



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO TECNOLÓGICO  
DEPARTAMENTO ENGENHARIA DE PRODUÇÃO E SISTEMAS  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO ELÉTRICA

Bruno Rene Vicentini Freitas

**VALUATION: ESTUDO DE CASO DA IGUATEMI S.A.**

Florianópolis

2024

Bruno Rene Vicentini Freitas

**VALUATION: ESTUDO DE CASO DA IGUATEMI S.A.**

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao curso de graduação em Engenharia de Produção Elétrica do Centro Tecnológico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Engenharia Elétrica, com habilitação em Engenharia de Produção.

Orientador: Prof.(a) Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.

Florianópolis

2024

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,  
Através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Vicentini Freitas, Bruno Rene

Valuation: Estudo de caso da Iguatemi S.A. / Bruno Rene  
Vicentini Freitas ; orientador, Marco Antônio de Oliveira  
Vieira Goulart, 2024.

107 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -  
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro  
Tecnológico, Graduação em Engenharia de Produção Elétrica,  
Florianópolis, 2024.

Inclui referências.

1. Engenharia de Produção Elétrica. 2. Valuation. I.  
Oliveira Vieira Goulart, Marco Antônio de. II.  
Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em  
Engenharia de Produção Elétrica. III. Título.

Bruno Rene Vicentini Freitas

**Valuation: Estudo de caso da Iguatemi S.A.**

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do título de “Engenheiro Eletricista com Habilitação em produção” e aprovado em sua forma final pelo Curso de Engenharia de Produção Elétrica.

Florianópolis, 25 de junho de 2024.

Insira neste espaço  
a assinatura

Prof (a). Mônica Maria Mendes Luna, Dra.  
Coordenação do Curso

**Banca examinadora**

Insira neste espaço  
a assinatura

Prof. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.  
Orientador

Prof. Rogério Feroldi Miorando, Dr.  
Instituição Universidade Federal de Santa Catarina  
Avaliador

Florianópolis, 2024.

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente, expresso minha profunda gratidão aos meus pais, verdadeiros exemplos de dedicação e apoio incondicional em todas as minhas decisões e ambições. A eles, minha eterna fortaleza.

À minha querida namorada, Luana Lingnau Bossa, agradeço por ser minha companheira incansável, sempre presente e apoiando não só neste trabalho, mas em todos os desafios da vida. Seu amor e incentivo são fundamentais para minha jornada.

Por fim, mas não menos importante, agradeço ao professor Marco Goulart pela dedicação em auxiliar no desenvolvimento deste trabalho e por sua prontidão em esclarecer minhas dúvidas em todos os momentos. Um excelente professor que ama o que faz.

## RESUMO

Encontrar o valor de uma empresa com o menor grau de incerteza é uma tarefa complexa e complicada. O objetivo deste trabalho é determinar o valor justo das ações da Iguatemi S.A. utilizando o método de fluxo de caixa descontado. Esse método auxilia os negócios na busca por rentabilidade e é uma ferramenta essencial para a área de engenharia econômica, uma vez que proporciona estimar o valor de um negócio. Para isso, estudam-se diversos fatores internos e externos à companhia, como histórico, estrutura acionária, governança corporativa, portfólio de empreendimentos, o setor de shopping centers no Brasil e os concorrentes. A análise setorial baseia-se no censo da associação do setor para compreender as tendências que influenciam o setor e em dados econômicos como o IPCA e o PIB por região. A análise financeira abrange receita, custos e despesas, endividamento, lucratividade e rentabilidade, além de uma comparação com seus concorrentes, visando compreender a saúde financeira da empresa e sua capacidade operacional ao longo dos anos. O *valuation* da companhia foi realizado a partir da projeção do fluxo de caixa da empresa para os próximos cinco anos, trazidos a valor presente, junto com seu valor residual projetado pelo método de *cap rate*, resultando em um valor de R\$ 10,01 bilhões e um valor por *unit* de R\$ 33,32. Para analisar o resultado obtido, é conduzida uma análise de sensibilidade para o WACC e o valor da NTN-B, além de uma avaliação por múltiplos, comparando com a variação do preço da ação no último ano. Conclui-se que a ação está subvalorizada, já que os fundamentos internos sugerem um valor maior do que o preço de tela no momento da análise.

**Palavras-chave:** Avaliação de empresa; Fluxo de Caixa Descontado; Análise Setorial.

## ABSTRACT

Finding the value of a company with the least degree of uncertainty is a complex and challenging task. The objective of this study is to determine the fair value of the shares of Iguatemi S.A. using the discounted cash flow method. This method assists business in the search for profitability and is an essential tool for the area of economic engineering since it provides an estimate of the value of a business. For this, several internal and external factors are studied, such as history, shareholding structure, corporate governance, portfolio of enterprises, the shopping mall sector in Brazil and competitors. The sectoral analysis is based on the census of the association of the sector to understand the trends that influence the sector and on economic data such as IPCA and GDP per region. The financial analysis covers revenue, costs and expenses, indebtedness, profitability, as well as a comparison with its competitors, aiming to understand the financial health of the company and its operational capacity over the years. The company's Valuation was made from the projection of the company's cash flow for the next five years, brought to present value, along with its residual value projected by the cap rate method, resulting in a value of R\$ 10.01 billion and a value per Unit of R\$ 33.32. To analyze the obtained result, a sensitivity analysis for the WACC and the NTN-B value is conducted, in addition to an evaluation by multiples, comparing with the variation of the share price in the last year. It is concluded that the action is undervalued since the internal fundamentals suggest a higher value than the screen price at the time of analysis.

**Keywords:** Valuation; Discounted Cash Flow; Industry Analysis.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Balanço Patrimonial .....	20
Figura 2 - Fluxograma das atividades.....	37
Figura 3 – Antiga estrutura acionária.....	43
Figura 4 – Estrutura acionária atual.....	44
Figura 5 – Exigências dos segmentos de listagem.....	45
Figura 6 – Evolução do setor ao longo das últimas décadas.....	49
Figura 7 – ABL total no país (milhões de m <sup>2</sup> ) .....	49
Figura 8 – Visitantes por mês (milhões) .....	51
Figura 9 – Pessoas empregadas no setor (mil) .....	51
Figura 10 – Faturamento do setor (R\$ bilhões) .....	52
Figura 11 – Perfil do visitante .....	53
Figura 12 – Perfil dos shoppings .....	54
Figura 13 – Perfil dos shoppings quanto ao tamanho.....	55
Figura 14 – Composição da receita dos shopping centers .....	55
Figura 15 – Diversificação de receita entre os ativos .....	58
Figura 16 – Operações de M&A da ALLOS .....	59
Figura 17 – PIB 2021 por unidade federativa .....	61
Figura 18 – Marcas de luxo presentes nos shoppings da Iguatemi.....	62
Figura 19 – Receita Bruta e Líquida da Iguatemi (R\$ milhões) .....	64
Figura 20 – Taxa de ocupação .....	65
Figura 21 – Crescimento de Receita vs IPCA .....	66
Figura 22 – Composição da receita bruta 2023 (R\$ mil) .....	66
Figura 23 – Receita Líquida por trimestre (R\$ mil) .....	67
Figura 24 – Custos e despesas vs Margem EBTIDA (R\$ mil) .....	68
Figura 25 – Custo de Ocupação (% das vendas) .....	69
Figura 26 – Composição de Custos de Aluguéis e Serviços .....	69
Figura 27 – Composição das despesas.....	70
Figura 28 - Custos e Despesas (% da Receita Líquida) .....	70
Figura 29 – Dívida líquida / EBITDA .....	71
Figura 30 – Dívida líquida (R\$ mil) .....	72
Figura 31 – Cronograma de amortização da dívida (R\$ milhões) .....	72
Figura 32 – Perfil da dívida por modalidade .....	73



Figura 33 – Custo da dívida.....	73
Figura 34 – Evolução do Lucro da Iguatemi (R\$ mil).....	74
Figura 35 – Margem EBITDA e margem líquida.....	75
Figura 36 – ROE Iguatemi.....	75
Figura 37 – ROIC Iguatemi.....	76
Figura 38– Comparativo da taxa de ocupação.....	77
Figura 39 – Comparativo de vendas/m <sup>2</sup> (R\$).....	78
Figura 40 – Comparativo do custo de ocupação (% das vendas).....	78
Figura 41 – Comparativo da margem EBITDA.....	79
Figura 42 – Histórico de inflação e suas metas.....	81
Figura 43 – Projeção de receita por trimestre (R\$ mil).....	82
Figura 44 – Crescimento de receita vs IGP-M.....	84
Figura 45 – Projeção de receita de aluguel (R\$ mil).....	85
Figura 46 – Projeção de receita de estacionamento (R\$ mil).....	86
Figura 47 – Projeção de receita de serviços (R\$ mil).....	87
Figura 48 – Projeção de receita de varejo (R\$ mil).....	88
Figura 49 – Projeção de realização de créditos tributários (R\$ mil).....	91
Figura 50 – Alíquota de imposto 1T10 – 4T23.....	92
Figura 51 – Alíquota de imposto 1T10 – 4T21.....	92
Figura 52 – Desinvestimentos da ALLOS.....	96
Figura 53 – Cap rate estabilizado FIIs e empresas.....	97
Figura 54 – Comparativo entre os métodos utilizados com a variação do último ano.....	101

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Balanço Patrimonial.....	19
Quadro 2 – Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).....	21
Quadro 3 - Estrutura da DRE .....	21
Quadro 4 – Movimentações no DFC .....	23
Quadro 5 – Indicadores de Liquidez.....	24
Quadro 6 – Indicadores de atividade.....	24
Quadro 7 – Indicadores de Endividamento e Estrutura .....	25
Quadro 8 – Indicadores de rentabilidade.....	25
Quadro 9 – Indicadores de análise de ações. ....	26
Quadro 10 – Tipos de múltiplos.....	27
Quadro 11 – Principais parâmetros utilizados .....	38

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Disposição de shopping centers por região .....	50
Tabela 2 – Crescimento de receita do setor vs IPCA .....	52
Tabela 3 – Classificação por tipo de empreendimento .....	54
Tabela 4 – Comparativo entre as empresas do setor .....	56
Tabela 5 – Portfólio por região ALLOS .....	58
Tabela 6 – Portfólio Iguatemi.....	60
Tabela 7 – Receita dos ativos em 2023.....	67
Tabela 8 – Receita dos ativos em 2023.....	80
Tabela 9 – Aluguel mensal por m <sup>2</sup> (R\$ mil) .....	82
Tabela 10 – Comparação de crescimento de receita .....	84
Tabela 11 – Taxa de ocupação .....	84
Tabela 12 – Crescimento real para a receita de estacionamento.....	85
Tabela 13 – Crescimento real para a receita de serviços.....	86
Tabela 14 – Crescimento do setor de varejo .....	87
Tabela 15 – Receita bruta projetada (R\$ mil) .....	88
Tabela 16 – Alíquotas de linearização dos descontos.....	89
Tabela 17 – Linearização dos descontos (R\$ mil) .....	89
Tabela 18 – Custos e despesas (% da receita líquida).....	89
Tabela 19 – Margem EBITDA projetada.....	90
Tabela 20 – Depreciação e amortização projetada .....	90
Tabela 21 – Indicadores de capital de giro .....	91
Tabela 22 – Custo do capital próprio .....	93
Tabela 23 – Custo da dívida.....	93
Tabela 24 – WACC.....	94
Tabela 25 – Fluxo de caixa para a firma (R\$ mil) .....	95
Tabela 26 – Fluxo de caixa para a firma a valor presente (R\$ mil) .....	95
Tabela 27 – Cap rate .....	95
Tabela 28 – Cálculo do valor terminal por cap rate (R\$ mil).....	97
Tabela 29 – Valor da companhia (R\$ mil) .....	97
Tabela 30 – Análise de sensibilidade .....	99
Tabela 31 – Múltiplos das empresas de shopping centers listadas.....	100
Tabela 32 – Avaliação por múltiplo.....	100

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>15</b>
1.1	JUSTIFICATIVAS DO TEMA E DEFINIÇÃO DO PROBLEMA .....	16
1.2	OBJETIVOS.....	17
<b>2</b>	<b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b> .....	<b>18</b>
2.1	DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS .....	18
2.1.1	<b>BALANÇO PATRIMONIAL</b> .....	<b>19</b>
2.1.2	<b>DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO</b> .....	<b>20</b>
2.1.3	<b>DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA (DFC)</b> .....	<b>22</b>
2.2	INDICADORES FINANCEIROS.....	24
2.3	MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS .....	26
2.3.1	<b>AVALIAÇÃO PATRIMONIAL</b> .....	<b>26</b>
2.3.2	<b>AVALIAÇÃO RELATIVA</b> .....	<b>27</b>
2.3.3	<b>AVALIAÇÃO POR FLUXO DESCONTADO</b> .....	<b>28</b>
2.3.3.1	<i>FLUXO DE CAIXA LIVRE DE ACIONISTA</i> .....	29
2.3.3.2	<i>FLUXO DE CAIXA LIVRE DA FIRMA</i> .....	30
2.3.3.3	<i>TAXA DE DESCONTO</i> .....	30
2.3.3.4	<i>PERPETUIDADE</i> .....	32
2.4	ESPECIFICIDADES DO SETOR .....	34
2.4.1	<b>CAP RATE</b> .....	<b>34</b>
2.4.2	<b>INDICADORES FINANCEIROS</b> .....	<b>35</b>
2.4.3	<b>LINEARIZAÇÃO</b> .....	<b>36</b>
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA</b> .....	<b>37</b>
<b>4</b>	<b>A EMPRESA</b> .....	<b>40</b>
4.1	HISTÓRICO .....	40
4.2	ESTRUTURA ACIONÁRIA .....	42
4.3	GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	44
4.4	ANÁLISE SETORIAL .....	48
4.5	CONCORRENTES.....	56
4.5.1	<b>Multiplan</b> .....	<b>56</b>
4.5.2	<b>ALLOS</b> .....	<b>58</b>
4.6	PORTFÓLIO IGUATEMI .....	59
4.6.1	<b>EMPREENDIMENTOS</b> .....	<b>59</b>

4.6.2	<b>IGUATEMI 365 E IGUATEMI ONE</b> .....	<b>62</b>
<b>5</b>	<b>ANÁLISE FINANCEIRA</b> .....	<b>64</b>
5.1	RECEITA .....	64
5.2	CUSTOS E DESPESAS .....	68
5.3	ENDIVIDAMENTO .....	71
5.4	LUCRATIVIDADE E RENTABILIDADE .....	74
5.5	COMPARAÇÃO SETORIAL.....	76
<b>6</b>	<b>VALUATION</b> .....	<b>80</b>
6.1	PREMISSAS MACROECONÔMICAS .....	80
6.2	PROJEÇÃO DE RECEITA .....	81
<b>6.2.1</b>	<b>Receita de aluguel</b> .....	<b>82</b>
<b>6.2.2</b>	<b>Receita de estacionamento</b> .....	<b>85</b>
<b>6.2.3</b>	<b>Receita de serviços</b> .....	<b>86</b>
<b>6.2.4</b>	<b>Receita de varejo</b> .....	<b>87</b>
<b>6.2.5</b>	<b>Receita consolidada</b> .....	<b>88</b>
6.3	PROJEÇÃO DE CUSTOS E DESPESAS .....	88
<b>6.3.1</b>	<b>Impostos e descontos</b> .....	<b>88</b>
<b>6.3.2</b>	<b>Linearização dos descontos</b> .....	<b>89</b>
<b>6.3.3</b>	<b>Custos e despesas</b> .....	<b>89</b>
6.4	PROJEÇÃO DE CAPEX E DEPRECIAÇÃO .....	90
6.5	PROJEÇÃO DE CAPITAL DE GIRO .....	91
6.6	PROJEÇÃO DE IR E CSLL .....	91
6.7	CUSTO DE CAPITAL.....	93
<b>6.7.1</b>	<b>Custo do capital próprio</b> .....	<b>93</b>
<b>6.7.2</b>	<b>Custo da dívida</b> .....	<b>93</b>
<b>6.7.3</b>	<b>WACC</b> .....	<b>94</b>
6.8	VALOR PRESENTE.....	94
<b>6.8.1</b>	<b>Fluxo de caixa projetado a valor presente</b> .....	<b>94</b>
<b>6.8.2</b>	<b>Cap rate</b> .....	<b>95</b>
<b>6.8.3</b>	<b>Valor presente da firma</b> .....	<b>97</b>
<b>7</b>	<b>ANÁLISE COMPARATIVA</b> .....	<b>99</b>
7.1	ANÁLISE DE SENSIBILIDADE .....	99
7.2	ANÁLISE POR MÚLTIPLOS .....	100
7.3	COMPARATIVO.....	101

<b>8</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>103</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>105</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Na essência da gestão financeira moderna, encontra-se uma questão fundamental ao se analisar um negócio: "Qual é o valor real de uma empresa?". Esta indagação, aparentemente simples, é a força motriz por trás do campo complexo e sofisticado da avaliação de empresas, mais conhecido como "*Valuation*". De acordo com Damodaran (2012), existem apenas duas abordagens de avaliação: intrínseca e relativa.

Na primeira, parte-se do pressuposto que o valor intrínseco de um ativo é determinado pelos fluxos de caixa futuros gerados durante a vida útil e pelo grau de incerteza a eles associados. De modo similar a um imóvel, onde as pessoas acabam pagando mais em imóveis com aluguéis mais altos e locatários mais estáveis e duradouros que por outros mais especulativos, com aluguéis mais baixos e maior variação de ocupação (DAMODARAN, 2012).

Já na avaliação relativa, o valor é estimado com base nos preços de mercado de ativos similares. Na analogia dos imóveis, o preço de venda do imóvel vizinho pode ser um bom indicador de quanto vale o seu (DAMODARAN, 2012). O autor deixa claro que não existe uma abordagem melhor que a outra, mas que a avaliação intrínseca oferece uma visão mais ampla dos fatores determinantes do valor de uma empresa, enquanto a avaliação relativa pode sinalizar uma estimativa mais realista do valor de mercado. Portanto, é possível e aconselhável a investidores que utilizem de ambas as abordagens a fim de encontrar negócios subavaliados.

Damodaran (2012) deixa claro que essa necessidade de estimar o valor vai além da análise de investimentos e da gestão de portfólios. Ela está presente em todas as fases do ciclo de vida das empresas. Em pequenos negócios em via de expansão, a avaliação é crucial na hora de captar recursos com *venture capitalists* e/ou *private equities*, onde a participação societária que ambos exigirão em troca de seus investimentos dependerá do valor que atribuírem a empresa. Conforme o crescimento da empresa e suas necessidades, ela se deparará com a abertura de capital, e as avaliações determinarão o preço pelo qual as ações da empresa serão lançadas no mercado, na oferta pública inicial.

A intersecção entre a avaliação de empresas e a Engenharia de Produção, particularmente no âmbito da Engenharia Econômica, é um campo fértil e essencial

para a compreensão da valorização de ativos dentro do contexto empresarial. Na Engenharia de Produção, a capacidade de analisar e interpretar os fluxos financeiros e a performance econômica de uma organização é crucial, pois esses aspectos são fundamentais para o planejamento, a otimização de processos e a tomada de decisões estratégicas.

Dada contextualização, o presente trabalho tem como tema a avaliação do valor da Iguatemi S.A. através do método do fluxo de caixa descontado.

## 1.1 JUSTIFICATIVAS DO TEMA E DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Segundo Serra e Wickert (2019), nos últimos 25 anos, o uso de ferramentas de avaliação de empresas tornou-se mais comum no Brasil. O crescimento econômico e o desenvolvimento do mercado de capitais resultaram em uma maior sofisticação e profissionalização das empresas, demandando maior uso por essas ferramentas.

A avaliação de empresas pelo método do fluxo de caixa descontado destaca-se como uma ferramenta crucial para guiar negócios rumo à rentabilidade sustentável. Ela serve como alicerce para as decisões tomadas por gestores e diversos *stakeholders*. O *valuation*, neste contexto, não apenas orienta a gestão interna e o planejamento das atividades empresariais, mas também é a base para decisões associadas a operações mais amplas, como fusões, aquisições e incorporações (SERRA e WICKERT, 2019). Sua importância é evidente em avaliações de viabilidade e em transações de compra e venda, desempenhando também um papel determinante na captação de recursos e influenciando as decisões de acionistas e credores.

A Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A. representa uma das maiores empresas do setor de shopping centers no Brasil. Com uma trajetória de destaque que abrange várias décadas, a Iguatemi não apenas moldou a paisagem de varejo brasileira, mas também se adaptou e prosperou em meio a diversos ciclos econômicos e transformações de mercado (IGUATEMI, 2024). Ao escolher analisar a Iguatemi, busca-se compreender as dinâmicas de uma empresa que opera em um setor sensível às variações econômicas e comportamentais do consumidor. O setor de shopping centers é influenciado por uma série de fatores, desde tendências macroeconômicas até mudanças nos padrões de consumo e inovações



tecnológicas. A capacidade da Iguatemi de se manter relevante e bem-sucedida em meio a essas mudanças é, em si, um estudo valioso sobre resiliência, adaptação e estratégia empresarial.

## 1.2 OBJETIVOS

O presente trabalho tem como objetivo determinar o valor justo das ações da Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A por fluxo de caixa descontado. O problema a ser investigado é como determinar o valor de uma empresa de forma precisa e fundamentada, considerando as especificidades do mercado de shopping centers e os diversos métodos de avaliação disponíveis. São também alguns objetivos específicos:

- a) Realizar uma análise financeira da Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.
- b) Comparar os resultados obtidos do Fluxo de Caixa Descontado com a Avaliação por Múltiplos.
- c) Utilizar de uma análise de sensibilidade para parâmetros sensíveis do modelo a fim de simular o valor da companhia em diferentes cenários.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta seção, serão apresentados e definidos os principais conceitos e métodos utilizados no presente trabalho.

### 2.1 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Historicamente os analistas tendem a “culpar” a contabilidade pelas mazelas na análise de ações (PÓVOA, 2012), tendo casos emblemáticos como a Enron nos Estados Unidos em 2002, IRB no Brasil em 2020, ou o recente caso de Americanas em 2023, em que empresas abusaram da “contabilidade criativa” em seus balanços.

Conforme Alexandre Póvoa (2012) esclarece e defende a contabilidade tem sempre como objetivo a neutralidade. Dito isso, existem milhares de regras no universo da contabilidade, porém há cinco leis contábeis que merecem destaque:

- a) Lei da Entidade: O Balanço Social pertence exclusivamente à organização. Nenhum acionista tem autoridade para se sobrepor às deliberações das Assembleias, disposições dos Estatutos Sociais ou legislações aplicáveis.
- b) Lei da Continuidade: Parte-se do pressuposto de que a empresa continuará suas operações indefinidamente. Por isso, os valores iniciais são geralmente registrados com base no custo. Contudo, as normas IFRS começam a adaptar essa diretriz, ajustando (“marcando a mercado”) principalmente ativos e passivos que não estão diretamente relacionados ao objetivo principal da empresa.
- c) Lei da Realização da Receita e Despesa: A venda e suas despesas associadas devem ser contabilizadas completamente dentro de um período específico. Qualquer valor relacionado à venda, mesmo que o pagamento ocorra futuramente, deve ser reconhecido no período da venda (regime de competência). O registro de receitas e despesas deve refletir o momento real em que aconteceram, independentemente da modalidade de pagamento.
- d) Lei da Moeda Comum: Todos os balanços devem ser apresentados na mesma moeda.

- e) Lei da Objetividade, Consistência e Materialidade: Este princípio engloba três aspectos essenciais: os balanços devem seguir um padrão consistente, baseado em documentos e critérios uniformizados; todos os eventos registrados devem ter relevância apropriada; e qualquer evento que não possa ser quantificado, mas que tenha impacto na análise, deve ser descrito em notas adicionais no final do balanço.

A seguir serão apresentados o Balanço Patrimonial, a Demonstração de Resultado do Exercício e a Demonstração de Fluxo de caixa:

### 2.1.1 BALANÇO PATRIMONIAL

O Balanço Patrimonial de uma empresa oferece um retrato de sua saúde financeira, fornecendo aos investidores insights sobre como os ativos estão sendo alocados e as fontes de capital que sustentam suas atividades. Ao examinar o Balanço Patrimonial, é possível avaliar a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações financeiras. O Balanço Patrimonial é como uma fotografia da situação da empresa ao final do período de cada trimestre divulgado (REIS, 2022). O Quadro 1 apresenta os itens que compõem o balanço patrimonial e seus significados.

Quadro 1 – Balanço Patrimonial

Item	Descrição	Observação
Ativo circulante	Refere-se aos recursos que a empresa espera converter em dinheiro ou usar em até um ano	Inclui Caixa e Equivalentes de Caixa, Investimentos de Curto Prazo, Contas a Receber e Inventário
Ativo Realizável no Longo Prazo	Representa os recursos que serão convertidos em dinheiro ou usados após um ano.	Abrange Investimentos de Longo Prazo e Recebíveis com prazo superior a um ano.
Ativo Permanente	Os principais tipos são imobilizados (propriedades e equipamentos), investimentos em outras empresas e ativos intangíveis.	
Passivo Circulante	Obrigações que a empresa espera liquidar em até um ano	Inclui contas a pagar originadas de compras a prazo.
Passivo Exigível de Longo Prazo	Compromissos que serão liquidados após um ano	Abrange empréstimos de longo prazo e pagamentos

		pendentes com prazo superior a um ano.
Patrimônio Líquido (PL)	A rubrica principal é "Capital", que registra todos os investimentos feitos pelos proprietários da empresa. Tem-se o Patrimônio Líquido decorrente da subtração dos Ativos Totais da companhia menos os Passivos Totais.	Qualquer lucro ou prejuízo afetará essa categoria, assim como ajustes de avaliação patrimonial. Outras categorias incluem reservas de capital, reservas de lucro, e lucros retidos.

Fonte: Alexandre Póvoa (2012). Elaboração: Autor (2024).

A Figura 1 apresenta essa divisão do balanço patrimonial.

Figura 1 - Balanço Patrimonial

<b>Ativos</b>	<b>Passivos</b>
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Ativo Realizável no Longo Prazo	Passivo Exigível de Longo Prazo
Ativo Permanente	<b>Patrimônio Líquido (PL)</b>
	PL = Ativos Totais – Passivos totais

Fonte: Alexandre Póvoa (2012). Elaboração: Autor (2024).

O Balanço Patrimonial é, portanto, uma ferramenta indispensável para a análise financeira, oferecendo uma visão clara e concisa da posição econômica da empresa. Ele permite aos *stakeholders* avaliar a solidez financeira, a eficiência na alocação de recursos e a sustentabilidade de longo prazo da organização.

### 2.1.2 DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO

A Demonstração do Resultado do Exercício, frequentemente referido como DRE, apresenta a performance financeira e a capacidade de uma empresa, revelando aos investidores detalhes sobre sua receita, resultados (sejam eles lucrativos ou deficitários) e eficiência operacional. Esse relatório foca nas entradas, saídas, lucros e déficits de uma organização ao longo de um intervalo estipulado.

Ela proporciona percepções cruciais sobre as atividades empresariais, a competência da administração, áreas que necessitam de atenção e como a empresa se compara a outras do mesmo segmento (PÓVOA, 2012). O Quadro 2 demonstra os itens de uma DRE e sua descrição.

Quadro 2 – Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

<b>Item</b>	<b>Descrição</b>
Receita Bruta	Representa o total recebido pela empresa com a venda de seus produtos ou serviços.
Receita Líquida	Receita Bruta menos os diferentes impostos que incidem diretamente sobre os produtos vendidos ou serviços prestados (ICMS, ISS, IPI etc.).
Custo da Mercadoria Vendida (CMV)	O custo total para se produzir, comprar ou prestar os serviços ofertados pela companhia.
Lucro Bruto	É a diferença entre Receita Líquida e o Custo da Mercadoria Vendida, definindo de modo geral o quanto a empresa gera de resultado apenas em seu processo produtivo.
Despesas Operacionais	São todas as despesas necessárias para o funcionamento da empresa (salários, luz, administrativas etc.) e que não se encontram no CMV.
Lucro Operacional	É o Lucro Bruto menos as Despesas Operacionais.
Despesas e Receitas Financeiras	Despesas financeiras com juros através de empréstimos adquiridos e receitas financeiras com as aplicações financeiras da companhia.
Lucro Antes do IR	Lucro Operacional somado a diferença das receitas financeiras menos as despesas financeiras.
Lucro Líquido	Lucro após o pagamento de Imposto de Renda, conhecido pelos analistas e investidores como <i>bottom line</i> (última linha) de uma empresa.

Fonte: Alexandre Póvoa (2012). Elaboração: Autor (2024).

O Quadro 3 apresenta a ordem e operações entre os itens da DRE.

Quadro 3 - Estrutura da DRE

<b>(=) Receita Bruta</b>
(-) Imposto sobre receita
<b>(=) Receita Líquida</b>
(-) CMV
<b>(=) Lucro Bruto</b>
(-) Despesas Operacionais
<b>(=) Lucro Operacional</b>
(-/+ Despesas e Receitas Financeiras
<b>(=) Lucro Antes do IR</b>
(-) IR
<b>(=) Lucro Líquido</b>

Fonte: Alexandre Póvoa (2012). Elaboração: Autor (2024).

Assim, a Demonstração do Resultado do Exercício é uma ferramenta essencial para analisar o desempenho financeiro da empresa, permitindo aos interessados avaliarem o sucesso das estratégias adotadas e a saúde econômica da organização no período analisado.

### 2.1.3 DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA (DFC)

Com a promulgação da Lei nº 11.638/07, a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) tornou-se mandatória, substituindo a Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR). A DFC foca nas entradas e saídas de dinheiro, esclarecendo de onde os fundos foram originados e onde foram aplicados durante o período em questão (NETO, 2021).

A DFC é essencial para analisar a saúde financeira de uma empresa, permitindo avaliar sua real habilidade de quitar dívidas. A elaboração da Demonstração dos Fluxos de Caixa baseia-se nos valores em dinheiro e seus equivalentes. "Dinheiro" abrange tanto o montante físico quanto os depósitos em contas bancárias de fácil acesso. Já os "equivalentes de caixa" referem-se a investimentos de alta liquidez mantidos pela empresa (NETO, 2021). A conversão desses investimentos em dinheiro deve ser feita por um valor pré-estabelecido e com um risco mínimo de desvalorização.

Para Alexandre Assaf Neto (2021), as movimentações presentes no DFC podem ser divididas em três grandes grupos de acordo com a sua natureza, conforme o Quadro 4.

Quadro 4 – Movimentações no DFC

<b>Natureza</b>	<b>Descrição</b>
Fluxos de Entradas e Saídas de Caixa das Atividades Operacionais	Transações de vendas imediatas de produtos e serviços, arrecadações de vendas parceladas de clientes, desembolsos para fornecedores, rendimentos oriundos de investimentos e empréstimos concedidos, quitações salariais e contribuições sociais, pagamentos de tributos, além de outras atividades relacionadas às contas de ativo e passivo circulante.
Fluxos de Entradas e Saídas de Caixa das Atividades de Investimento	Desembolsos relacionados à compra de ativos fixos e intangíveis, arrecadações provenientes de vendas de bens duráveis e intangíveis, transações de compra/venda de outros ativos não circulantes, movimentações em investimentos financeiros que não estão no curto prazo, desembolsos associados à construção de edifícios, transações de compra/venda de ações, fluxos financeiros de contratos futuros, entre outros.
Fluxos de Entradas e Saídas de Caixa das Atividades de Financiamento	Transações de aquisição/venda de ações emitidas pela própria empresa, obtenção de empréstimos e financiamentos no setor bancário, desembolsos relacionados a dividendos e juros sobre o patrimônio líquido, quitação do montante garantido em contratos de arrendamento mercantil, entre outros.

Fonte: Alexandre Assaf Neto (2021). Elaboração: Autor (2024).

Assaf Neto (2021) ressalta que algumas transações de investimento e financiamento verificadas no exercício não afetam o caixa da companhia, como:

- a) Vendas de mercadorias a prazo;
- b) Despesas não desembolsáveis como depreciação e amortização;
- c) Provisão para devedores duvidosos;
- d) Provisões fiscais, tributárias e outras;
- e) Operações de arrendamento mercantil.

Em suma, a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) é uma ferramenta vital para as empresas, pois oferece uma visão clara sobre a movimentação de recursos, permitindo uma análise precisa da liquidez e solvência empresarial. A categorização das atividades em operacionais, de investimento e de financiamento proporciona

uma compreensão aprofundada de como os recursos são gerados e empregados, facilitando a tomada de decisão por parte dos gestores e investidores.

## 2.2 INDICADORES FINANCEIROS

A análise da companhia por agentes externos a ela apresenta dificuldades adicionais de avaliação, dada a limitação de informações contidas nas demonstrações financeiras publicadas pela empresa. A fim de auxiliar nesta situação que se utilizam de indicadores de aspecto financeiro e econômico, que segundo Assaf Neto (2021), podem mostrar padrões e verificar tendências.

A fim de apresentar melhor clareza a respeito dos indicadores, conforme Assaf Neto (2021), dividiu-se os indicadores básicos em quatro grupos: liquidez e atividade, endividamento e estrutura, rentabilidade e análise de ações.

O Quadro 5 apresenta os indicadores de liquidez.

Quadro 5 – Indicadores de Liquidez

<b>Indicador</b>	<b>Significado</b>	<b>Fórmula</b>
Liquidez corrente	Reflete a relação entre o ativo circulante e o passivo circulante. Se o indicador for maior que 1, indica a existência de um capital circulante líquido positivo. Se igual a 1, pressupõe uma inexistência e inferior a 1, um capital de giro líquido negativo.	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
Liquidez seca	O indicador reflete o percentual das dívidas de curto prazo que pode ser resgatado mediante o uso de ativos circulantes de maior liquidez.	$\frac{\text{Ativo Circulante} (-) \text{ Estoques} (-) \text{ Despesas Antecipadas}}{\text{Passivo Circulante}}$
Liquidez geral	Representa a saúde financeira a longo prazo da empresa.	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$

Fonte: Alexandre Assaf Neto (2021). Elaboração: Autor (2024).

O Quadro 6 demonstra os indicadores de atividade.

Quadro 6 – Indicadores de atividade

<b>Indicador</b>	<b>Significado</b>	<b>Fórmula</b>
Prazo médio de estocagem	Fornece o tempo médio necessário para a completa	$\frac{\text{Estoque Médio}}{\text{Custos dos Produtos Vendidos}} \times 360$



	renovação dos estoques da empresa.	
Prazo médio de pagamento a fornecedores	Fornece o tempo médio que a empresa tarda em pagar suas dívidas de fornecedores.	$\frac{\text{Contas a Pagar a Fornecedores (Média)}}{\text{Compras Anuais a Prazo}} \times 360$
Prazo médio de cobrança	Fornece o tempo médio que a empresa depende em receber suas vendas realizadas a prazo.	$\frac{\text{Valores a Receber de Vendas a Prazo (Média)}}{\text{Vendas Anuais a Prazo}} \times 360$

Fonte: Alexandre Assaf Neto (2021). Elaboração: Autor (2024).

O Quadro 7 indicam os indicadores de endividamento e estrutura.

Quadro 7 – Indicadores de Endividamento e Estrutura

<b>Indicador</b>	<b>Significado</b>	<b>Fórmula</b>
Relação Capital de Terceiros / Capital Próprio	Demonstra o nível de endividamento da empresa em relação a seu financiamento por meio de recursos próprios.	$\frac{\text{Exigível Total (Passivo Circulante + Exigível a longo prazo)}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
Relação Capital de Terceiros/Passivo Total	Demonstra a porcentagem dos recursos totais da empresa que se financiam por capital de terceiros.	$\frac{\text{Exigível Total}}{\text{Passivo Total (Exigível Total + PL)}}$
Imobilização de recursos permanentes	Demonstra a porcentagem dos recursos passivos a longo prazo que se encontra imobilizada em itens ativos.	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Exigível a Longo Prazo + PL}}$
Dívida líquida / EBITDA	Mede a relação entre a dívida líquida de uma empresa e seu EBITDA.	$\frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{EBITDA}}$

Fonte: Alexandre Assaf Neto (2021). Elaboração: Autor (2024).

Já os indicadores de rentabilidade são apresentados no Quadro 8.

Quadro 8 – Indicadores de rentabilidade

<b>Indicador</b>	<b>Significado</b>	<b>Fórmula</b>
Retorno sobre o Ativo (ROA)	Representa o retorno gerado pelo total das aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos.	$\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total Médio}}$
Retorno sobre o Investimento (ROI) ou retorno sobre o capital investido (ROIC)	De modo similar ao ROA, porém avalia o retorno sobre os recursos aplicados pelos acionistas e credores da companhia.	$\frac{\text{Lucro Operacional Líquido do IR}}{\text{Investimento Médio}}$
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	Representa o retorno gerado pelos recursos aplicados na empresa por seus proprietários.	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}$
Margem Bruta	É a diferença entre a receita total e o custo dos bens ou serviços vendidos, expressa como uma porcentagem da receita total.	$\frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita}}$
Margem Líquida	É a porcentagem da receita total que resta após subtrair todos os custos e despesas operacionais, incluindo impostos e juros.	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita}}$

Fonte: Alexandre Assaf Neto (2021). Elaboração: Autor (2024).

O Quadro 9 apresenta os indicadores de análise de ações.

Quadro 9 – Indicadores de análise de ações.

<b>Indicador</b>	<b>Significado</b>	<b>Fórmula</b>
Lucro por Ação (LPA)	Representa o lucro líquido para cada ação emitida.	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Número de Ações Emitidas}}$
Índice Preço/Lucro	Representa a relação entre o preço de aquisição do título e seu lucro unitário anual.	$\frac{\text{Preço da Ação}}{\text{LPA}}$
<i>Enterprise Value (EV) / EBITDA</i>	Representa o valor da empresa ( <i>Enterprise Value</i> ) com sua capacidade de geração de caixa operacional antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA - <i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization</i> ).	$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}}$

Fonte: Alexandre Assaf Neto (2021). Elaboração: Autor (2024).

Portanto, os indicadores financeiros e econômicos são ferramentas fundamentais na análise de empresas, fornecendo uma visão mais profunda e detalhada que vai além das demonstrações financeiras básicas.

## 2.3 MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

A seguir serão apresentados os modelos de avaliação de empresas mais utilizados.

### 2.3.1 AVALIAÇÃO PATRIMONIAL

Neste tipo de avaliação, o valor de uma empresa é determinado com base no Balanço Patrimonial, que é calculado pela diferença entre a soma total de ativos e a soma total de passivos. Conforme mencionado por Assaf Neto (2021), uma restrição notável deste método é que os ativos e passivos são avaliados com base em seus valores contábeis, e não nos valores de mercado. Além de concentrar o valor da empresa apenas nas suas operações passadas, não levando em conta as perspectivas futuras do negócio. Uma alternativa para superar essa restrição é ajustar os valores no Balanço Patrimonial de acordo com os padrões atuais da contabilidade brasileira.

No entanto, mesmo com esses ajustes, o Balanço Patrimonial possui outras restrições. Esta demonstração financeira não leva em conta vários fatores, como ativos intangíveis que trazem vantagem competitiva, como valor da Marca e *pricing power* (capacidade de repassar preço ao consumidor), a qualidade de governança, a interação entre os ativos, o panorama industrial, a posição competitiva da empresa no mercado, entre outros fatores.

Por conta dessas restrições, esta metodologia é mais apropriada para situações específicas, como processos de liquidação, divisão, integração, fusão e encerramento de empresas, ou em cenários onde o valor atual dos fluxos de caixa futuros é menor que o total do patrimônio líquido.

### 2.3.2 AVALIAÇÃO RELATIVA

Conforme mencionado na introdução deste trabalho, na avaliação relativa o valor é estimado com base nos preços de mercado de ativos similares. O método de avaliação por múltiplos se baseia na avaliação relativa e ganhou uso pelos agentes de mercado por acreditarem em ser um caminho mais simples, onde evitaria projeções futuras utilizadas no método de fluxo de caixa descontado. No entanto, Alexandre Póvoa (2012) deixa claro que essa ideia de simplicidade não é verdadeira, mas que se as metodologias forem desenvolvidas de maneira consistente, devem produzir resultados semelhantes a outros métodos de avaliação.

Vale destacar que existem três versões básicas dos múltiplos:

- a) Múltiplo passado: utiliza uma referência do passado;
- b) Múltiplo corrente: utiliza a referência do ano corrente;
- c) Múltiplo futuro: utiliza a referência de um ano futuro.

Os principais múltiplos são apresentados no Quadro 10.

Quadro 10 – Tipos de múltiplos

Múltiplo	Descrição
Lucro	Uma forma intuitiva de avaliar o valor de um ativo é considerá-lo como um múltiplo dos lucros que ele gera. Ao comprar uma ação, comumente se analisa o preço pago como um múltiplo do lucro por ação da empresa. Ao adquirir um negócio inteiro, é comum examinar o valor dos ativos operacionais (ou valor da empresa) como um múltiplo do lucro operacional ou do EBITDA (lucro antes

	de juros, impostos, depreciação e amortização). Esses múltiplos são influenciados pelo potencial de crescimento e risco do negócio em questão.
Valor Patrimonial	Enquanto os mercados fornecem uma estimativa do valor de um negócio, contadores frequentemente oferecem uma visão diferente do mesmo. O valor contábil é determinado pelas regras de contabilidade, sendo influenciado pelo preço original pago pelos ativos e ajustes contábeis subsequentes, como a depreciação. Investidores frequentemente analisam a relação entre o preço da ação e o valor contábil do patrimônio líquido para avaliar se uma ação está sob ou subvalorizada. O índice preço-valor contábil (PBV) pode variar consideravelmente entre setores, dependendo do potencial de crescimento e qualidade dos investimentos.
Receita	Tanto os lucros quanto o valor contábil são medidas contábeis determinadas por regras e princípios de contabilidade. Uma medida alternativa, menos afetada por escolhas contábeis, é a receita, à qual se pode relacionar o valor do patrimônio líquido ou o valor da empresa. A vantagem dos múltiplos de receita é que facilita a comparação entre empresas em diferentes mercados e sistemas contábeis, diferentemente dos múltiplos de lucro ou valor contábil. Também acaba sendo muito utilizado em setores com empresas jovens, muitas das quais operam com prejuízo.
Setoriais	São particulares ao segmento, associados ao ramo de atuação da companhia.

Fonte: Damodaran (2012). Elaboração: Autor (2024).

### 2.3.3 AVALIAÇÃO POR FLUXO DESCONTADO

Conforme Póvoa (2012), o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é considerado o método mais completo a fim de encontrar o valor de uma companhia, onde “o valor de uma companhia equivale ao somatório de todo caixa gerado no médio-longo prazo, trazido a valor presente por uma taxa de desconto que representa o chamado retorno exigido pelo investido”.

$$\text{Valor presente do ativo} = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Com:

FC<sub>t</sub> = fluxo de caixa no período t;

n = período de vida útil do ativo;

r = taxa de desconto

Cabe mencionar que uma empresa ao longo de sua vida possui diferentes estágios e que em cada estágio ela apresenta características

semelhantes. Empresas mais recentes tendem a passar por mais estágios até atingirem a etapa de perpetuidade, que é a fase final. Em abordagens de *valuation* simplificadas, a evolução da empresa é comumente dividida em etapas distintas, seja um, dois, três ou quatro estágios, baseando-se no ritmo previsto de desenvolvimento da empresa. A mudança de um estágio para o próximo é influenciada pelo ritmo de progresso do negócio, considerando fatores como crescimento, indicadores de retorno e custo de capital. Segundo Póvoa (2012), o objetivo dessa metodologia é determinar um valor aproximado para a empresa de forma mais ágil e estruturada.

Em relação ao tempo que se deve projetar o fluxo de caixa antes da perpetuidade, Póvoa (2012) acredita que todas as projeções envolvem um grau significativo de interpretação do avaliador. Assim, quanto mais distante o analista tentar prever o futuro, mais desafiador será fundamentar suas suposições com um nível aceitável de confiança.

### 2.3.3.1 FLUXO DE CAIXA LIVRE DE ACIONISTA

O Fluxo de Caixa para o Acionista ou *Free Cash Flow to the Equity* (FCFE) reflete o que resta do fluxo de caixa da empresa para distribuição aos detentores de capital próprio, depois de saldar os juros com os credores. Portanto, o FCFE é o fluxo de caixa destinado unicamente aos acionistas e representa diferença entre toda entrada e saída efetiva de recursos no nível do acionista, por isso o ponto inicial é o lucro líquido (PÓVOA, 2012). O FCFE, por ser exclusivo dos acionistas, é derivado do lucro líquido contábil, momento no qual os credores já foram compensados.

Conforme Alexandre Assaf Neto (2021), pode-se considerar a seguinte equação:

$$FCFE = LL + D\&A - CAPEX - NIG + Dívida Líquida \quad (2)$$

Com:

LL = Lucro líquido;

D&A = Depreciação e amortização;

CAPEX = Investimentos em expansão;

NIG = Necessidade de investimento em giro;

Dívida Líquida = Dívida bruta - caixa e equivalentes.

### 2.3.3.2 FLUXO DE CAIXA LIVRE DA FIRMA

Enquanto o FCFE procura metrificar o valor detido pelos acionistas, o Fluxo de Caixa Livre da Firma ou *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) procura encontrar o valor da empresa (ou firma) que é de posse tanto dos acionistas quanto aos credores (PÓVOA, 2012).

$$FCFF = FCFE + Dívida Líquida \quad (3)$$

Os recursos destinados a financiar as operações da empresa podem provir do capital próprio ou de terceiros. No que diz respeito ao FCFF, questões relacionadas à estrutura de capital, como a obtenção ou quitação de dívidas e a emissão, recompra ou cancelamento de ações, não são consideradas sob a perspectiva da empresa como um todo. Assim, todos os investimentos são realizados utilizando os fundos totais da empresa (abrangendo credores e acionistas).

A distinção primária entre os fluxos de caixa destinados ao acionista e à empresa em si está em seu ponto inicial (PÓVOA, 2012). O FCFE é derivado a partir do lucro líquido, enquanto o FCFF tem sua origem no lucro operacional, levando em conta o pagamento de impostos após essa etapa.

### 2.3.3.3 TAXA DE DESCONTO

Uma vez estabelecidos os fluxos de caixa operacionais para a avaliação, é essencial determinar a taxa mínima desejada para um investimento. Essa taxa será usada para atualizar os benefícios de caixa previstos para seu valor presente, representando o valor econômico da empresa. A taxa mínima de atratividade reflete o custo de oportunidade das diversas fontes de capital, seja próprio ou de terceiros, levando em conta a contribuição de cada uma na estrutura de financiamento. Esse

custo de oportunidade deve compensar adequadamente as expectativas de retorno estabelecidas pelos vários detentores de capital (NETO,2021).

É crucial destacar a necessidade de alinhar essa taxa com os fluxos de caixa operacionais esperados do investimento, que, dadas suas estruturas, compensam esses capitais. Conforme Alexandre Assaf Neto (2021), a avaliação de um investimento deve comparar o retorno esperado pelos financiadores – o custo médio ponderado de capital (WACC) – com os rendimentos do caixa. Uma crítica ao WACC é a constância de proporções ao longo do tempo. Mudanças na estrutura de financiamento alteram o custo de capital. Uma solução é definir uma estrutura de capital-alvo, representando o objetivo futuro. Assim, os pesos no cálculo do WACC alinham-se com futuros planos de financiamento.

O valor de uma empresa é baseado em um cenário alinhado com as expectativas de mercado. No entanto, são comuns análises de sensibilidade, e seus impactos devem influenciar o valor final da empresa.

Portanto, o WACC é uma média ponderada do custo de capital de terceiros e do custo de capital próprio, onde os pesos dessa média são definidos com base na estrutura de capital da companhia. Segundo Damodaran (2012), o custo de capital de terceiros pode ser obtido através de:

$$k_d = (R_f + \textit{Spread de inadimplência}) \times (1 - \textit{Alíquota tributária marginal}) \quad (4)$$

Onde:

$K_d$  = Custo de capital de terceiros;

$R_f$  = Taxa livre de risco.

Para o cálculo do custo de capital próprio, Alexandre Póvoa (2021) acredita que *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) é o modelo mais utilizado para tal. O modelo utiliza de quatro premissas:

- a) Inexistência de custos de transação;
- b) Total liquidez de compra e venda nos mercados;
- c) Simetria de informações no mercado;
- d) Possibilidade de diversificação (eliminação) total do risco específico da ação, por meio da gestão de portfólio.

Dito isso, o custo de capital próprio é obtido da seguinte fórmula:

$$k_e = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (5)$$

Onde:

Ke = Custo de capital próprio;

Rf = Taxa livre de risco;

Beta = Beta da ação da empresa;

Rm = Taxa de retorno esperado do mercado.

Com o custo de capital próprio e de terceiros, conforme Damodaran (2012), é possível calcular o WACC:

$$WACC = k_e \left( \frac{E}{E+D} \right) + k_d \left( \frac{D}{E+D} \right) \quad (6)$$

Onde:

Ke = Custo de capital próprio;

Kd = Custo de capital de terceiros;

E = Valor de mercado da empresa;

D = Dívida líquida da empresa;

IR = Alíquota de imposto de renda em porcento.

#### 2.3.3.4 PERPETUIDADE

Conforme Alexandre Assaf Neto (2021), o horizonte de análise de um negócio pode geralmente ser dividido em duas partes, o período explícito e o período residual (perpetuidade). O primeiro é os fluxos de caixa da projeção previsível, já o segundo é a perpetuidade da projeção, onde não é possível projetar os fluxos de caixa para cada período. Esse período da perpetuidade deve ser analisado com cautela, principalmente em setores de grande crescimento como o de tecnologia, onde que uma parcela relevante do valor da firma se encontra neste intervalo.



Em muitas avaliações de empresas, assume-se que o valor é agregado apenas durante o período de projeção explícita, estabilizando a taxa de retorno na perpetuidade ao nível do custo de oportunidade do capital. Essa abordagem de estabilidade impede a projeção de um crescimento contínuo dos fluxos de caixa, pois o valor da empresa permanece constante, sem criar ou reduzir valor.

Em contrapartida, uma abordagem menos conservadora sugere que as empresas podem gerar retornos na perpetuidade superiores à remuneração mínima definida pelos detentores de capital. Neste caso, o valor da perpetuidade irá depender de dois fatores já apresentados, o ROI (retorno do investimento) e do WACC (custo médio ponderado de capital). Além disso, é necessário descobrir a taxa de crescimento dos fluxos de caixa, que Alexandre Assaf Neto (2021) define como:

$$g = b \times r \quad (7)$$

Onde:

$g$  = taxa de crescimento dos fluxos de caixa;

$b$  = percentual de reinvestimento dos fluxos operacionais de caixa;

$r$  = retorno do capital aplicado ou ROI.

Com esse conceito, tem-se a seguinte equação para o valor da empresa:

$$\text{Valor da Empresa} = \frac{\text{Lucro Operacional Líquido} \times (1 - g/\text{ROI})}{\text{WACC} - g} \quad (8)$$

Onde:

$g$  = taxa de crescimento dos fluxos de caixa;

ROI = retorno do investimento;

WACC = custo médio ponderado de capital.

Nesta equação, a taxa de crescimento dos fluxos de caixa ( $g$ ) apresenta ser a variável mais relevante, sendo o fator determinante para o valor da empresa na perpetuidade. O que parece ser razoável uma vez que  $g$  é uma função das oportunidades de crescimento criadas pela empresa, relacionada a busca por

novos mercados e produtos e auferidos ao ROI da companhia, em outras palavras, representa a eficiência da companhia em investir o capital disponível.

Para Alexandre Assaf Neto (2021), o diferencial competitivo da empresa em gerar valor através do crescimento está essencialmente nas oportunidades reconhecidas de desenvolver e introduzir novos produtos e negócios. Uma organização que almeja criar valor precisa constantemente explorar novas possibilidades de expansão, pautando suas estratégias competitivas em oportunidades de negócios onde o ROI é superior ao WACC.

## 2.4 ESPECIFICIDADES DO SETOR

Esta seção destina-se a elucidar termos e indicadores estratégicos comumente empregados no setor imobiliário, com foco especial nos shopping centers. Esses conceitos são fundamentais para o entendimento das análises financeira e operacional que serão apresentadas neste trabalho.

### 2.4.1 CAP RATE

O conceito de *capitalization rate* (*cap rate*), conforme delineado no relatório de análise setorial de shopping centers pelo time de *Equity Research* do BTG Pactual (2021), é um indicador financeiro amplamente utilizado em avaliações imobiliárias. Este índice reflete a razão entre o lucro operacional anual de um shopping center e o seu valor total de transação, fornecendo assim uma taxa de retorno anual gerada pelo imóvel.

$$Cap\ rate = \frac{Lucro\ Operacional\ anual}{Valor\ do\ ativo} \quad (9)$$

Neste trabalho, este múltiplo também é utilizado para estimar o valor da empresa na perpetuidade, a partir da razão entre o lucro operacional projetado para o sexto ano à frente e uma taxa de *cap rate* esperada. A taxa de *cap rate* esperada tem como base a NTN-B de 10 anos, que compreende o juro real esperado, acrescida de um *spread* baseado em valores de mercado, explicado mais adiante no trabalho.

## 2.4.2 INDICADORES FINANCEIROS

O *Net Operating Income* (NOI), ou Receita Operacional Líquida, é um indicador financeiro fundamental no setor imobiliário, conforme explica Thiago Reis (2021) em um artigo para a Suno. Este indicador é calculado pela diferença entre a receita operacional bruta e as despesas operacionais do negócio. A receita operacional bruta já é ajustada por fatores como vacância e perda de créditos, conhecida também como GOI (*Gross Operating Income*). O NOI é significativo porque reflete o lucro puro que um imóvel gera com suas operações, antes de serem deduzidos impostos, pagamentos de juros, despesas de capital, depreciação e amortização.

As despesas operacionais abrangidas neste cálculo incluem itens como taxas de administração, IPTU e seguros prediais. A fórmula para calcular o NOI é simples: subtrai-se as despesas operacionais da GOI.

$$NOI = Receita Operacional Bruta - Despesas Operacionais \quad (10)$$

Outro indicador muito utilizado é o *Funds From Operations* (FFO) ou fluxo de caixa proveniente das operações, como Thiago Reis (2019) discorre em seu artigo para a Suno, o FFO é frequentemente aplicado na gestão de Fundos de Investimento Imobiliário (FII), servindo como um termômetro da saúde financeira e da capacidade de geração de caixa, particularmente daquela oriunda de rendas como aluguéis.

Embora não seja um conceito contábil tradicional, o FFO oferece uma perspectiva clara sobre os rendimentos operacionais de investimentos imobiliários, desconsiderando elementos não recorrentes ou potencialmente distorcidos, como a depreciação e amortização. Para calcular o FFO, ajusta-se o lucro líquido, somando-se a ele despesas não-caixa e subtraindo-se os lucros obtidos na venda de imóveis. Dessa maneira, o FFO reflete o caixa gerado pelas operações que está disponível para reinvestimento ou distribuição aos investidores, representando um indicativo confiável da rentabilidade operacional de um imóvel.

$$FFO = \text{Lucro Líquido} + \text{Depreciação} + \text{Amortização} - \text{Ganhos na venda de imóveis}$$

(11)

### 2.4.3 LINEARIZAÇÃO

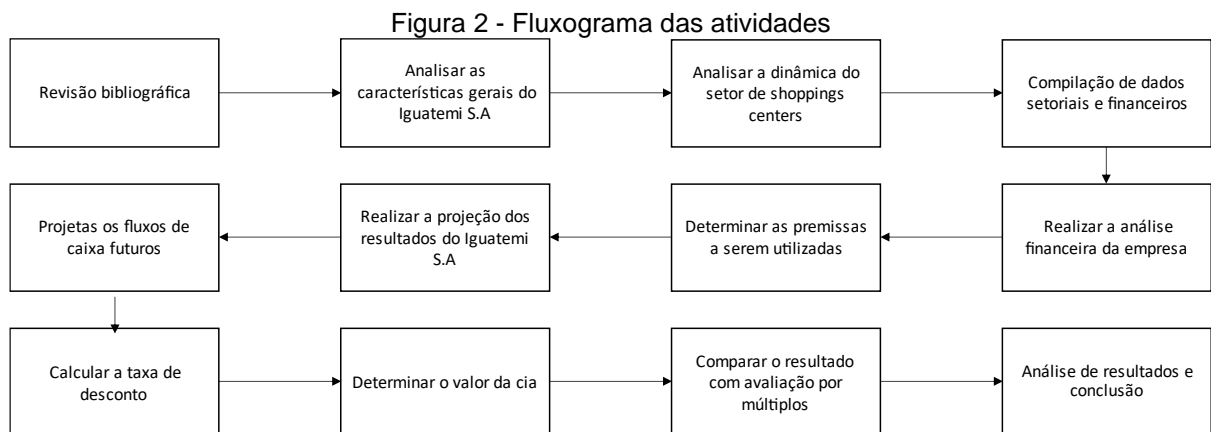
Na Demonstrações Financeiras Individuais e Consolidadas da Iguatemi, referentes aos exercícios findos em 31 de dezembro de 2022 (IGUATEMI, 2022) e de 2021 (IGUATEMI, 2021), e conforme relatado pelo Auditor Independente (DELOITTE, 2021), é apresentado o conceito e os efeitos da linearização, uma prática presente nas políticas contábeis da empresa durante a pandemia do COVID-19. Diante dos desafios impostos pela crise sanitária, a Iguatemi adotou estratégias de flexibilização nas cobranças de aluguéis, introduzindo descontos substanciais aos seus lojistas para proporcionar alívio aos fluxos de caixa durante um período de incerteza econômica. Esses descontos são linearizados ao longo do tempo no balanço da companhia, de modo que ainda transitam no balanço e devem ser levados em consideração para as projeções futuras da empresa.

Estes descontos, variando entre isenções parciais a totais, foram calibrados conforme a situação específica de cada lojista, levando em consideração aqueles cujas atividades foram severamente afetadas pelo fechamento dos shoppings. Importante destacar que, apesar de amplos, tais descontos consideraram exceções, ou seja, estabelecimentos que continuaram suas operações sem interrupções significativas.

### 3 METODOLOGIA

O presente trabalho se dedica à execução de uma ferramenta de avaliação de empresas, especificamente o método do fluxo de caixa descontado, focando na empresa brasileira do setor de shopping centers, Iguatemi S.A. Para efetuar o *valuation* da Iguatemi utilizando o método do fluxo de caixa descontado, a pesquisa adota uma abordagem tanto qualitativa quanto quantitativa, fundamentada em dados secundários, com uma metodologia de estudo de caso.

Segundo Yin (2004), o estudo de caso é uma estratégia de pesquisa abrangente que integra métodos completos, com uma lógica de planejamento que incorpora abordagens específicas para a coleta e análise de dados. Neste trabalho, o estudo de caso é desenvolvido em várias fases, conforme ilustrado na Figura 2.



Fonte: O autor (2023).

A revisão bibliográfica constitui o capítulo de fundamentação teórica deste trabalho. Neste capítulo, buscou-se o conhecimento necessário na literatura para a execução desta pesquisa. As principais referências utilizadas incluem Damodaran (2012), Neto (2014), Póvoa (2012) e Serra (2019).

Inicialmente, ocorre a obtenção de dados providenciados pela empresa via seu portal de relacionamento com investidores. A partir destes, são recolhidas informações gerais sobre a Iguatemi, seus resultados financeiros, declarações de diretores e dados pertinentes aos acionistas. Adicionalmente, mediante consultas a relatórios públicos, notícias e fatos relevantes, são agregadas informações concernentes ao setor no qual a empresa atua, condições de mercado e demais informações que sejam significativas para a composição da análise setorial e

competitiva da empresa. Posteriormente, com base nos dados financeiros compartilhados pela Iguatemi, uma análise financeira da empresa é executada.

Após a realização das análises, o método do fluxo de caixa descontado é aplicado, conforme detalhado previamente no capítulo anterior e utilizando os parâmetros apresentados no Quadro 11, com o propósito de avaliar o valor econômico da empresa em foco.

Quadro 11 – Principais parâmetros utilizados

Parâmetro	Valor	Fonte	Descrição
Ativo livre de risco	10,96%	Tesouro Direto	Retorno do ativo considerado livre de risco, neste caso utilizado o Tesouro Prefixado 2027.
Beta	0,6	Yahoo Finance	Medida de volatilidade entre a ação da empresa com o índice de mercado, neste caso calculado para os últimos 5 anos mensalmente.
Equity Risk Premium	9%	Aswath Damodaran / NYU	Calculado a partir do <i>default spread</i> , obtido através da classificação de risco soberano local (rating) do país por Moody's ou S&P e estimado com base nos spreads de CDS. Caso disponível, utiliza-se o spread de CDS do país e subtrai-se o spread de CDS dos EUA. Em seguida, ajusta-se o <i>default spread</i> pela volatilidade do mercado de ações do país, multiplicando-o pela relação entre a volatilidade do mercado de ações e a volatilidade do mercado de títulos. Se os títulos governamentais não estiverem disponíveis, estima-se a volatilidade relativa utilizando índices de mercados emergentes, como o índice de ações emergentes do S&P e o ETF de títulos governamentais de mercados emergentes da iShares. Por fim, adiciona-se o prêmio de risco ajustado ao ERP do mercado maduro, baseado no ERP implícito do S&P 500, resultando no ERP ajustado para o risco específico do país.
Selic	10,75%	Banco Central do Brasil	Taxa básica de juros usada pelo Banco Central para influenciar outras taxas no país, como empréstimos e aplicações financeiras. É determinada pelo Copom através de operações no mercado de títulos públicos, visando manter a taxa efetiva alinhada com a meta de inflação estabelecida.
NTN-B 10 anos	5,83%	Tesouro Direto	Título pós-fixado que combina uma taxa anual fixa com a variação do IPCA, geralmente utilizado para o cálculo de juros reais em um horizonte de 10 anos. Neste caso, é utilizado o Tesouro IPCA+ 2035.

Fonte: O autor (2024).

A fim de avaliar os resultados obtidos, foi realizada uma análise de múltiplos e uma análise de sensibilidade em relação a alguns parâmetros do modelo. Por fim, foi feita uma comparação da avaliação com o valor de mercado da empresa na bolsa de valores.

## 4 A EMPRESA

A Iguatemi S.A. é uma empresa atuante no setor de shopping centers no Brasil, com uma história que abrange várias décadas. Este capítulo tem como objetivo apresentar a trajetória da empresa, observando como ela enfrentou desafios econômicos e adaptou-se às mudanças de mercado ao longo dos anos. Será dada atenção especial ao posicionamento e foco da empresa. A análise pretende explorar, de forma objetiva, os eventos chave na história da empresa, a governança, estrutura acionária da empresa e a análise setorial, fornecendo um contexto para as premissas utilizadas neste trabalho.

### 4.1 HISTÓRICO

Baseando-se exclusivamente nas informações detalhadas no formulário de referência da companhia (2024), a Iguatemi S.A., anteriormente conhecida como Jereissati Participações S.A., é uma empresa atuando primordialmente no segmento de shopping centers. A companhia, listada na B3 sob a forma de ações ordinárias, ações preferenciais e *Units*, tem suas principais fontes de receita oriundas de participações societárias em empreendimentos de shopping centers e da prestação de serviços. Seu histórico remonta ao início do século XX no Ceará, iniciando suas atividades no comércio têxtil e, com o passar dos anos, diversificando seus interesses empresariais.

A expansão do grupo iniciou-se com a fundação da Companhia Imobiliária Jereissati em 1946, seguida pela aquisição da Metalúrgica La Fonte em 1960, empresa tradicional na fabricação de fechaduras e ferragens de alta qualidade (IGUATEMI, 2024). Esta diversificação de atividades marcou o início da transformação do grupo em um dos maiores conglomerados privados do país, com uma expressiva atuação no mercado de shopping centers.

Dentre os eventos significativos na história da empresa, destaca-se a aquisição do controle acionário da Metalúrgica La Fonte S.A. em 1960 e sua posterior venda em 1995. Em 1984, uma reestruturação societária deu origem à La Fonte Fechaduras S.A., uma subsidiária integral que iniciou suas operações ao assumir os ativos industriais e comerciais da Metalúrgica La Fonte. No mesmo ano, a empresa alterou sua razão social para La Fonte Indústria e Comércio S.A.,



convertendo-se em uma holding. Este movimento foi seguido pela abertura de capital da empresa em 1985 (IGUATEMI, 2024).

A evolução do grupo continuou com a decisão, em 1996, de incluir no seu objeto social as atividades relacionadas a shopping centers e empreendimentos imobiliários, através da Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A. (IESC), sinalizando um importante direcionamento estratégico. A IESC, originalmente La Fonte Empresa de Shopping Centers S.A., foi criada em 23 de maio de 1979 como uma sociedade de responsabilidade limitada e se tornou uma sociedade por ações em 11 de agosto de 1983. Fundada por Carlos Francisco Ribeiro Jereissati, a empresa entrou no setor de shopping centers comprando, em 1979, os ativos da Construtora Alfredo Matias S.A., que possuía uma participação no Iguatemi São Paulo, inaugurado em 1966 como o primeiro shopping center do Brasil (IGUATEMI, 2024). Expandindo-se significativamente ao longo das décadas seguintes com a inauguração de diversos shoppings em diferentes cidades brasileiras.

Este crescimento foi marcado por importantes inaugurações e aquisições, incluindo a abertura de capital da IESC em 2007, que arrecadou aproximadamente R\$550 milhões, um marco para o setor por ser a primeira companhia de shopping centers a ser listada no Brasil. Entre 2007 e 2015, a Iguatemi S.A. executou uma série de movimentos estratégicos para expandir e consolidar sua presença no mercado brasileiro de shopping centers. Inicialmente, em 2007, a empresa realizou a aquisição de dois empreendimentos no interior de São Paulo: o Shopping Center Galleria em Campinas e o Esplanada Shopping Center em Sorocaba (IGUATEMI, 2024). Essas aquisições marcaram um esforço da Iguatemi para ampliar sua atuação fora dos grandes centros urbanos, estendendo sua influência para outras regiões estratégicas do estado de São Paulo.

Três anos depois, em 2010, a Iguatemi (2024) deu um passo significativo ao inaugurar o Iguatemi Brasília. Esse empreendimento representou a entrada da empresa na região Centro-Oeste do Brasil, especificamente na capital federal, diversificando sua atuação geográfica e alcançando um novo público consumidor.

No período de 2012 a 2015, a Iguatemi (2024) continuou sua expansão com a inauguração de mais empreendimentos e a expansão de outros já existentes. Destacam-se o Iguatemi Alphaville e o JK Iguatemi, ambos em São Paulo, além da expansão do Iguatemi Campinas. O Iguatemi Alphaville reforçou a presença da

empresa na região metropolitana de São Paulo, enquanto o JK Iguatemi está situado em uma área nobre da capital.

Além dessas inaugurações e expansões diretas, a Iguatemi (2024) também investiu em aquisições minoritárias durante esse período, adquirindo participações em diversos shoppings como o Praia de Belas Shopping Center e o Shopping Center Esplanada. A compra de uma participação minoritária na Maiojama Participações, voltada para o desenvolvimento de oportunidades imobiliárias na região Sul, evidenciou ainda mais o interesse da Iguatemi em diversificar suas operações e parcerias estratégicas.

Além da expansão física, a IESC inovou ao lançar em 2019 o Iguatemi 365, um marketplace de e-commerce que integra a experiência de compra física e digital, reforçando a presença da marca no ambiente online. Este movimento demonstra o interesse da empresa de adaptar-se às novas tendências de consumo e de mercado, buscando oferecer uma experiência omnicanal aos seus clientes (IGUATEMI, 2024).

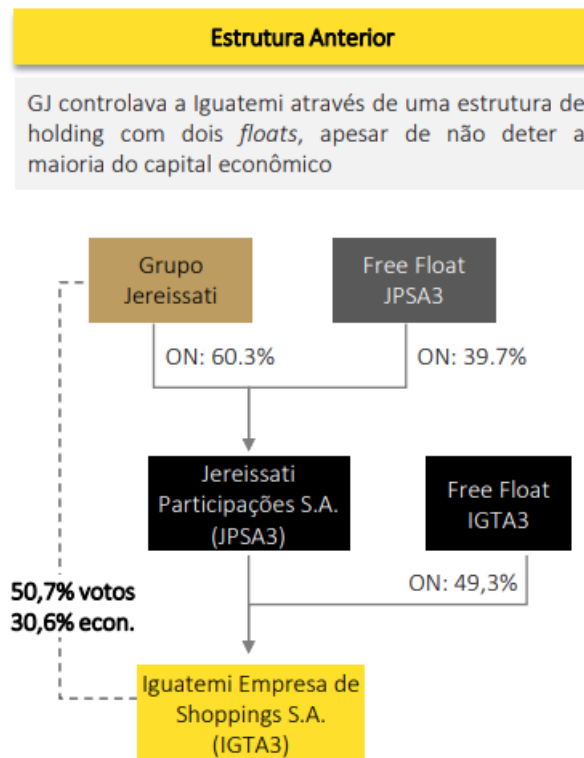
## 4.2 ESTRUTURA ACIONÁRIA

A estrutura acionária atual da Iguatemi S.A. emergiu a partir da reestruturação societária concluída em novembro de 2021 (IGUATEMI, 2024). Antes da operação de reestruturação, a Iguatemi era controlada pelo Grupo Jereissati por meio de uma estrutura de holding que compreendia duas classes de ações negociadas publicamente. O Grupo Jereissati detinha 60,3% das ações ordinárias da Jereissati Participações S.A. (JPSA3), que, por sua vez, detinha 50,7% dos votos e 30,6% do capital econômico da Iguatemi Empresa de Shoppings S.A. (IGTA3). O restante das ações da Iguatemi Empresa de Shoppings S.A. estava disperso no mercado, configurando o chamado *free float*<sup>1</sup> de IGTA3, com 49,3% das ações ordinárias. Na Figura 3, disponibilizada pela apresentação institucional da companhia (2024), é possível compreender melhor a antiga estrutura.

---

<sup>1</sup> *Free float*: porcentagem das ações disponíveis em negociação na bolsa de valores.

Figura 3 – Antiga estrutura acionária

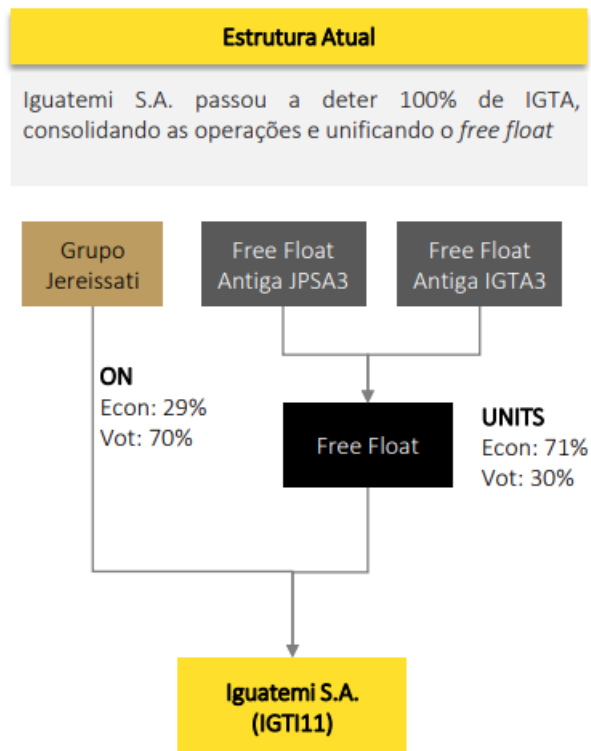


Fonte: Iguatemi (2023).

A reestruturação proposta visou criar uma única entidade com maior capacidade de investimento e simplificar a estrutura societária, mantendo a estrutura de controle. Como resultado, a Iguatemi S.A. passou a ser a única entidade detentora de 100% da IESC, consolidando assim as operações e unificando o *free float* anteriormente dividido entre JPSA3 e IGTA3 em uma única classe de papéis negociados, as *Units* (IGTI11), que são certificados de depósito de ações compreendendo uma ação ordinária e duas preferenciais (IGUATEMI, 2024).

A estrutura acionária atual, demonstrada na Figura 4, reflete um modelo em que o Grupo Jereissati mantém uma posição de controle, detendo 70% dos direitos de voto, embora represente apenas 29% do capital econômico. O restante, compreendendo 71% do capital econômico, mas 30% dos direitos de voto, constitui o *free float* das *Units* na B3 S.A (IGUATEMI, 2024). Isso indica um alinhamento com as práticas de governança corporativa do mercado, ainda que com a particularidade de manter ações preferenciais.

Figura 4 – Estrutura acionária atual



Fonte: Iguatemi (2023).

Essa consolidação acionária buscou trazer benefícios diretos como o aumento na capacidade da companhia de realizar novos investimentos e aquisições, concentrar o *free float* em um único veículo para potencializar sinergias e fortalecer o portfólio da empresa no setor de shopping centers. Além disso, com essa reestruturação, busca-se proporcionar um prêmio para os acionistas da IGTA e alinhar os interesses de todos os investidores com a eliminação da estrutura de holding anterior, criando uma via mais direta e eficiente de governança.

### 4.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Iguatemi S.A. estruturou sua governança corporativa para cumprir com as exigências do mercado de capitais e adotar práticas reconhecidas de gestão. Com a reformulação de 2021, a empresa buscou adequar-se aos padrões similares aos do Novo Mercado da B3, apesar de ter ações preferenciais em sua composição e, por isso, não ser parte desse segmento e sim estar no nível 1 da B3 S.A. Na Figura 5 é possível compreender melhor essas práticas.

Figura 5 – Exigências dos segmentos de listagem

Principais exigências dos segmentos de listagem	Novo Mercado	Aderência pela Nova Iguatemi
Capital social (classe única de ações ordinárias)	●	◐ <sup>1</sup>
Percentual mínimo de ações em circulação ( <i>free float</i> )	●	●
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	●	●
Vedação a disposições estatutárias	●	●
Composição do conselho de administração	●	●
Vedação à acumulação de cargos	●	●
Obrigação do conselho de administração em OPA	●	●
Demonstrações financeiras	●	●
Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	●	●
Reunião pública anual	●	●
Calendário de eventos corporativos	●	●
Divulgação adicional de informações e outros mecanismos de governança	●	●
Concessão de <i>Tag Along</i>	●	●
Saída do segmento/Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	●	●
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	●	●
Comitê de Auditoria	●	●
Auditoria interna	●	●
<i>Compliance</i>	●	●

**Legenda:** ● Máxima proximidade com Novo Mercado    ◐ Mínima proximidade com Novo Mercado    1) Existência de ações PN com direito de veto para matérias específicas

Fonte: Iguatemi (2023).

O conselho de administração da Iguatemi é composto por membros independentes e não independentes, cumprindo com a proporção exigida de conselheiros independentes. Conforme o site da empresa (2024), a composição é a seguinte:

- a) Carlos Francisco Ribeiro Jereissati (presidente): formado em Economia pela Universidade Mackenzie, desempenhou o papel de Diretor Presidente da Companhia entre 1969 e 2011. Além disso, ocupa o cargo de Presidente do Conselho de Administração da Iguatemi Empresa de Shopping Centers e de outras entidades corporativas, incluindo a Jereissati Participações S.A. e o Grande Moinho Cearense S.A. Jereissati também participou de conselhos em outras instituições como BM&FBOVESPA e a ABRASCE.
- b) Carlos Jereissati (membro efetivo): graduado em administração pela Fundação Getúlio Vargas, tem atuado na Iguatemi S.A. desde 1997 e,

após assumir a presidência em 2005, liderou a expansão da empresa. Sua gestão se destacou por dobrar o tamanho da rede de shoppings e pela digitalização do negócio, incluindo o lançamento do e-commerce Iguatemi 365.

- c) Pedro Jereissati (vice-presidente): com formação em Administração de Empresas pela Fundação Armando Alvares Penteado (FAAP) e MBA pela Kellogg School of Management, é Presidente do Grupo Jereissati e da Jereissati Participações S.A. Iniciou sua carreira em 1995 na Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A., onde desempenhou funções de liderança como Vice-Presidente responsável por Fusões e Aquisições e CFO. Atualmente, além de integrar o Conselho de Administração da Iguatemi, é Presidente do Conselho de Administração da Infracommerce S.A. e tem experiência prévia como sócio do Banco BTG Pactual.
- d) Ana Karina Bortoni Dias (membro independente): é bacharel em Ciências Químicas e possui mestrado na mesma área pela Universidade de Brasília. Sua experiência profissional inclui 18 anos na consultoria McKinsey & Company, sendo nove desses como sócia. Na McKinsey, ela liderou projetos focados em transformações digitais, governança, estratégia e gestão de performance. Ana Karina tem experiência no setor bancário, tendo atuado no Banco BMG inicialmente como Presidente do Conselho e posteriormente como CEO. Atualmente, ela exerce o papel de Conselheira de administração independente na Iguatemi e possui posições de liderança em outras organizações, como Presidente do Conselho da 2W Ecobank, conselheira consultiva no Grupo Silvio Santos e Presidente do Conselho na Biolab Sanus Farmacêutica.
- e) Bernardo Parnes (membro independente): sócio fundador da Investment One Partners, traz 40 anos de experiência no setor financeiro, tanto em instituições financeiras nacionais quanto internacionais. Ele ocupou posições de CEO no Deutsche Bank Latin America e no Deutsche Bank Brasil entre 2008 e 2016, e antes disso foi CEO do Banco Bradesco BBI S.A. e CEO da JSI Investimentos Ltda., parte do Grupo Safra. Parnes também presidiu o Banco Merrill

Lynch no Brasil por 14 anos e atuou no Citigroup no Brasil por sete anos. Atualmente, ele é membro dos conselhos do Hospital Albert Einstein, Iguatemi S.A., Raízen-Geo Biogás S.A., Uisa Geo Biogás S.A., Usinas Itamarati S.A. e Geo Energética Participações S.A.

- f) Pedro Santos Ripper (membro independente): possui formação em Engenharia de Computação e um Mestre em Engenharia de Software pela PUC do Rio. Ele também concluiu o Advanced Management Program pela Harvard Business School em 2007. Ripper tem um histórico profissional diversificado, tendo sido presidente da operação da Cisco Systems no Brasil e vice-presidente da Oi S.A. Mais recentemente, mudou seu foco para empreender e investir em tecnologia, tornando-se co-fundador e presidente da Bemobi. Além disso, é sócio-co-fundador de outras empresas de tecnologia, incluindo a Mobicare e a Akross, e atua como conselheiro independente na Vibra Energia S.A..
- g) Francisco Sergio Peixoto Pontes (membro independente): com uma extensa trajetória em empresas e instituições financeiras, iniciou sua carreira na Petrobrás Química S.A., onde foi responsável pela análise de oportunidades de aquisição. Posteriormente, na Shell do Brasil, liderou estudos de investimentos em petróleo e derivados. Ele também fez parte do Banco Bozano Simonsen de investimentos, gerenciando a equipe de análise de renda variável e produtos de Asset Management, e no Banco Boavista, atuou como Diretor Executivo encarregado da gestão de fundos de renda fixa e variável.
- h) Wagner de Sousa Nascimento (membro independente): formado em Administração pela Universidade Federal de Viçosa, possui especializações em Gestão Previdenciária e Auditoria & Controladoria. Desenvolveu sua carreira no Banco do Brasil, onde atuou como Diretor de Seguridade da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – Previ. Ele serviu como Conselheiro Deliberativo da Previ entre 2016 e 2020 e como conselheiro consultivo de 2006 a 2014. Wagner coordenou a Comissão de Empresa dos Funcionários do Banco do Brasil e a mesa de negociação da Fenaban entre 2014 e 2019. Além disso, liderou a

Rede Sindical Internacional do BB pela Global Union Americas Finanças de 2017 a 2020, com atuação no Brasil, Argentina e Paraguai.

Os comitês estatutários e não estatutários da Iguatemi (2024) cobrem áreas como finanças, capital, auditoria, riscos, compliance, ESG, desenvolvimento institucional e transformação digital. Esses comitês têm como função assessorar o conselho de administração em suas decisões. A companhia mantém um conselho fiscal de funcionamento não permanente, que se reúne conforme a necessidade para revisar as práticas administrativas e as contas da empresa. Para auditorias, a Iguatemi utiliza tanto uma equipe interna quanto serviços externos de uma empresa independente.

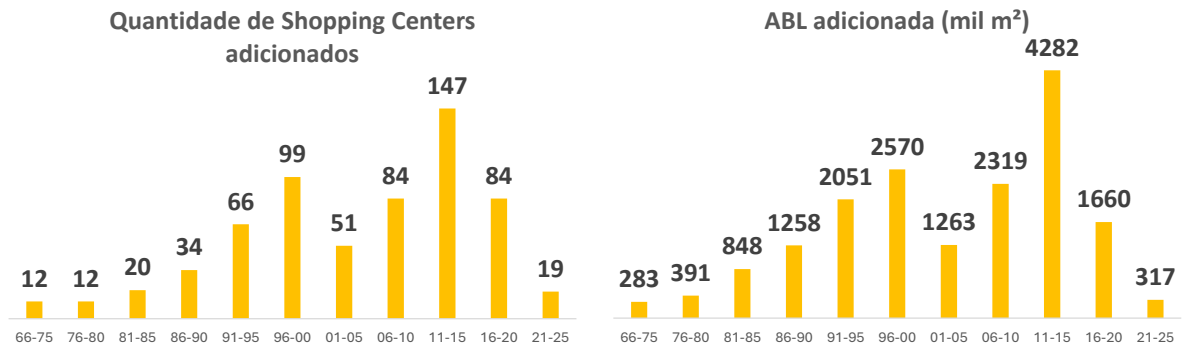
A Diretoria Executiva da empresa, composta por cinco membros, é liderada por Cristina Anne Betts no cargo de Diretora Presidente. A equipe executiva também inclui Guido Barbosa de Oliveira, que atua como Vice-presidente Financeiro e Diretor de RI, Erika Jereissati Zullo, ocupando a posição de Vice-presidente de Negócios Estratégicos, Dilene Rodrigues Teixeira na função de Vice-presidente Jurídica, e Charles William Krell, que desempenha o papel de Vice-presidente de Operações (IGUATEMI, 2024). Juntos, eles formam o núcleo de liderança responsável pela condução estratégica e operacional da empresa.

#### 4.4 ANÁLISE SETORIAL

O setor de shopping centers apresentou mudanças ao longo das últimas décadas e existem fatores econômicos específicos que influenciaram nesse processo. Utilizando como base o próprio formulário de referência da empresa (2024) e o censo brasileiro de shopping centers 2023/2024 da Associação Brasileira de Shopping Centers (ABRASCE, 2023), podemos observar que o setor vivenciou um longo período de expansão e agora continua em uma fase de crescimento mais moderado. Os gráficos a seguir, na Figura 6, demonstram a evolução do mercado de shopping centers no país ao longo desse período (dados foram atualizados até o início do ano de 2023), com o gráfico da esquerda apresentando o número de shoppings inaugurados em cada período e o da direita a ABL adicionada por essas inaugurações.



Figura 6 – Evolução do setor ao longo das últimas décadas



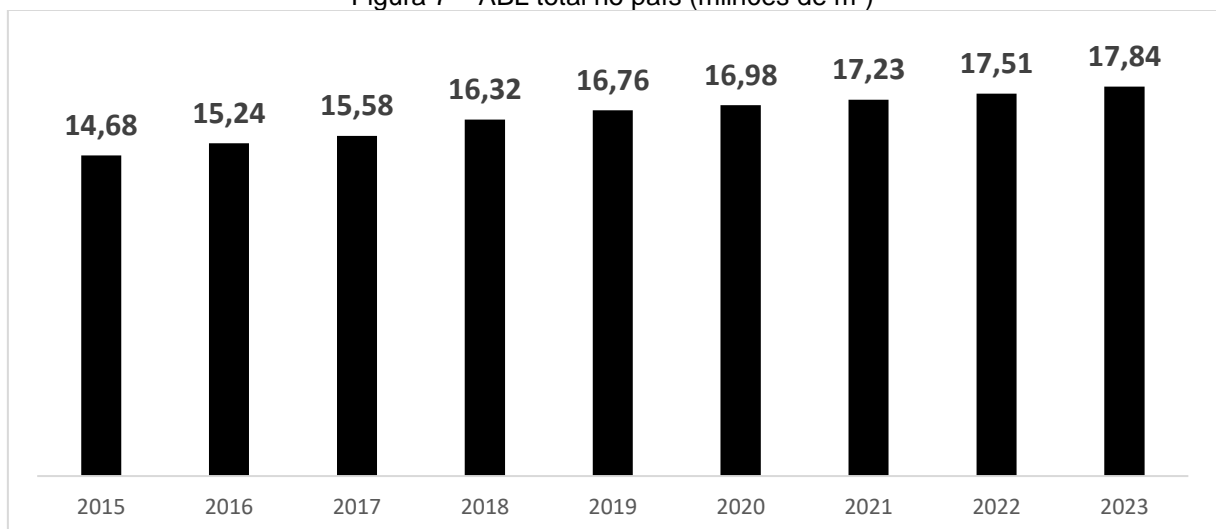
Fonte: Censo Brasileiro de Shopping Centers 2022/2023 – ABRASCE. Elaboração: Iguatemi (2023).

O período inicial de rápido crescimento do mercado de shopping centers no Brasil ocorreu durante os anos 1980, marcado pela abertura de grandes empreendimentos regionais como o Shopping Eldorado em São Paulo (1981) e o Shopping Center Iguatemi em Porto Alegre (1983).

Uma segunda fase de expansão acelerada foi vivenciada na segunda metade dos anos 1990, impulsionada por um ambiente de estabilidade econômica e política, resultando em 97 novos shopping centers e um crescimento de 105% em Área Bruta Locável (ABL) em uma década.

Já na Figura 7 pode-se notar um crescimento menor quanto a expansão de Área Bruta Locável (ABL).

Figura 7 – ABL total no país (milhões de m²)



Fonte: Censo Brasileiro de Shopping Centers 2023/2024 – ABRASCE. Elaboração: Autor (2024).

Ao analisar como estão dispostos os shopping centers pelo país, Tabela 1, nota-se uma grande concentração na região sudeste. Se compararmos essa

disposição com a participação de cada região no PIB do país, fica nítido uma grande relação, sugerindo que a presença dos shopping centers pelo país segue paralelamente a dinâmica da atividade econômica. Esta tendência é plausível, considerando que o setor de shopping centers é intrinsecamente ligado ao desempenho econômico, refletindo o poder de compra e a distribuição de renda regional.

Tabela 1 – Disposição de shopping centers por região

	<b>Número de shoppings em operação</b>	<b>Número de shoppings em operação (%)</b>	<b>Participação no PIB 2021</b>
Norte	30	4,69%	6,2%
Nordeste	109	17,06%	13,9%
Centro-Oeste	69	10,80%	10,4%
Sudeste	324	50,70%	52,3%
Sul	107	16,74%	17,4%

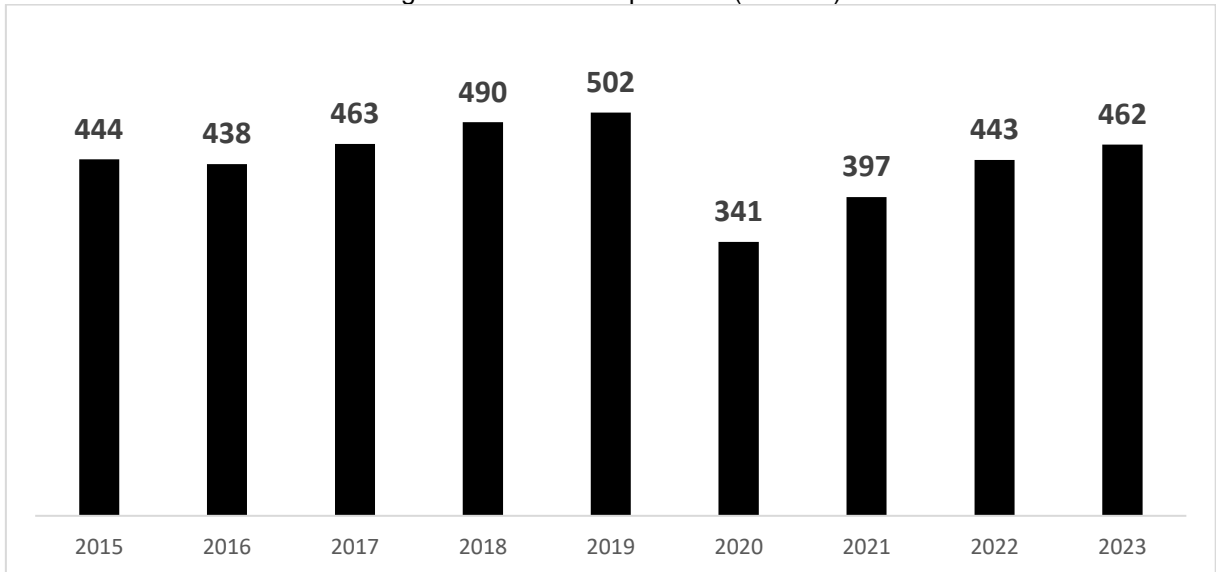
Fonte: Censo Brasileiro de Shopping Centers 2023/2024 – ABRASCE e Sistemas de Contas Regionais 2021 – IBGE. Elaboração: Autor (2024).

Na última década, assistimos a uma transformação no setor de shopping centers, marcada pela melhoria nos padrões de gestão e pela profissionalização. Esse avanço foi impulsionado pela listagem na bolsa de valores de seis importantes operadoras de shopping centers.

A popularidade dos shopping centers no Brasil se deve mais que uma simples oferta de lojas e serviços num ambiente único, complementada por facilidades como estacionamento amplo e espaços climatizados. Atrativos adicionais incluem a percepção de um ambiente seguro e proteção contra eventos climáticos, particularmente durante o período de chuvas tropicais que coincide com as festividades natalinas, uma época que tradicionalmente registra o ápice das vendas anuais.

A seguir é possível observar alguns números com maior detalhe a respeito do setor.

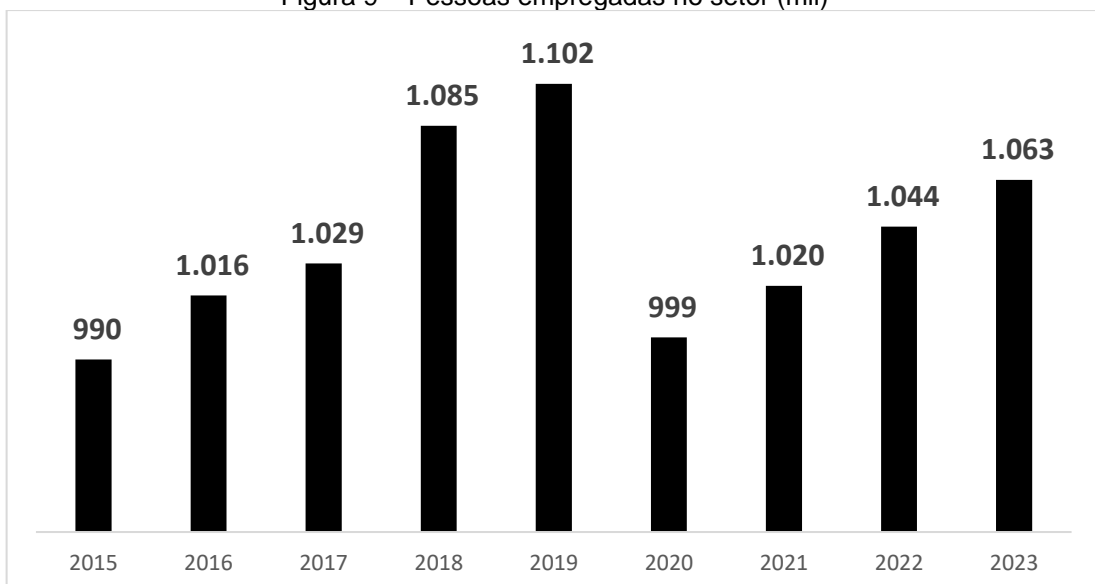
Figura 8 – Visitantes por mês (milhões)



Fonte: Censo Brasileiro de Shopping Centers 2023/2024 – ABRASCE. Elaboração: Autor (2024).

A Figura 8 deixa claro o setor estava crescendo constantemente desde 2015, uma vez que o número de visitantes é um indicador interessante para o setor. Porém em 2020 sofreu um grande impacto devido ao período da pandemia, que impôs restrições ao comércio e reduziu o fluxo de consumidores. No entanto, a partir de 2021, há uma recuperação com a volta do crescimento de visitantes. Entretanto é importante mencionar que o fluxo de visitantes não retornou aos níveis de pré-pandemia, conforme a Figura 9.

Figura 9 – Pessoas empregadas no setor (mil)

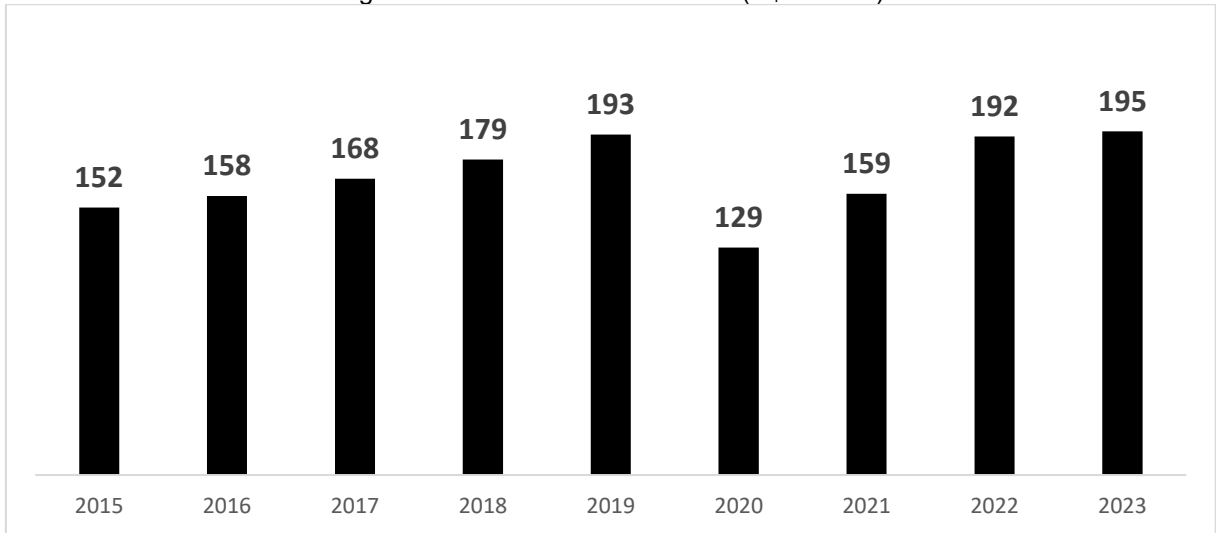


Fonte: Censo Brasileiro de Shopping Centers 2023/2024 – ABRASCE. Elaboração: Autor (2024).

Quando analisado o número de pessoas empregadas no setor, nota-se a mesma dinâmica: um crescimento de 2015 até 2019, 2020 uma queda considerável, e desde então voltando a crescer, porém, sem alcançar os níveis pré-pandemia.

Ao analisar o faturamento do setor, a dinâmica é semelhante. Observa-se um crescimento contínuo de 2015 até 2019, onde o faturamento atinge o seu pico de R\$192,8 bilhões. Em 2020, nota-se uma queda significativa para R\$128,8 bilhões. No entanto, a partir de 2021, há uma recuperação, e o faturamento volta a crescer conforme a Figura 10, alcançando R\$194,7 bilhões em 2023, superior ao nível pré-pandemia.

Figura 10 – Faturamento do setor (R\$ bilhões)



Fonte: Censo Brasileiro de Shopping Centers 2023/2024 – ABRASCE. Elaboração: Autor (2024).

Na Tabela 2, compara-se o crescimento da receita com a inflação, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Tabela 2 – Crescimento de receita do setor vs IPCA

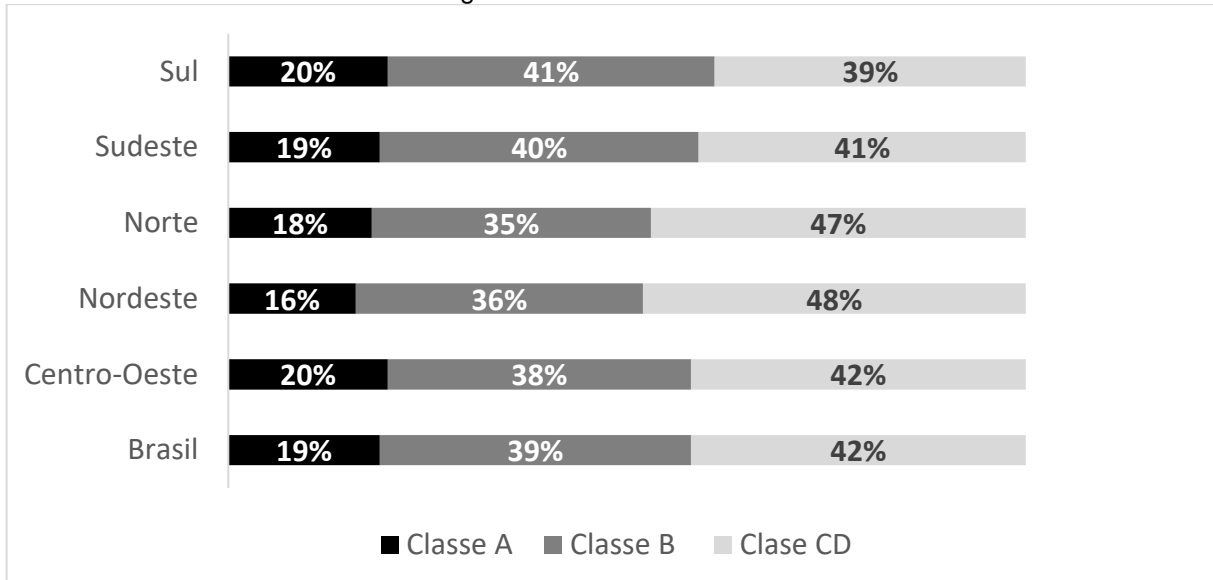
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Crescimento (%)	4,29%	6,20%	6,50%	7,89%	-33,20%	23,60%	20,48%	1,51%
IPCA	6,29%	2,95%	3,75%	4,31%	4,52%	10,06%	5,79%	4,62%
Diferença	-2,00%	3,25%	2,75%	3,58%	-37,72%	13,54%	14,69%	-3,11%

Fonte: Censo Brasileiro de Shopping Centers 2023/2024 – ABRASCE e IBGE (2024). Elaboração: Autor (2024).

Ao comparar o crescimento do setor com a inflação, nota-se que na maior parte dos casos o setor consegue crescer acima da inflação, porém é evidente que após a pandemia fica difícil tirar conclusões. Os anos de 2021 e 2022 tiveram

crescimentos muito elevados devido a comparação de uma base mais fraca, e já 2023 se viu um crescimento muito baixo, até mesmo abaixo da inflação do período.

Figura 11 – Perfil do visitante



Fonte: Censo Brasileiro de Shopping Centers 2023/2024 – ABRASCE. Elaboração: Autor (2024).

Na Figura 11, observa-se que a classe B representa a maior porcentagem de visitantes em todas as regiões, seguida de perto pela classe C/D, enquanto a classe A tem a menor representatividade, porém conta com uma presença mais constante em todas as regiões, com porcentagens variando de 16% a 20%, o que pode refletir uma oferta consistente de produtos e serviços de alto valor nos shoppings de todo o país. Outra questão interessante é a uniformidade no perfil dos visitantes da classe B em todo o Brasil, mantendo-se em torno de 40% em todas as regiões.

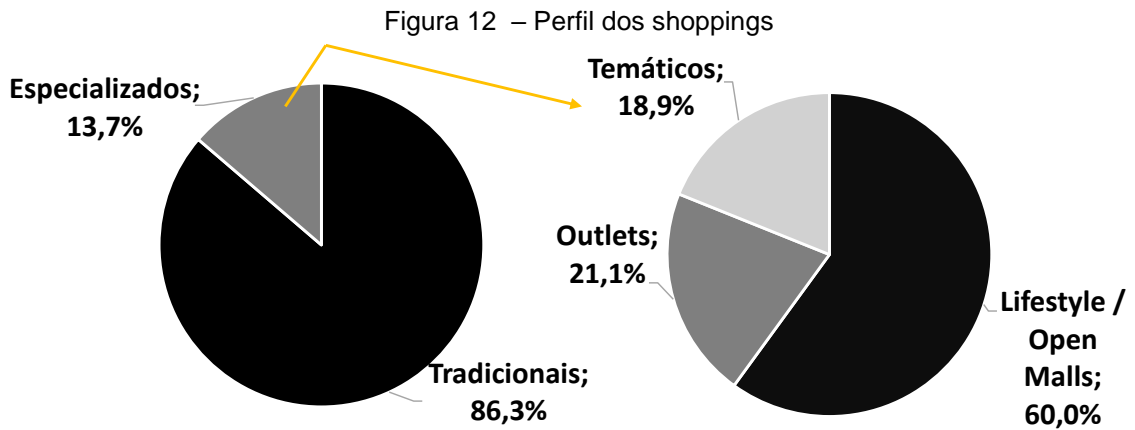
A definição de shopping center segundo a Associação Brasileira de Shopping Centers (ABRASCE, 2023) é centros de compras como complexos que excedem os 5 mil metros quadrados de Área Bruta Locável (ABL). Além disso, a ABRASCE organiza os shoppings em diferentes categorias, levando em consideração o tamanho de suas ABLs, conforme a Tabela 3 abaixo:

Tabela 3 – Classificação por tipo de empreendimento

Classificação Abrasce por Tipo de Empreendimento		
Tipo	Porte	ABL
<b>Tradicional</b>	Mega	Acima de 60 mil m <sup>2</sup>
	Regional	De 30.000 a 59.999 m <sup>2</sup>
	Médios	De 20.000 a 29.999 m <sup>2</sup>
	Pequenos	Até 19.999 m <sup>2</sup>
<b>Especializado (podem ser do tipo Outlet, Lifestyle ou Temáticos)</b>	Grandes	Acima de 20.000 m <sup>2</sup>
	Médios	De 20.000 a 19.999 m <sup>2</sup>
	Pequenos	Até 9.999 m <sup>2</sup>

Fonte: Censo Brasileiro de Shopping Centers 2022/2023 – ABRASCE. Elaboração: Iguatemi (2023).

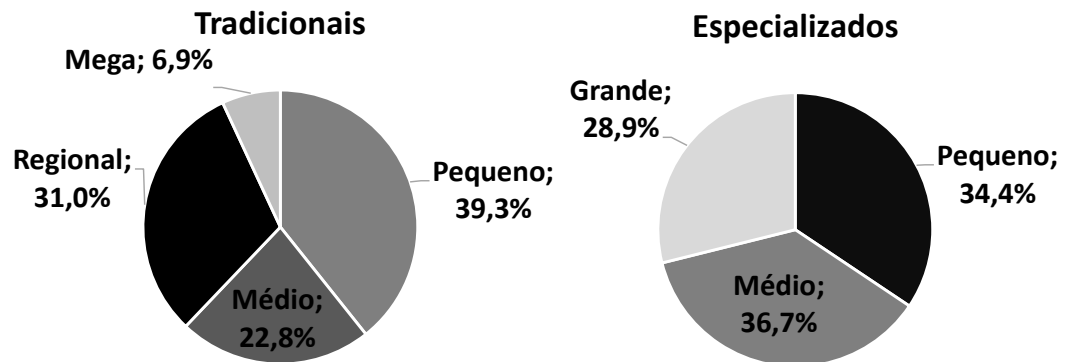
Quanto ao perfil dos shoppings, a Figura 12 exibe as distribuições classificadas por tipo.



Fonte: Censo Brasileiro de Shopping Centers 2023/2024 – ABRASCE.

A Figura 13 ilustra a distribuição dos shoppings conforme o tamanho.

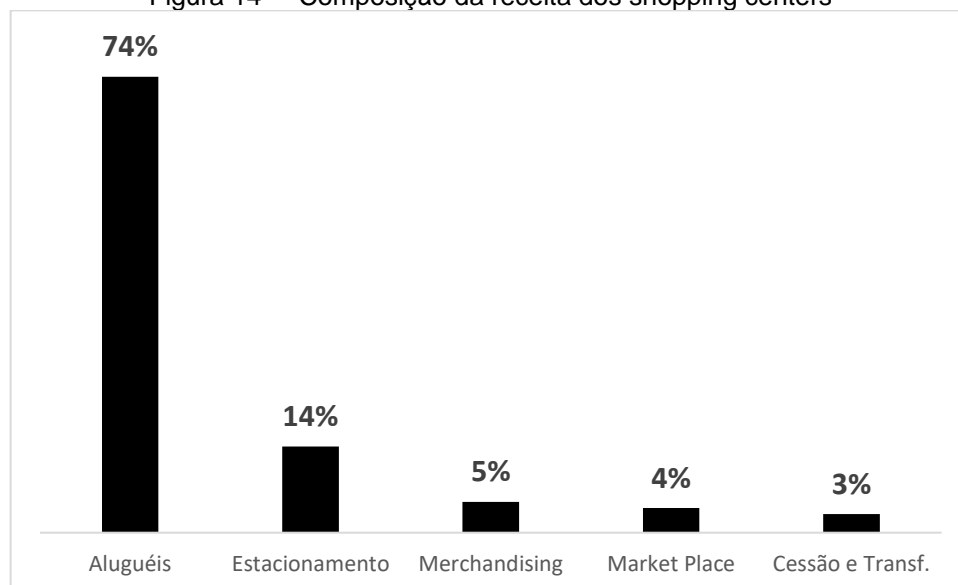
Figura 13 – Perfil dos shoppings quanto ao tamanho



Fonte: Censo Brasileiro de Shopping Centers 2023/2024 – ABRASCE.

No cenário dos centros comerciais no Brasil, a principal fonte de receita para os shoppings é o aluguel, representando quase  $\frac{3}{4}$  de toda receita gerada. Os estacionamentos também contribuem de maneira relevante, enquanto as atividades promocionais de merchandising e as operações de marketplaces digitais ligados aos shoppings começam a despontar como canais de receita emergentes. Esta distribuição de receita deixa claro a dependência dos shoppings em relação aos locatários. Na Figura 14 é possível encontrar mais detalhes:

Figura 14 – Composição da receita dos shopping centers



Fonte: Censo Brasileiro de Shopping Centers 2023/2024 – ABRASCE. Elaboração: Autor (2024).

O desempenho dos centros comerciais brasileiros está intimamente ligado ao poder de compra e ao dinamismo econômico do país. Assim, a ascensão de um número significativo de pessoas à classe média e o aumento do poder aquisitivo são elementos que impulsionam o crescimento desse segmento. Por outro lado, o setor

é sensível às oscilações do mercado imobiliário, com aumentos nos custos dos imóveis podendo impactar negativamente a lucratividade e frear o desenvolvimento de novos projetos.

Ademais, a indústria de shopping centers é suscetível às variações inflacionárias, considerando que os aluguéis tendem a ser corrigidos conforme índices inflacionários. Portanto, em um cenário de expectativas de inflação elevadas, o setor pode se tornar mais atrativo para investidores que buscam proteção contra a perda de poder aquisitivo da moeda.

## 4.5 CONCORRENTES

O segmento de shopping centers no Brasil possui muitos players; porém, é possível mencionar três que se destacam, sendo empresas listadas na bolsa de valores: Iguatemi, Multiplan e ALLOS. Na Tabela 4, é possível encontrar uma comparação com alguns indicadores.

Tabela 4 – Comparativo entre as empresas do setor

<b>Indicador</b>	<b>Iguatemi</b>	<b>Multiplan</b>	<b>ALLOS</b>
ABL própria	490,4 mil m <sup>2</sup>	880,8 mil m <sup>2</sup>	1.458,1 mil m <sup>2</sup>
# de regiões presentes	3	4	5
Receita bruta (2023)	R\$1,4 bilhão	R\$ 2,2 bilhões	R\$2,8 bilhões
Lucro líquido (2023)	R\$304,7 milhões	R\$1,02 bilhão	R\$469,4 milhões
Dívida Líquida	R\$1,76 bilhões	R\$1,91 bilhões	(R\$1,63 bilhões)
Dívida Líquida / EBITDA	2,11	1,18	-0,26
Valor da firma	R\$7,91 bilhões	R\$16,86 bilhões	R\$12,03 bilhões

Fonte: Iguatemi (2024), Multiplan (2024), ALLOS (2024) e Statusinvest (2024). Elaboração: Autor (2024).

Nas próximas seções, serão apresentados mais detalhes de cada companhia.

### 4.5.1 Multiplan

Com mais de 50 anos no mercado imobiliário, a Multiplan é uma das principais empresas no desenvolvimento e administração de shopping centers e projetos multiuso no Brasil. Gerindo 20 shopping centers e dois complexos de torres corporativas, o que totaliza 931.434 m<sup>2</sup> de ABL.



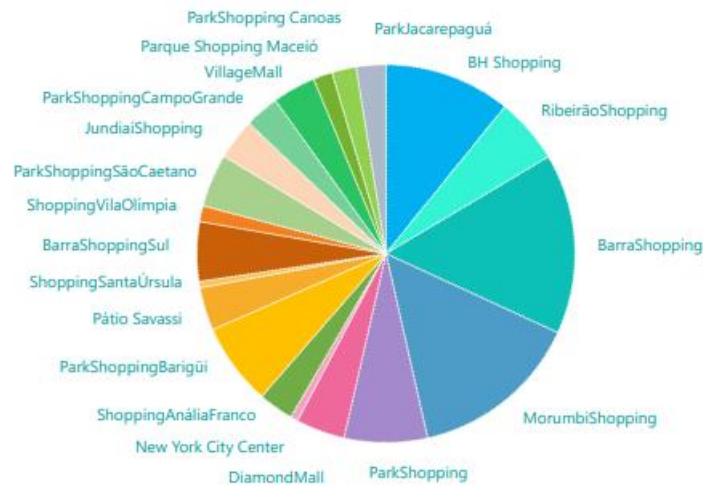
Financeiramente, a Multiplan vem construindo um histórico de crescimento robusto e consistente. A empresa alcançou um lucro líquido superior a R\$1 bilhão em 2023, com um crescimento de vendas de 9,6% sobre o ano anterior. Esse crescimento é corroborado por um aumento na receita bruta para R\$2,217 bilhões e um NOI de R\$1,752 bilhões em 2023, enquanto o FFO, que reflete a saúde do fluxo de caixa operacional, atingiu R\$1,243 bilhões.

Se considerarmos as vendas totais da Multiplan dividido pelas vendas totais dos shoppings brasileiros, chegaremos a uma participação de 11,3%. Olhando para o futuro, a empresa teve um Capex de R\$595,5 milhões em 2023. Os planos de expansão incluem um aumento potencial de 70 mil m<sup>2</sup> em ABL, sinalizando uma abordagem estratégica para o crescimento e a diversificação do portfólio.

No âmbito de fornecer uma experiência digital, a empresa possui o aplicativo Multi que visa integrar a experiência dos shoppings físicos da rede com a conveniência do digital, levando a experiência de shopping para os consumidores de uma maneira inovadora e interativa. Com o aplicativo, os usuários podem desfrutar de uma série de funcionalidades práticas, como a compra de ingressos de cinema, acesso a promoções e cupons de desconto, além de informações detalhadas sobre lojas e restaurantes. Segundo a companhia em sua apresentação institucional (2024), o Multi conta com mais de 1 milhão de usuários.

Os 20 shoppings da companhia se encontram nos estados do Rio Grande do Sul, Paraná, São Paulo, Minas Gerais, Distrito Federal, Rio de Janeiro e Alagoas. Na Figura 15 é possível ver a divisão da receita por cada shopping.

Figura 15 – Diversificação de receita entre os ativos



Fonte: Multiplan (2024).

#### 4.5.2 ALLOS

A ALLOS surgiu em 2023 decorrente da fusão da Aliansce Sonae e a brMalls. Conforme o site da companhia (2024), a empresa combinada conta com um amplo portfólio com 62 shoppings, presentes em 40 municípios e nas cinco regiões do Brasil. Dentre esses shoppings, 53 são proprietários e 9 são administrados por terceiros. A Tabela 5 mostra a divisão por região.

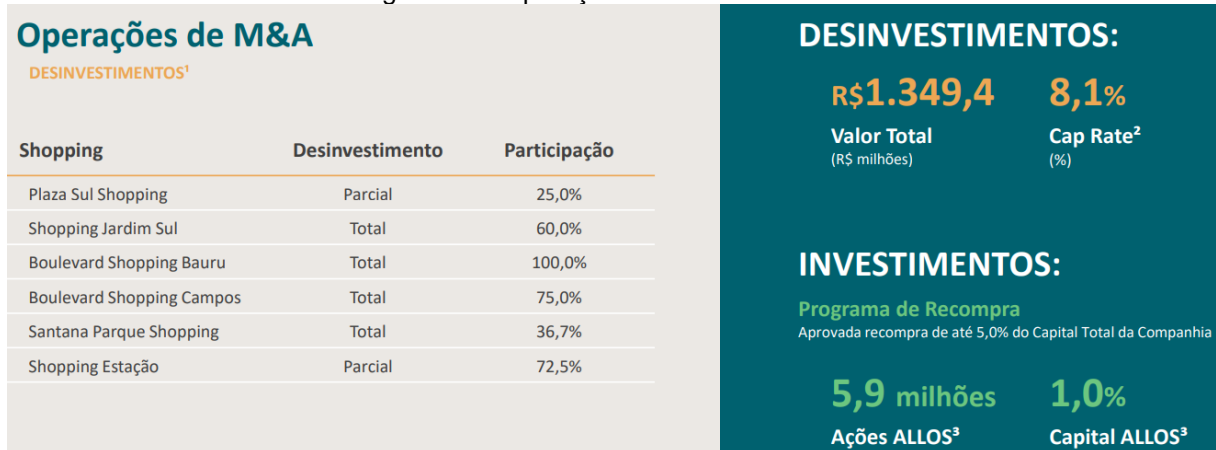
Tabela 5 – Portfólio por região ALLOS

Região	ABL Total	ABL Própria
Centro-Oeste	204.956	159.584
Norte	154.673	107.630
Nordeste	317.265	138.438
Sul	203.378	178.478
Sudeste	1.341.906	874.042
<b>Total</b>	<b>2.222.178</b>	<b>1.458.172</b>

Fonte: ALLOS (2023). Elaboração: Autor (2024).

Interessante mencionar que como a empresa surgiu de uma fusão recentemente, a mesma está em um processo de desinvestimento de ativos e ao mesmo tempo recomprando suas ações, uma vez que o time executivo da empresa julga que as ações da empresa estão baratas. A Figura 16 é da apresentação de resultados do 3T23 (2023) que demonstra isto:

Figura 16 – Operações de M&amp;A da ALLOS



Fonte: ALLOS (2023).

Fica nítido que a empresa ainda está se adequando a nova composição de shoppings do seu portfólio, em busca de se desfazer de ativos pouco rentáveis e buscando uma maior eficiência operacional, sendo assim, entregando maior rentabilidade ao seu acionista.

#### 4.6 PORTFÓLIO IGUATEMI

Nesta seção será apresentado e analisado o portfólio de shopping centers da empresa, bem como outras iniciativas, como o Iguatemi 365 e Iguatemi One.

##### 4.6.1 EMPREENDIMENTOS

Com base na planilha de fundamentos da empresa (IGUATEMI, 2024), na Tabela 6 abaixo podemos observar todo o portfólio de empreendimentos da Iguatemi S.A.

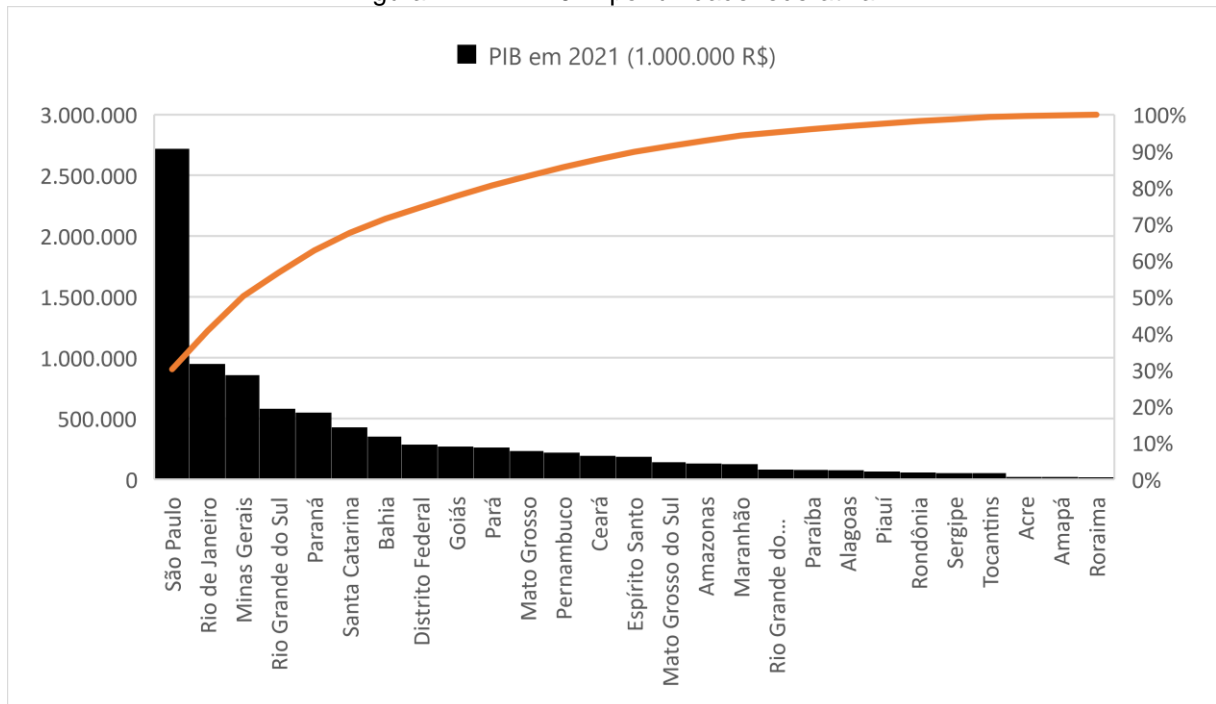
Tabela 6 – Portfólio Iguatemi

Portfólio	Cidade	ABL Total (m <sup>2</sup> )	Participação Iguatemi	ABL Iguatemi (m <sup>2</sup> )
Iguatemi São Paulo	São Paulo	49.395	58,58%	28.936
JK Iguatemi	São Paulo	33.568	100,00%	33.568
Pátio Higienópolis	São Paulo	34.070	11,54%	3.932
Market Place	São Paulo	26.690	100,00%	26.690
Iguatemi Alphaville	Barueri	30.968	78,00%	24.155
Iguatemi Campinas	Campinas	73.140	70,00%	51.198
Galleria	Campinas	33.276	100,00%	33.276
Iguatemi Esplanada <sup>(1)</sup>	Sorocaba	64.804	60,93%	39.487
Iguatemi Esplanada - área proprietária <sup>(2)</sup>	Sorocaba	3.678	100,00%	3.678
Iguatemi São Carlos	São Carlos	22.071	50,00%	11.036
Iguatemi Ribeirão Preto	Ribeirão Preto	43.385	88,00%	38.178
Iguatemi Rio Preto	São José do Rio Preto	43.713	88,00%	38.467
<b>Subtotal Sudeste</b>		<b>458.758</b>		<b>332.599</b>
Iguatemi Porto Alegre	Porto Alegre	67.878	42,58%	28.903
Praia de Belas	Porto Alegre	44.838	57,55%	25.805
<b>Subtotal Sul</b>		<b>112.717</b>		<b>54.707</b>
Iguatemi Brasília	Brasília	34.657	64,00%	22.181
<b>Subtotal DF</b>		<b>34.657</b>		<b>22.181</b>
I Fashion Outlet Novo Hamburgo	Novo Hamburgo	20.048	41,00%	8.220
I Fashion Outlet Santa Catarina	Tijucas	20.114	54,00%	10.861
Power Center Iguatemi Campinas	Campinas	27.534	77,00%	21.201
<b>Subtotal Outlet e Powe Center</b>		<b>67.696</b>		<b>40.282</b>
<b>Subtotal Shoppings</b>		<b>673.827</b>		<b>449.770</b>
Market Place Torre I	São Paulo	15.345	100,00%	15.345
Market Place Torre II	São Paulo	13.389	100,00%	13.389
Torre Iguatemi Porto Alegre	Porto Alegre	10.276	42,58%	4.376
Torre Sky Galleria	Campinas	14.500	52,00%	7.540
<b>Subtotal Torres</b>		<b>53.510</b>		<b>40.650</b>
<b>Total</b>		<b>727.337</b>		<b>490.419</b>

Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

Ao observar o portfólio da companhia, fica nítido a forte presença no segmento de shopping centers, com foco na região Sudeste, em especial o estado de São Paulo. Essa forte presença no estado é justificável pela origem da empresa, mas também com sua estratégia de público-alvo, voltado para as classes A e B. Na Figura 17 abaixo temos o PIB de cada unidade federativa em 2021.

Figura 17 – PIB 2021 por unidade federativa



Fonte: IBGE (2021). Elaboração: Autor (2024).

O estado de São Paulo demonstra ser o mais representativo para o PIB do país, no ano de 2021, representando 30% do PIB do país (linha laranja no gráfico). Dado esse que colabora com a forte presença da empresa no estado. Outro dado que podemos utilizar para verificar essa estratégia de público da empresa são as marcas presentes em seus shoppings.

Figura 18 – Marcas de luxo presentes nos shoppings da Iguatemi



Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

As marcas apresentadas na Figura 18 são reconhecidas mundialmente por seu prestígio no segmento de luxo e alta moda. Frequentemente, são indivíduos com alto poder aquisitivo, dispostos a investir em itens que expressam um posicionamento social e uma apreciação pelo artesanato, tradição e inovação que essas marcas representam.

#### 4.6.2 IGUATEMI 365 E IGUATEMI ONE

Em outubro de 2019, a empresa lançou o Iguatemi 365, sua plataforma de comércio eletrônico operando no modelo de marketplace. No lançamento, a plataforma já contava com a participação de mais de 90 marcas. O Iguatemi 365 busca traduzir a curadoria e o conceito associados à marca Iguatemi para o ambiente digital, permitindo que clientes de todo o Brasil tenha acesso às opções de compra todos os dias do ano. Atualmente, o site abriga mais de 620 marcas. A estratégia por trás da plataforma inclui a integração com as lojas físicas dos shoppings, unificando estoques e mantendo a uniformidade dos preços, ampliando assim a experiência do consumidor e o alcance da marca, tanto para o público já estabelecido quanto para novos clientes.

O programa Iguatemi One é a iniciativa de fidelidade, projetado para enriquecer a experiência dos seus clientes oferecendo uma série de benefícios e privilégios exclusivos. Os membros têm acesso a uma variedade de serviços especiais e experiências, como convites para eventos de moda, uso de espaços

VIP, e comodidades complementares de estacionamento. Além disso, a empresa investe em iniciativas para atrair mais visitantes aos seus espaços, como a instalação de estações de carregamento para veículos elétricos e parcerias com serviços de delivery e soluções de mobilidade urbana.

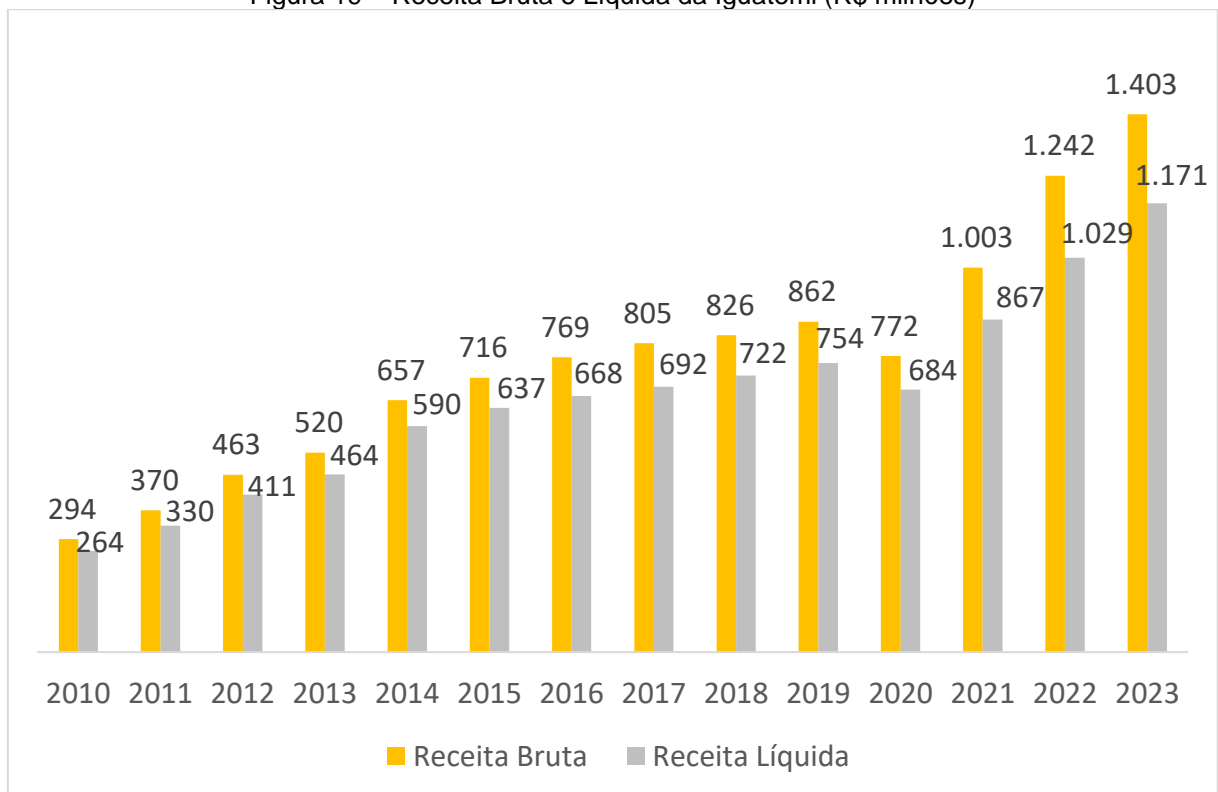
## 5 ANÁLISE FINANCEIRA

Este capítulo tem como intuito realizar a análise financeira da Iguatemi S.A., a fim de averiguar a saúde financeira da companhia. Os principais itens a serem analisados são: receita, custos e despesas, endividamento, lucratividade e rentabilidade. Os dados e informações utilizados para tal tem como fonte os documentos disponibilizados pela empresa em seu site de relações com investidores, sejam eles: planilha de fundamentos, demonstrações financeiras, formulário de referência, apresentação institucional, entre outros.

### 5.1 RECEITA

Na Figura 19 podemos observar a evolução da receita bruta e líquida da empresa de 2010 a 2023. Fica evidente que o ano de 2020 foi o único que teve decréscimo de receita, oriundo dos efeitos de isolamento e incertezas econômicas gerados pela pandemia da COVID-19.

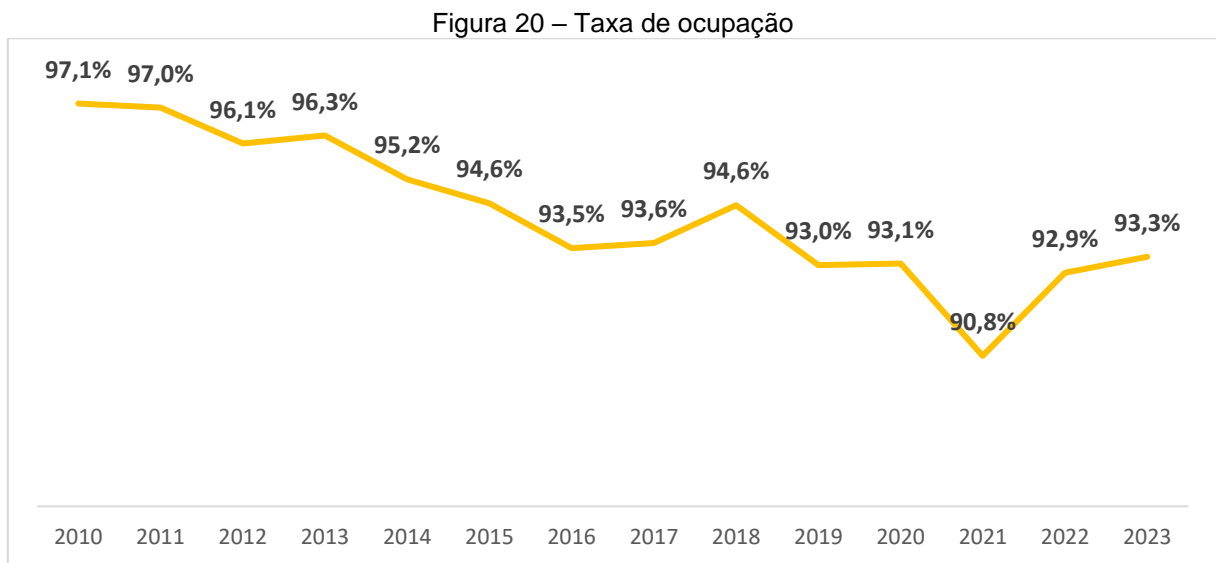
Figura 19 – Receita Bruta e Líquida da Iguatemi (R\$ milhões)



Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).



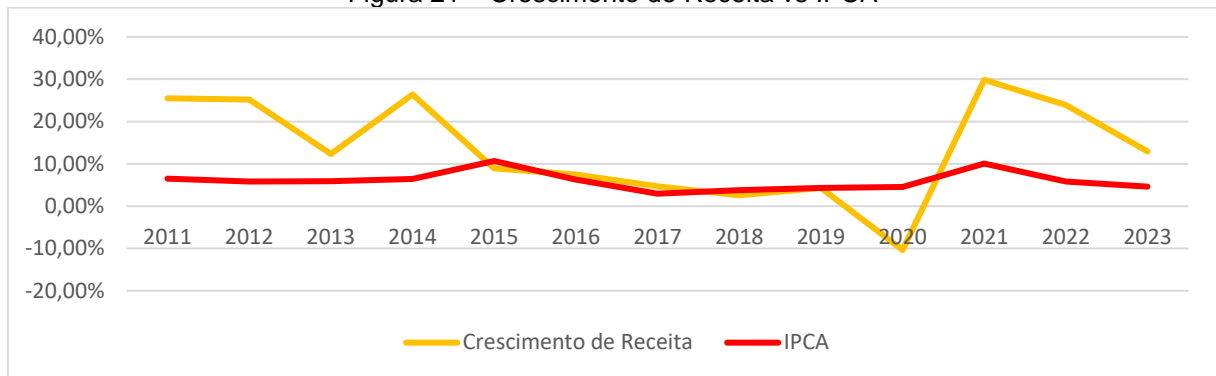
E não foi apenas na queda de receita bruta, pode-se perceber que a porcentagem que a receita líquida representa da bruta diminui ao longo dos próximos anos, isso se deve ao maior número de descontos (e o efeito de linearização desses descontos) que a empresa teve que oferecer aos lojistas durante este período, a fim de sustentar a taxa de ocupação acima de 90% (conforme Figura 20). Vale destacar que essa dinâmica deve-se encerrar no futuro, dado a normalização das atividades e o término desses efeitos de linearização.



Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

Quando analisarmos o crescimento de receita da companhia comparado ao IPCA na Figura 21, percebemos que em geral a empresa entrega um crescimento real. Fato esse justificado uma vez que os contratos com os lojistas são ajustados periodicamente pela inflação. Vale destacar que o período de 2011 a 2014 em que a empresa entregou grande crescimento de receita, a mesma estava expandindo seu portfólio de shoppings, saindo de 245.993 m<sup>2</sup> de ABL proprietária de shopping para 393.501 m<sup>2</sup>. Já o crescimento de 2021 a 2023 é justificado pela comparação de uma base mais fraca (2020) e normalização da economia pós pandemia.

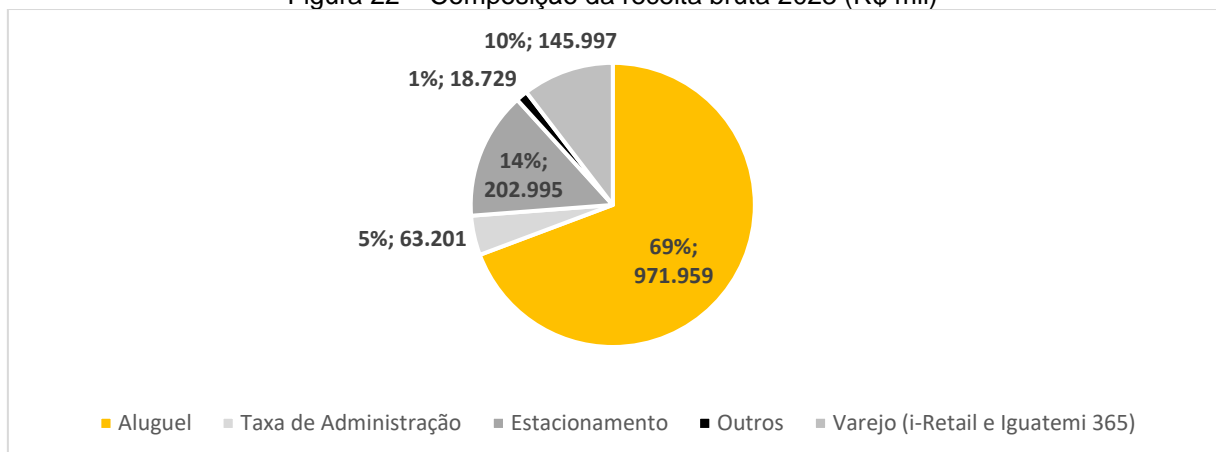
Figura 21 – Crescimento de Receita vs IPCA



Fonte: Iguatemi (2024) e IBGE (2024). Elaboração: Autor (2024).

Na Figura 22 podemos observar a maneira como essa receita bruta é composta. Interessante comparar com a Figura 14 (que demonstra a composição de receita média de um shopping no Brasil), em que no caso do Iguatemi a receita oriunda de aluguel é levemente inferior, mesma taxa para estacionamento, porém com uma representatividade do varejo online muito superior. Tal fato pode ser explicado pelo foco em marcas *premium* e um público de alta renda que o Iguatemi tem em seu *marketplace*.

Figura 22 – Composição da receita bruta 2023 (R\$ mil)



Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

Na Tabela 7 podemos observar a receita total por ativo, esta receita é a soma da receita oriunda dos aluguéis e estacionamento. Cabe mencionar que esta receita é a receita gerada pelo ativo e que a Iguatemi tem a receita conforme a sua participação acionária no ativo.

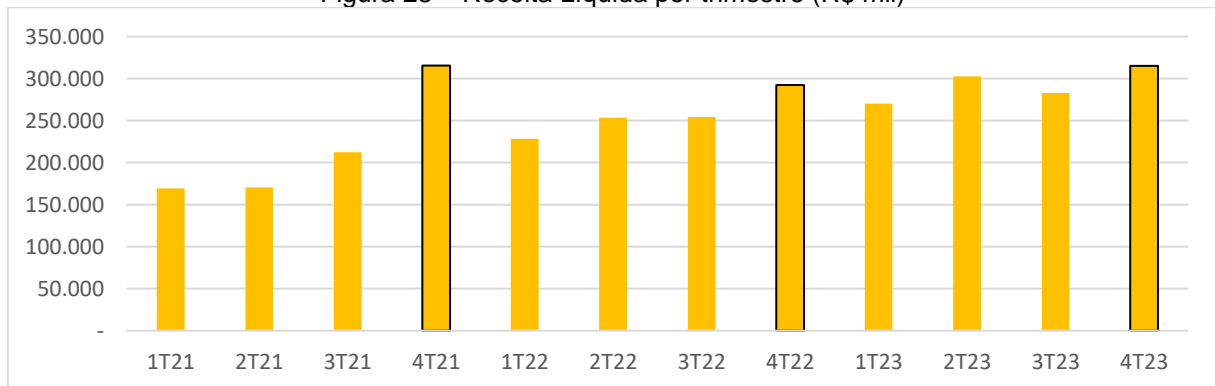
Tabela 7 – Receita dos ativos em 2023

Portfólio	Receita total do ativo (R\$ mil)
Iguatemi São Paulo	389.479
JK Iguatemi	197.804
Pátio Higienópolis	163.880
Market Place	48.944
Iguatemi Alphaville	64.133
Iguatemi Campinas	201.937
Galleria	50.053
Iguatemi Esplanada	131.603
Iguatemi São Carlos	21.924
Iguatemi Ribeirão Preto	52.496
Iguatemi Rio Preto	59.260
Iguatemi Porto Alegre	227.547
Praia de Belas	82.246
Iguatemi Brasília	78.879
I Fashion Outlet Novo Hamburgo	21.769
I Fashion Outlet Santa Catarina	8.852
Power Center Iguatemi Campinas	5.822
Torres Market Place	22.501
Torre Iguatemi Porto Alegre	10.967
Torre Sky Galleria	11.656

Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

Por fim, cabe ressaltar que a empresa possui certa sazonalidade em seus resultados trimestrais. O melhor trimestre da companhia é o 4º trimestre, impulsionados pelas festas de fim de ano. Na Figura 23 é possível notar esse comportamento.

Figura 23 – Receita Líquida por trimestre (R\$ mil)

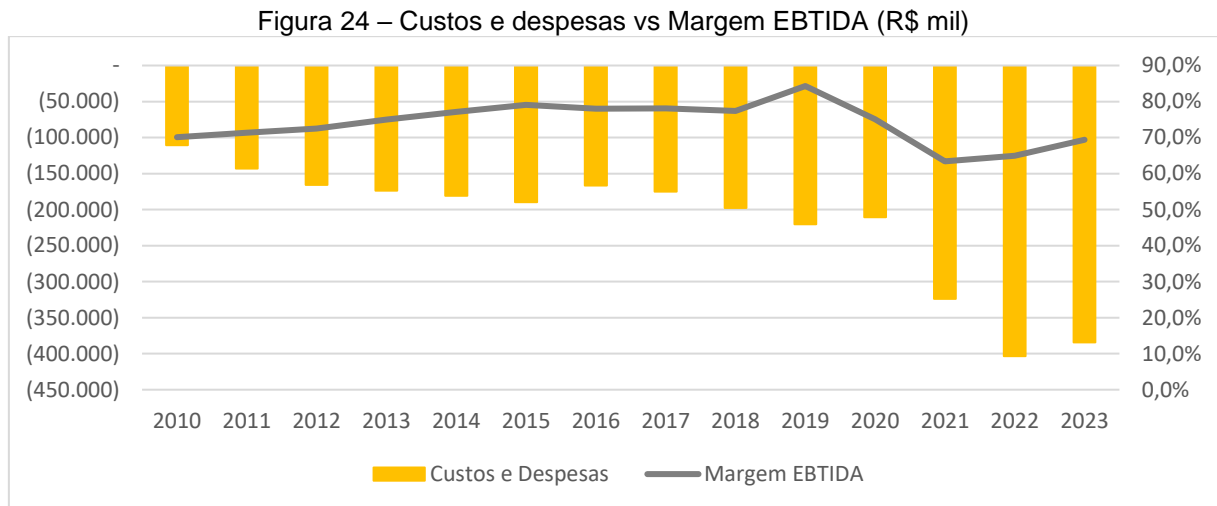


Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

A seguir, são analisados os custos e despesas da companhia.

## 5.2 CUSTOS E DESPESAS

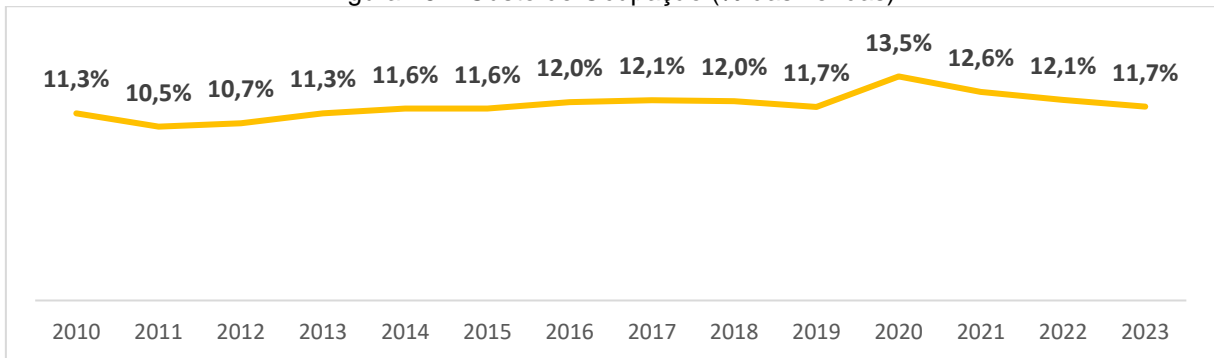
A empresa sempre apresentou um bom controle de custos e despesas, permitindo operar com uma margem EBTIDA acima de 70% na maior parte do tempo. A Figura 24 ressalta esta informação, porém nota-se que 2020 e 2021 apresentam um claro aumento dos custos e despesas, novamente, devido ao impacto da pandemia. Desde então, a companhia vem melhorando seu controle de custos, tendo uma diminuição no valor absoluto de 2023 frente 2022, e alcançando uma margem EBTIDA próxima a 70%. Importante mencionar que este é um fenômeno que deve se manter nos próximos anos, no relatório do 4T23 (2024), a empresa tem como *guidance* para 2024 uma margem EBTIDA entre 75% e 79%.



Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

Ao analisar o custo de ocupação, indicador de *performance* operacional da empresa que se refere à proporção entre o valor que as lojas pagam para alugar o espaço no shopping (aluguel, taxas de condomínio, fundo de promoção, entre outros) e suas vendas brutas. Conforme a Figura 25, percebemos que a companhia consegue manter seu custo de ocupação estável ao longo da última década, com uma pequena ressalva para o ano de 2020 devido a pandemia.

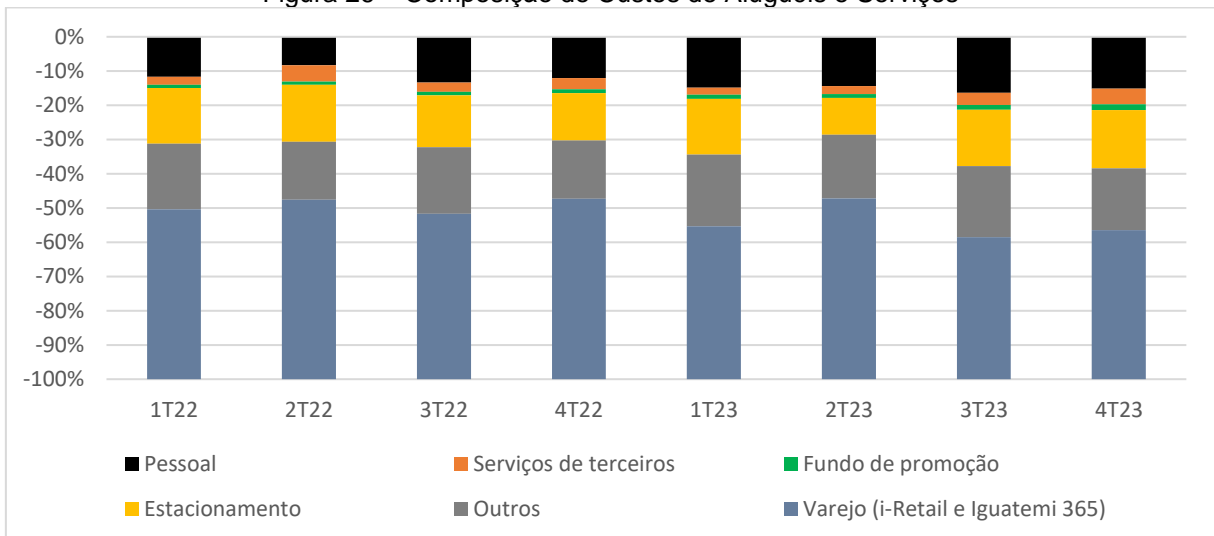
Figura 25 – Custo de Ocupação (% das vendas)



Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

As Figuras 26 e 27 demonstram a composição dos custos e despesas da companhia. Nos custos de aluguéis e serviços é importante ressaltar a relevância que o segmento de Varejo (i-Retail e Iguatemi 365) possui, por mais que a receita oriunda desse segmento é relevante perto da média setorial, seus custos são elevados. Em especial o Iguatemi 365 que atingiu seu *breakeven* apenas no 4T23 conforme o relatório de resultado (2024).

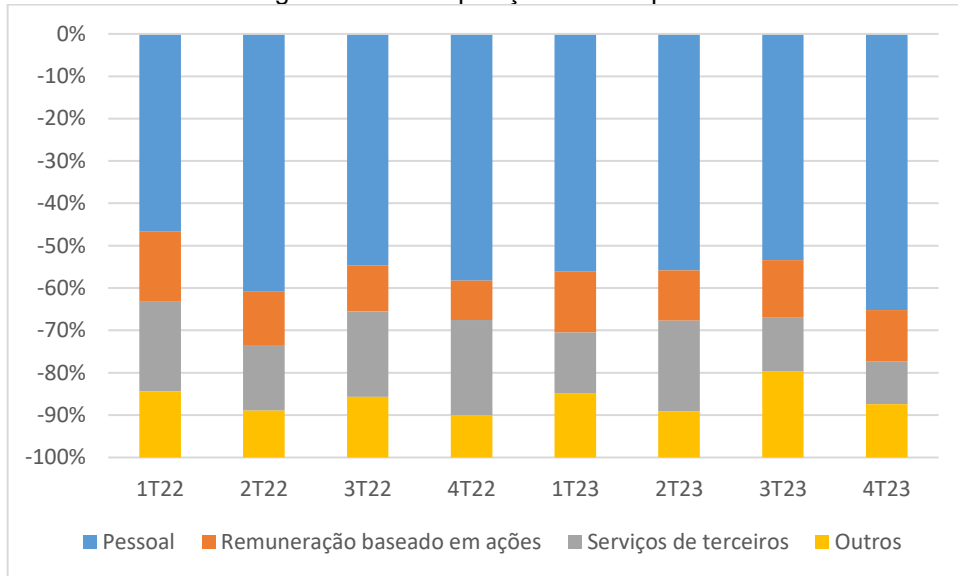
Figura 26 – Composição de Custos de Aluguéis e Serviços



Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

No âmbito das despesas, Figura 27, o destaque fica para as despesas com pessoas, que representa mais da metade das despesas, e se somando a remuneração baseado em ações (que também está relacionado com pessoas), facilmente representa mais que 60% das despesas.

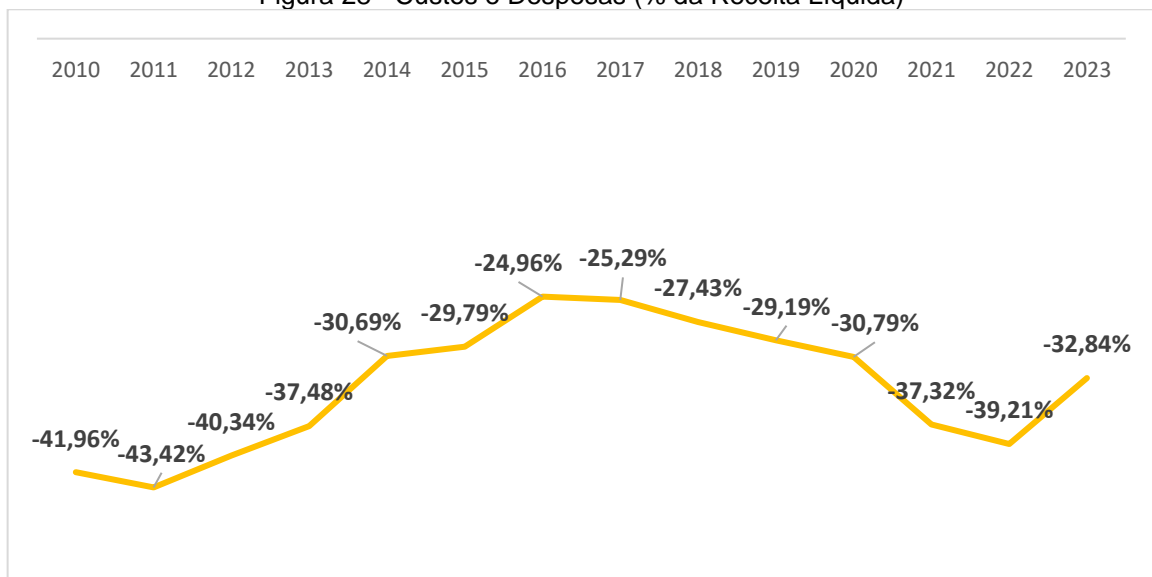
Figura 27 – Composição das despesas



Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

A Figura 28 demonstra qual porcentagem dos custos e despesas representa em relação à receita líquida. Nota-se que, de 2011 a 2017, a empresa melhorou seus custos; porém, nos anos seguintes, a tendência se inverteu, agravando-se durante os anos da pandemia. Vale destacar que essa piora deveu-se, em grande parte, à queda da receita nesses anos e pressões inflacionárias, e é também interessante notar uma melhora significativa em 2023. Segundo a comunicação da empresa em seus anúncios de resultados e projeções para 2024 (2024), espera-se que essa melhora se estenda para os próximos trimestres.

Figura 28 - Custos e Despesas (% da Receita Líquida)

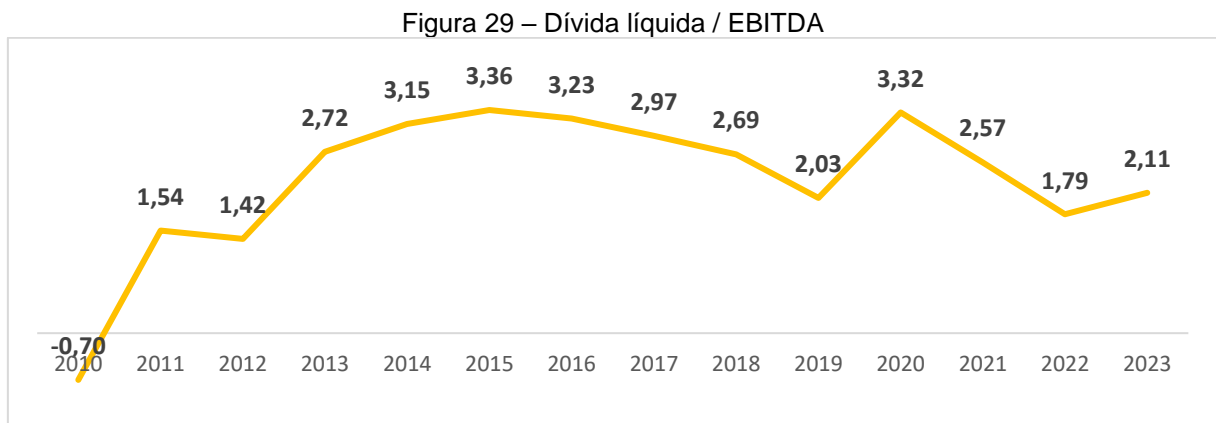


Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

A seguir, é analisado o endividamento da empresa.

### 5.3 ENDIVIDAMENTO

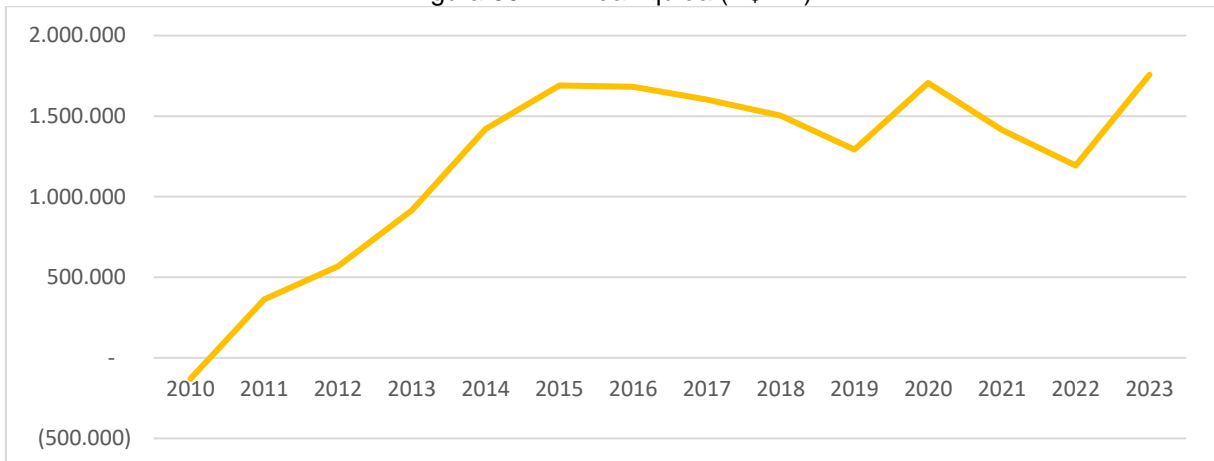
Quando observamos o indicador dívida líquida/EBTIDA da companhia, Figura 29, observamos que há ciclos. De 2010 a 2015 fica evidente um crescente endividamento da companhia que se justificou dado o grande volume de investimentos e crescimento em ABL da empresa. Já no período de 2015 a 2019, foi de diminuição da alavancagem da empresa. Novamente o ano de 2020 foi um *outlier* nesse critério, com o indicador saindo de 2,03 em 2019 para 3,32. Além dos motivos já explicados anteriormente sobre esse período, é importante salientar que neste ano a taxa Selic chegou em seu menor valor da história, 2%, tornando o custo de assumir dívida muito barato e vantajoso para as empresas. Atualmente a empresa apresenta um nível controlado de endividamento.



Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

A dívida líquida é apresentada na Figura 30 abaixo:

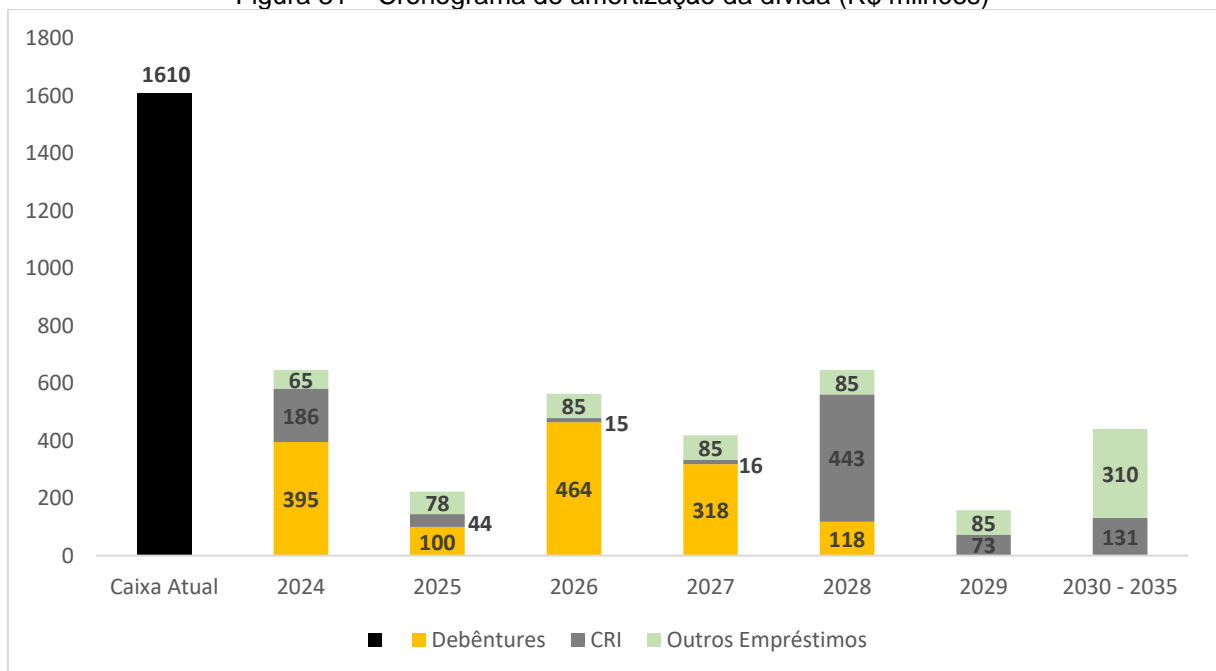
Figura 30 – Dívida líquida (R\$ mil)



Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

Ao analisar o cronograma de amortização desta dívida, Figura 31, nota-se uma concentração nos 5 primeiros anos, o que está de acordo com o prazo da dívida de 4,6 anos reportado pela companhia em sua planilha de fundamentos (2024). O caixa atual da companhia é suficiente para arcar com os 3 próximos anos de amortização. Vale destacar que existe um montante significativo a ser pago neste ano de 2024, porém é plausível esperar que a companhia renegocie esta dívida e alongue-a o máximo possível, dado que estamos em um ciclo de queda de juros.

Figura 31 – Cronograma de amortização da dívida (R\$ milhões)

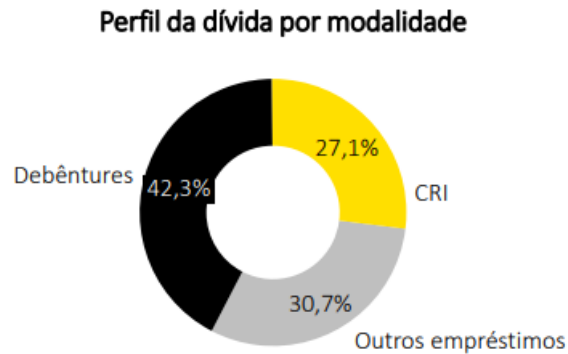


Fonte: Iguatemi (2024).

Na Figura 32 é demonstrado as modalidades que compõem essa dívida.

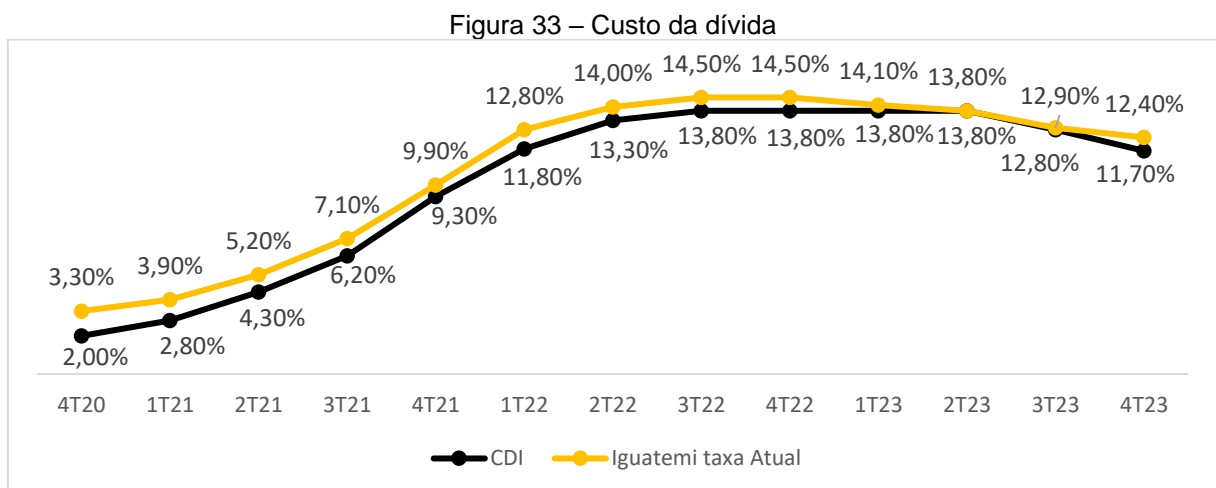


Figura 32 – Perfil da dívida por modalidade



Fonte: Iguatemi (2024).

Por ser uma empresa já madura, com um modelo de negócio previsível e baixa alavancagem, o custo da dívida da empresa é relativamente baixo, normalmente de 50 a 100 pontos base (*basis points*<sup>2</sup>) acima do CDI, conforme mostra a Figura 33. Vale mencionar que o custo dessa dívida deve cair consideravelmente nos próximos trimestres, dado o ciclo de queda de juros. Segundo o boletim focus, divulgado pelo Banco Central do Brasil (2024), do dia 12/03/2024, a expectativa da Selic terminal em 2024 é de 9,00% e para 2025 é de 8,50%.



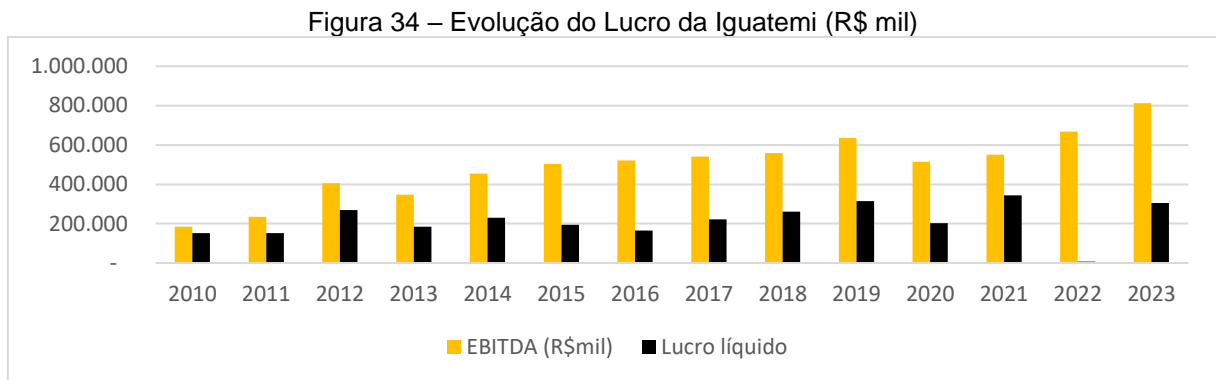
Fonte: Iguatemi (2024).

A seguir, são analisadas a lucratividade e a rentabilidade da Iguatemi.

<sup>2</sup> *Basis points*: unidade de medida que representa a fração mínima de uma porcentagem.

## 5.4 LUCRATIVIDADE E RENTABILIDADE

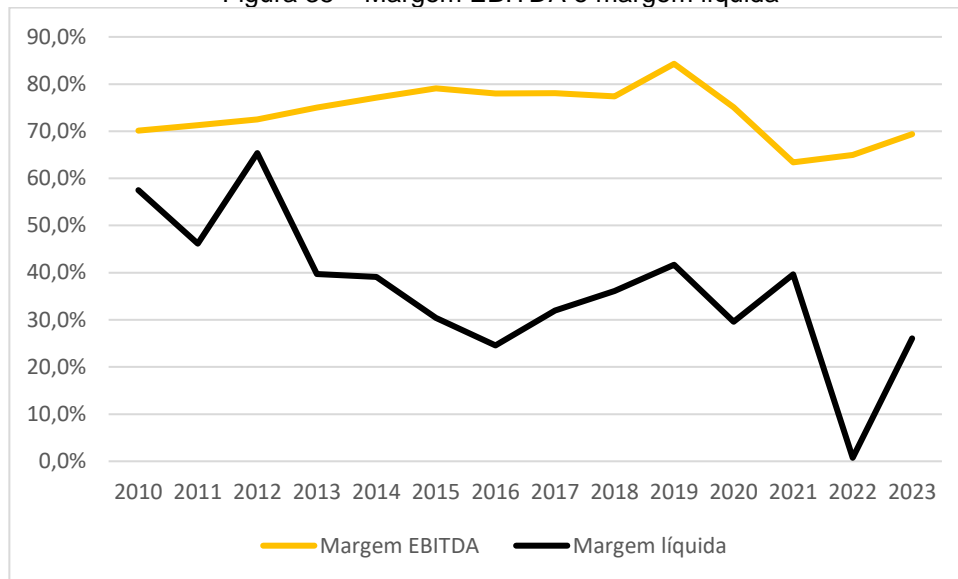
A Iguatemi S.A. sempre apresentou lucratividade desde 2010. Na Figura 34 nota-se que o EBITDA se manteve em uma tendência crescente até 2019, desde então apresentou maiores flutuações devido a pandemia, alcançando no ano de 2023 um EBITDA recorde para a companhia. O lucro líquido, contudo, mostra mais volatilidade, com uma queda acentuada em 2020 e 2022, devido à pandemia e despesas financeiras, respectivamente.



Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

Na Figura 35, a margem EBITDA permanece estável, enquanto a margem líquida oscila mais, refletindo variações nos lucros líquidos e desafios operacionais. Em 2023, observa-se uma recuperação significativa do lucro líquido e das margens, demonstrando uma retomada forte após os desafios enfrentados nos anos anteriores.

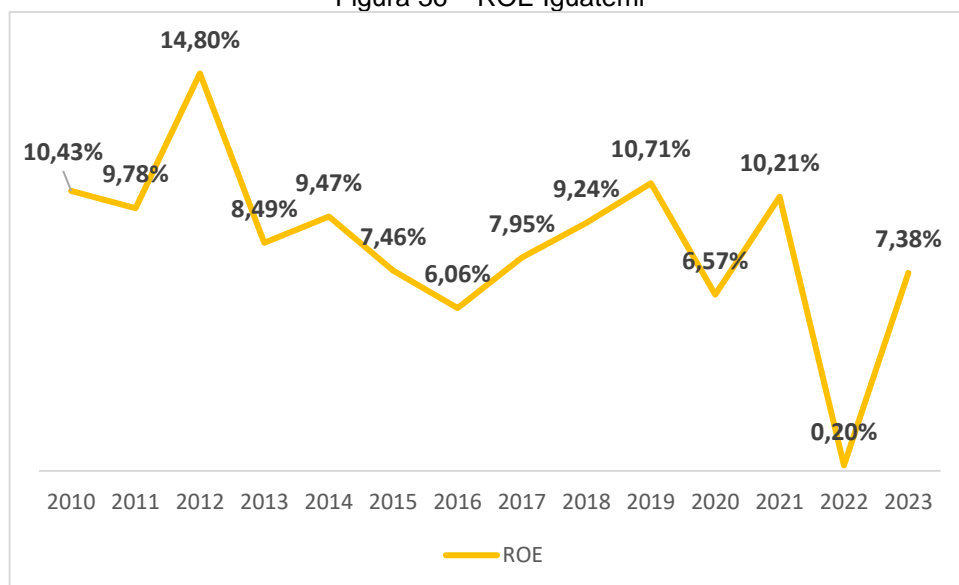
Figura 35 – Margem EBITDA e margem líquida



Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

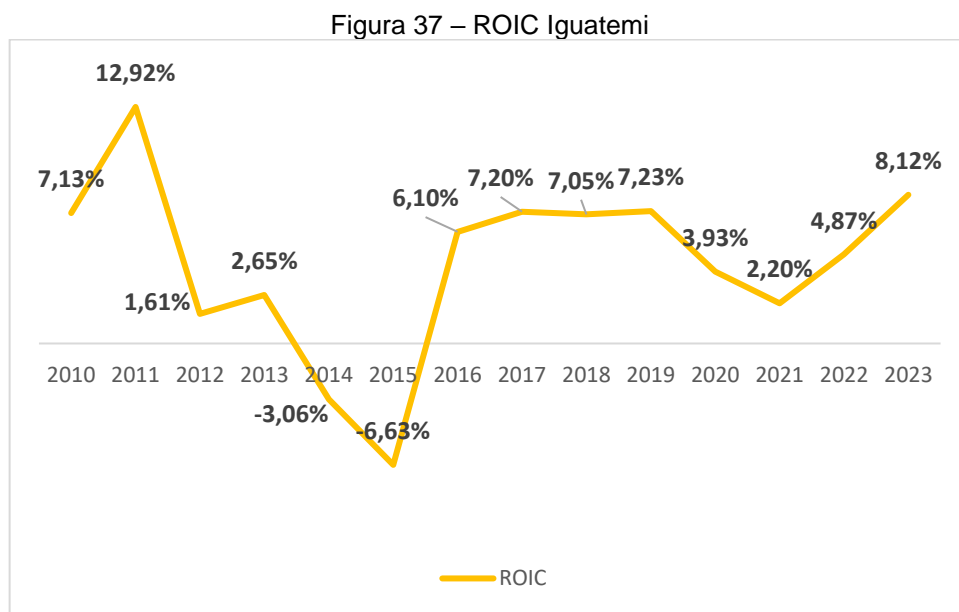
A análise do ROE da Iguatemi, Figura 36, revela uma consistência na rentabilidade ao longo dos anos, sem registrar prejuízos consolidados, apesar da volatilidade nos lucros líquidos. Essa flutuação no ROE é, em parte, reflexo de condições macroeconômicas adversas, como a recessão econômica enfrentada pelo Brasil em 2015/2016, os impactos substanciais da pandemia nos anos de 2020 e 2021 e as oscilações nas taxas de juros do Brasil, que desafiaram o setor de varejo e shopping centers.

Figura 36 – ROE Iguatemi



Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

Quando analisamos o ROIC da empresa, Figura 37, notamos uma grande flutuação durante o tempo. Em destaque os anos de 2013 a 2015, onde o nível de endividamento da empresa se encontrava muito elevado para tamanho da mesma, conforme a Figura 29 demonstra através do indicador de dívida líquida/ EBITDA chegando ao seu nível mais alto. Os efeitos da pandemia também impactaram negativamente neste indicador, uma vez que novamente a empresa viu seu endividamento aumentar e as receitas diminuírem significativamente. A média para o indicador de 2010 a 2023 é de 5,12%.



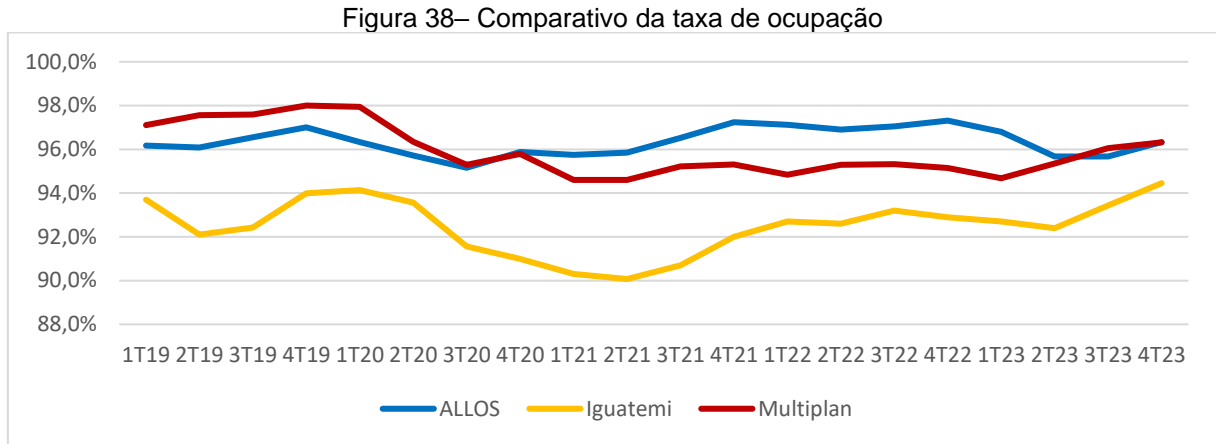
Fonte: Status Invest (2024). Elaboração: Autor (2024).

A diferença entre o ROE e o ROIC da Iguatemi ao longo dos anos destaca como fatores econômicos e financeiros afetaram esses indicadores de maneira distinta. O ROE, apesar de flutuações nos lucros líquidos, manteve-se positivo ao longo do tempo mesmo durante a crise econômica e a pandemia. Em contraste, o ROIC experimentou maior volatilidade, particularmente afetado pelo alto endividamento da empresa e pela redução de receitas durante a crise econômica e a pandemia.

## 5.5 COMPARAÇÃO SETORIAL

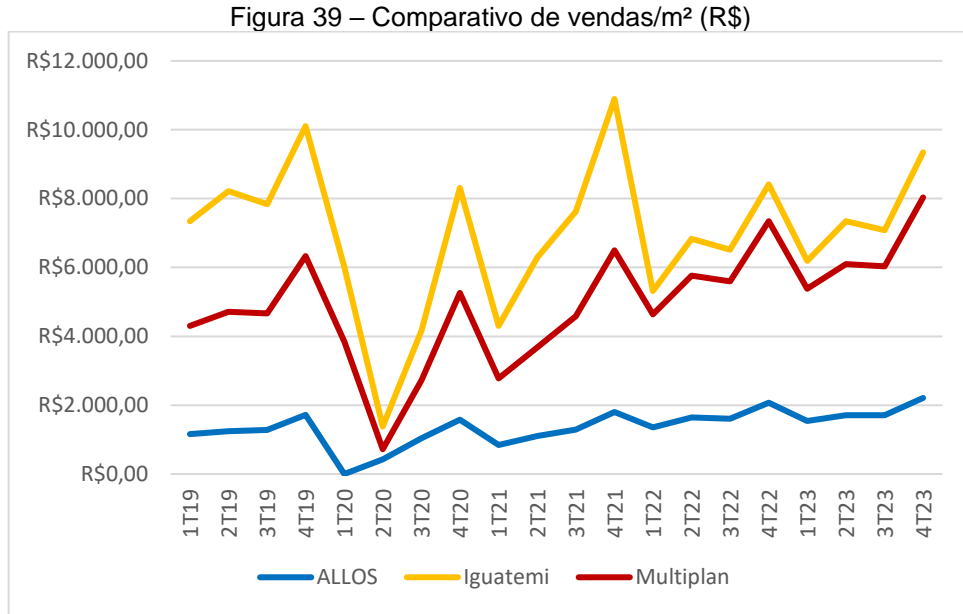
Ao comparar a empresa com outras do setor, é interessante notar que a Iguatemi apresenta a menor taxa de ocupação entre seus concorrentes listados na

bolsa, conforme a Figura 38. É difícil concluir o porquê disso; pode estar relacionado a uma melhor execução por parte da ALLOS e da Multiplan, mas também aos preços de aluguel praticados pela Iguatemi e seu foco na população de maior renda.



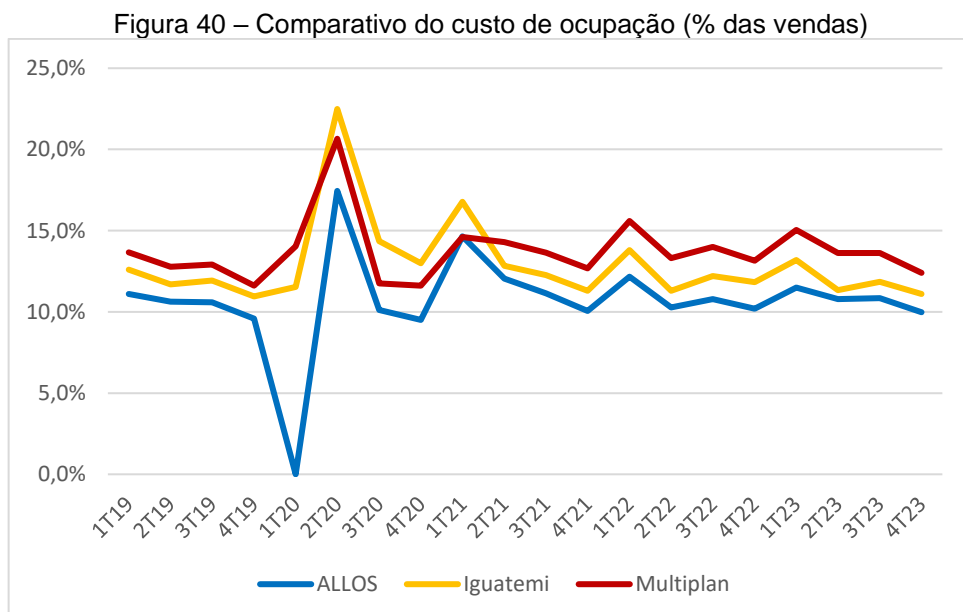
Fonte: Iguatemi (2024), Multiplan (2024) e ALLOS (2024). Elaboração: Autor (2024).

Um indicador que corrobora essa tese do público de maior renda e de uma localização geográfica melhor é o de vendas/m<sup>2</sup>, apresentado na Figura 39, em que, durante todo o período analisado, a Iguatemi apresenta o maior valor. É possível observar que, apesar de valores mais altos para Iguatemi e Multiplan, ambas também apresentam maior volatilidade no indicador quando comparadas à ALLOS. Outro ponto importante é que ficam nítidos os efeitos da pandemia em todas as empresas, principalmente no ano de 2020.



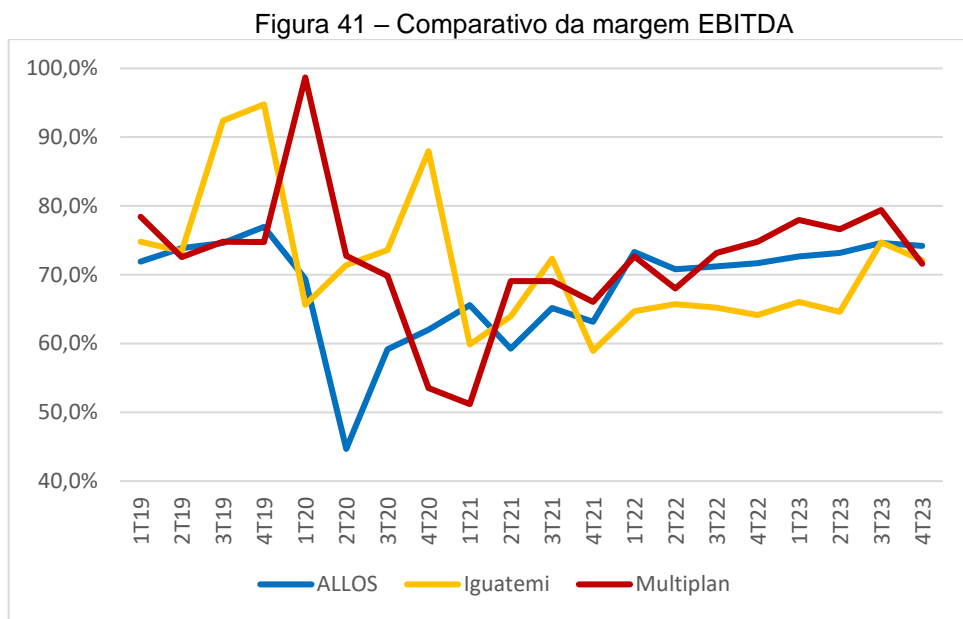
Fonte: Iguatemi (2024), Multiplan (2024) e ALLOS (2024). Elaboração: Autor (2024).

Quando comparado o custo de ocupação entre as três empresas, Figura 40, a Iguatemi apresenta um custo menor que a Multiplan, porém mais alto que a ALLOS. Novamente, fica evidente que o setor foi fortemente impactado pela pandemia nos anos de 2020 e 2021, sendo o ano de 2022 um período de normalização e 2023 demonstrando ser um ano de melhora na operação dessas empresas.



Fonte: Iguatemi (2024), Multiplan (2024) e ALLOS (2024). Elaboração: Autor (2024).

Quando comparada a margem EBITDA das empresas, entre o 1T19 e o 4T20, a Iguatemi apresentou uma boa margem em comparação com a ALLOS e a Multiplan. Porém, do 1T21 até o 2T23, a empresa teve uma margem EBITDA estagnada, enquanto seus concorrentes apresentaram melhora no indicador. A partir do 3T23, a Iguatemi começou a melhorar sua margem EBITDA, se aproximando da ALLOS e da Multiplan, conforme a Figura 41.



Fonte: Iguatemi (2024), Multiplan (2024) e ALLOS (2024). Elaboração: Autor (2024).

Outro ponto importante a analisar é como esse mercado é pulverizado. Se somarmos todos os shopping centers dessas três companhias, chega-se a um total de 102 ativos. Isso, comparado aos 639 que existem no Brasil, conforme a Tabela 1 na seção 4.4, representa uma participação de mercado de 15,96%. Se realizarmos esse mesmo procedimento com a receita anual dessas companhias no ano de 2023 e compararmos com o faturamento do setor (Figura 10 também na seção 4.4), a participação é de 3% a 4%.

## 6 VALUATION

O *valuation* da companhia foi realizado a partir da projeção do fluxo de caixa da empresa para os próximos 5 anos trazidos a valor presente, junto com seu valor residual projetado pelo método de *cap rate*, em que o valor será a razão entre o lucro operacional projetado um ano a frente e uma taxa de *cap rate* esperada. O racional desse processo é explicado nos itens a seguir deste capítulo.

### 6.1 PREMISSAS MACROECONÔMICAS

Para realizar o *valuation* da empresa, é necessário estimar alguns indicadores macroeconômicos, demonstrados na Tabela 8.

Tabela 8 – Receita dos ativos em 2023

	1T24E	2T24E	3T24E	4T24E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
IGPM	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
IPCA	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Selic	11,25%	10,25%	9,25%	9,00%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%

Fonte: Banco Central (2024). Elaboração: Autor (2024).

Esses valores foram estimados com base no Relatório Focus do Banco Central do Brasil (2024) e com considerações do histórico de dados no Brasil. Os valores da taxa Selic permanecem os mesmos que os reportados no relatório. Por outro lado, tanto para o Índice Geral de Preços - Mercado (IGP-M), que é comumente utilizado para medir a inflação dos aluguéis e é usado especificamente para as projeções dessa linha de receita, quanto para o IPCA, são considerados valores levemente superiores, uma vez que o Relatório Focus é uma pesquisa das expectativas dos agentes de mercado em dado momento, tendo um caráter que reflita as expectativas de curto prazo. A fim de manter maior conservadorismo e semelhança com o que já aconteceu no passado, optou-se por esses valores de 4,00%.

A Figura 42 apresenta o histórico de inflação junto com sua meta e limites mínimo e máximo.



Figura 42 – Histórico de inflação e suas metas



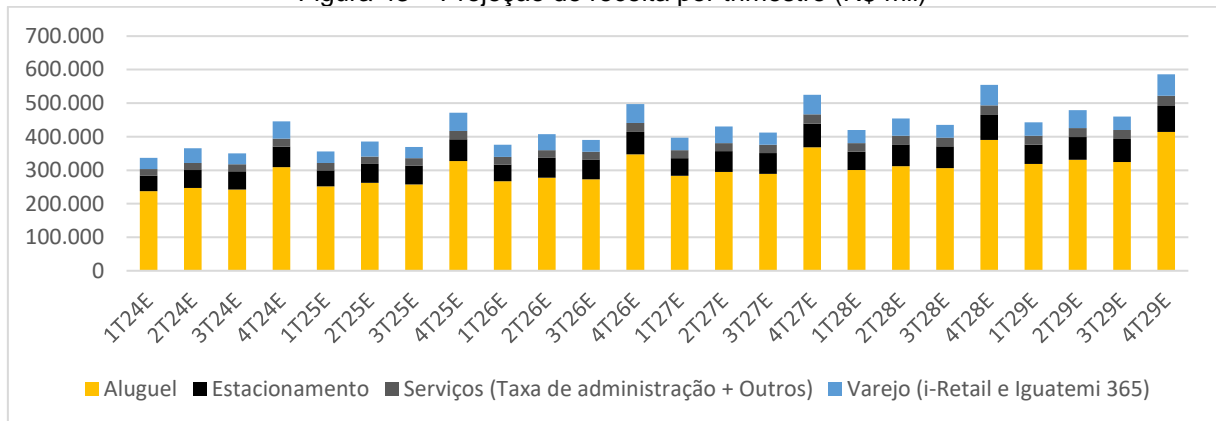
Fonte: Banco Central (2024).

Os últimos 10 anos demonstram a instabilidade da inflação brasileira, seja pela crise econômica de 2015 ou pela COVID-19. Vale destacar que em poucos períodos a inflação rodou abaixo de 4%, e este valor se encontra dentro do limite superior atual (4,50%) para a inflação. Portanto, julgou-se ser um valor coerente com o momento atual.

## 6.2 PROJEÇÃO DE RECEITA

Para projetar a receita da companhia, segmentou-se 4 tipos: aluguel, estacionamento, serviços (taxa de administração + outros) e Varejo (i-Retal e Iguatemi 365), tendo como base a maneira que a empresa reporta e a junção da “taxa de administração” e “outros” a fim de facilitar o processo, dado que essas receitas não apresentam grandes oscilações. Importante mencionar que as projeções de receita assumiram que a empresa teria capacidade de crescer acima da inflação, não crescimentos altos, mas em taxas reais com base na análise financeira da empresa no capítulo anterior. A projeção de receita por trimestre é demonstrada na Figura 43.

Figura 43 – Projeção de receita por trimestre (R\$ mil)



Fonte: Autor (2024).

### 6.2.1 Receita de aluguel

Para estimar a receita de aluguel, foi considerado que a empresa não irá realizar aquisições ou expansões no futuro, ou seja, considerando apenas o portfólio atual. Com base na planilha de fundamentos (2024) disponibilizada pela empresa, é possível estimar o valor cobrado pelo m<sup>2</sup> de cada shopping, Tabela 9, uma vez que é fornecido a receita de aluguel de cada empreendimento e sua ABL. Vale destacar que esta receita de aluguel já é o somatório do aluguel mínimo, aluguel percentual (receita percentual cobrada a partir de certo nível de faturamento de seus inquilinos) e locação temporária.

Tabela 9 – Aluguel mensal por m<sup>2</sup> (R\$ mil)

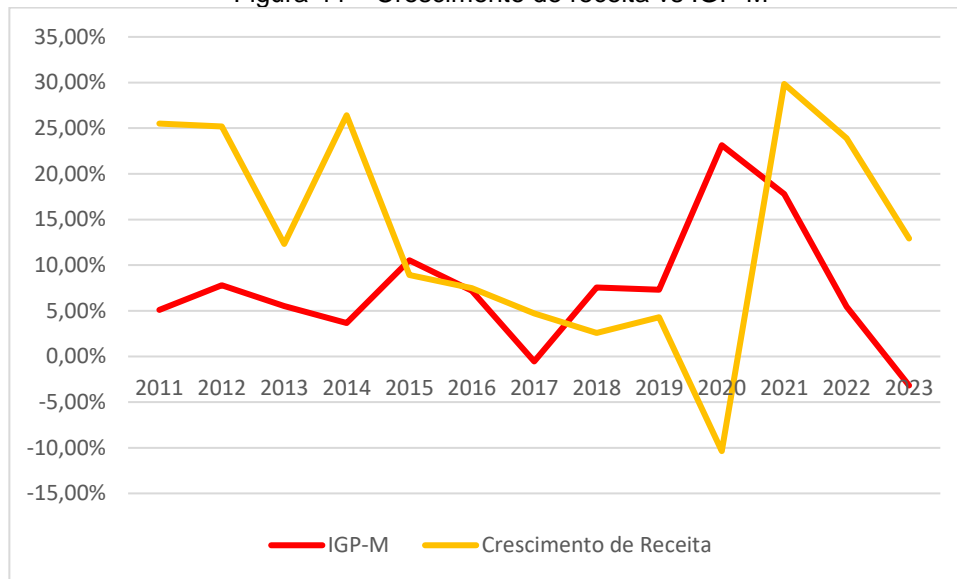
Aluguel mensal por m <sup>2</sup> (R\$ mil)	1T23	2T23	3T23	4T23
Iguatemi São Paulo	0,56	0,60	0,59	0,77
JK Iguatemi	0,40	0,43	0,41	0,54
Pátio Higienópolis	0,34	0,35	0,35	0,45
Market Place	0,10	0,11	0,10	0,12
Torres Market Place	0,07	0,07	0,07	0,07
Iguatemi Alphaville	0,12	0,12	0,13	0,16
Iguatemi Campinas	0,18	0,19	0,18	0,24
Galleria	0,10	0,10	0,10	0,12

Torre Sky Galleria	0,06	0,09	0,07	0,07
Iguatemi Esplanada	0,12	0,12	0,12	0,15
Iguatemi São Carlos	0,06	0,07	0,07	0,09
Iguatemi Ribeirão Preto	0,08	0,09	0,09	0,10
Iguatemi Rio Preto	0,10	0,10	0,10	0,12
Iguatemi Porto Alegre	0,24	0,24	0,24	0,30
Torre Iguatemi Porto Alegre	0,09	0,10	0,09	0,10
Praia de Belas	0,12	0,12	0,12	0,15
Iguatemi Brasília	0,15	0,16	0,16	0,20
I Fashion Outlet Novo Hamburgo	0,08	0,09	0,10	0,12
I Fashion Outlet Santa Catarina	0,04	0,03	0,04	0,05
Power Center Iguatemi Campinas	0,01	0,01	0,01	0,01

Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

A receita futura de cada empreendimento foi projetada a partir de uma função de multiplicação da taxa de ocupação, a participação da Iguatemi em cada empreendimento, o IGP-M e o crescimento real do aluguel (que foi considerado 2% dado a localização dos shoppings e o público-alvo da empresa). Na Figura 44 é demonstrado o crescimento de receita da companhia e o IGP-M. A volatilidade de ambos os dados são altas, especialmente no período pós-pandemia, portanto, julgou-se que uma taxa de 2% de crescimento real um valor conservador e factível.

Figura 44 – Crescimento de receita vs IGP-M



Fonte: Iguatemi (2024) e Dados de Mercado (2024). Elaboração: Autor (2024).

Essa taxa de crescimento real de 2% também está de acordo com os dados do setor, conforme já apresentados na seção 4.4 e enfatizados novamente na Tabela 10.

Tabela 10 – Comparação de crescimento de receita

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Crescimento do setor (%)	4,29%	6,20%	6,50%	7,89%	-33,20%	23,60%	20,48%	1,51%
IPCA	6,29%	2,95%	3,75%	4,31%	4,52%	10,06%	5,79%	4,62%
Diferença	-2,00%	3,25%	2,75%	3,58%	-37,72%	13,54%	14,69%	-3,11%
Crescimento Iguatemi (%)	7,19%	-0,53%	7,55%	7,32%	23,14%	17,79%	5,46%	-3,18%
IPCA	6,29%	2,95%	3,75%	4,31%	4,52%	10,06%	5,79%	4,62%
Diferença	0,90%	-3,48%	3,80%	3,01%	18,62%	7,73%	-0,33%	-7,80%

Fonte: Censo Brasileiro de Shopping Centers 2023/2024 – ABRASCE, IBGE (2024) e Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

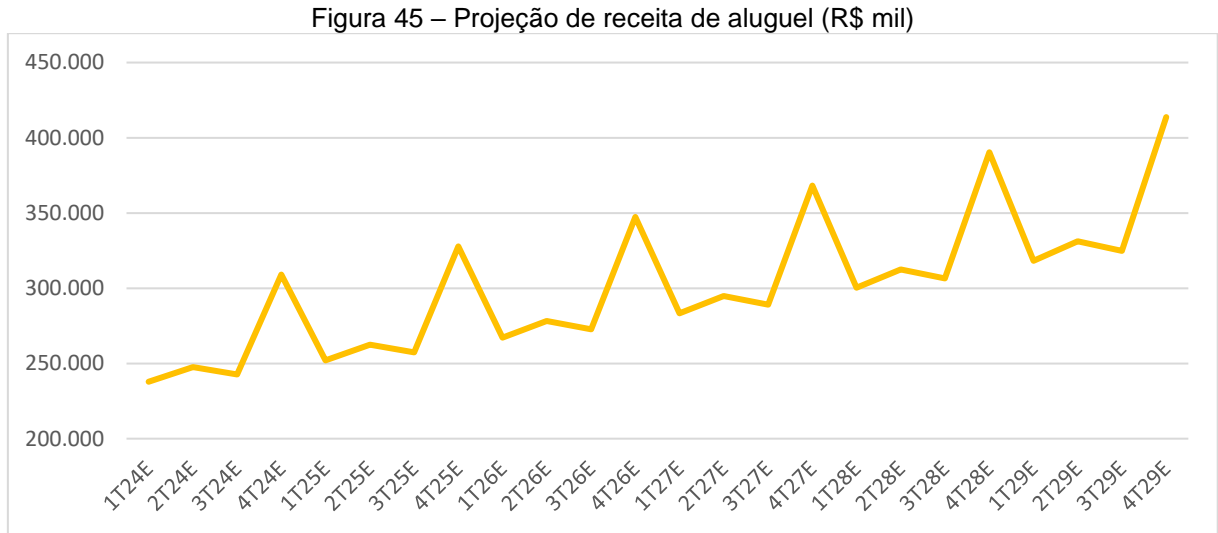
A taxa de ocupação, um dos principais indicadores de performance da companhia, foi calculada por trimestre devido a sazonalidades a partir de uma média do 1T2015 até o 4T2019 (período sem comprometimento nas operações devido a COVID-19), apresentada na Tabela 11.

Tabela 11 – Taxa de ocupação

	1º Trimestre	2º Trimestre	3º Trimestre	4º Trimestre
Taxa de ocupação (%)	94,27%	93,72%	93,49%	94,03%

Fonte: Autor (2024).

Com isso, somando a receita oriunda de cada empreendimento tem-se a receita total de aluguel, conforme a Figura 45.



Fonte: Autor (2024).

### 6.2.2 Receita de estacionamento

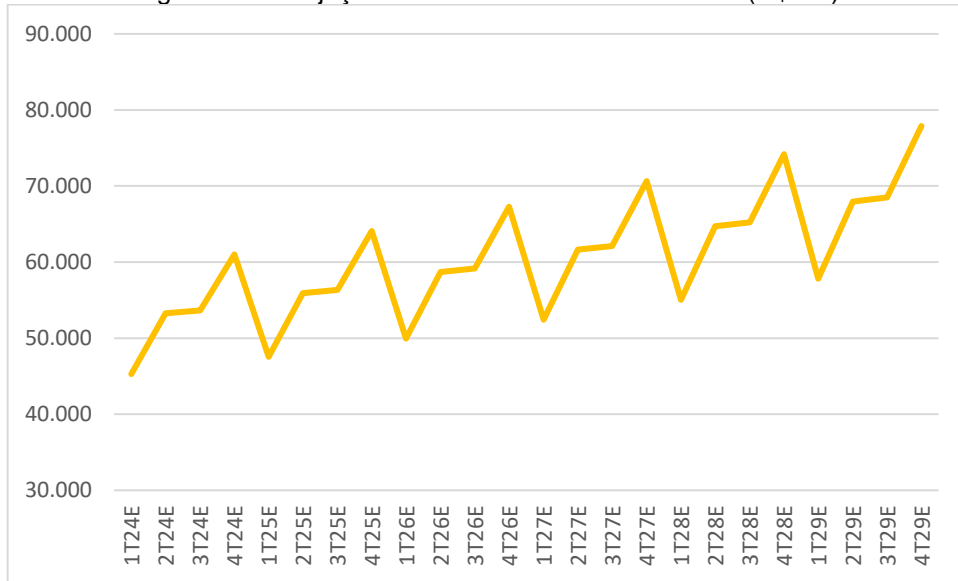
A receita de estacionamento foi projetada para cada empreendimento, de maneira similar à de aluguel, Figura 46. Porém neste caso foi utilizado apenas o IPCA e um crescimento real sobre o valor do trimestre do ano anterior, conforme a Tabela 12. Esse crescimento real para 2024 foi considerado de 2%, dado as boas expectativas do time executivo para esse ano em seu *guidance* (IGUATEMI, 2024), e depois apenas de 1%.

Tabela 12 – Crescimento real para a receita de estacionamento

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Crescimento Real	2,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

Fonte: Autor (2024).

Figura 46 – Projeção de receita de estacionamento (R\$ mil)



Fonte: Autor (2024).

### 6.2.3 Receita de serviços

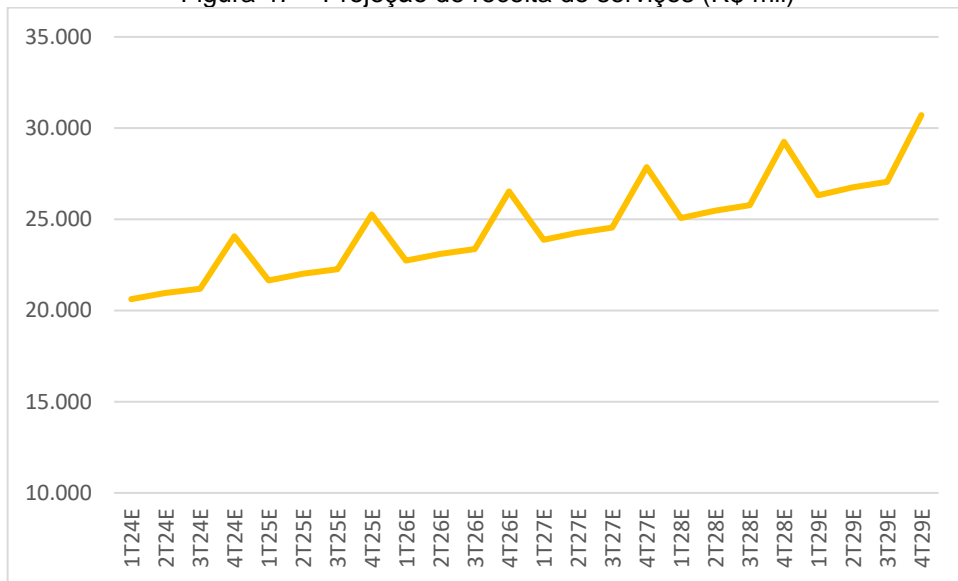
A receita de serviços foi projetada tendo como base a receita do trimestre do ano anterior, corrigida pela inflação e um acréscimo de ganho real. Esse crescimento real tem o mesmo racional da receita de estacionamento. A Tabela 13 apresenta o crescimento real para cada ano e a Figura 47 ilustra isto em um gráfico.

Tabela 13 – Crescimento real para a receita de serviços

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Crescimento Real	2,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

Fonte: Autor (2024).

Figura 47 – Projeção de receita de serviços (R\$ mil)



Fonte: Autor (2024).

## 6.2.4 Receita de varejo

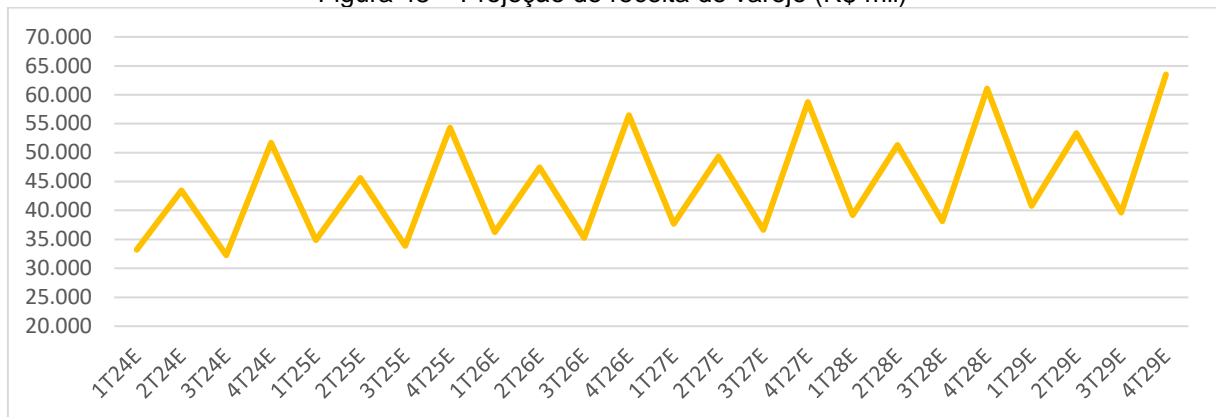
Por mais que essa linha de receita não seja tão significativa no momento e diferente do negócio principal da empresa, ela é mais complexa para se projetar dado que é uma nova linha de negócio da companhia e não apresenta grande histórico de dados. No começo desse segmento, o principal foco era crescer a receita, tanto que a empresa chegou a crescer mais de 20% no ano contra ano. No entanto, a operação era deficitária e o time executivo da empresa tem um forte histórico de prezar por rentabilidade, de modo que no último resultado trimestral (2024) a operação já atingiu seu *breakeven*, porém sem grande crescimento de receita. Dado esse contexto, foi projetado um crescimento ainda forte para 2024, porém diminuindo ao longo do tempo com maior foco na rentabilidade e não tanto no crescimento de receita, conforme a Tabela 14 e a Figura 48.

Tabela 14 – Crescimento do setor de varejo

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Crescimento Varejo	10,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%

Fonte: Autor (2024).

Figura 48 – Projeção de receita de varejo (R\$ mil)



Fonte: Autor (2024).

### 6.2.5 Receita consolidada

Com todas as linhas de receitas projetadas, é possível ter a receita bruta total da companhia, conforme Tabela 15.

Tabela 15 – Receita bruta projetada (R\$ mil)

Receita Bruta (R\$ mil)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Aluguel	1.037.269	1.099.505	1.165.476	1.235.404	1.309.528	1.388.100
Estacionamento	213.220	223.881	235.075	246.829	259.170	272.129
Serviços (Taxa de administração + Outros)	86.846	91.188	95.748	100.535	105.562	110.840
Varejo (i-Retail e Iguatemi 365)	160.597	168.627	175.372	182.387	189.682	197.269
<b>Total</b>	<b>1.497.932</b>	<b>1.583.201</b>	<b>1.671.670</b>	<b>1.765.154</b>	<b>1.863.942</b>	<b>1.968.338</b>

Fonte: Autor (2024).

## 6.3 PROJEÇÃO DE CUSTOS E DESPESAS

### 6.3.1 Impostos e descontos

Os impostos e descontos aplicados sobre a receita bruta da empresa foram estimados em uma alíquota média de 12,50% e aplicados por todo período projetado. Esse valor foi utilizado dado que a média do 1T22 até o 4T23 foi de 12,94%, optou-se por um valor levemente mais baixo dado que o volume de descontos em 2022 foi elevado ainda devido aos efeitos da COVID-19. Se observamos a média de 1T10 até 4T19, esse valor foi de 11,67%.



### 6.3.2 Linearização dos descontos

A empresa ainda possui alguns efeitos de linearização dos descontos cedidos nos anos de pandemia, porém a expectativa é que esses efeitos se encerrem ao decorrer do tempo. A Tabela 16 apresenta o percentual da receita considerado para essa linha da DRE.

Tabela 16 – Alíquotas de linearização dos descontos

	2024E	1T25E	2T25E	3T25E	4T25E	2026E - 2029E
Linearização dos descontos	4,00%	3,75%	3,50%	3,00%	3,00%	0,00%

Fonte: Autor (2024).

Esses valores foram estipulados com o objetivo que os efeitos da linearização se anulassem com o decorrer do tempo. Ao observar os efeitos reportados ao longo dos anos, tem-se a Tabela 17 e o valor restante na ordem de R\$114 milhões que foram diluídos nos anos de 2024 e 2025 projetados.

Tabela 17 – Linearização dos descontos (R\$ mil)

	2020	2021	2022	2023	Valor restante
Linearização dos descontos	-157.514	-80.227	45.891	77.913	113.937

Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

### 6.3.3 Custos e despesas

Os custos e despesas da companhia tendem a não apresentar variação significativa devido à natureza de sua atividade operacional, sendo que o percentual dos custos e despesas apresenta valores fora do padrão em momentos atípicos, como o da pandemia e da crise econômica de 2015, o que não é o caso para o período a frente projetado. Os valores percentuais de custos e despesas da receita líquida estão apresentados na Tabela 18.

Tabela 18 – Custos e despesas (% da receita líquida)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Custos e despesas (% da receita líquida)	23,0%	23,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

Fonte: Autor (2024).

Esses valores foram estimados a fim de alcançar a meta de margem EBITDA da companhia para o ano de 2024, entre 75% e 79%. Com o fato de a companhia entregar uma margem de 75% em 2023, a meta era entre 69% e 72% (IGUATEMI, 2023), optou-se pelo limite superior da meta para 2024 e que se manteria igual para 2025, com um leve declínio para os próximos anos. A Tabela 19 mostra essas margens projetadas.

Tabela 19 – Margem EBITDA projetada

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Margem EBITDA	79,0%	79,0%	77,0%	77,0%	77,0%	77,0%

Fonte: Autor (2024).

#### 6.4 PROJEÇÃO DE CAPEX E DEPRECIAÇÃO

Como o modelo deste *valuation* tem o objetivo de encontrar o valor da empresa até o presente momento, ele não considera futuras expansões de empreendimentos ou aumento das propriedades da companhia. Assim, optou-se por igualar o Capex à depreciação no período projetado, uma vez que reinvestirá o suficiente para manter os seus ativos ao longo do tempo.

Para o cálculo da depreciação foi considerado que as propriedades da empresa seriam depreciadas ao longo de 30 anos. Esse valor foi utilizado com base em uma análise de dados históricos, uma vez que esta informação não se encontra de maneira clara nos materiais da companhia. A respeito da precisão desse dado, essa projeção teria um erro percentual médio de 4,32% entre 1T19 e 4T23, e de 13,70% entre 1T15 e 4T23. A depreciação projetada se encontra na Tabela 20.

Tabela 20 – Depreciação e amortização projetada

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Depreciação e amortização	(158.581)	(174.365)	(179.989)	(181.930)	(183.984)	(186.159)	(188.460)	(190.895)
% da Receita Líquida	-15,42%	-14,89%	-14,39%	-13,65%	-12,58%	-12,05%	-11,56%	-11,08%

Fonte: Autor (2024).

Cabe ressaltar que a diminuição percentual sobre a receita líquida no final do período projetado se dá devido ao maior aumento da receita líquida com os mesmos empreendimentos.

## 6.5 PROJEÇÃO DE CAPITAL DE GIRO

O Iguatemi não exige grandes quantias de capital de giro, devido à natureza de sua atividade operacional. A projeção do capital de giro levou em consideração os últimos trimestres da companhia e uma perspectiva positiva do time executivo demonstrado na apresentação de resultado do 4T23 (IGUATEMI, 2024) quanto a retomada de maior rentabilidade para os próximos trimestres. Na Tabela 21 é possível ver os indicadores a respeito.

Tabela 21 – Indicadores de capital de giro

	2T23	3T23	4T23	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Giro de contas a receber	198	184	181	200	190	190	180	170	170
Giro de contas a pagar	191	181	201	190	180	180	180	170	170

Fonte: Autor (2024).

## 6.6 PROJEÇÃO DE IR E CSLL

A respeito do imposto de renda pessoa jurídica e contribuição social sobre o lucro líquido do Iguatemi, a empresa faz parte do regime tributário do lucro real com uma alíquota de 34%. Porém, é válido mencionar que alguns shopping centers detidos pelo grupo aderem ao regime tributário do Lucro presumido e outros ao Lucro Real. Outro ponto importante é quantia significativa que a companhia detém de créditos tributários, conforme a Figura 49.

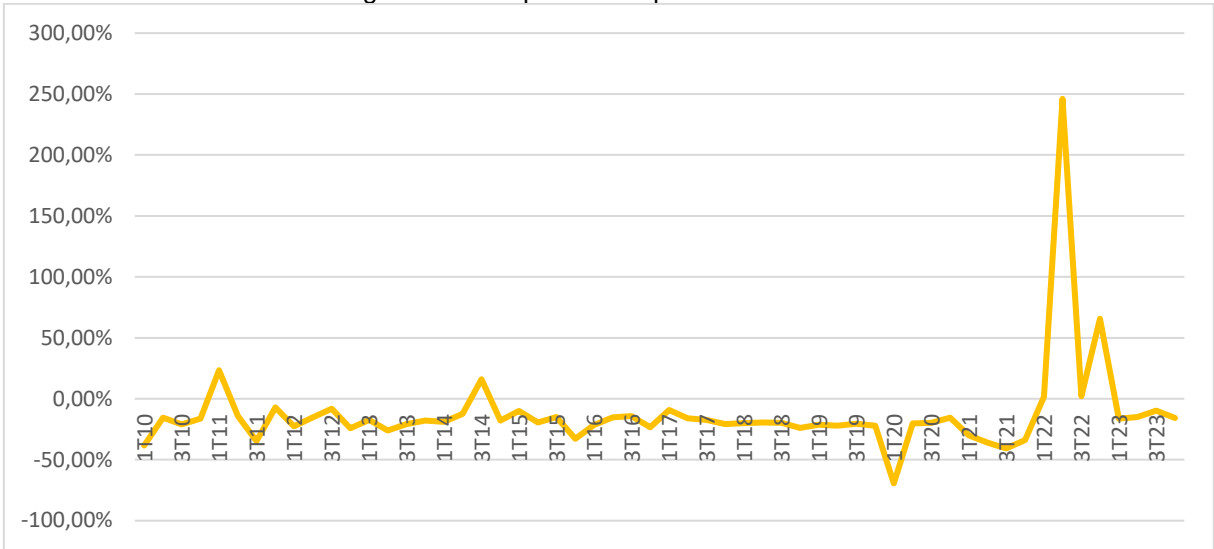
Figura 49 – Projeção de realização de créditos tributários (R\$ mil)

Ano	Controladora		Consolidado	
	%	Valor	%	Valor
2024	3%	2.744	6%	21.865
2025	8%	7.318	13%	47.373
2026	15%	13.722	22%	80.170
2027	24%	21.955	33%	120.255
2028	35%	32.017	48%	174.916
2029	48%	43.909	62%	225.934
2030	64%	58.546	78%	284.239
2031	83%	75.927	90%	327.968
Após 2032	100%	91.478	100%	364.409

Fonte: Iguatemi (2024).

Tais fatores afetam na alíquota de imposto realizado ao longo do tempo para a empresa. As Figuras 50 e 51 demonstram esse histórico de grandes variações.

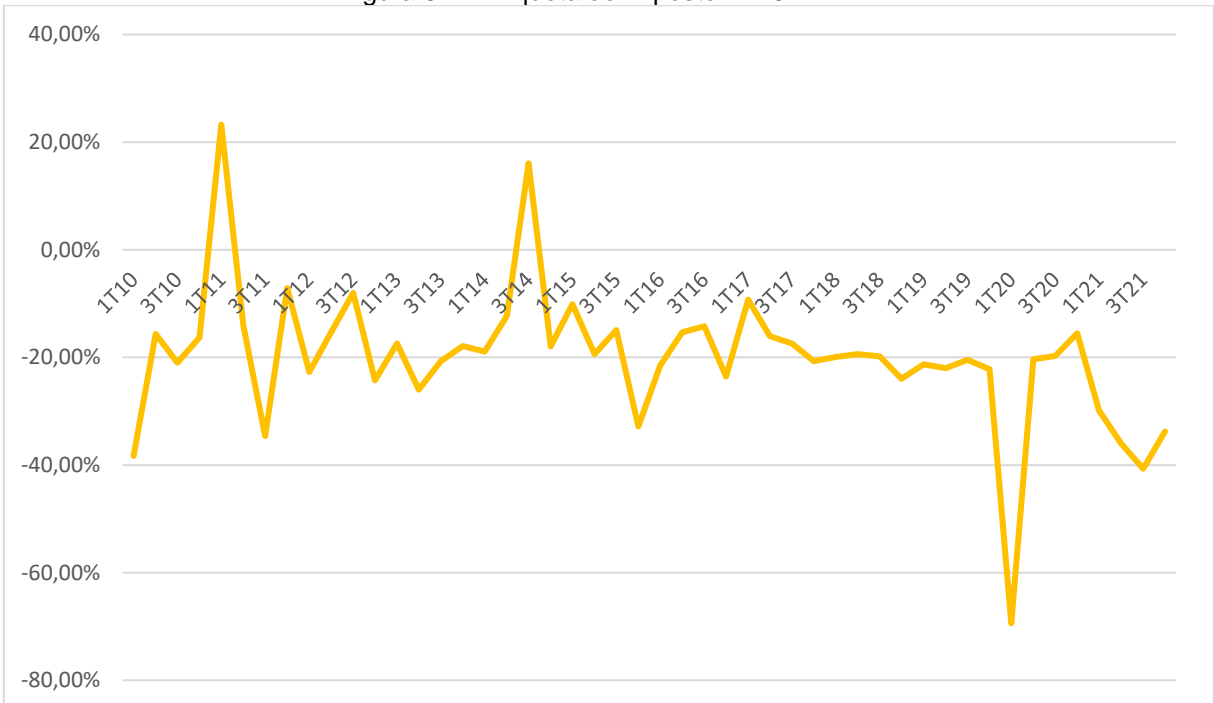
Figura 50 – Alíquota de imposto 1T10 – 4T23



Fonte: Autor (2024).

Se ignorar o ano de 2022 que distorceu fortemente o gráfico, tem-se o gráfico da Figura 51.

Figura 51 – Alíquota de imposto 1T10 – 4T21



Fonte: Autor (2024).

A fim de simplificação do processo, optou-se por considerar uma alíquota média de 20% para o período projetado, próximo do valor médio histórico do 1T10 a 4T21 (19,97%).

## 6.7 CUSTO DE CAPITAL

Nesta seção, é projetado o custo de capital ponderado da empresa (WACC), a partir do custo do capital próprio e do custo da dívida.

### 6.7.1 Custo do capital próprio

Para o cálculo do custo do *equity* foi considerado como ativo livre de risco o Tesouro Prefixado 2031 brasileiro, que apresenta uma taxa de 10,96% (2024). Para o Beta, utilizou-se o dado fornecido pelo Yahoo Finance (2024), que é mensal e leva em consideração os últimos 5 anos, com valor de 0,6. O *equity risk premium* do Brasil utilizado foi o disponível pela New York University (com atualização em 5 de janeiro de 2024), com valor de 9,00%.

Portanto, o custo do capital próprio ficou em 16,36%, conforme Tabela 22.

Tabela 22 – Custo do capital próprio

<b>Custo do equity</b>	
Ativo livre de risco	10,96%
Beta	0,6
Equity Risk premium Brasil	9%
<b>Custo do do capital próprio</b>	<b>16,36%</b>

Fonte: Tesouro Direto (2024), Yahoo Finance (2024), NYU (2024). Elaboração: Autor (2024).

### 6.7.2 Custo da dívida

Analisando o histórico da dívida, conforme a Figura 33, nota-se que o custo da dívida da empresa sempre foi relativamente baixo, devido a maturidade do seu negócio, modelo de negócio previsível e operação com baixa alavancagem. Como o cenário projetado não contempla nenhuma aquisição, dificilmente a companhia precise aumentar sua dívida ao longo do tempo.

O custo da dívida projetado levou em consideração a taxa Selic atual (2024), um *spread* de dívida de 0,50% e a alíquota de 34% de imposto. Sendo assim, o custo da dívida pós impostos ficou em 7,34%, conforme Tabela 23.

Tabela 23 – Custo da dívida

<b>Custo da dívida</b>	
Custo da dívida médio	11,25%

Selic	10,75%
Spread da dívida	0,50%
Taxa de imposto	34%
<b>Custo da dívida pós imposto</b>	<b>7,43%</b>

Fonte: Banco Central do Brasil (2024). Elaboração: Autor (2024).

### 6.7.3 WACC

Para o custo de capital ponderado da companhia, considerando que 54% é *equity* e 46% é dívida, chegou-se em um WACC de 12,22%, conforme a Tabela 24. Esse valor de 54% é oriundo do patrimônio líquido reportado pela companhia no 4T23 dividido pelo total de ativos do mesmo semestre.

Tabela 24 – WACC

<b>Wacc</b>	
% Equity	54%
% Dívida	46%
<b>Wacc</b>	<b>12,22%</b>

Fonte: Iguatemi (2024). Elaboração: Autor (2024).

Na determinação do WACC optou-se por utilizar os valores contábeis reportados pela empresa em sua planilha de fundamentos (2024), em vez dos valores de mercado. A principal razão para esta escolha é a dificuldade de acesso aos valores de mercado da dívida, e para garantir uma consistência metodológica e comparabilidade dos dados, decidiu-se usar os valores contábeis tanto para o *equity* quanto para a dívida.

## 6.8 VALOR PRESENTE

O modelo utilizado consiste no fluxo de caixa projetado para os próximos 6 anos, onde os 5 primeiros anos são trazidos a valor presente e o último ano é utilizado para calcular o valor terminal da empresa no 5º ano utilizando o método de *cap rate*.

### 6.8.1 Fluxo de caixa projetado a valor presente

Com base nas projeções explicadas anteriormente, tem-se o fluxo de caixa para a firma (FCFF) conforme a Tabela 25.

Tabela 25 – Fluxo de caixa para a firma (R\$ mil)

Fluxo de caixa para a firma (FCFF)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	988.111	1.053.231	1.126.288	1.189.273	1.255.831	1.326.168
Impostos	(125.857)	(150.070)	(171.958)	(193.255)	(216.479)	(241.259)
Depreciação e amortização	179.989	181.930	183.984	186.159	188.460	190.895
Fluxo de caixa operacional	1.042.242	1.085.091	1.138.314	1.182.176	1.227.812	1.275.803
Opex	(65.475)	(22.245)	(30.018)	1.451	(699)	(31.785)
Capex	(179.989)	(181.930)	(183.984)	(186.159)	(188.460)	(190.895)
<b>FCFF</b>	<b>796.778</b>	<b>880.916</b>	<b>924.311</b>	<b>997.469</b>	<b>1.038.653</b>	<b>1.053.124</b>

Fonte: Autor (2024).

Utilizando o WACC como taxa de desconto a fim de trazer o fluxo de caixa a valor presente, tem-se a Tabela 26.

Tabela 26 – Fluxo de caixa para a firma a valor presente (R\$ mil)

DCF	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
FCFF	796.778	880.916	924.311	997.469	1.038.653
Taxa de desconto	0,89	0,79	0,71	0,63	0,56
<b>Valor presente FCFF</b>	<b>710.043</b>	<b>699.566</b>	<b>654.123</b>	<b>629.054</b>	<b>583.722</b>

Fonte: Autor (2024).

### 6.8.2 Cap rate

Para estimar a taxa de *cap rate* a ser utilizada, Tabela 27, utiliza-se como base a NTN-B de 10 anos, que pode ser visualizada como o rendimento real do Tesouro IPCA+ 2035, acrescida que de uma taxa extra.

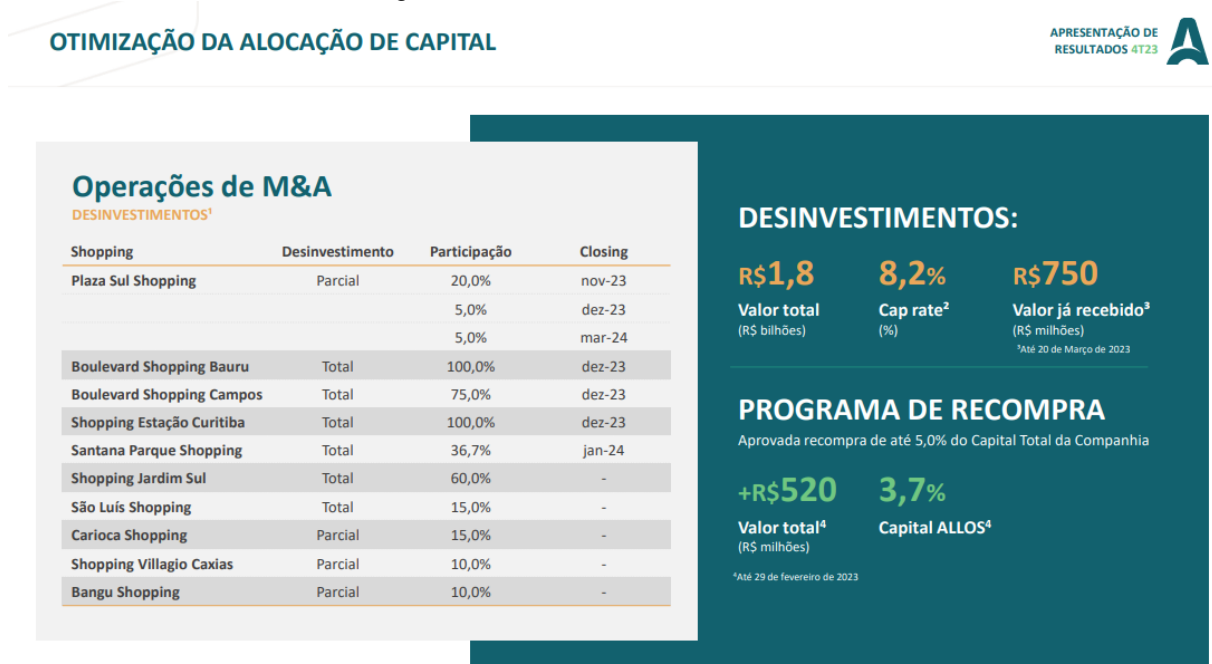
Tabela 27 – Cap rate

Cap Rate Valor Terminal	
NTN-B 10 anos	5,83%
Taxa extra (spread)	3,00%
<b>Cap Rate Valor Terminal</b>	<b>8,83%</b>

Fonte: Tesouro Direto (2024). Elaboração: Autor (2024).

Podemos notar que esse valor está de acordo com as práticas de mercado, uma vez que a ALLOS divulgou na apresentação de resultados do 4º trimestre de 2023 que o *cap rate* médio dos seus desinvestimentos foram de 8,2%, conforme Figura 52.

Figura 52 – Desinvestimentos da ALLOS



<sup>1</sup>As conclusões das transações estão condicionadas ao cumprimento de condições precedentes, incluindo auditoria e aprovação pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE)

<sup>2</sup>Cap rate baseado no NOI estimado para o shopping para o ano de 2023, considerando eficiência fiscal

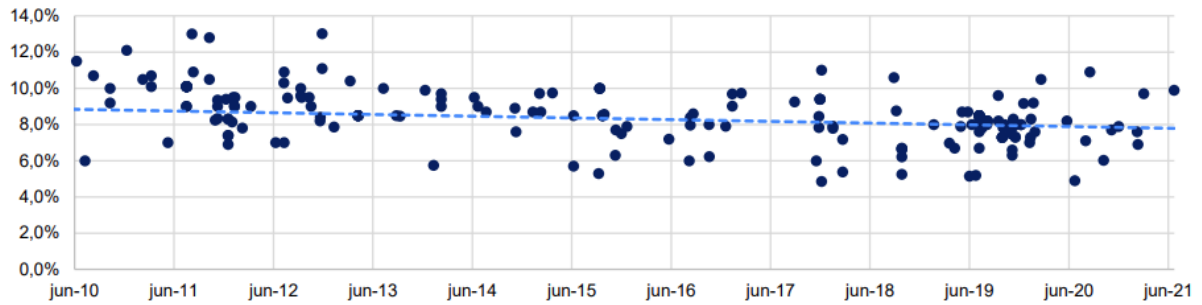
Fonte: ALLOS (2024).

Outra fonte que pode ser utilizada para comparação é um relatório divulgado pelo Banco BTG a respeito do setor de shopping centers que demonstra o *cap rate* estabilizado para Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) e empresas de junho de 2010 a junho de 2021 na Figura 53.



Figura 53 – Cap rate estabilizado FIs e empresas

Cap rate estabilizado FIs e Empresas (% ao ano)



Fonte: BTG (2021).

Para o cálculo do valor terminal na perpetuidade é necessário realizar a razão do lucro operacional do shopping center e o valor de *cap rate*. Para a receita operacional líquida, foi considerado uma margem de 90% da receita oriunda de aluguel e de estacionamento do ano de 2029. Posteriormente esse valor foi trazido a valor presente para compor o valor da companhia, conforme Tabela 28.

Tabela 28 – Cálculo do valor terminal por cap rate (R\$ mil)

Cap Rate	Valor Terminal
Receita operacional líquida	1.494.206
Cap Rate Valor Terminal	8,83%
Valor Terminal na perpetuidade	16.921.924
Taxa de desconto	0,50
<b>Valor Terminal a valor presente</b>	<b>8.474.857</b>

Fonte: Autor (2024).

### 6.8.3 Valor presente da firma

Ao somar o fluxo de caixa descontado e o valor terminal, subtrair a dívida líquida atual da companhia, somar uma participação de 4,8% na Infracommerce<sup>3</sup> (IFCM3), que a empresa detém, e uma participação dos acionistas não controladores, tem-se o valor da companhia na Tabela 29.

Tabela 29 – Valor da companhia (R\$ mil)

Preço	
Valor Operacional	11.751.365
Dívida Líquida	(1.765.700)

<sup>3</sup> A Infracommerce é uma empresa de capital aberto especializada em soluções *Full Service* e *Fulfillment* para o setor de e-commerce. A Iguatemi possui uma participação indireta de 4,8% na companhia, através de um Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia (FIP), no âmbito do seu programa de *Corporate Venture Capital*.

Infracommerce	28.757
Participação dos Acionistas Não Controladores	195
Valor Presente	10.014.616
<b>Valor por unit</b>	<b>R\$33,32</b>

Fonte: Autor (2024).

O valor de mercado da Infracommerce foi de R\$599 milhões, conforme o site StatusInvest em 28/03 (2024). Ao dividir o valor presente da Iguatemi pelas 305.585.033 *units* existentes, chega-se a um valor justo de R\$33,32 por *unit*.

## 7 ANÁLISE COMPARATIVA

Este capítulo tem como objetivo analisar e comparar o resultado obtido no capítulo anterior, por meio de uma análise de sensibilidade e por múltiplo.

### 7.1 ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

Dado que o valor na perpetuidade corresponde a mais de 70% do valor total da empresa, é interessante examinar como as principais premissas que afetam esse valor influenciam o valor geral da empresa. Para tanto, realizou-se uma análise de sensibilidade envolvendo o WACC (Custo Médio Ponderado de Capital) e a NTN-B de 10 anos. O WACC reflete o custo de capital da empresa, combinando o custo de dívida e o custo de capital próprio, ajustado pelo risco. Alterações no WACC afetam diretamente a taxa de desconto aplicada aos fluxos de caixa futuros, modificando assim o valor presente da empresa. Por outro lado, a NTN-B de 10 anos é utilizada para estimar o *Cap Rate* esperado pelo mercado. Este parâmetro reflete as expectativas de inflação e taxa de juros a longo prazo, influenciando o cálculo do valor terminal da empresa na perpetuidade. Portanto, jugou-se que essas seriam duas variáveis interessantes para tal análise, conforme apresentado na Tabela 30.

Tabela 30 – Análise de sensibilidade

		NTN-B 10 anos					
		4,00%	4,50%	5,00%	5,50%	6,00%	6,50%
WACC	9,00%	R\$40,63	R\$39,50	R\$38,41	R\$37,35	R\$36,33	R\$35,33
	9,50%	R\$39,32	R\$38,23	R\$37,17	R\$36,15	R\$35,16	R\$34,20
	10,00%	R\$38,11	R\$37,06	R\$36,03	R\$35,04	R\$34,08	R\$33,15
	10,50%	R\$36,99	R\$35,97	R\$34,98	R\$34,01	R\$33,08	R\$32,18
	11,00%	R\$35,95	R\$34,96	R\$33,99	R\$33,06	R\$32,15	R\$31,28
	11,50%	R\$34,99	R\$34,02	R\$33,08	R\$32,17	R\$31,29	R\$30,44
	12,00%	R\$34,08	R\$33,14	R\$32,23	R\$31,34	R\$30,49	R\$29,65
	12,50%	R\$33,24	R\$32,32	R\$31,43	R\$30,57	R\$29,73	R\$28,92
	13,00%	R\$32,44	R\$31,55	R\$30,68	R\$29,84	R\$29,03	R\$28,23
	13,50%	R\$31,70	R\$30,83	R\$29,98	R\$29,16	R\$28,36	R\$27,59
	14,00%	R\$31,00	R\$30,15	R\$29,32	R\$28,52	R\$27,74	R\$26,98

Fonte: Autor (2024).

As duas premissas foram ajustadas em 0,5%, revelando um impacto significativo no valor da companhia, como era esperado devido à sua influência direta sobre o valor terminal. A análise abrangeu uma ampla escala de cenários,

variando o WACC de 9% a 14% e a NTN-B de 10 anos de 4% a 6,5%. Esta abordagem extensiva foi adotada considerando que, por ser uma economia emergente, o Brasil apresenta maior volatilidade na sua curva de juros. Neste contexto, os valores da empresa variaram significativamente, de R\$26,98 por *unit* em um cenário mais adverso até R\$40,63 por *unit* em um cenário mais otimista, demonstrando a sensibilidade do *valuation* às mudanças nas premissas econômicas.

## 7.2 ANÁLISE POR MÚLTIPLOS

Outra abordagem relevante para questionar o resultado obtido é a análise por múltiplos. Esta técnica emprega indicadores financeiros específicos para estabelecer o valor da empresa com base nos preços de mercado praticados por outras empresas similares. Embora seja um método mais simples do que o fluxo de caixa descontado, a análise por múltiplos oferece uma perspectiva mais realista do mercado, considerando o contexto quando a análise é realizada.

Para a análise, será empregado o indicador EV/EBITDA (Valor da Empresa / EBITDA), focando-se nas empresas de shopping centers listadas em bolsa, conforme mencionado no item 4.5 deste trabalho. Optou-se por limitar a análise a empresas listadas em detrimento de fundos imobiliários, a fim de assegurar uma maior fidelidade na comparação de operações similares. Essa mesma lógica aplica-se às empresas de shopping centers internacionais. A Tabela 31 apresenta os múltiplos históricos médios dessas empresas, conforme listados no site StatusInvest (2024). Os dados históricos começam em 2020 para o Iguatemi, em 2021 para a ALLOS e em 2019 para a Multiplan.

Tabela 31 – Múltiplos das empresas de shopping centers listadas

	Iguatemi	Multiplan	ALLOS
EV/EBITDA	12,7	14,34	5,48

Fonte: StatusInvest (2024). Elaboração: Autor (2024).

Com esses múltiplos, é possível projetar alguns cenários para o valor da ação de Iguatemi, demonstrado na Tabela 32.

Tabela 32 – Avaliação por múltiplo

Cenário	Múltiplo	Preço de Iguatemi (por <i>unit</i> )
---------	----------	--------------------------------------

Máximo	14,34	R\$31,35
Média	10,84	R\$23,70
Mínimo	5,48	R\$11,98

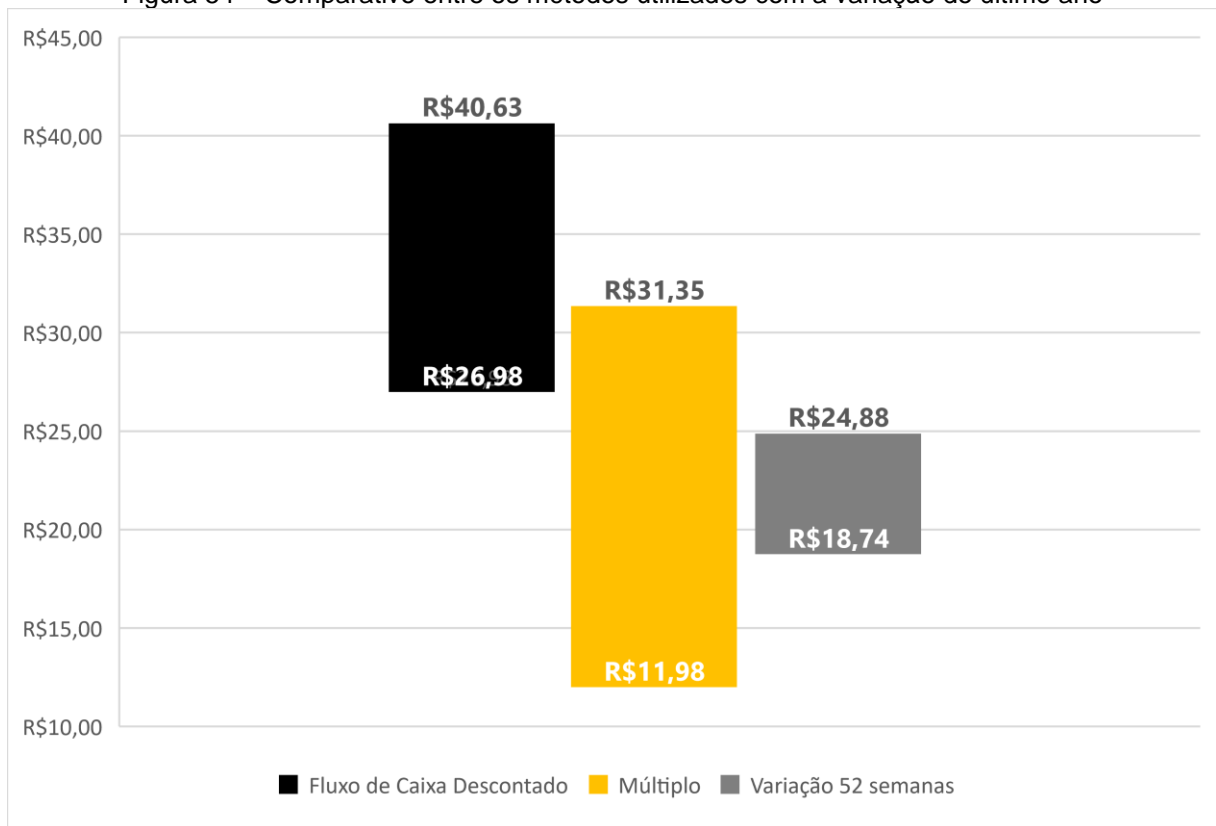
Fonte: Autor (2024).

Os valores obtidos apresentam uma considerável dispersão, atribuída em grande parte à singularidade do múltiplo de ALLOS. Conforme mencionado anteriormente, a empresa originou-se de uma fusão recente e atualmente está passando por um processo de reestruturação e ajuste de seu portfólio.

### 7.3 COMPARATIVO

Na Figura 54 é possível observar a variação do preço da ação pelo método do fluxo de caixa descontado com a análise de sensibilidade, por múltiplos e a variação da ação nas últimas 52 semanas.

Figura 54 – Comparativo entre os métodos utilizados com a variação do último ano



Fonte: Autor (2024) e StatusInvest (2024).

A figura reitera que a análise por múltiplos foi significativamente influenciada pelos dados da ALLOS e a análise de fluxo de caixa descontado apresenta uma

faixa elevada de cenários devido aos extremos calculados na análise de sensibilidade. Além disso, destaca-se que, ao longo do último ano, a ação foi negociada a um valor significativamente inferior ao projetado pelo fluxo de caixa descontado e até mesmo ao quartil superior da análise por múltiplos. O porquê disso pode ser atribuído principalmente a fatores macroeconômicos globais e locais que impactaram os mercados financeiros. Globalmente, como destacado na carta de março da gestora Verde (2024), o cenário foi fortemente influenciado por variações na taxa de juros americana, que exerceu uma influência direta sobre os mercados mundiais, incluindo o brasileiro. Além disso, as tensões geopolíticas e as flutuações no preço do petróleo contribuíram para um ambiente de incerteza e volatilidade. No contexto brasileiro, diversos fatores adicionaram complexidade, incluindo interferências políticas na gestão de estatais, conflitos entre os poderes e agendas macroeconômicas mal coordenadas, que juntas geraram ruídos e impactaram negativamente a confiança dos investidores. Esses aspectos locais, juntamente com os globais, pressionaram para baixo os preços dos ativos, inclusive as ações da empresa analisada, apesar dos fundamentos internos que sugeriam um valor mais elevado.

## 8 CONCLUSÃO

O objetivo central deste trabalho é determinar o valor justo das ações da Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A, utilizando-se do método de fluxo de caixa descontado. Para tal, foi necessário analisar e compreender diversos fatores internos e externos a companhia, entre eles: histórico, estrutura acionária, governança corporativa, portfólio de empreendimentos, o setor de shopping centers no Brasil e seus concorrentes.

É importante salientar que este trabalho possui uma natureza acadêmica. Antes de prosseguir com as análises mencionadas, destacou-se a importância deste tema para a formação do engenheiro de produção, particularmente aqueles que aspiram atuar na área de Engenharia Econômica e no ambiente corporativo. Adicionalmente, realizou-se uma revisão bibliográfica para fundamentar as análises subsequentes.

A análise setorial utilizou como principal referência o censo da Associação Brasileira de Shopping Centers (ABRASCE). Esta análise objetivou entender as tendências que influenciam o setor de shopping centers no Brasil, levando em consideração aspectos geográficos e econômicos significativos. Para isso, foram analisados alguns dados econômicos do país, como o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e o Produto Interno Bruto (PIB) por região. Esses dados forneceram uma visão ampla para compreender as estratégias dos shopping centers distribuídos pelo Brasil.

Na sequência, a análise financeira contemplou aspectos como receita, custos e despesas, endividamento, lucratividade e rentabilidade, além de uma comparação com seus concorrentes listados em bolsa em relação a alguns indicadores operacionais. Novamente utilizando como base os documentos fornecidos pela empresa, a avaliação teve o objetivo de compreender a saúde financeira da empresa e sua capacidade operacional ao longo dos anos.

Por fim, foram realizadas projeções dos resultados futuros da companhia, estimando-se o custo de capital e o *cap rate* a ser utilizado no *valuation* da empresa. Como resultado, o valor encontrado para a empresa foi de R\$10,01 bilhões, com um valor por *unit* de R\$33,32. Posteriormente, conduziu-se uma análise de sensibilidade para o WACC e a NTN-B, bem como uma avaliação por múltiplos, que foi

comparada com a variação do preço da ação ao longo do último ano. Esses resultados estão representados na imagem 55.

Concluiu-se, então, que a ação está subvalorizada, uma vez que os fundamentos internos da companhia sugerem um valor maior do que o preço de tela quando este trabalho foi realizado. Os motivos para isso podem ser explicados por uma série de eventos que impactaram diretamente e indiretamente a companhia. O primeiro foi a pandemia, que afetou não apenas a operação do negócio, mas também o setor como um todo nos anos de 2020 e 2021, levando ao fechamento temporário dos shopping centers, revisão de contratos e concessão de descontos. Os anos subsequentes foram de normalização e retorno do crescimento de receita, redução de custos e melhora das margens. No entanto, o cenário macroeconômico tem sido mais complicado e complexo no pós-pandemia, com incertezas no ambiente de juros tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos, o que acaba afetando negativamente os ativos de risco como um todo e, conseqüentemente, as ações da companhia.

O presente estudo apresenta certas limitações, particularmente relacionadas a simplificações nas estimativas tributárias e na análise detalhada das operações específicas de cada empreendimento da empresa. A necessidade de métodos mais simples nas estimativas foi uma decisão tomada para viabilizar a conclusão do trabalho dentro do escopo e dos recursos disponíveis, destacando-se como uma área potencial para futuras melhorias, especialmente no que diz respeito à taxa de ocupação e ao operacional específico de cada shopping. Importante destacar que o estudo não incluiu projetos de expansão no portfólio da empresa, o que pode não refletir completamente a realidade e a estratégia futura da companhia. Além disso, uma validação dos resultados e das premissas por especialistas do setor poderia aumentar a confiabilidade e a robustez do estudo.



## REFERÊNCIAS

DAMODARAN, Aswath. **Valuation**: Como avaliar empresas e escolher as melhores ações. LTC, 2012.

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation**: Tools and Technique for Determining the Value of Any Asset. Wiley, 2012.

NETO, Alexandre Assaf. **Finanças Corporativas e Valor**. Editora Atlas, 2014.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation** : como precificar ações. Elsevier Editora Ltda, 2012,

SERRA, Ricardo Goulart; WICKERT, Michael. **Valuation** : guia fundamental e modelagem em excel. Editora Atlas, 2019.

YIN, R. K. **Estudo de caso**: planejamento e métodos. [s.l.] Porto Alegre: Bookman, 2004.

SUNO. **Balanco Patrimonial**. Disponível em: <https://www.suno.com.br/guias/balanco-patrimonial/>. Acesso em: 28 jan. 2024.

**IGUATEMI S.A. – Formulário de referência**, 2024. Disponível em: <<https://ri.iguatemi.com.br/Download.aspx?Arquivo=IdDND2QdWgAn/KZqduoQHA=&linguagem=pt>>. Acesso em: 8 mar. 2024.

**IGUATEMI S.A. – Apresentação Institucional**, 2024. Disponível em: <<https://ri.iguatemi.com.br/Download.aspx?Arquivo=RSvZqB/FrcfjMfriXQ4OqQ==&IdC anal=I9mYUGSstv0kfHqAdjYbBg==&linguagem=pt>>. Acesso em: 8 mar. 2024.

**IGUATEMI S.A. – Planilha de Fundamentos – 4T23**, 2024. Disponível em: <<https://ri.iguatemi.com.br/Download.aspx?Arquivo=1RKLTygdvVFewZ6iBXjvMA==&linguagem=pt>>. Acesso em: 8 mar. 2024.

**IGUATEMI S.A. – Diretoria e Conselhos**. Disponível em: <<https://ri.iguatemi.com.br/show.aspx?idCanal=5WHQ9D0XOZCOZjEjYEcZjg==&linguagem=pt>>. Acesso em: 6 mar. 2024.

**ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE SHOPPING CENTERS (ABRASCE)**. Censo Brasileiro de Shopping Centers 2023/2024. São Paulo: Abrasce, 2023.

**ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE SHOPPING CENTERS (ABRASCE)**. Censo Brasileiro de Shopping Centers 2022/2023. São Paulo: Abrasce, 2022.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Produto Interno Bruto - PIB | IBGE**. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>>. Acesso em: 16 mar. 2024

**Multiplan – Apresentação da Companhia – fevereiro 2024**, 2024. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/08dd2899-a019-4531-a90c->

f00c9f91b0ff/42e71f30-0c8b-41eb-b4ba-35e6ad8aec36?origin=1>. Acesso em: 16 mar. 2024.

**Nossos Shoppings.** Disponível em: <<https://ri.ALLOS.co/a-companhia/nossos-shoppings/>>. Acesso em: 16 mar. 2024.

**ALLOS – Apresentação de Resultados 4T23,** 2024. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/330c258b-6212-45ce-8c13-557ea46cc23a/62d7f29e-6b9e-5c6b-fc05-d6cb1cebcf7d?origin=1>>. Acesso em: 24 mar. 2024.

**ALLOS – Apresentação de Resultados 3T23,** 2023. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/330c258b-6212-45ce-8c13-557ea46cc23a/bd717f18-6cf9-1c7c-6bcc-c9f13470e474?origin=1>>. Acesso em: 24 mar. 2024.

**IBGE. 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?=&t=series-historicas>>. Acesso em: 17 mar. 2024.

**Banco Central do Brasil.** Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/metainflacao>>. Acesso em: 26 mar. 2024.

**Banco Central do Brasil.** Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>>.

**IGUATEMI S.A. – DFP 2023,** 2024. Disponível em: <<https://ri.iguatemi.com.br/Download.aspx?Arquivo=kQhZveM1S30HzEVXhHXISw==&linguagem=pt>>. Acesso em: 26 mar. 2024.

**Preços e taxas dos títulos IPCA, Pré e Pós-fixados | Tesouro Direto.** Disponível em: <<https://www.tesourodireto.com.br/titulos/precos-e-taxas.htm>>. Acesso em: 28 mar. 2024.

**Iguatemi S.A. (IGTI11.SA) Stock Price, News, Quote & History - Yahoo Finance.** Disponível em: <<https://finance.yahoo.com/quote/IGTI11.SA?.tsrc=fin-srch>>. Acesso em: 28 mar. 2024.

**BANCO CENTRAL DO BRASIL. Banco Central do Brasil.** Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>>. Acesso em: 28 mar. 2024.

MARINELLI, D.; BARBOSA, D.; OLIVEIRA, M. **Internal Use Only Fils Análise Setorial - Shopping Centers.** [s.l.: s.n.]. Disponível em: <[https://research-content.btgpactualdigital.com/file/2021-11-25T115519.608\\_BTGFII%20Shopping%20Centers%20NOV21.pdf](https://research-content.btgpactualdigital.com/file/2021-11-25T115519.608_BTGFII%20Shopping%20Centers%20NOV21.pdf)>. Acesso em: 28 mar. 2024.

**IFCM3 - INFRACOMMERCE CXAAS S.A. ON: cotação.** Disponível em: <<https://statusinvest.com.br/acoes/ifcm3>>. Acesso em: 28 mar. 2024.

**Em 2021, PIB cresce em todas as 27 unidades da federação | Agência de Notícias.** Disponível em: <<https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/38388-em-2021-pib-cresce-em-todas-as-27-unidades-da-federacao>>. Acesso em: 6 abr. 2024.

**Multiplan – Planilha de Fundamentos 4T23,** 2023. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/08dd2899-a019-4531-a90c-f00c9f91b0ff/eb8b7ed7-1058-8eb5-c95b-2a9f1737611d?origin=1>>. Acesso em: 8 abr. 2024.

**ALLOS – Planilha de Fundamentos 4T23,** 2023. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/330c258b-6212-45ce-8c13-557ea46cc23a/3dda27ef-b90d-c00d-dc82-bc1bb06e97e5?origin=1>>. Acesso em: 8 abr. 2024.

**Ações, fundos imobiliários e tudo sobre investimentos.** Disponível em: <<https://statusinvest.com.br/>>. Acesso em: 6 abr. 2024.

**Índice Geral de Preços - Mercado (IGP-M) - Dados de Mercado.** Disponível em: <<https://www.dadosdemercado.com.br/indices/igp-m>>. Acesso em: 6 abr. 2024.

**REIS, T. NOI: o que é? Como calcular esse indicador do mercado imobiliário?** Disponível em: <<https://www.suno.com.br/artigos/noi/>>. Acesso em: 7 abr. 2024.

**REIS, T. FFO: saiba o que é e como calcular essa medida de rentabilidade.** Disponível em: <<https://www.suno.com.br/artigos/ffo/>>. Acesso em: 7 abr. 2024.

**IGUATEMI S.A. – DFP 2022,** 2023. Disponível em: <<https://ri.iguatemi.com.br/Download.aspx?Arquivo=yXa9MKdJ1vriz9NOZWdAKw==&linguagem=pt>>. Acesso em: 07 abr. 2024.

**IGUATEMI S.A. – Relatório de Resultado 4T23,** 2024. Disponível em: <<https://ri.iguatemi.com.br/Download.aspx?Arquivo=ZgGvR/8jTPiuW3hB37RgTg==&linguagem=pt>>. Acesso em: 08 abr. 2024.

**Verde Asset Management. Verde REL - 2024\_03.** (2024). Documento em PDF. Disponível em: <[https://www.verdeasset.com.br/public/files/rel\\_gestao/158094/Verde-REL-2024\\_03.pdf](https://www.verdeasset.com.br/public/files/rel_gestao/158094/Verde-REL-2024_03.pdf)>. Acesso em: 09 abr. 2024.

**DAMODARAN, Aswath.** Country Risk Premiums. Stern School of Business, 2023. Disponível em: <[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)>. Acesso em: 28 mar. 2024.