

5. Shopping Centers

5.1. O Mercado de Shopping Centers no Brasil

O primeiro Shopping Center inaugurado no Brasil foi o Iguatemi, em São Paulo, em 1966. Na década de 70, mais sete empreendimentos foram lançados, mas a primeira grande onda de crescimento do setor ocorreu no início da década de 80, quando foram desenvolvidos os primeiros grandes shopping centers regionais, como, por exemplo, o Barra Shopping no Rio de Janeiro.

O início dos anos 90 foi caracterizado por uma nova onda de crescimento, muito em função do sucesso de empreendimentos na década anterior; da estabilidade econômica atingida com a implementação do plano Real, em 1994; e, do aumento na procura por investimento em tais ativos, principalmente, pelos fundos de pensão. No entanto, ao final da década de 90, com as crises na Ásia, Rússia e México, houve uma redução significativa de investimentos no setor.

A estabilidade econômica recente e desenvolvimento do mercado de capitais trouxeram uma série de oportunidades para o setor, que até então dependia de linhas de financiamento convencionais, como por exemplo, programas do BNDES. Além disso, como os investimentos necessários para o desenvolvimento de shoppings são muito altos, superiores a R\$ 200 milhões, no caso de grandes empreendimentos, muitas vezes havia dificuldades de se obter crédito no mercado para viabilizar os projetos.

Como havia dificuldade de opções seguras de financiamento de longo prazo, grande parte dos recursos necessários ao desenvolvimento dos shoppings até então deveriam ser oriundos de capital próprio, muitas vezes escasso e caro. Como consequência, o mercado de shoppings centers se desenvolveu de forma muito fragmentada, e atualmente a grande maioria dos shoppings brasileiros tem muitos acionistas.

Mesmo grandes empresas do setor, como a BR Malls, Iguatemi e Multiplan, as maiores dentre as listadas na BM&FBovespa, não são detentoras de 100% da propriedade de todos seus shoppings. Seus percentuais médios de participação ao final de 2010 eram de, respectivamente, 43,6%, 50,4% e 68,2%, o que ainda gera muito espaço para consolidação.

Segundo dados da Associação Brasileira de Shopping Centers (ABRASCE), as seis empresas do setor listadas na BM&FBovespa respondem apenas por cerca de 20% da área bruta locável (ABL) dos shoppings existentes no país, valor muito inferior ao percentual detido pelas cinco maiores empresas nos Estados Unidos (60%).

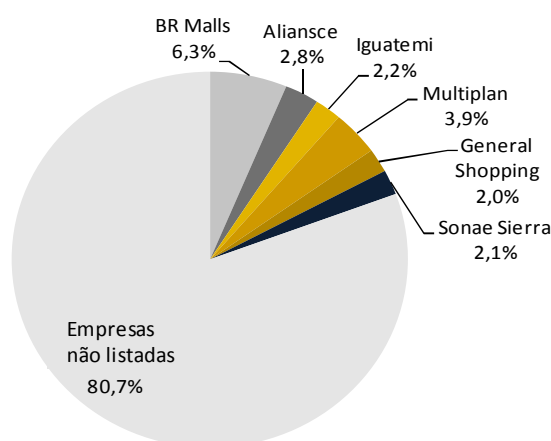


Figura 4. Fragmentação do ABL da Indústria

Além da fragmentação da indústria, os shoppings centers ainda estão muito concentrados nos grandes centros urbanos, deixando um mercado potencial ainda carente e gerando muitas oportunidades para exploração de nichos locais, na medida em que o aumento do poder de compra dos indivíduos não ocorre somente nas grandes metrópoles. Dados da ABRASCE apontam que apenas as 10 maiores capitais concentram quase 50% do total de ABL do país.

Capital	Número de Shoppings	ABL Total (m ²)
São Paulo	51	1.818.515

Rio de Janeiro	30	918.262
Belo Horizonte	19	289.415
Porto Alegre	15	320.299
Curitiba	12	253.204
Brasília	12	367.497
Salvador	13	364.870
Goiânia	10	139.039
Fortaleza	9	220.584
Recife	5	136.293
Total 10 maiores	176	4.827.978
Total Brasil	415	9.707.822

Tabela 1. Concentração de ABL de Shopping por Capital

No Brasil, a grande maioria dos shoppings centers é desenvolvida sob um mesmo modelo de negócios, em que a propriedade das lojas não é adquirida pelo lojista, mas são celebrados contratos de aluguel de longo prazo entre lojistas e empreendedores.

Em geral, os investidores são representados por um condomínio pro indiviso (CPI), uma entidade jurídica em que os empreendedores detêm participação, ao invés de frações específicas da área do shopping. Assim, a comunhão é de fato e de direito, e todas as receitas e despesas do shopping são compartilhadas entre todos os investidores nas suas participações no shopping.

Fazem parte também da estrutura dos shoppings o fundo de promoções e o condomínio edilício, que são entidades jurídicas sem fins lucrativos. O fundo de promoções é um fundo destinado às campanhas de marketing e publicitárias do shopping, que recebe contribuições mensais dos lojistas e dos proprietários dos shoppings. Com relação ao condomínio edilício, este funciona como o condomínio de imóveis residenciais, em que as despesas do condomínio são divididas entre os lojistas, sendo também paga pelos empreendedores na proporção das lojas vagas.

5.2. Números e Perspectivas para o Setor

Em 2010, o faturamento da indústria ficou em R\$ 87 bilhões, 17,5% maior que os R\$ 74 bilhões realizados em 2009. Conforme observado na Figura 5 abaixo, este valor vem crescendo consistentemente ao longo dos últimos anos, com crescimento composto de 13,84% ao ano desde 2005. Para 2011, a previsão era de aumento de 12%, mas este número já está sendo revisto pela ABRASCE.

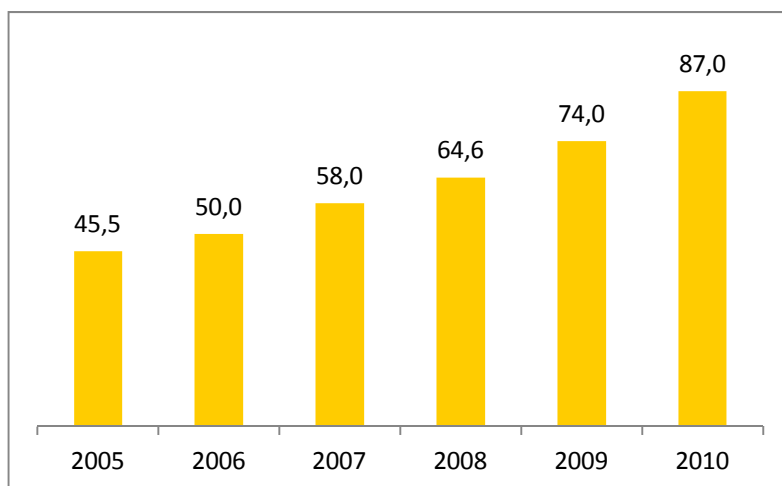


Figura 5. Faturamento da Indústria (em R\$ bilhões)

O número de shopping centers também tem crescido consistentemente ao longo dos últimos anos. Em 2010, 16 novos shopping centers foram inaugurados no país, adicionando mais de 540 mil m² de ABL e gerando cerca de 53 mil novos empregos. Somados aos 7 empreendimentos que abriram ao público até Maio de 2011, são atualmente 415 centros de compras como esse no Brasil. Para os próximos anos, as perspectivas seguem muito otimistas para o setor, e até o final de 2012 estão previstos a abertura de mais 50 shoppings centers, quando o número total de empreendimentos como este deverá chegar a 465.

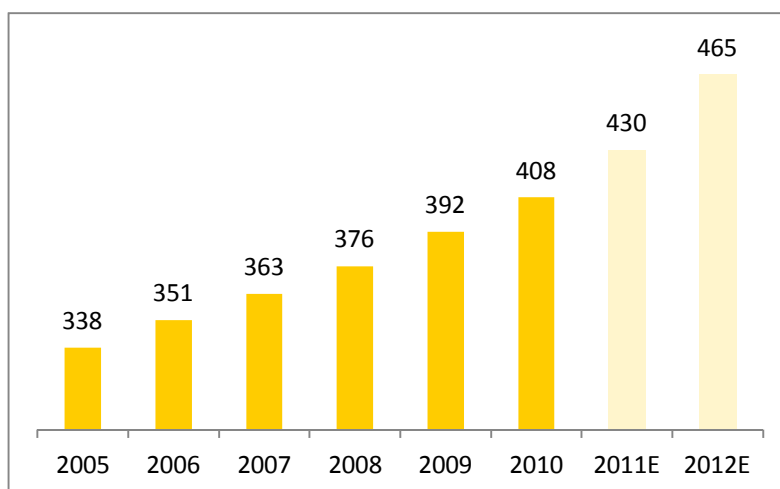


Figura 6. Número de Shoppings Centers no Brasil

O Brasil vive atualmente um momento único para o varejo, com crescimento consistente no consumo, suportado pela expansão do crédito e aumento da massa salarial. A estabilidade econômica alcançada recentemente, somada a entrada de investidores estrangeiros e aumento das fontes de financiamentos para as empresas, colocou o setor de shoppings centers em foco por investidores.

Apesar do crescimento recente, a indústria de shopping centers no Brasil ainda está longe do que é observado em mercados mais maduros. Segundo dados da ABRASCE, a indústria responde hoje por aproximadamente 18,3% das vendas do setor de varejo, muito abaixo de países como Canadá (65%), Estados Unidos (58%), Austrália (51%) e México (50%), por exemplo.

Com o aumento da oferta de área para lojistas em shopping centers, a tendência é que este percentual aumente seguindo a tendência mundial, em que consumidores buscam cada vez mais locais seguros, e com o maior número possível de opções de consumo em um mesmo estabelecimento. Prova desta tendência é que o crescimento das vendas em shopping centers tem crescido, em média, 12% ao ano desde 2004, contra 7% do varejo em geral. Além disso, o número de ABL por 1.000 habitantes também é muito inferior ao dos países desenvolvidos, o que reforça ainda mais as boas perspectivas para o setor.

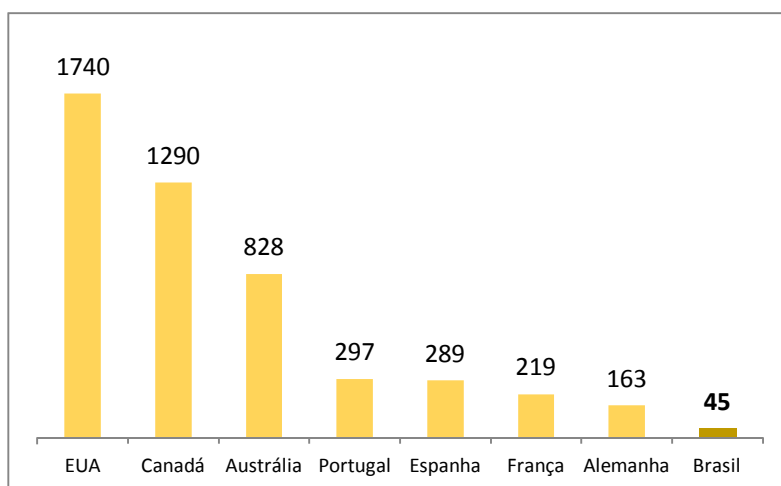


Figura 7. ABL por 1.000 habitantes

A despeito de um mercado ainda pouco desenvolvido e consolidado quando comparado às demais potências mundiais, os shopping centers brasileiros ainda desfrutam de benefícios que não são percebidos em outros países, como por exemplo, as peculiaridades dos contratos de locação e pagamento de cessão de direitos (ou luvas) pelos lojistas.

A principal fonte de receita dos shopping centers advém das locações pagas pelos lojistas. Os contratos de locação com os lojistas tem, em geral, 5 anos, e o valor a ser pago pela locação é variável, sendo o maior entre (i) um valor de locação mínimo mensal estabelecido contratualmente, corrigido pela inflação, e (ii) um percentual sobre as vendas mensais do lojista.

Este sistema concede aos proprietários do shopping uma espécie de opção, já que também permite que estes se aproveitem de momentos econômicos favoráveis quando o percentual de vendas das lojas supera o valor mínimo de locação.

Assim, em épocas de crise, ainda que seja um setor muito influenciado pelo consumo, as companhias de shopping não tem suas receitas afetadas significativamente pela queda no faturamento das lojas. Na prática, caso as vendas dos lojistas caiam, as receitas do shopping poderão diminuir por conta de eventual inadimplência e aumento na vacância, já que o custo de condomínio relativo às lojas vagas correrá por conta do proprietário do shopping.

Nos EUA, as principais lojas presentes nos shoppings fazem partes de grandes cadeias de varejo, geralmente com único controlador. Neste mercado, estas redes dispõem de alto poder de barganha na negociação com os desenvolvedores de shoppings, e na maioria das vezes exigem o pagamento de taxas de indução dos proprietários dos shoppings para se instalarem no empreendimento. Diferentemente, no Brasil, dada a escassez por espaço e grande demanda por pequenos lojistas, geralmente com presença regional e com baixo poder de barganha, as empresas de shopping conseguem cobrar taxas de cessão de direitos dos lojistas, aumentando ainda mais suas fontes de receita.

Diversos são os fatores que contribuem com o otimismo do mercado em relação ao crescimento de setor de shopping centers no Brasil. Analisando o cenário macro para o setor destacam-se o ainda escasso número de shoppings centers no país; o baixo percentual que as vendas em shoppings representam em relação ao varejo total; a participação ainda baixa das empresas em seus próprios shoppings; a pulverização do ABL total da indústria, com as principais empresas concentrando um percentual pequeno; o aumento da oferta de crédito no país; e a estabilidade das receitas dos shoppings, como os principais *drivers* para o setor.

O desenvolvimento de empreendimentos adotando novos conceitos e estratégias também tem contribuído para o bom desempenho do setor. A integração de centros comerciais aos shopping centers, bem como a união de espaços de compras com serviços de conveniência, faz com que os shoppings atraiam ainda mais clientes de diferentes nichos de mercado. Estes fatores, além da adoção de áreas abertas (*open malls*), conceito muito adotado nos EUA, espaços com luz natural e lojas abertas, também contribuem para elevar o número de consumidores.

5.3. Papel Importante das Classes B e C

Não há dúvidas que a o aumento da massa salarial e ascensão das classes C e D tiveram importante papel no desempenho da indústria brasileira de shopping centers nos últimos anos. Os shopping centers eram tradicionalmente caracterizados como centros de compra voltados quase exclusivamente às classes

A e B, e sua localização era concentrada preponderantemente nos grandes centros urbanos. No entanto, com a estabilidade econômica e acesso das classes mais baixas ao crédito, cada vez mais empreendimentos são lançados em mercados antes não atendidos.

Segundo dados da pesquisa Observador 2011, realizada pela *Ipsos Public*, cerca de 19 milhões de brasileiros migraram para a Classe C em 2010, que passou a representar 53% da população total do país. Os dados mostram que no período de 2005 a 2010, a Classe C cresceu 62,12%, enquanto a população total cresceu 5,35%. A evolução da pirâmide social brasileira nos últimos anos, conforme demonstrado abaixo, mostra o enriquecimento de todas as classes.

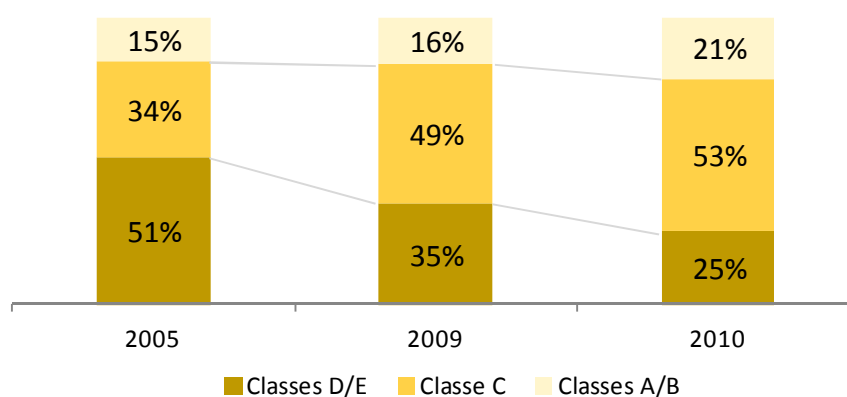


Figura 8. Pirâmide Social Brasileira (Fonte: Cetelem BGN)

Como resultado da ascensão das classes mais baixas, o consumo das famílias brasileiras vem crescendo consistentemente ao longo dos últimos anos, e mesmo com a desaceleração global, reflexo da crise econômica de 2008, a economia doméstica não tem demonstrado sinais de arrefecimento, e o Banco Central tem tido dificuldades de manter a inflação próxima à meta, atualmente em 4,5% ao ano.

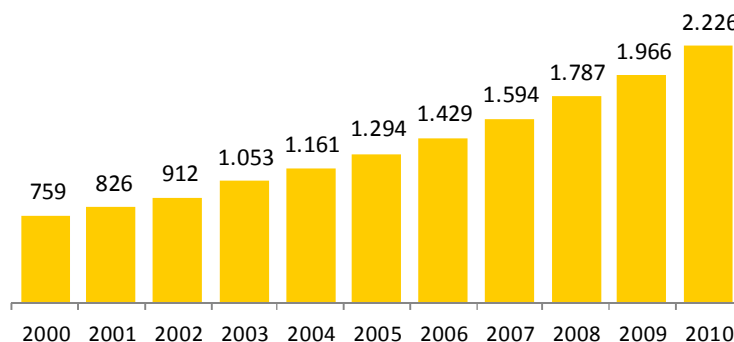


Figura 9. Consumo Doméstico no Brasil (em R\$ bilhões - Fonte: IPEADATA)

Portanto, o aquecimento da economia e o consumo em alta, com destaque para a classe média emergente, fez com que a demanda por espaços em shoppings centers aumentasse acima da capacidade de implantação de novos empreendimentos. Segundo dados da ABRASCE, desde 2001, mesmo nos piores anos do ponto de vista econômico-financeiro, os índices de vacância dos shoppings brasileiros não ultrapassaram 6%, sendo que atualmente este índice está entre 2% e 3%.

5.4. Performance Recente

Atualmente são seis as empresas de shopping centers negociadas na BM&FBovespa: BR Malls, Multiplan, Iguatemi, Aliansce, General Shopping e Sonae Sierra. Com as boas perspectivas para o setor, os papéis destas companhias apresentaram forte recuperação no período pós-crise, e todos superaram o Ibovespa no período. O gráfico abaixo demonstra a evolução das ações destas companhias desde dezembro de 2008.

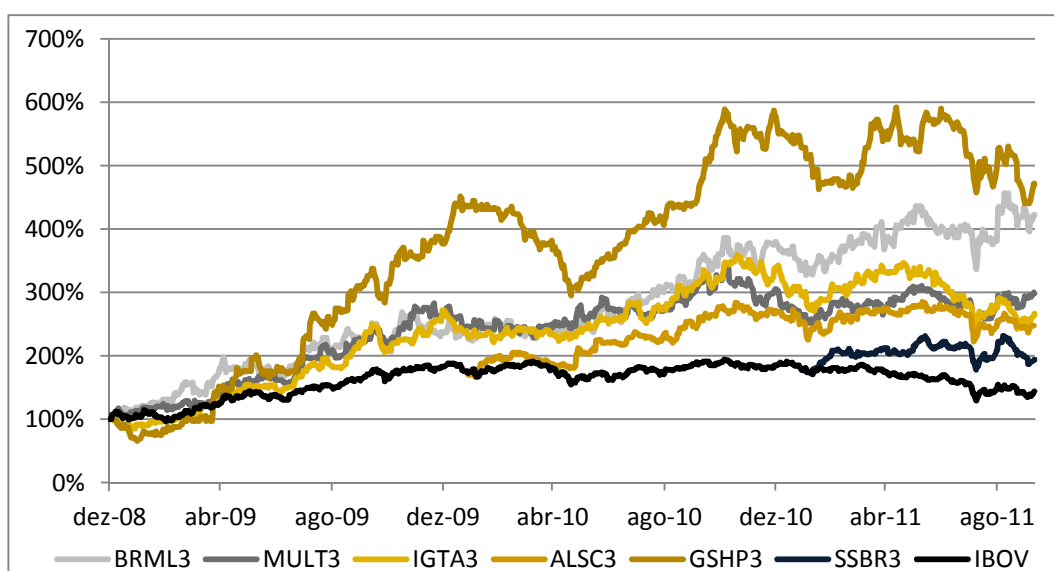


Figura 10. Evolução das Empresas no Mercado de Capitais (Fonte: Bloomberg)

5.5. Avaliando Shopping Centers

A avaliação de shopping centers pelos profissionais de finanças geralmente é realizada utilizando-se métodos diferentes para empreendimentos maduros e empreendimentos em desenvolvimento.

Para o primeiro caso, os investidores costumam precificar os ativos através do método de *Capitalization Rate* (ou simplesmente *Cap Rate*). O *Cap Rate* é muito utilizado na avaliação de imóveis que geram rendimentos periódicos, como os edifícios comerciais, e consiste em determinar uma rentabilidade esperada com a aquisição do ativo com base no seu primeiro ano de exploração, o que seria equivalente à TIR, em termos reais, esperada para um ativo imobiliário maduro. Apesar de a avaliação ser feita de forma muito simples, e considerando apenas no primeiro ano do imóvel, muitos investidores continuam utilizando este método porque, além de ser de fácil compreensão, é uma métrica relativa que permite a comparação instantânea dos ativos.

O *Cap Rate* é equivalente ao *yield* do ativo no primeiro ano pós-aquisição, e seu cálculo é realizado da seguinte forma:

$$\text{Cap Rate} = \frac{FC_1}{V_0}$$

Onde,

Cap Rate *yield* do investimento (ou *Cap Rate* de entrada), que representa a rentabilidade corrente do imóvel;

FC₁ fluxo de caixa esperado do ativo no seu primeiro ano de exploração comercial;

V₀ valor corrente do imóvel (ou preço de aquisição).

Para avaliações de shopping centers, o parâmetro que representa o fluxo de caixa do ativo é a Receita Operacional Líquida do shopping, também conhecido como *Net Operating Income* (ou simplesmente NOI). O NOI é equivalente à Receita Líquida do shopping deduzida das suas despesas operacionais diretas. O NOI também é utilizado como parâmetro para medir a eficiência do shopping, de

forma que no caso de shoppings maduros e bem administrados o NOI pode representar mais de 90% de sua receita líquida.

Assim, o valor de um shopping avaliado por este método e função apenas do rendimento por ele gerado e da rentabilidade desejada pelo investidor, conforme indicado abaixo:

$$\text{Valor do Shopping} = \frac{\text{NOI}}{\text{Cap Rate}}$$

Portanto, através da expectativa de NOI do shopping para o primeiro ano de exploração e do *Cap Rate* de entrada exigido pelo investidor, é possível calcular facilmente seu valor. É interessante observar que esta fórmula é derivada do cálculo do valor de fluxos de caixa em perpetuidade sem crescimento, onde se supõe que o rendimento se manterá constante ao longo do tempo. Entretanto, na prática o *Cap Rate* de entrada já reflete o crescimento esperado do NOI (*Cap Rate* = *yield* – *growth*), conforme fórmula abaixo.

$$VP = \frac{\text{NOI}}{\text{CAP Rate}} = \frac{\text{PMT}}{\text{yield} - \text{growth}}$$

O *Cap Rate* exigido pelos investidores tem demonstrado tendência de queda nos últimos anos, principalmente por conta da queda dos juros reais, da diminuição da percepção de risco do Brasil e do aquecimento da economia, que fez com que a demanda por espaços comerciais crescesse significativamente.

O *Cap Rate* de entrada observado nas últimas aquisições de participações em shoppings realizadas em 2011 pelas empresas do setor tem se situado na faixa de 11,5% a 9,5%, podendo variar em função da parcela do empreendimento que está sendo adquirida, de sua maturidade, do risco do negócio, da expectativa de crescimento das receitas do shopping, entre outros fatores.

Em relação ao método de FCD, o método do *Cap Rate* apresenta o benefício de dispensar a necessidade de se projetar os fluxos de caixa futuros do shopping por longos horizontes, e permite que a avaliação seja feita de forma muito simples a partir dos preços pagos em outras propriedades do mesmo tipo por outros investidores. Assim, o modelo assume que as estimativas futuras dos fluxos de caixa já estão refletidas nos valores pagos e consequentemente nos *Cap Rates* de entrada.

No caso de shoppings em desenvolvimento, o método mais utilizado para avaliação dos projetos é o FCD. Assim, são projetadas todas as fontes de receita e despesas do shopping, e então os fluxos de caixa futuros são trazidos a valor presente por uma taxa de desconto ajustada ao risco (calculada através do CAPM ou WACC, conforme o caso).