos. Além disso, na análise, vale excluir o período da pandemia, porque (i) houve a suspensão da cobrança de aluguel dos lojistas enquanto os shoppings estavam fechados e (ii) foram concedidos descontos enquanto os empreendimentos operaram com restrições de funcionamento, que acabam impactando o resultado reportado. Ainda assim, o efeito calculado para o reajuste dos contratos dita bem as tendências de crescimento do aluguel mensal por m² da empresa e parece ser um bom indicador para projeção futura.

A.2) Projeção

Para a projeção da receita de locação de lojas, é preciso entender (1) a evolução da área bruta locável (ABL) da Multiplan; e (2) o comportamento e crescimento esperado do valor do aluguel cobrado pela empresa.

Para a projeção de ABL, foram estudados os últimos relatórios de resultado trimestral da empresa e concluiu-se que, hoje, não há nenhum projeto *greenfield* de construção de novos empreendimentos para os próximos anos (que tenha sido divulgado ao mercado). No caso de projetos *brownfield*, de expansão de ABL em empreendimentos existentes, também não foi identificado nenhum projeto relevante. Por isso, assumiu-se no modelo que a área bruta locável (ABL) da empresa permanece estável nos próximos anos, utilizando o último número reportado (segundo trimestre de 2023) como premissa base.

Tabela 2 - Projeção de ABL Próprio (Elaboração Própria)

	Histórico					Projeção				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
ABL Próprio Shopping Center (m2)	642	653	669	706	706	711	711	711	711	711

Como mencionado anteriormente, a Multiplan disponibiliza uma planilha em seu site de relações com investidores com uma simulação simplificada do cálculo do efeito do reajuste do IGP-DI no aluguel. E então, replicou-se o mecanismo em nosso modelo e observou-se que, historicamente, o cálculo do Efeito do IGP-DI no Aluguel se aproxima muito do crescimento do Aluguel Mensal por m² reportado trimestralmente pela empresa. Assim, para projeção da receita de aluguel das lojas, foi considerado que o Aluguel Mensal por m² segue seu comportamento histórico observado, acompanhando o Efeito do IGP-DI calculado.

Foi utilizada a projeção divulgada no Relatório Focus para o índice IGP-DI e calculado o Efeito do IGP-DI no aluguel, seguindo o modelo compartilhado pela empresa na planilha do site de RI. (MULTIPLAN, 2023)

Um ponto que vale ressaltar é que, normalmente, os contratos de locação incluem uma cláusula pela qual não há reajuste negativo do aluguel mínimo. Isso significa que, em caso de variação negativa do IGP-DI (UDM), o aluguel mínimo permanece constante

(equivalente a um reajuste nominal de 0%). Isso tem sido particularmente relevante nos últimos meses, dado o cenário de deflação de diversos índices de preço, inclusive o IGP-DI, que acumula, até junho, uma variação negativa de 7,4% nos últimos doze meses. Assim, em função desse cenário atípico, faz-se necessário calcular o Efeito do IGP-DI Ajustado. Historicamente, esse cálculo evoluiu em linha com o cálculo padrão do Efeito do IGP-DI que foi mencionado anteriormente, pois, desde 2012, houve apenas dois momentos registrados de IGP-DI negativo (UDM). Na Figura 7, observa-se esses dois períodos de descasamento.

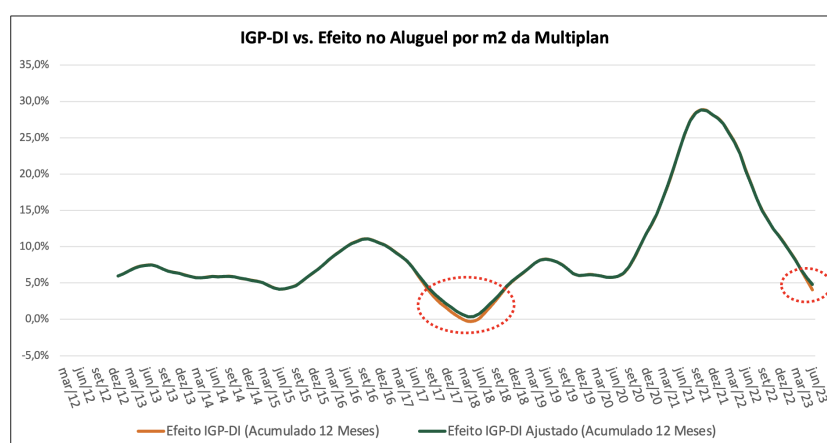


Figura 7 - Comparação Efeito IGP-DI vs. Efeito IGP-DI Ajustado

Isso deve continuar sendo verdade nos próximos meses, enquanto o IGP-DI acumular variação anual negativa.

Não foi identificada uma projeção de mercado das principais fontes de dados econômicos para o IGP-DI. No entanto, soa razoável utilizar a variação anual projetada do IGP-M, cujas expectativas de mercado são reportadas pela FOCUS, como uma *proxy* para o IGP-DI futuro. Historicamente, esses índices reportaram variações anuais muito similares, como observado na Figura 8.

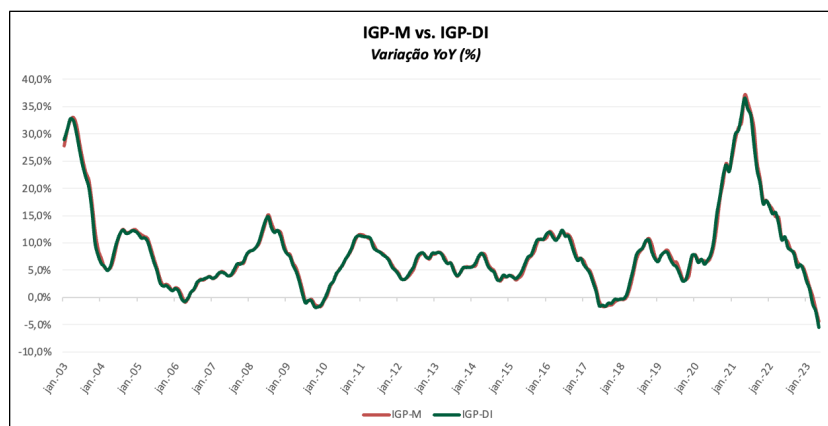


Figura 8 - Histórico IGP-M vs. IGP-DI

Logo, foram utilizadas as expectativas da FOCUS para o IGP-M como projeção para o IGP-DI no modelo, o que implica na seguinte projeção, conforme apresentado na Tabela 3:

Tabela 3 - Projeção do Índice IGP-DI (Elaboração Própria)

	Índice IGP-DI	Variação MoM	Variação YoY
jun/23	1086,50	-1,45%	-7,4%
jul/23	1082,15	-0,40%	-7,5%
ago/23	1082,69	0,05%	-6,9%
set/23	1087,24	0,42%	-5,3%
out/23	1091,81	0,42%	-4,4%
nov/23	1096,39	0,42%	-3,8%
dez/23	1100,78	0,40%	-3,7%
jan/24	1105,07	0,39%	-3,4%
fev/24	1108,72	0,33%	-3,1%
mar/24	1112,71	0,36%	-2,4%
abr/24	1116,05	0,30%	-1,1%
mai/24	1119,17	0,28%	1,5%
jun/24	1122,53	0,30%	3,3%
jul/24	1125,34	0,25%	4,0%
ago/24	1128,71	0,30%	4,3%
set/24	1133,34	0,41%	4,2%
out/24	1137,87	0,40%	4,2%
nov/24	1139,58	0,15%	3,9%
dez/24	1144,82	0,46%	4,0%

Como pode ser observado acima, o IGP-DI só deve voltar a acumular variação anual positiva (acumulada nos últimos doze meses) no final do primeiro semestre de 2024. Isso significa, não só que os reajustes de aluguel deverão ser mais baixos nos próximos meses,

como também que o descasamento entre efeito teórico e efeito ajustado ainda continuará no próximo ano.

A Tabela 4 mostra os índices IGP-DI reportados pela FGV, o efeito teórico que considera o *lag* de um mês e o efeito ajustado que assume que os reajustes negativos na verdade são mantidos em 0%.

Tabela 4 - Projeção do Efeito IGP-DI no Aluguel (Elaboração Própria)

	Histórico						Projeção					
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Índice IGP-DI (Reportado)	15,6%	11,1%	7,9%	5,0%	-1,2%	-7,4%	-4,8%	-2,4%	-1,1%	4,7%	5,0%	4,0%
Efeito Teórico IGP-DI YoY (%) - Calculado	26,8%	22,6%	16,8%	12,5%	9,3%	5,4%	1,2%	-2,1%	-4,1%	-4,4%	-2,1%	0,3%
Efeito Ajustado IGP-DI YoY (%) - Calculado	26,8%	22,6%	16,8%	12,5%	9,3%	5,8%	3,2%	1,3%	0,2%	0,0%	0,7%	1,8%

Uma vez calculado o efeito do IGP-DI no aluguel (nesse caso, ajustado pela variação negativa do índice), pode se seguir com a projeção do Aluguel Mensal por m², como explicado anteriormente e demonstrado na Equação 12, na qual t-1 é o período de referência para a aplicação da variação anual calculada (Efeito IGP-DI).

$$\text{Aluguel Mensal por } m_t^2 = \text{Aluguel Mensal por } m_{t-1}^2 * (1 + \text{Efeito Calculado IGP} - DI_{\%})$$

Equação 12 - Aluguel Mensal por m², projeção

Tabela 5 - Projeção Trimestral do Aluguel Mensal por m² (Elaboração Própria)

	Histórico						Projeção					
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Aluguel Mensal por m2	154	162	165	161	169	172	170	163	169	172	171	166
Efeito IGP-DI Calculado	26,8%	22,6%	16,8%	12,5%	9,3%	5,8%	3,2%	1,3%	0,2%	0,0%	0,7%	1,8%

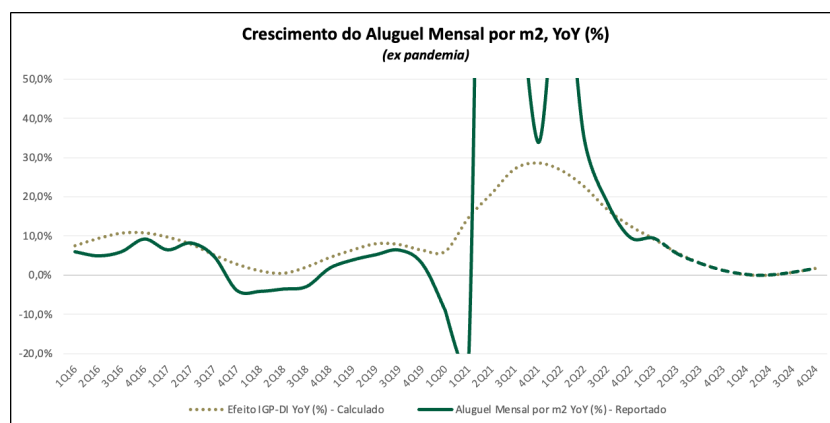


Figura 9 - Projeção do Aluguel Mensal por m²

A partir de 2024, as expectativas de mercado reportadas na FOCUS são de um IGP-M médio de 4% ao ano. Logo, utilizamos essa variação anual como *proxy* do IGP-DI nos anos seguintes. Tudo mais constante, como a variação acumulada nos últimos doze meses estará em território positivo, parece razoável assumir que o Aluguel Mensal por m² crescerá em linha com o IGP-DI (nesse caso 4% a.a.) a partir de 2025.

Tabela 6 - Projeção Anual do Aluguel Mensal por m² (Elaboração Própria)

	Projeção			
	2024	2025	2026	2027
Aluguel Mensal por m²	169	176	183	190
Efeito IGP-DI Calculado	2,7%	4,0%	4,0%	4,0%

Enfim, a Receita de Aluguel (mínimo + complementar) será a multiplicação do valor do Aluguel Mensal por m² pelo ABL próprio da Multiplan, ajustando pelo número de meses do período.

$$Receita \text{ de Aluguel (Mínimo + Complementar)} = \frac{Aluguel \text{ Mensal por } m^2 * \text{número de meses} * ABL_{\text{próprio}}}{1000}$$

Equação 13 - Receita de Aluguel, projeção

Para a projeção trimestral, considerou-se que são cobrados três boletos de aluguel por trimestre, exceto no último trimestre do ano, no qual são cobrados quatro boletos (no mês de dezembro, de acordo com a Lei do Inquilinato, é devido o aluguel em dobro). Para a projeção anual, a partir de 2025, foram considerados treze boletos de aluguel por ano.

Tabela 7 - Projeção da Receita de Aluguel (Elaboração Própria)

	Histórico					Projeção				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Aluguel Mensal por m2	117	122	82	119	161	168	169	176	183	190
ABL Próprio	642	653	669	706	706	711	711	711	711	711
Receita de Aluguel	978	1.032	710	1.093	1.475	1.549	1.564	1.627	1.692	1.760

B) Locação de Quiosques e Merchandising

B.1) Definição

A Multiplan cobra pela locação de espaços temporários, como quiosques e *stands* nos corredores e nos estacionamentos dos *shopping centers*, e pelo *merchandising* exposto em diversos pontos no empreendimento, incluindo cartazes, *totens* digitais, espaços em pilares, portas e escadas rolantes.

B.2) Projeção

Calculou-se a receita de locação de quiosques e *merchandising* por metro quadrado e foi observado como ela se comportou historicamente e nos últimos resultados reportados.

$$\text{Aluguel Mensal de Merchandising por } m_t^2 = \left(\frac{\text{Receita de Merchandising}}{ABL_{própria}} \right) * \left(\frac{1000}{3} \right)$$

Equação 14 - Aluguel Mensal de Merchandising por m², histórico

Para a projeção, foi considerado que a receita de locação de quiosques e *merchandising* por metro quadrado cresce de acordo com o IPCA. Utilizou-se a projeção divulgada no Relatório Focus para o índice nos próximos anos.

$$\text{Aluguel Mensal de Merchandising por } m_t^2 = \text{Merchandising por } m_{t-1}^2 * (1 + \text{Efeito IPCA}_{\%})$$

Equação 15 - Aluguel Mensal de Merchandising por m², projeção

Logo, a Receita de *Merchandising* será a multiplicação do valor do *merchandising* por m² pelo ABL próprio da Multiplan, ajustando pelo número de meses do período.

$$Receita\ de\ Merchandising = \frac{Merchandising\ por\ m^2 * número\ de\ meses * ABL_{próprio}}{1000}$$

Equação 16 - Receita de Merchandising, projeção

Para a projeção trimestral, considerou-se que são cobrados três boletos de locação por trimestre, exceto no último trimestre do ano, no qual são cobrados quatro boletos (mesma dinâmica do aluguel padrão dos lojistas). Para a projeção anual, a partir de 2025, foram considerados treze boletos de locação por ano.

Tabela 8 - Projeção da Receita de Merchandising (Elaboração Própria)

	Histórico					Projeção				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Locação Temporária Mensal / m2	10	11	7	11	14	14	15	15	16	17
Receita de Merchandising	82	93	64	97	130	131	137	142	148	154

C) Aluguel Linear

Dadas as características dos contratos de locação, incluindo a cobrança de aluguel dobrado em dezembro e os reajustes previstos (quando aplicáveis) ao longo do contrato, a companhia reconhece um ajuste contábil na receita de locação, denominado aluguel linear, que tem como objetivo retirar a volatilidade e sazonalidade das receitas de aluguel. Esse resultado é calculado pela linearização da receita que seria recebida durante o prazo do contrato – independente do momento de recebimento.

Como a linearização é um ajuste temporal, no longo prazo, ela não deveria impactar o resultado consolidado e nem a projeção do fluxo de caixa da empresa. Além disso, não sabemos o número e nem a duração média dos contratos. Por isso, projetamos que a linearização é igual a zero.

4.2.2 Receitas de Serviços

As receitas de serviço incluem:

- i. Taxas de corretagem cobradas dos proprietários a partir de um percentual dos contratos de locação e de cessão de direitos assinados.
- ii. Taxas de administração de shopping cobradas dos demais empreendedores, calculadas por meio de um percentual que incide sobre a receita líquida operacional do *shopping center*.
- iii. Taxas cobradas dos lojistas, incluindo a taxa do condomínio (calculada com um percentual do total das despesas condominiais) e uma taxa de fundo de promoção (calculada como um percentual do total das despesas com promoção dos empreendimentos).

Como os componentes da receita de serviços estão ligados à receita líquida dos shoppings e/ou aos boletos de locação cobrados dos lojistas, calculou-se a evolução histórica da receita de serviços como percentual da receita bruta de aluguel da empresa (incluindo *merchandising*). Esses valores mudaram de maneira relevante ao longo dos últimos anos. Isso ocorreu principalmente porque: (i) a receita de aluguel cresceu de maneira expressiva, pois o índice de referência dos reajustes contratuais (IGP-DI) atingiu uma variação anual superior a 30%; e (ii) parte das receitas de serviços, como taxa de condomínio e fundo de promoção, não estão ligadas ao valor nominal dos boletos de locação e não acompanharam esse crescimento.

Para a projeção, assumiu-se que a receita de serviços (como percentual da receita bruta de aluguel) permanece constante em relação ao patamar atual. Utilizou-se a média dos últimos dois trimestres de resultados reportados como base de cálculo.

Tabela 9 - Projeção da Receita de Serviços (Elaboração Própria)

	Histórico					Projeção				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Receita de Serviços	111	115	67	87	120	146	148	154	160	166
% Receita Bruta de Aluguel	10,5%	10,2%	8,7%	7,3%	7,5%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%

4.2.3 Receitas de Cessão de Direitos (CDU)

A receita de cessão de direitos reconhece os impactos da(s):

- i. Cessão de direitos: valor pago pelo lojista para ingressar no shopping center, cuja receita é reconhecida após a abertura da loja, e em parcelas lineares, pelo período do contrato de locação.
- ii. Luas invertidas: incentivos dados às empresas que locam espaços e que são operações estratégicas em determinados *shopping centers*. As luvas invertidas têm um impacto negativo na receita de cessão de direitos (CDU) e são reconhecidas em parcelas lineares.
- iii. Taxa de transferência ou taxa de intermediação: cobrada a partir da troca de locatários no *shopping center*. Os lançamentos contábeis são feitos seguindo o regime de competência.

Em todos os casos, a receita de cessão de direitos está relacionada aos contratos de locação fechados pela empresa, seja no momento de ingresso do lojista em determinado empreendimento, seja na troca de locatários. Por isso, calculou-se o histórico da receita de CDU em relação à receita bruta de aluguel.

Como os shoppings da Multiplan são mais maduros e não há muitos projetos de novos empreendimentos greenfield ou expansões relevantes de ABL, a receita de cessão de direitos fica dependente do *turnover* de lojistas, que historicamente é pouco representativo na área bruta locável da empresa - gravitando em torno de 1-2% da ABL por trimestre. Além disso, em momentos de substituição de lojistas, a Multiplan acaba buscando operações que façam sentido naquele ponto comercial, concedendo incentivos a determinadas marcas e aumentando a relevância das luvas invertidas na receita de CDU, que acabam pressionando este resultado.

Para a projeção, assumiu-se que a receita de cessão de direitos (como percentual da receita bruta de aluguel) permanece constante em relação ao patamar atual, assim como no caso da receita de serviços. Utilizou-se a média dos últimos dois trimestres de resultados reportados como base de cálculo.

Tabela 10 - Projeção da Receita de Cessão de Direitos (Elaboração Própria)

	Histórico					Projeção				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Receita de Cessão de Direitos	(10)	(13)	(6)	(5)	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
% Receita Bruta de Aluguel	-0,9%	-1,1%	-0,8%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%

4.2.4 Receitas de Estacionamento

A receita de estacionamento é o resultado de estacionamento líquido dos valores repassados aos sócios da Multiplan nos *shopping centers* e condomínios. A cobrança de estacionamento está intrinsecamente ligada ao fluxo de clientes nos empreendimentos, que por sua vez, está relacionada às vendas totais realizadas nos shoppings. Ao longo do tempo, salvo a sazonalidade padrão das datas comemorativas, o fluxo de clientes nos empreendimentos não deveria ter grande variação, até pelo limite de capacidade dos estacionamentos e tempo de permanência das pessoas nos shoppings. Por isso, o grande *driver* para o crescimento dessa receita deveria ser o valor cobrado pelos shoppings para o ticket médio do estacionamento.

Para a projeção, dois momentos precisam ser considerados. Especificamente em 2023, como ainda se observa uma recuperação do fluxo de clientes nos empreendimentos (em relação ao período pré pandemia), utilizou-se a média de crescimento reportado da receita de estacionamento nos últimos dois trimestres de resultado (primeiro semestre de 2023) como parâmetro para o crescimento no restante do ano. A partir de 2024, com um contexto mais normalizado, assumiu-se que a Multiplan reajusta o valor do estacionamento em linha com o IPCA. Logo, a receita de estacionamento cresce anualmente, conforme a Equação 17:

$$Receita\ de\ Estacionamento = Receita\ de\ Estacionamento_{ant} * (1 + Efeito\ IPCA_{\%})$$

Equação 17 - Receita de Estacionamento, projeção

Tabela 11 - Projeção da Receita de Estacionamentos (Elaboração Própria)

	Histórico					Projeção				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Receita de Estacionamentos	210	225	117	166	250	289	301	313	325	338
% IPCA	10,8%	6,8%	-48,0%	42,5%	49,9%	17,1%	3,9%	3,5%	3,5%	3,5%

4.2.5 Receita de Venda de Imóveis

A receita de venda de imóveis é proveniente da comercialização das unidades comerciais e residenciais incorporadas pela Companhia. O reconhecimento dessa receita segue a metodologia PoC (*Percentage of Completion*), onde se verifica o andamento da obra de determinado empreendimento para apurar o resultado de uma venda.

Atualmente, a Multiplan possui um grande projeto em andamento, chamado Golden Lake, em Porto Alegre, no Rio Grande do Sul. Localizado a 3 minutos do Barra Shopping Sul, o Golden Lake é um projeto multiuso com sete condomínios residenciais, interligados a uma área de esportes, lazer e entretenimento, que visa agregar valor aos shoppings da companhia na região, incrementando o fluxo de visitantes. O primeiro dos condomínios a ser lançado e construído no projeto é o Lake Victoria, com quatro torres residenciais. As obras de construção dessa primeira fase estão em andamento e 53,2% das unidades foram vendidas, representando 50,2% do valor geral de vendas do empreendimento.

Para a projeção, como o reconhecimento de receita segue a metodologia PoC, que depende do andamento das obras, utilizou-se uma estimativa compartilhada pela Multiplan em seus relatórios de resultado trimestrais para a receita anual do projeto ao longo dos próximos anos. Para 2024, por exemplo, assumiu-se que a primeira fase do projeto, Lake Victoria, será concluída até dezembro, seguindo o cronograma da empresa e totalizando aproximadamente R\$500 milhões de valor geral de vendas (parte já foi reconhecida no resultado ao longo dos últimos dois anos).

4.3 Deduções

As deduções incluem basicamente os impostos sobre faturamento pagos pelas empresas. No caso da Multiplan, como uma empresa prestadora de serviços imobiliários que opera sob o regime de Lucro Real, os principais impostos que incidem sobre a operação são os impostos federais sobre faturamento, o PIS (1,65%) e o COFINS (7,6%). Juntos, esses impostos somam 9,25%.

De fato, esse era o patamar histórico das deduções da Multiplan. No entanto, como uma empresa que opera sob o regime do Lucro Real, a Multiplan pode utilizar créditos de PIS e COFINS referentes a determinadas despesas operacionais (como depreciação, por

exemplo). Esse trabalho de eficiência tributária foi intensificado nos últimos anos, o que acabou reduzindo a alíquota líquida da empresa.

Por isso, para a projeção, foram mantidas a média de deduções reportada nos últimos dois trimestres de resultados da empresa.

Tabela 12 - Projeção das Deduções (Elaboração Própria)

	Histórico					Projeção				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Deduções	(128)	(131)	(89)	(95)	(151)	(147)	(162)	(154)	(160)	(166)
% Receita Bruta	-9,3%	-9,0%	-5,0%	-6,5%	-7,3%	-6,5%	-6,5%	-6,5%	-6,5%	-6,5%

4.4 Custos e Despesas

Para a projeção de despesas como: despesas com sede, despesas com propriedades e despesas com projetos, tomou-se como base a média dos dois últimos trimestres corrigida pelo índice IPCA. No caso da projeção da remuneração baseada em ações, o cálculo foi feito em cima da razão entre essa despesa e a receita líquida do último trimestre. As projeções de equivalência patrimonial e outros resultados operacionais foram zeradas com base no histórico pré-pandemia.

Por fim, para projetar o custo de imóveis vendidos, foi utilizado a razão entre esse custo e a receita da venda de imóveis do último trimestre. Dessa forma, foi possível chegar no valor final dos custos e despesas e por consequência, no EBITDA, conforme a tabela 13.

Tabela 13 - Projeção dos Custos e Despesas Operacionais (Elaboração Própria)

	Histórico					Projeção				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Despesas com Sede	(145)	(160)	(139)	(157)	(174)	(182)	(189)	(196)	(203)	(210)
Despesas com Propriedade	(128)	(145)	(155)	(184)	(214)	(205)	(213)	(221)	(228)	(236)
Despesas com Projetos	(19)	(22)	(38)	(43)	(27)	(29)	(30)	(31)	(32)	(33)
Remuneração Baseada em Ações	(8)	(66)	(7)	(33)	(38)	(56)	(57)	(61)	(64)	(66)
Equivalência Patrimonial	(1)	(4)	(19)	(44)	(2)	(0)	0	0	0	0
Outros Resultados Operacionais	(3)	1	41	(32)	(40)	1	0	0	0	0
Custo de Imóveis Vendidos	0	(2)	(213)	(5)	(49)	(65)	(183)	(61)	(61)	(61)
Custo Total	(304)	(397)	(529)	(499)	(544)	(536)	(672)	(570)	(588)	(607)
Receita Líquida	1.251	1.329	1.907	1.310	1.825	2.109	2.320	2.213	2.295	2.381
Razão Custos/Receita líquida	24,3%	29,9%	27,8%	38,1%	29,8%	25,4%	29,0%	25,8%	25,6%	25,5%
EBITDA	947	932	1.377	811	1.280	1.573	1.648	1.643	1.707	1.775

4.5 Imobilizado, Intangível, Depreciação e Amortização

O CAPEX da Multiplan é composto por novos projetos, expansões, revitalizações e outros, aquisições, aquisições de terrenos e torres para locação. Dessa maneira, como não há nenhum plano de novos projetos, expansões, aquisições e torres para locação (segundo os relatórios trimestrais da Multiplan), manteve-se essas linhas zeradas e projetamos apenas a linha de revitalização e outros.

Para essa projeção, primeiramente calculou-se a taxa de revitalização em razão do *Net Operating Income* (NOI) e então, utilizou-se a média dos dois trimestres anteriores como base de cálculo, conforme a Equação 18.

$$Revitalização_t = \left(\frac{Taxa\ de\ Revitalização_{t-1} + Taxa\ de\ Revitalização_{t-2}}{2} \right) * NOI_t$$

Equação 18 - CAPEX de Revitalização e Manutenção, projeção

No caso da depreciação e amortização, utilizou-se a taxa de depreciação e amortização em razão do imobilizado e intangível e, assim como a revitalização, baseou-se na média dos dois trimestres anteriores a fim de completar a projeção, conforme a Equação 19.

$$D\&A_t = \left(\frac{Taxa\ de\ D\&A_{t-1} + Taxa\ de\ D\&A_{t-2}}{2} \right) * Imobilizado\ e\ Intangível_{t-1}$$

Equação 19 - Depreciação e Amortização, projeção

Com esses dados em mãos, foi possível chegar ao cálculo do EBIT para a projeção.

Tabela 14 - Projeção Imobilizado, Intangível, Depreciação e Amortização

	Histórico					Projeção				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
CAPEX	304	787	841	406	195	372	195	202	210	219
Imobilizado e Intangível	6.946	7.562	8.034	8.265	8.254	8.461	8.491	8.528	8.572	8.624
Taxa de Depreciação e Amortização	-3,0%	-2,9%	-2,8%	-2,5%	-2,5%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%
Depreciação e Amortização	(206)	(223)	(226)	(203)	(209)	(164)	(165)	(165)	(166)	(167)
EBIT	741	709	1.152	608	1.072	1.409	1.483	1.477	1.541	1.608

4.6 Capital de Giro

O capital de giro (conhecido como *working capital* ou *WK*) é a diferença entre os ativos e passivos circulantes registrados no balanço patrimonial das empresas. Ele é uma boa medida de eficiência operacional e da saúde financeira de curto prazo das companhias.

Para sua projeção, foi preciso primeiro entender quais são as principais contas operacionais da empresa em questão, no caso a Multiplan. Dentre os ativos circulantes, compreende-se (i) Contas a Receber; (ii) IR e CS a Compensar e (iii) Outros Ativos Circulantes. No lado dos passivos, (i) Contas a Pagar; (ii) IR e CS a Pagar e (iii) Outros Passivos Circulantes. Todas essas contas operacionais estão intrinsecamente relacionadas à operação da Multiplan. No caso dos ativos, por exemplo, os recebíveis e outros ativos circulantes referem-se basicamente ao saldo a receber das principais linhas de receita do negócio da empresa (locação, estacionamento, taxas de administração e venda de imóveis). No caso dos passivos, tratou-se das principais linhas de despesas a pagar no curto prazo, como contas gerais de fornecedores, salários, impostos federais e outras obrigações.

Isto posto, como essas contas operacionais estão relacionadas ao resultado e operação geral da empresa, faz sentido projetá-las com base no faturamento líquido da Multiplan. Logo, foi avaliado o histórico de cada uma das contas destacadas acima e calculado os dias de giro de cada uma, na métrica de Dias da Receita Líquida.

$$Dias\ de\ Giro = Conta_i \div \left(\frac{Receita\ Líquida}{Dias\ no\ ano} \right)$$

Equação 20 - Dias de Giro, histórico

Após o cálculo do histórico de Dias de Giro de cada conta, usando a Receita Líquida como *driver*, pode-se seguir para a projeção dos ativos e passivos circulantes. Utilizou-se a média de Dias de Giro dos últimos dois trimestres reportados e essa estrutura de capital de giro (em número de dias) foi mantida para frente - isso porque, historicamente, não foi observada muita volatilidade no ciclo de capital de giro da Multiplan, excluindo a pandemia.

A projeção de cada conta foi realizada conforme a Equação 21:

$$Projeção\ da\ Conta_i = Média\ de\ Dias\ de\ Giro * \left(\frac{Receita\ Líquida}{Dias\ no\ ano} \right)$$

Equação 21 - Contas Operacionais (Capital de Giro), projeção

Tabela 15 - Projeção das Contas Operacionais do Capital de Giro (Elaboração Própria)

	Histórico					Projeção				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Contas a Receber	293	292	510	543	471	479	517	487	505	524
# Dias de Giro Receita Líquida	84	79	109	143	89	82	80	80	80	80
IR e CS a Compensar	24	18	30	43	48	75	81	76	79	82
# Dias de Giro Receita Líquida	7	5	6	11	9	13	13	13	13	13
Outros Ativos Circulantes	21	27	22	30	27	43	46	43	45	47
# Dias de Giro Receita Líquida	6	7	5	8	5	7	7	7	7	7
Contas a Pagar	126	197	139	137	141	155	167	157	163	169
# Dias de Giro Receita Líquida	36	53	30	36	27	26	26	26	26	26
IR e CS a Pagar	29	26	50	17	35	27	29	27	28	29
# Dias de Giro Receita Líquida	8	7	11	4	7	5	4	4	4	4
Outros Passivos Circulantes	6	7	24	90	90	78	84	79	82	85
# Dias de Giro Receita Líquida	2	2	5	24	17	13	13	13	13	13

Por fim, para obter o capital de giro líquido de cada ano, somou-se os ativos e subtraímos os passivos circulantes em cada período. A variação do capital de giro líquido será a variação do ano em questão em relação ao ano anterior.

Tabela 16 - Projeção do Capital de Giro Líquido (Elaboração Própria)

	Histórico					Projeção				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ativos Circulantes	338	337	562	616	546	597	644	606	629	652
Passivos Circulantes	162	230	213	244	266	259	280	263	273	283
Capital de Giro Líquido	177	107	349	372	280	337	364	343	356	369
Variação Capital de Giro Líquido	6	69	(242)	(23)	92	(57)	(27)	22	(13)	(13)

4.7 Imposto de Renda e Contribuição Social

Por fim, para a projeção dos impostos sobre a renda - nesse caso imposto sobre a renda da pessoa jurídica (IRPJ ou IR) e contribuição social sobre lucro líquido (CSLL ou CS), é necessário levar em consideração que a Multiplan opera sobre o regime do Lucro Real. Nesse caso, a alíquota padrão consolidada de IR e CS é de 34% sobre o lucro antes do imposto de renda (LAIR).

No entanto, como pode ser observado abaixo, essa nunca foi a alíquota efetiva da empresa. Isso acontece, pois, a Multiplan historicamente paga juros sobre o capital próprio (JCP), que, do ponto de vista tributário, representam uma despesa dedutível na apuração da base de cálculo do IRPJ e CSLL devidos pela empresa.

Por conta dessa dinâmica, a alíquota efetiva da Multiplan é bem mais baixa do que a alíquota padrão de 34%. Na prática, isso também pode ser observado pelo cálculo dos impostos pagos em relação à receita bruta. Caso a alíquota efetiva da empresa fosse de 34%, os encargos de IR e CS iriam representar em torno de 11-18% da receita bruta. No entanto, quando se calcula os impostos pagos nessa métrica, o histórico também fica abaixo dessa média de 15% da receita bruta.

Por conseguinte, para a projeção, utilizou-se a média das alíquotas efetivas da Multiplan nos últimos dois trimestres reportados (em percentual da receita bruta), de aproximadamente 6,4%.

Tabela 17 - Projeção IR e CS (Elaboração Própria)

	Histórico					Projeção				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
IR e CS	(126)	(92)	(109)	(41)	(61)	(144)	(159)	(152)	(157)	(163)
Alíquota Efetiva (IR e CS % LAIR)	-21,1%	-16,4%	-10,2%	-8,4%	-7,3%	-12,5%	-12,6%	-11,7%	-11,6%	-11,5%
IR e CS % Receita Bruta	-9,1%	-6,3%	-5,5%	-2,9%	-3,1%	-6,4%	-6,4%	-6,4%	-6,4%	-6,4%

5. APLICAÇÃO DO MÉTODO

5.1 WACC

5.1.1 Kd

O cálculo do custo do capital de terceiros foi realizado mediante a análise das emissões de títulos de dívida da empresa conforme as tabelas 18 e 19.

Tabela 18 - Empréstimos e Financiamentos - Passivo Circulante (Elaboração Própria)

Circulante			
Descrição	Indexador	Taxa Média Anual de Juros	Consolidado
Multiplan Greenfield II	CDI+	0,85%	22.740
VillageMall	TR+	8,60%	27.780
CCB 250	CDI+	1,80%	7.670
CCB 225	TR+	8,60%	16.061
CCB 200	CDI+	1,75%	12.973
Canoas	TR+	7,50%	10.454
MTE JPA	% do CDI	105,85%	29.202

Tabela 19 - Empréstimos e Financiamentos - Passivo Não-Circulante (Elaboração Própria)

Não - Circulante			
Descrição	Indexador	Taxa Média Anual de Juros	Consolidado
Multiplan Greenfield II	CDI+	0,85%	24.335
VillageMall	TR+	8,60%	38.933
CCB 250	CDI+	1,80%	250.000
CCB 225	TR+	8,60%	167.777
CCB 200	CDI+	1,75%	200.000
Canoas	TR+	7,50%	94.281
MTE JPA	% do CDI	105,85%	302.755

Posteriormente, atribuiu-se uma taxa de juros pré-fixada equivalente a cada uma das emissões e consolidou-se os montantes finais correspondentes a essas dívidas.

Por fim, para encontrar o custo médio ponderado da dívida, calculou-se a média ponderada das taxas de juros equivalentes, considerando os montantes finais de cada emissão de dívida. Esse processo resultou em uma taxa de juros anual de 12,96%, conforme mostrado na Tabela 20.

Tabela 20 - Cálculo do Kd (Elaboração Própria)

Descrição	Indexador	Spread	Taxa Equivalente	Consolidado
Multiplan Greenfield II	CDI+	0,85%	13,60%	47.075
VillageMall	TR+	8,60%	10,62%	66.713
CCB 250	CDI+	1,80%	14,55%	257.670
CCB 225	TR+	8,60%	10,62%	183.838
CCB 200	CDI+	1,75%	14,50%	212.973
Canoas	TR+	7,50%	9,52%	104.735
MTE JPA	% do CDI	105,85%	13,50%	331.957
		Total	12,96%	1.204.961

5.1.2 Ke

Para determinar o custo de capital próprio (Ke), considerou-se os seguintes elementos:

A taxa livre de risco foi derivada a partir de uma NTN-B com vencimento em 2045, à qual foi adicionado um prêmio de 5,85% ao IPCA. Com base na taxa IPCA de agosto de 2023, que totalizou 4,61%, a taxa livre de risco foi estabelecida em 10,46%. Complementarmente, o Rm, conforme sugerido por Damodaran em 2023 para o cenário brasileiro, foi fixado em 14,14%. (DAMODARAN, 2023).

O beta da empresa foi calculado com base nos retornos diários das ações BOVA11 e MULT3 durante o período compreendido entre 1 de junho de 2021 e 30 de junho de 2023, devido ao impacto da pandemia no mercado nos demais períodos. Utilizando a Equação 2 o valor do beta foi calculado, totalizando 1,06. Com os dados de Rf, beta e ERP em mãos, foi possível chegar ao valor de 14,36% para o Ke.

Além disso, o beta alavancado foi calculado usando a Equação 3. Considerou-se uma alíquota média de tributação de 34% para empresas no regime de lucro real e uma relação dívida/patrimônio líquido de 39%, resultando em um beta alavancado de 1,33.

Finalmente, a proporção de dívida em relação ao total do capital (Dívida / Dívida + Patrimônio Líquido) foi calculada, atingindo o valor de 27,8%.

Através da Equação 5, que leva em consideração os parâmetros mencionados anteriormente, o WACC da empresa foi determinado, totalizando 12,74%.

5.2 Fluxo de Caixa da Firma

Após a inclusão de todos os elementos pertinentes na análise, foi feito o cálculo da projeção do fluxo de caixa livre da firma conforme a Tabela 21.

Tabela 21 - Projeção Fluxo de Caixa da Firma (Elaboração Própria)

	Projeção				
	2023	2024	2025	2026	2027
EBIT	1.409	1.483	1.477	1.541	1.608
(-) IR e CS	(144)	(159)	(152)	(157)	(163)
NOPAT	1.265	1.323	1.326	1.384	1.444
(+) D&A	164	165	165	166	167
(-) CAPEX	(372)	(195)	(202)	(210)	(219)
(+/-) Variação do Capital de Giro	(57)	(27)	22	(13)	(13)
Fluxo de Caixa Livre da Firma	999	1.267	1.310	1.327	1.379

5.3 Valor Terminal e Valor Justo da Empresa

Primeiramente, foi preciso trazer o fluxo de caixa livre da firma de cada ano projetado a valor presente. Como as projeções começaram a partir do terceiro trimestre de 2023, iniciamos a projeção no segundo semestre de 2023 e somamos um ano até 2027. Com isso, a soma dos fluxos de caixa descontados totalizaram R\$4.646 milhões, conforme a Tabela 22.

Tabela 22 - Projeção do Fluxo de Caixa Descontado (Elaboração Própria)

	Projeção				
	2023	2024	2025	2026	2027
Fator de Desconto	0,94	0,84	0,74	0,66	0,58
Fluxo de Caixa Descontado	941	1.058	971	872	804

Para calcular o valor terminal, foi crucial estabelecer a perpetuidade. Somou-se 3,50% da inflação de longo prazo e um crescimento real de 1%, refletindo as expectativas de crescimento do Brasil para a Multiplan, totalizando uma taxa de crescimento de 4,50%. Com esse valor de perpetuidade, juntamente com o WACC e o fluxo de caixa descontado do último ano projetado, chegou-se ao valor terminal de R\$10.190 milhões, conforme Equação 22.

$$Valor\ Terminal = \frac{804 * (1 + 4,50\%)}{12,74\% - 4,50\%} = 10.190$$

Equação 22 - Cálculo do Valor Terminal

Sendo assim, o valor operacional é a soma do valor terminal e de todos os fluxos de caixa trazidos a valor presente, totalizando R\$14.835 milhões.

Por fim, para calcular o valor justo da empresa precisou-se subtrair, do valor operacional, R\$1.906 milhões referente à dívida líquida. Assim, o valor justo encontrado foi de R\$12.929 milhões, conforme a Tabela 23.

Tabela 23 - Cálculo do Valor Justo (Elaboração Própria)

Cálculo do <i>Valuation</i>	
(+) Valor Terminal	10.190
(+) Σ Fluxo de Caixa Descontado	4.646
Valor Operacional	14.835
(-) Dívida Líquida	1.906
Valor Justo da Empresa	12.929
Valor Justo por Ação	22,14

6. ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

Para entendermos o peso e importância das variáveis que impactam o cálculo do valor justo da empresa, é necessário fazer uma análise de sensibilidade variando positivamente e negativamente alguns componentes do cálculo. Com essas modificações, é possível entender o impacto final no valor por ação da Multiplan.

No caso deste *valuation*, foram feitas quatro análises de sensibilidades distintas que avaliam: (1) taxa de crescimento (g) e taxa de desconto (WACC), (2) índice IGP-DI, (3) revitalização e manutenção como % do *net operating income* (NOI) e (4) IR e CS como % da receita operacional bruta.

(1) Taxa de Crescimento (g) vs Taxa de Desconto (WACC):

Tabela 24 - Taxa de Crescimento vs. Taxa de Desconto, sensibilidade (Elaboração Própria)

		Δ Taxa de Crescimento (g)						
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
Δ Taxa de Desconto (WACC)	-1,5%	22,15	23,35	24,71	26,28	28,10	30,23	32,77
	-1,0%	21,08	22,14	23,35	24,72	26,29	28,12	30,26
	-0,5%	20,11	21,07	22,14	23,35	24,73	26,31	28,14
	0,0%	19,24	20,10	21,06	22,14	23,35	24,74	26,32
	0,5%	18,45	19,23	20,09	21,06	22,14	23,36	24,75
	1,0%	17,72	18,43	19,22	20,08	21,05	22,14	23,36
	1,5%	17,05	17,70	18,42	19,20	20,08	21,05	22,14

Os valores utilizados para as variações nesse caso, foram de intervalos menores devido a sensibilidade dos parâmetros.

Observando a Tabela 24, é evidente que os índices têm impacto inversamente proporcionais sobre o valor da ação. Enquanto variações mais positivas da taxa de crescimento (g) elevam o valor da ação, no caso da taxa de desconto (WACC) é possível perceber o mesmo efeito em variações mais negativas. Portanto, uma variação de 1,5% para a taxa de crescimento e -1,5% para a taxa de desconto causam uma variação positiva de 48,0% no preço da ação. Já uma variação de -1,5% para a taxa de crescimento e 1,5% para a taxa de desconto causam uma variação negativa de -23,0% no valor da ação.

Além disso, ao variar apenas a taxa de crescimento em 1,0%, notou-se um crescimento de 11,7% no valor justo da ação, enquanto uma variação de -1,0% apenas na taxa de desconto também reflete em um crescimento de 11,7%, o que evidencia uma sensibilidade bem semelhante para estes parâmetros.

(2) Índice IGP-DI:

Tabela 25 - Índice IGP-DI, sensibilidade (Elaboração Própria)

	Δ Índice IGP-DI						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%
Preço Target	20,04	20,63	21,32	22,14	23,10	24,10	25,13
Δ Target x Cenário Base	-9,5%	-6,8%	-3,7%	0,0%	4,3%	8,9%	13,5%

Conforme esperado, variações positivas do índice IGP-DI tiveram impacto positivo no valor acionário. Isso acontece porque o incremento no IGP-DI resulta em reajustes maiores nos contratos de aluguel, gerando um aumento de receita.

Por ser um índice atrelado à maior fonte de receita da empresa, as variações no IGP-DI causam uma grande oscilação no preço da ação. Por exemplo, uma variação de 3,0% no índice causou um delta de 13,5% em relação ao valor da ação.

(3) Revitalização e Manutenção % NOI

Tabela 26 - Revitalização e Manutenção, sensibilidade (Elaboração Própria)

	Δ Revitalização e Manutenção						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%
Preço Target	23,21	22,85	22,50	22,14	21,78	21,42	21,06
Δ Target x Cenário Base	4,8%	3,2%	1,6%	0,0%	-1,6%	-3,2%	-4,9%

Em relação a revitalização e manutenção pode-se observar na Tabela 26 que, variações positivas resultam em um preço inferior no preço da ação. Isso se dá pelo fato de que esse parâmetro representa um custo relacionado ao CAPEX da companhia.

Entretanto, diferentemente da análise do índice IGP-DI as variações positivas e negativas de 3% resultam em um delta de 4,9%, indicando uma menor sensibilidade para esse parâmetro.

Além disso, por ser um parâmetro que permaneceu constante durante toda a projeção, as variações positivas e negativas possuem o mesmo delta em relação ao cenário base.

(4) IR e CS % ROB

Tabela 27 - IR e CS, sensibilidade (Elaboração Própria)

	Δ IR e CS						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%
Preço Target	20,76	21,22	21,68	22,14	22,60	23,06	23,52
Δ Target x Cenário Base	-6,2%	-4,1%	-2,1%	0,0%	2,1%	4,2%	6,2%

Conforme evidenciado na Tabela 27, o parâmetro analisado tem influência inversamente proporcional no valor da ação. Isto é, uma vez que o imposto de renda e a contribuição social aumenta, o preço da ação reduz. Nota-se que um aumento de 3,0% no IR e CS, provoca uma diminuição de 6,2% no preço da ação.

(5) Múltiplos

Por fim, um bom balizador para este exercício de *valuation* é a análise de múltiplos. No caso das empresas de shoppings centers de capital aberto, comumente utiliza-se três principais múltiplos:

$$Price/ Earnings (P/E) = \frac{Market\ Cap}{Lucro\ Líquido}$$

Equação 23 - Múltiplo de Lucro

$$Price/ FFO (P/FFO) = \frac{Market\ Cap}{Lucro\ Líquido\ Caixa}$$

Equação 24 - Múltiplo de Lucro Caixa

$$EV/ EBITDA = \frac{Market\ Cap + Dívida\ Líquida}{EBITDA}$$

Equação 25 - Múltiplo de EBITDA

Historicamente, empresas com crescimento nominal baixo, como é o caso da Multiplan, tendem a possuir um valor de mercado (*Market Cap*) correspondente com múltiplos mais baixos, tanto de lucro, como é o caso dos múltiplos P/E e P/FFO, como de geração de caixa operacional (EV/EBITDA). Isso significa que os investidores não estão dispostos a pagar muito pelas empresas, dado o baixo crescimento de lucro futuro (e consequentemente fluxo de caixa).

Observando a análise de sensibilidade de múltiplos para a Multiplan, fica claro que o valor justo da empresa calculado neste *valuation* (que implica em um *downside* de aproximadamente 13,4% para o valor de mercado atual da empresa na bolsa de valores) condiz com múltiplos mais baixos (entre 8 - 10x), o que é bastante razoável dado o perfil e perspectivas de crescimento da empresa.

Tabela 28 - Cálculo dos Múltiplos (Elaboração Própria)

Múltiplos	2023	2024	2025	2026	2027
FFO (Lucro Caixa)	1.173	1.273	1.309	1.368	1.428
P/FFO (Price/ FFO)	12,7	11,7	11,4	10,9	10,5
Lucro Líquido	1.009	1.108	1.144	1.202	1.261
P/E (Price / Earnings)	14,8	13,5	13,0	12,4	11,8
EV	16.929	16.929	16.929	16.929	16.929
EBITDA	1.573	1.648	1.643	1.707	1.775
EV/EBITDA	10,8	10,3	10,3	9,9	9,5

Tabela 29 - Sensibilidade Múltiplo P/E vs. Market Cap (Elaboração Própria)

P / E					
Múltiplo Saída 2027	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0
Market Cap	8.829	10.090	11.351	12.612	13.874
Retorno vs. Market Cap Atual	-40,9%	-32,4%	-24,0%	-15,5%	-7,1%

Tabela 30 - Sensibilidade Múltiplo P/FFO vs. Market Cap (Elaboração Própria)

P / FFO					
Múltiplo Saída 2027	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0
Market Cap	9.996	11.424	12.852	14.281	15.709
Retorno vs. Market Cap Atual	-33,0%	-23,5%	-13,9%	-4,3%	5,2%

Tabela 31 - Sensibilidade Múltiplo EV/EBITDA vs. Market Cap (Elaboração Própria)

EV / EBITDA					
Múltiplo Saída 2027	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0
EV	12.422	14.197	15.971	17.746	19.521
Market Cap	10.421	12.196	13.971	15.745	17.520
Retorno vs. Market Cap Atual	-30,2%	-18,3%	-6,4%	5,5%	17,4%

7. CONCLUSÃO

Avaliar o potencial de valorização de uma empresa como a Multiplan é um processo complexo que envolve a análise minuciosa de inúmeros fatores e variáveis. Durante este estudo, realizou-se uma avaliação no detalhe dos fatores fundamentais que contribuem para o cálculo do valor da empresa. Concluiu-se que o valor intrínseco por ação da Multiplan é de R\$22,14, contrastando com o valor atual de mercado fixado em R\$25,56. Esta discrepância revela um *downside* de 13,4%.

Fica evidente que houve uma clara recuperação da empresa no período pós-pandemia, com as vendas totais do portfólio crescendo mais de 30% em relação aos números de 2019. O aluguel mensal por m², que parece uma boa medida do poder de barganha da companhia no mercado e frente aos seus lojistas, aumentou em mais de 35% vs. o período pré pandemia, o que também corrobora a visão de uma operação saudável e que demonstrou um importante crescimento, após 2 anos difíceis, de restrições de funcionamento, falência de pequenos negócios, faturamento reprimido e questionamento do mercado sobre a sustentabilidade dos *shoppings centers*. Ao mesmo tempo, as despesas permaneceram controladas, o que resultou em um lucro líquido reportado recorde, de quase R\$900 milhões (UDM) frente a R\$471 milhões no ano fechado de 2019.

No entanto, as perspectivas futuras para a empresa são um pouco distintas. Nos últimos anos, o IGP-DI ultrapassou a marca de 30% a.a., o que contribuiu para a evolução do aluguel mensal por m² da Multiplan (como demonstrado neste trabalho). Porém, assumindo um cenário futuro normalizado, com o índice de referência dos contratos em linha com a inflação esperada (entre 3% e 4% ao ano), não parece razoável esperar novos períodos de forte crescimento do faturamento da empresa. Por conseguinte, a geração de caixa anual da companhia deve crescer pouco. Isso se soma a um cenário macroeconômico interno incerto, em meio a definição do orçamento primário do governo e taxas de juros ainda elevadas.

Isto posto, e considerando o resultado final do *valuation* apresentado neste trabalho, parece razoável assumir que a Multiplan está mal precificada. É importante ressaltar, entretanto, que o cenário econômico, a dinâmica do mercado e outros eventos imprevisíveis podem influenciar significativamente o desempenho futuro da empresa. Portanto, este estudo serve como um panorama momentâneo e não como uma previsão definitiva do valor da empresa a longo prazo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. [s.l.]: Atlas, 2014.

BACEN. Histórico de Taxas de Juros. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>>. Acesso em: 29 set. 2023.

BACEN. Relatório Focus. 2023. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>>. Acesso em: 29 set. 2023.

CUNHA, Moisés Ferreira Da; NASCIMENTO, Isabel Alves Do; RECH, Ilírio José; *et al.* Análise das alíquotas de IR e CS usadas nos laudos de avaliação de empresas brasileiras, nos casos de oferta pública de aquisição de ações . **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 5, n. 2, 2013. Disponível em: <<http://revistas.ufpr.br/rcc/article/view/30034>>. Acesso em: 20 set. 2023.

DAMODARAN, A. **What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block**. 2008. Disponível em: <<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskfreerate.pdf>>. Acesso em: 20 ago. 2023.

DAMODARAN, Aswath. **The little book \$ of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit**. Hoboken, N.J: John Wiley & Sons, 2011. (Little book big profits).

DAMODARAN, A. **Valuation Lecture Notes**. 2023. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/eqllect.htm> . Acesso em: 02 out. 2023.

MULTIPLAN. Relações com Investidores. 2023. Disponível em: <<https://ri.multipplan.com.br/>>. Acesso em: 20 ago. 2023.

IGP-M variou 0,37% em setembro | IBRE. Disponível em: <<https://portalibre.fgv.br/noticias/igp-m-variou-037-em-setembro>>. Acesso em: 29 set. 2023.

Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo | IBGE. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html>>. Acesso em: 29 set. 2023.

Ministério da Fazenda. **Metodologia de Cálculo do WACC.** Brasília, 2018.

MORITZ, Gilberto de Oliveira. **Administração Financeira II.** [s.l.]: Cad - Ufsc, 2011.

PASKIN, N. Toward unique identifiers. **Proceedings of the IEEE**, v. 87, n. 7, p. 1208–1227, 1999. Disponível em: <<http://ieeexplore.ieee.org/document/771073/>>. Acesso em: 30 ago. 2023.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações.** [s.l.]: Elsevier, 2015.

Série Histórica do DI | B3. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-segmentos-e-setoriais/serie-historica-do-di.htm>. Acesso em: 29 set. 2023.

Tabela IGP-DI - Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna. Disponível em: <<https://www.debit.com.br/tabelas/igp-fgv-indice-geral-de-precos>>. Acesso em: 29 set. 2023.