



Universidade de Brasília - UnB

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de
Políticas Públicas - FACE

Departamento de Administração - ADM

VINÍCIUS DIAS VILELA DO ROSÁRIO

**ANÁLISE DE INDICADORES DE RETORNO E OPERACIONAIS DE
EMPRESAS DE *SHOPPING CENTERS* LISTADAS NA BOLSA DE
VALORES DURANTE A PANDEMIA DO COVID-19**

Brasília – DF

2023

VINÍCIUS DIAS VILELA DO ROSÁRIO

**ANÁLISE DE INDICADORES DE RETORNO DE EMPRESAS DE
SHOPPING CENTERS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES
DURANTE A PANDEMIA DO COVID-19**

Monografia apresentada ao Departamento de Administração como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Prof.º Dr. Cecílio Elias Daher

Brasília – DF

2023

VINÍCIUS DIAS VILELA DO ROSÁRIO

**ANÁLISE DE INDICADORES DE RETORNO DE EMPRESAS DE
SHOPPING CENTERS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES
DURANTE A PANDEMIA DO COVID-19**

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília do (a) aluno (a)

Vinícius Dias Vilela do Rosário

Prof.º Dr, Cecílio Elias Daher
Professor-Orientador

Prof.º Dr. Roque Magno de Oliveira,
Professor-Examinador

Prof.º Dr. Vinicius Amorim Sobreiro
Professor-Examinador

Brasília, 09 de Fevereiro de 2023

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha mãe, Cleonilde Dias, pelo incondicional apoio e incentivo, mesmo distante. Agradeço às minhas irmãs pela motivação e estímulos para finalização deste ciclo. Agradeço ao orientador pelo apoio e direcionamento na construção deste trabalho. Agradeço a todos aqueles que indiretamente contribuíram para a minha formação. Agradeço à Universidade de Brasília pela formação acadêmica concedida e conhecimentos adquiridos. Por fim, agradeço a Deus por me permitir finalizar esta etapa de grande importância em minha vida.

“An investment in knowledge pays the best interest.”

Benjamin Franklin

RESUMO

Nesta pesquisa foi analisado e comparado indicadores financeiros, indicadores de retorno e indicadores de mercado das empresas do ramo de *Shoppings Centers* listadas na Bolsa de Valores de São Paulo durante o período de Covid - 19. Foram selecionadas as empresas: Aliansce Sonae, BR Malls, Iguatemi e Multiplan. Após, definiu-se o período de análise abrangendo o último trimestre pré pandemia, quarto trimestre de 2019, até o segundo trimestre do ano de 2022 para que fosse possível acompanhar o comportamento dos números ao longo deste período. Foi então utilizado o Modelo E2S para, inicialmente, reunir os indicadores disponíveis na literatura para análise das mais diversas áreas de uma companhia. O modelo foi base para a definição dos indicadores financeiros e de retorno. Neste momento, por meio de ampla pesquisa na literatura do setor, definiram-se também os indicadores operacionais para análise e comparação. Os indicadores utilizados foram os seguintes: *Return on Asset* (ROA), *Return on Equity* (ROE), Inadimplência Líquida, Vendas por metro quadrado, Taxa de Ocupação, Margem *NOI* e o Preço da Ação. Ainda sim, este trabalho empregou de Análise Fundamentalista e Teoria de Eficiência dos Mercados para fundamentar as análises e escolhas dos indicadores. Além da eficiente revisitação à estudos relacionados para maior entendimento do leitor. Este estudo possibilitou agregar à literatura o exame de indicadores em um período sensível e histórico ao varejo brasileiro. Este trabalho concluiu que as empresas de *Shoppings Centers* estão em um movimento final de emergência de um cenário oneroso e de bastantes dificuldades para seus ativos. Os indicadores analisados, portanto, apontam retomada das margens de retorno e performance operacional do período pré pandemia, volume de vendas em maior patamar que o observado antes da Covid-19.

Palavras-chave: *Shoppings Center*. Indicadores Econômico – financeiros. *NOI*. Pandemia. Varejo.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Análises usando Demonstrações Financeiras	31
------------------------------------------------------------	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 01 – Estatística Descritiva Aliansce Sonae	46
Tabela 02 – Estatística Descritiva BR Malls	47
Tabela 03 – Estatística Descritiva Iguatemi	47
Tabela 04 – Estatística Descritiva Multiplan	48

LISTA DE QUADROS

Quadro 01 – Aspectos evidenciados pelos índices	33
Quadro 02 – Classificação de Indicadores pelo modelo E2S de análise financeira	34
Quadro 03 – Indicadores de Análise Estratégica: Captação de Recursos.....	35
Quadro 04 – Indicadores de Análise Estratégica: Aplicação de Recursos.....	36
Quadro 05 – Indicadores de Análise de Eficiência: Receita e Despesas.....	37
Quadro 06 – Indicadores de Análise de Eficiência: Rentabilidade.....	38
Quadro 07 – Indicadores de Análise de Solvência: Liquidez.....	38
Quadro 08 – Indicadores de Análise de Solvência: Capital de Giro.....	39
Quadro 09 – Indicadores de Análise do Setor.....	40
Quadro 10 – Evolução do Número de <i>Shoppings</i>	43
Quadro 11 – Número de <i>Shoppings</i> – Empresas.....	43

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRASCE – Associação Brasileira de *Shoppings Centers*

ABL – Área Bruta Locável

ALSHOP – Associação Brasileira de Lojistas de *Shoppings Centers*

NOI – *Net Operating Income*

RI – Relações com Investidores

ROE – *Return on Equity*

ROA – *Return on Asset*

OIT – Organização Internacional do Trabalho

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
1.1	Contextualização	12
1.2	Formulação do Problema	13
1.3	Objetivo Geral	14
1.4	Objetivos Específicos	14
1.5	Justificativa.....	15
1.5.1	Justificativa Teórica	15
1.5.2	Justificativa Prática	15
2	REVISÃO TEÓRICA.....	17
2.1	Hipótese do Mercado Eficiente e Análise Fundamenstalista	17
2.2	Estudos Relacionados.....	
3	MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA.....	34
3.1	Tipologia e descrição geral dos métodos de pesquisa	34
3.2	Caracterização do setor de estudo	35
3.3	População e amostra ou Participantes da pesquisa.....	38
3.4	Procedimentos de coleta e de análise de dados	39
4	ANÁLISES E RESULTADOS	40
5	CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÃO	50
	REFERÊNCIAS	53

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A pandemia mundial gerada pelo Covid – 19 obrigou autoridades do mundo inteiro a adotarem medidas de restrição, visando diminuir a circulação de pessoas e, conseqüentemente, minimizar a disseminação do vírus, acreditando que tais medidas diminuiriam o número de mortes. Governos ao redor do mundo foram orientados a impor e recomendar medidas como o isolamento, o distanciamento social, o uso de máscaras e a higienização constante. Apesar disso, conforme apurou a Organização Mundial de Saude (OMS) em 2020, a pandemia alastrou-se rapidamente no mundo todo. Vieram, então, os *lockdowns*, resultando em cancelamento de voos, restrição de circulação de pessoas, fechamento de estabelecimentos comerciais, limitação de horário de funcionamento do comércio etc..

As conseqüências da pandemia atingiram toda a cadeia econômica mundial. Ainda em 2020, segundo relatório do Banco Mundial, o Produto Interno Bruto (PIB) global sofreu uma retração de 5,2% no ano, representando a maior recessão desde a Segunda Guerra Mundial (GLOBAL ECONOMICS PROSPECTS, 2019). Segundo o mesmo relatório, o Brasil viu seu PIB cair 8% em 2020. Tais números mostram a magnitude dos estragos econômicos provocados pela pandemia em todo os países.

Diversos setores da economia foram atingidos. Alguns setores foram obrigados a manter suas portas fechadas durante os picos mais altos de infecções, como os setores de educação – as escolas são pontos focais de aglomeração, o turismo – viajantes impedidos de viajar. O setor aéreo foi duramente afetado com a diminuição de vôos, o setor cultural praticamente inexistiu durante este período. A conseqüência mais degradante da crise foi o desemprego gerado. Segundo a Organização Mundial Internacional do Trabalho (OIT), as medidas restritivas adotadas pelos países, a fim de retardar a disseminação da doença afetaram pelo menos 2,7 bilhões de trabalhadores no mundo. No Brasil, conforme o IBGE, as empresas do ramo de construção e do comércio foram as mais afetadas pela pandemia (IBGE.Pesquisa Pulso Empresa: impacto da Covid-19 nas empresas. 2020). A pesquisa informa também que o comércio varejista foi o mais afetado com uma

percepção de queda nas vendas pelos empresários de 48,9%.

No comércio varejista, o segmento de *Shoppings Centers* foi o mais prejudicado. Durante o momento mais agudo da pandemia, o setor foi obrigado a fechar suas portas completamente e, em alguns casos, funcionar com horário reduzido dado que se trata de um lugar de grande fluxo e circulação de pessoas. (DUARTE, 2020)

Fica claro, portanto, que os centros de compras ficaram praticamente sem funcionamento. Sem estarem abertas, não há como as lojas venderem seus produtos e serviços; sem poderem vender, as lojas ficam sem receitas para pagarem suas despesas e compromissos. Dados da ABRASCE, mostram um faturamento no setor de 128,8 bilhões de reais em 2020, 33,2% menor quando comparado a ano de 2019. Nesse cenário, os lojistas não conseguiam pagar nem os custos referentes ao uso do espaço comercial do *Shopping*. As principais obrigações dos lojistas para com o *Shopping* são: o aluguel, o condomínio e a taxa de fundo de promoção e propaganda. Existem também outras despesas acessórias como taxa de fundo de reserva e eventuais despesas específicas como, por exemplo, energia e serviço de segurança particular pago pelo *Shopping*. O não pagamento dos compromissos com o *Shopping*, em alguns casos, ocorria de comum acordo com a administração do empreendimento tendo em vista o fluxo quase zero no local. Em outros casos, a inadimplência dos lojistas ocorria meramente pela ausência de caixa para a quitação das despesas. Esse contexto teve como consequência direta a diminuição rápida das receitas dos *Shoppings*.

Nesse contexto, a pesquisa explora a performance de indicadores de retorno financeiro de empresas de *Shoppings Centers* brasileiras com capital aberto durante a pandemia. Comparativamente o trimestre final de 2019 será analisado, buscando-se entender a tendência dos indicadores antes do vírus. Também serão examinados os números após a pandemia com o fim de entender como cada empresa reagiu financeiramente à crise.

1.2 Formulação do problema

Dado que se trata de um momento recente, buscou-se entender o que já foi escrito na literatura a respeito do tema. A partir dos resultados obtidos, buscou-se fazer uma comparação dos efeitos sobre os indicadores em cada empresa. Serão

analisados os indicadores financeiros de retorno dos negócios das seguintes empresas, ambas do setor de estudo: Aliansce Sonae, BR Malls, Iguatemi e Multiplan. Estes são os principais *players* do segmento no país. Não será abordado a fusão entre Aliansce Sonae e BR Malls.

1.3 Objetivo Geral

O objetivo geral deste estudo é analisar o comportamento dos indicadores financeiros de retorno de empresas brasileiras do ramo de *Shoppings Centers* e que possuem capital aberto. O período principal analisado será entre o 4º trimestre de 2019 ao 2º trimestre de 2022. Serão analisadas as seguintes empresas: Aliansce Sonae, BR Malls, Iguatemi e Multiplan.

1.4 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos deste trabalho de pesquisa e que norteiam toda a sua escrita são:

- 1) Analisar a performance de indicadores financeiros de retorno das empresas analisadas antes da pandemia;
- 2) Analisar o desempenho dos indicadores financeiros de retorno das empresas analisadas durante a pandemia;
- 3) Comparar os indicadores de retorno das empresas analisadas durante o período pandêmico.

1.5 Justificativa

1.5.1 Justificativa Teórica

O ramo de *Shoppings Centers* tem participação de 3% no PIB brasileiro e emprega cerca de um milhão de pessoas no Brasil, segundo levantamento da ABRASCE. Apesar da importância do setor para a economia brasileira, historicamente, a literatura sempre focou no consumo e no comportamento do consumidor dentro dos *Shoppings Centers*. São poucos os estudos que pensam o *Shopping* como um empreendimento, como um negócio gerador de fluxo de caixa positivo para os seus empreendedores e abordam informações financeiras das administradoras e dos acionistas de *Shoppings Centers*. (ABRASCE, 2022)

Do ponto de vista teórico, este estudo é importante por ajudar a preencher uma lacuna na literatura brasileira – escassez de trabalhos acadêmicos sobre indicadores de retorno de empresas do ramo de *Shoppings Centers*. O espaço fica ainda maior, fortalecendo a justificativa do tema, quando o objetivo é analisar os números durante a pandemia do Covid 19. As pesquisas realizadas até o momento enfatizam, como dito anteriormente, o comportamento do consumidor frente às oportunidades de compra, focando na atividade fim daquelas que frequentam os conjuntos comerciais.

São poucos os estudos acerca dos dados financeiros dos centros de compras. Desta forma, uma das principais justificativas para seguir abordando o tema é ajudar a preencher a lacuna existente de estudos sobre indicadores de retorno de empresas de *Shoppings Centers*.

Foram empregados nesse estudo indicadores consolidados no mercado financeiro e de capitais, todos bastante utilizados por analistas especializados no setor. Desta forma, os resultados e contribuições desta pesquisa puderam somar à literatura existente contribuindo para o debate sobre o tema na comunidade acadêmica.

1.5.2 Justificativa Prática

O mercado de capitais sempre fez uso de indicadores de retorno com o objetivo de mensurar o comportamento financeiro e econômico das empresas. Este

comportamento é justificado pelo fim de otimizar decisões de investimento – escolher a empresa que apresentou e pode apresentar melhores resultados. Com este estudo será possível que os leitores entendam como as empresas de *Shoppings Centers* listadas na Bolsa de Valores de São Paulo se comportaram durante o período mais difícil para o varejo até a atualidade. As análises feitas poderão servir de apoio para para analisar demais empresas do setor, porém que possuem capital fechado.

O estudo tornará possível a comparação dos indicadores das empresas e, a partir disso, os números e a abordagem se tornam interessantes para investidores do mercado de capitais em geral, profissionais do mercado financeiro, gestores e funcionários dos *Shoppings Centers* que buscam entender como estão os indicadores do setor, gestores, profissionais que desejam fazer uma análise dos números que traduzem o retorno financeiro das companhias.

2 REVISÃO TEÓRICA

O propósito desta revisão teórica é servir de embasamento literário para o desenvolvimento dos objetivos deste trabalho. A revisão teórica tem aqui o papel fundamental de apresentar a forma como o assunto já foi abordado pela literatura atual e também identificar e expor as pesquisas já realizadas sobre o assunto.

Uma revisão literária prévia e relevante é uma característica essencial de uma pesquisa acadêmica. Uma efetiva revisão cria fundamentos fortes para subsidiar uma investigação contudente sobre o tema. Traz, também, facilidades para o desenvolvimento do projeto com abordagens de métodos rígidos de pesquisa e fazendo uso de referências renomadas, o que fortalece o estudo. A boa revisão teórica veda áreas onde a pesquisa já é abundante e explora campos onde a pesquisa se torna necessária (WEBSTER; WATSON, 2002).

Nesta revisão teórica, inicialmente, será abordada a teoria de eficiência dos mercados, proposta por Fama em 1970. Isso se deve para que o leitor possa entender o contexto das formas de eficiência do mercado e informações consideradas para mensuração do preço dos ativos. Desta forma, poderá o leitor ter maior suporte para interpretar cada um dos indicadores que serão utilizados neste estudo, haja vista que a maior parte utilizam das informações divulgadas para a análise.

Em um tópico posterior, serão abordados estudos já realizados sobre análise de empresas de capital aberto utilizando indicadores, pois o uso de indicadores financeiros é prática comum da análise financeira. Também será apresentado um conjunto de pesquisas científicas que já se debruçaram sobre o tema de análise de indicadores financeiros focado em empresas de capital aberto.

2.2 Hipótese do Mercado Eficiente e Análise Fundamentalista

De acordo com a Hipótese de Mercados Eficientes (HME) proposta por Eugene Fama em 1970, o mercado é considerado eficiente quando reflete plenamente toda e qualquer informação disponível aos investidores nos preços dos ativos. O problema central desta teoria é que o preço dos títulos negociados se comportam de forma randômica, seguindo a irracionalidade dos negociadores. Segundo Fama (1970), existem três condições de mercado que facilitam ou dificultam o ajuste eficiente de preços perante às informações disponíveis: existência de custos para

negociação dos ativos, a disponibilidade das informações ocorrer de forma gratuita para todos os participantes do mercado e o fato de que todos os agentes concordam com a aplicação das informações atuais no preço atual dos ativos negociados. Desta forma, as condições citadas, estando obedecidas, não seria possível obter lucros anormais nas negociações dos títulos, pois a isonomia de informações impossibilitaria. Em sua base empírica, a teoria demonstra que as novas informações se espalham de forma rápida e estas são absorvidas pelos indivíduos e instituições negociadoras sem retardos, assim, não haveria possibilidade prática de ganhos maiores que um conjunto de ativos ou portfólio de mesmo risco.

A abordagem de Fama (1970) apresenta o conceito de *Fair Game* ou “Jogo Justo” em que todos os jogadores jogam sobre iguais condições um jogo, sem favorecimento a nenhum deles. Esse princípio de *Fair Game* embasa ao processo que Fama denomina de *Martingale* de ajustes de preços perante o acesso total de informações.

A Hipótese de Mercados Eficientes é dividida em três formas. Para Watts e Zimmerman (1976), o que separa as formas é o modo como as informações que foram disponibilizadas impactam os preços no mercado. Seguem as 3 formas:

- Eficiência na Forma Fraca: um mercado é eficiente na forma fraca quando os preços dos ativos negociados absorveram todas as informações disponíveis aos compradores e vendedores. Estas informações são os preços históricos e retornos passados (Fama, 1970). Estando refletido estas informações nos preços, não será possível obter retornos não normais. Conforme Camargo e Barbosa (2003), retornos acima da média não podem ser obtidos fundamentados nas expectativas de que os preços passados são bons indicadores dos preços do futuro;
- Eficiência na Forma Semiforte: um mercado é considerado eficiente na forma semiforte quando o preço de seus ativos refletem plenamente todas as informações públicas disponíveis não somente por meio do acesso aos preços e retornos do passado, mas também por meio do alcance a outros dados como demonstrativos contábeis e financeiros das empresas (balanços patrimoniais, demonstrações de resultados, demonstrações de fluxo de caixa, etc.), comunicados de decisões da diretoria, fatos relevantes, informações da imprensa, decisões estratégicas publicadas em meio público, etc. Em um mercado eficiente de forma semiforte

também não é possível obter retornos anormais, haja vista que os preços negociados já incorporaram todas as informações disponíveis pela empresa e pelos concorrentes, desta forma, tais ganhos maiores são impossíveis em virtude do ajuste quase automático nos preços negociados;

- Eficiência na Forma Forte: considerada a forma de maior eficiência do mercado. Neste cenário, o mercado alcança a eficiência máxima no momento em que todas as informações estão plenamente refletidas nos preços dos ativos do mercado, sejam elas informações públicas e disponíveis, sejam elas informações privadas. O fundamento desta forma de eficiência é que mesmo os negociadores com informações privilegiadas acerca de um determinado ativo não conseguiriam obter retornos acima da média do mercado, pois ao tentar utilizar as informações vantajosas para alcançar ganhos maiores, o mercado corrigiria o preço dos ativos de forma a evitar os ganhos exarcebados (Fama, 1970; Ross, Westerfield e Jaffe, 2002).

A Teoria de Mercado Eficiente vem sendo testada e criticada por diversos autores desde a sua publicação. Conforme apresentado por Jensen e Smith (1985), a hipótese de mercado eficiente tem grande possibilidade de ser a hipótese mais testada de todas as ciências sociais. À medida que o acesso a um arcabouço maior de informações e dados acerca dos ativos disponíveis foi aumentando, ganhava força a utilização de métodos quantitativos para apoiar em tomadas de decisões dentro do mercado de capitais (Samulson, 1985).

Soares e Galdi (2011), em seus estudos, apresentam que na aceitação total da forma forte presente no mercado, as informações públicas se tornam irrelevantes para a atividade de seleção de investimentos. No entanto, segundo os mesmos autores, a literatura de Finanças e Contabilidade mostra que na prática a eficiência na forma forte não é observada, sendo amplamente aceito no mercado os conceitos de eficiência na forma semiforte e eficiência na forma fraca.

Estudos estatísticos como os de Working (1934), Kendall (1953) e Osborne (1959, 1962) evidenciaram que os preços de ações seguem a randomização, o que fundamenta a impossibilidade de previsão de preços futuros e de ganhos anormais. Contudo, surgiram pesquisas contrárias à teoria de comportamento aleatório dos

preços mostrando evidências que confrontam com os resultados de eficiência do mercado.

Lo e Mackunley (1989) sugerem que o retorno das ações possuem componentes previsíveis através de um teste de especificação simples baseado em estimadores de variância mostrando que retornos semanais de ações são incompatíveis com o modelo de aleatorização dos preços, mas que apesar destes resultados, os retornos são economicamente irrelevantes e que esbarram nos riscos sistemáticos para detecção de componentes previsíveis. Para Minardi (2001), embora as correlações seriais sejam evidências da possibilidade de previsão de retornos futuros de ativos, os testes não produziram resultados suficientes para invalidar a Hipótese de Eficiência do Mercado na forma fraca.

Black (1973) e Copeland e Mayers (1982) observaram que os *rankings* da Value Line têm possibilidade preditiva alta, mostrando que a compra de títulos com histórico positivo de ganhos e vender títulos perdedores pode retornar ganhos acima da média.

Jegadeesh (1990) traz evidências empíricas de previsibilidade de retorno de ações individuais. O autor identifica correlação serial negativa de primeira ordem em retornos mensais com alta significância. Ademais, a correlação serial positiva é observada em períodos mais longos.

Apesar das evidências de indicadores de retorno futuro com base nos preços e retornos do passado apresentarem possibilidades limitadas de retorno futuro, tais ganhos não são maiores que o retorno de um conjunto de ativos de mesmo risco, ou seja, a Teoria de Eficiência de Mercado se sobrepõe às possibilidades de previsibilidade de retornos menores ou iguais à média do mercado (Minardi, 2001)

Um Mercado Eficiente pode ser entendido não somente com um refletor instantâneo das informações disponíveis publicamente ou de acesso privado, mas também entende-se como característica importante da eficiência, a sensibilidade intensa do mercado a novos dados. Ressalta-se que a definição de eficiência de mercado não tem relação com a formação perfeita dos preços, refletindo exatamente os valores prováveis de retorno dos ativos. O mercado eficiente é de tal forma quando a diferença entre o valor de mercado e os valores reais são aleatórios (ASSAF NETO, 2010; DAMODARAN, 2007).

A análise financeira fundamentalista tem como base a contabilidade financeira. As pesquisas nesta área, após as mudanças de paradigmas decorrentes

dos trabalhos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), se aprofundaram na forma como o mercado reage às informações contábeis disponibilizadas e quando ocorrem estas reações. Atendendo tanto ao público atento as normas contábeis quanto aos usuários com interesses na eficiência dos mercados (CAMPOS, LAMOUNIER e BRESSAN, 2012).

O interesse pelas normas contábeis se baseia na possibilidade das informações contábeis conferirem informações importantes para os investidores e, por meio dessas, basearem a alocação de seu capital. Verificar se os ativos estão sendo contabilmente mensurados por valor igual ou semelhante ao valor concedido pelo mercado é interesse dos agentes mais inclinados a eficiência do mercado (O'HANLON, 1991).

Quando ambos os grupos de usuários usam da contabilidade para tomar decisões de investimentos, fica evidente sua relevância para o ciclo financeiro de alocação de recursos econômicos. A busca pela correta mensuração dos ativos avita a sub-alocação bem como a super alocação dos recursos (CAMPOS, LAMOUNIER e BRESSAN, 2012).

Na prática de mercado, os usuários são gestores, analistas e investidores que lançam um olhar quantitativo e crítico para as demonstrações financeiras das organizações com o fim de extrair informações relevantes para a alocação dos limitados recursos, pois tais dados permitem entender como se encontra a saúde financeira de um determinado negócio. Desta forma, fica clara a relação entre a análise financeira das informações contábeis disponíveis e a Hipótese de Eficiência dos Mercados, a análise das informações com o fito de extrair informações interessantes para alocação de capital é ferramenta dos agentes do mercado que usam da informação para formar os preços dos ativos e, desta forma, estruturam as formas de eficiência já descritas neste trabalho.

Segundo Oliveira e Matsumoto (2005), a análise das demonstrações contábeis possibilita não só entender o contexto do desempenho das organizações, mas como também calcular e prover indicadores variados que, quantitativamente, mostram as perspectivas dos resultados da empresa. Outros autores como Palepu e Healy (2007) enfatizam que a análise através de indicadores do presente e passado de uma organização é aliada nos estudos para formar previsões fundamentadas do futuro das organizações.

Segundo Palepu e Healy (2012), a análise eficaz das demonstrações

financeiras tenta obter informações vantajosas dos agentes internos às empresas em análise a partir do estudo das demonstrações financeiras. Segundo o mesmo autor, os agentes do mercado recorrem às demonstrações financeiras para analisar uma determinada empresa e sua conjectura econômica-financeira, a partir disso desenvolvem suas análises. A Figura 1 descreve as formas de análise dos dados contábeis e financeiros.

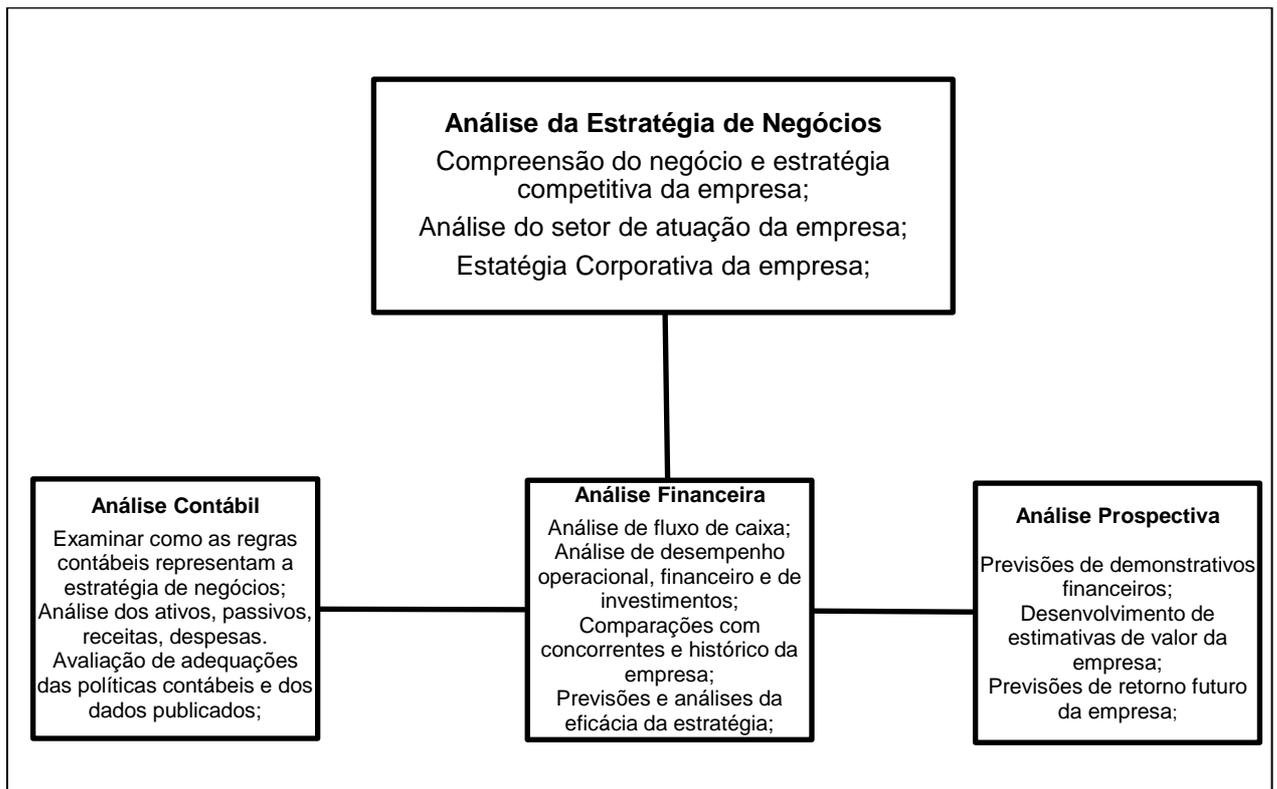


Figura 1 - Análises usando Demonstrações Financeiras.

Fonte: PALEPU E HEALY (2012, p.197), adaptado pelo autor.

Os objetivos deste estudo estão centrados na Análise Financeira Fundamentalista baseados em índices formados a partir das demonstrações contábeis, financeiras e outros dados do mercado.

2.2 Estudos Relacionados

Diversos estudos investigaram a relação entre as informações contábeis e indicadores de retorno, sendo mais comum a investigação do comportamento do preço de ações. Desta forma, para fins de fundamentação teórica de deste trabalho, procurou-se apresentar, nesta parte, estudos publicados sobre a relação entre

indicadores econômicos financeiros de retorno de empresas de capital aberto e informações contábeis publicadas por meio oficiais e comumente utilizados pelo mercado.

Após as publicações seminais de Ball e Brown (1968), a literatura contábil atesta a relação entre a informação contábil e o preço das ações baseado na referência de que a contabilidade é forte fonte de informações úteis para a tomada de decisões no mercado de capitais. A literatura nesta área cresceu rapidamente com vários estudos publicados nas principais academias de contabilidade e finanças do mundo. Em uma pesquisa publicada em 2001, Kothari faz uma revisão das pesquisas publicadas até então sobre o vínculo entre o mercado de capitais e as demonstrações financeiras. Segundo o autor, a crescente busca por pesquisas sobre a relação de dados contábeis e o mercado de capitais é explicada e dividida em quatro eixos: análise e avaliação fundamentalista, testes de eficiência do mercado, papel da contabilidade nos contratos e processos políticos e a regulamentação da divulgação de dados. Neste presente trabalho, o foco estará nos estudos publicados sobre análise e avaliação fundamentalista.

As demonstrações financeiras e contábeis de uma determinada empresa são de grande valia aos investidores e credores para avaliação de prazos, retornos e incertezas de caixa futuro (FASB, 1978). O principal foco da análise fundamentalista é a avaliação com o fito de identificar ativos com preços desajustados. As pesquisas realizadas no campo da análise fundamentalista não podem ser desvinculadas das pesquisas sobre eficiência do mercado.

Em pesquisa sobre um estudo de caso feito por Silva, Ferreira, Silva e Rodrigues (2014), observou-se forte relação entre indicadores contábeis e variações nos preços de ações brasileiras de empresas do comércio eletrônico. Foi possível identificar correlação entre os preços das ações e diversos indicadores das firmas. Foram investigados indicadores como índice de liquidez corrente e seca, indicadores de participação de terceiros no capital, imobilização do patrimônio líquido e prejuízos contábeis. Todos esses indicadores apresentaram correlações positivas com os preços dos ativos. Os autores deixam claro a contribuição que os indicadores contábeis têm para o estudo de retornos de ativos do setor.

Costa, Júnior e Neves (1998) estudaram de forma empírica a influência de variáveis de valor de mercado, índice preço/lucro e índice valor de contábil da ação/preço e o indicador de risco beta no retorno médio de ações negociadas à vista

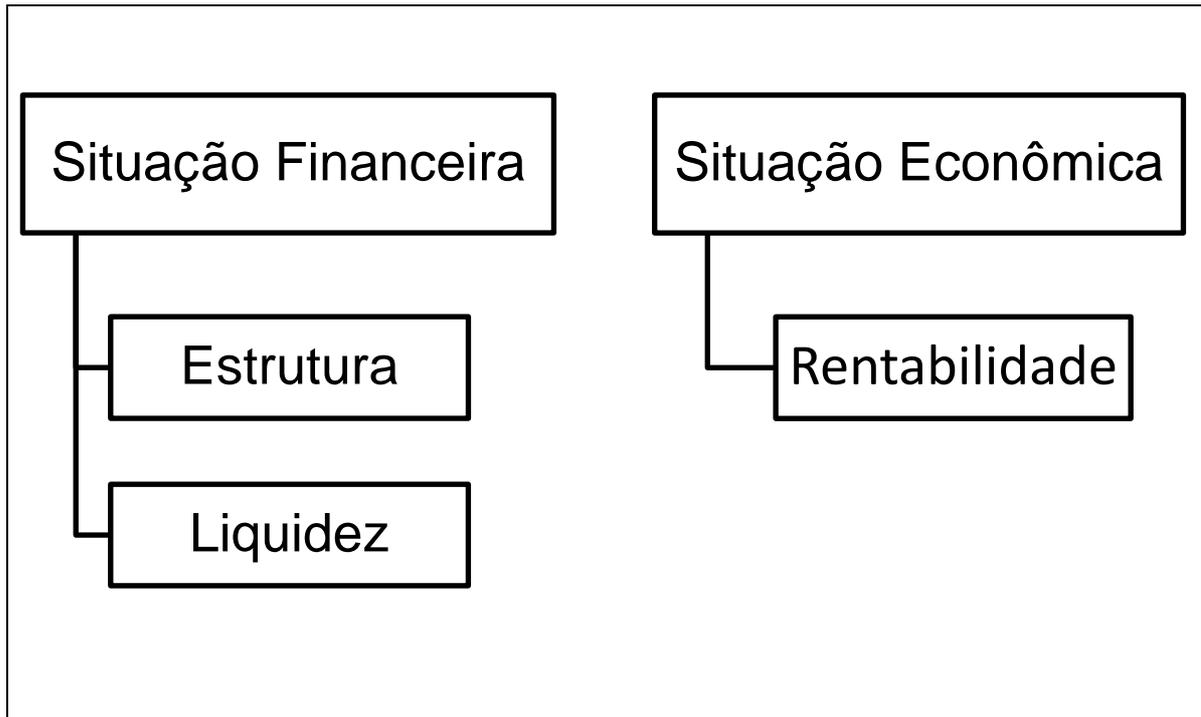
na Bolsa de Valores do Brasil. Foi avaliado o período de março de 1987 a fevereiro de 1996. Os autores concluíram que existe um relacionamento negativo entre a rentabilidade média da carteira investigada e as variáveis índice/preço lucro e valor de mercado. Chegaram também a conclusão da existência, no período, de um relacionamento negativo entre o retorno e o índice valor patrimonial da ação/preço.

Galdi e Lopes (2008) investigaram a significância dos dados contábeis para o mercado de capitais em países emergentes. Foram analisados, por meio da aplicação de testes de co-integração, de causalidade (método de Granger) e testes econométricos de estacionariedade, a relação de longo prazo e de causalidade entre o lucro contábil e o preço de ações na América Latina. O estudo conjunto concluiu a existência de relacionamento a longo prazo entre o lucro e o preço dos papéis na maioria das empresas analisadas.

2.3.1 Indicadores Econômico-Financeiros de Análise Fundamentalista

Segundo Matarazzo (2008), o uso de indicadores para fins de avaliação financeira representa a técnica mais usada no meio corporativo. Seu uso é fundamental, pois oferece uma visão temporal da evolução dos indicadores e, desta forma, da evolução ou involução da situação avaliada. Isso permite tirar conclusões a respeito de investimentos realizados. Para uso de indicadores, faz-se necessário o cálculo de um índice ou coeficiente. O autor menciona que se entende por índice uma dada relação entre uma determinada conta e outra ou um determinado conjunto de contas das demonstrações financeiras.

Como destaca Penha (2013), as nomenclaturas utilizadas para os indicadores e dos próprios indicadores variam na literatura, no entanto, a forma de cálculo é quase sempre a mesma. Segundo Matarazzo (2008), a conjugação do uso de índices-padrão e de pesos permite aferir uma avaliação global da empresa em análise, tal fato é de grande valia em decisões de crédito, principalmente, quando se leva em conta que geralmente os tomadores dessas decisões não são pessoas com conhecimento técnico em análise de balanços. O autor classifica em dois grandes grupos os principais indicadores econômicos-financeiros utilizados pelo mercado para executar a análise e avaliação fundamentalista. Os indicadores são agrupados em índices que representam os aspectos da visão financeira e índices que representam a visão econômica. Abaixo os principais aspectos evidenciados pelos indicadores:



Quadro 01: Aspectos evidenciados pelos índices.

Fonte: MATARAZZO, D. C. Análise Financeira de Balanços (2010, p. 84)

Na literatura, existem diversas vertentes de classificação dos indicadores financeiros e econômicos utilizados na análise e avaliação fundamentalista. O que difere uma classificação da outra é o entendimento da área na qual o indicador será utilizado pelo analista. A fórmula de cálculo dos índices também apresenta pequenas variações (MATARAZZO, 2010).

O Instituto de Ensino e Pesquisa em Administração (INEPAD) desenvolveu um modelo sistemático de análise financeira de empresas de capital aberto denominado E2S (INEPAD, 2009). No modelo desenvolvido, encontram-se os principais indicadores utilizados amplamente pelo mercado. O modelo E2S é dividido em 3 grandes categorias, estas, por sua vez, são subdivididas em subcategorias de indicadores. O Quadro 2 faz um resumo das categorias funcionais e das subcategorias.

Categorias Funcionais	Subcategorias	
Estratégia	Captação de Recursos	Aplicação de Recursos
Eficiência	Receitas e Despesas	Rentabilidades
Solvência	Liquidez	Gestão do Capital de Giro

Quadro 02 - Classificação de indicadores pelo Modelo E2S de análise financeira.

Fonte: CEPEFIN (2009, p. 189) adaptado pelo autor.

A avaliação da estratégia financeira da empresa permite examinar o relacionamento da empresa e suas diversas fontes de recursos com o destino que a empresa emprega a esses recursos. Os indicadores de eficiência financeira tem relação com as deliberações tomadas pela empresa em todos os campos de suas funções administrativas (Produção e Operação, Marketing, Recursos Humanos, Pesquisa e Desenvolvimento, Finanças, etc.) sobre a forma de empregar o capital que a empresa arrecada de suas fontes de recursos. A análise da solvência permite avaliar a capacidade que a organização tem de saldar seus compromissos e fazer frente às adversidades do mercado de atuação. Além disso, somente indicadores de solvência permitem a comparação entre empresas de mesmo setor e classificar a capacidade de pagamento da organização (CEPEFIN, 2009).

Feita a apresentação da categorização dos indicadores de análise de empresas de capital aberto, será desenvolvido a seguir os indicadores utilizados nesta pesquisa observando seu conceito, interpretação e fórmula aplicados aos números das empresas do setor de *Shoppings Centers*.

2.3.2 Indicadores de Estratégia

O foco da avaliação por meio de indicadores de estratégia é a captação de aplicação de recursos. Podendo ser recursos financeiros, mão de obra, intangíveis, materiais, etc. Nessa categoria, também é verificada a destinação dos recursos da empresa (CEPEFIN, 2009).

A captação de recursos é papel fundamental para a sobrevivência da organização, haja vista que o aporte de terceiros no capital da organização é o que possibilita prováveis expansões da atividade operacional. O aporte de recursos podem ocorrer de diversas formas e de diferentes atores econômicos. O aporte dos sócios é denominado capital social, o aporte de terceiros ocorre via empréstimo ou aquisição de participação na empresa. O volume de recursos são utilizados para diversos fins e são retratados no grupo passivo do Balanço Patrimonial (CEPEFIN, 2009). Nesta pesquisa, formularam-se diversos indicadores de análise estratégica. Os indicadores da categoria estratégica e subcategoria captação e de recursos estão sintetizados no Quadro 03.

Indicador	Fórmula	Interpretação	Conceito
Capitalização Ajustada	$\frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo}}$	Quanto maior, melhor	Proporção do Capital Próprio com o Capital de Terceiros
Capitalização Seca	$\frac{\text{Patrimônio Líquido} - \text{Investimentos}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não circulante}}$	Quanto maior, melhor	Proporção do Capital Próprio deduzido dos investimentos com o Capital de Terceiros
Endividamento Ajustado Total	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não circulante}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Quanto menor, melhor	Proporção do Capital de Terceiros em relação ao Capital Próprio
Endividamento Seco	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não circulante}}{\text{Patrimônio Líquido} - \text{Investimentos}}$	Quanto menor, melhor	Avalia a proporção do Capital de Terceiros em relação ao Capital Próprio excetuando os investimentos
Capitalização de Curto Prazo	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}$	Quanto menor, melhor	Relação da capitalização de terceiros de curto prazo com o volume total de capitalização de terceiros
Capitalização de Longo Prazo	$\frac{\text{Passivo não Circulante}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}$	Quanto maior, melhor	Relação da capitalização de terceiros de longo prazo com o volume total de capitalizações de terceiros
Exigibilidades tributárias	$\frac{\text{Impostos, taxas e contribuições}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}$	Quanto menor, melhor	Participação de impostos, taxas e contribuições sobre o total de capital de terceiros
Comprometimento Bancário	$\frac{\text{Empréstimos, financiamentos e debêntures}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}$	Quanto menor, melhor	Avalia o quanto do capital de terceiros tem origem financeira, referentes a formas de financiamentos tomados junto ao sistema bancário
Comprometimento com fornecedores	$\frac{\text{Fornecedores}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}$	Quanto maior, melhor	Mensura a relação do capital de terceiros comprometido com fornecedores.

Quadro 03 - Indicadores de Análise Estratégica: Captação de Recursos.

Fonte: CEPEFIN (2009. p.190), adaptado pelo autor.

Os recursos captados pela empresa, próprios ou de terceiros, correspondem ao ativo no balanço patrimonial da organização. A aplicação desses recursos, conforme o CEPEFIN (2009), são classificadas em dois grandes grupos: o ativo circulante e o ativo não circulante. Os ativos categorizados como ativos circulantes são aqueles necessários para manutenção da atividade operacional da empresa, como caixa e estoque. Os recursos categorizados como ativos não circulantes são, geralmente, os ativos permanentes, os investimentos de longo prazo, intangíveis e o imobilizado, como exemplo, podemos citar imóveis, máquinas, equipamentos de produção, etc. (CEPEFIN, 2009). Abaixo, no Quadro 04, são desenvolvidos os indicadores econômicos-financeiros subcategorizados como aplicação de recursos conforme o modelo E2S.

Indicador	Fórmula	Interpretação	Conceito
Imobilização Ajustada do Capital Próprio	$\frac{\text{Ativo permanente}}{\text{Patrimônio líquido}}$	Quanto menor, melhor	Proporção de ativos de baixíssima liquidez em relação ao patrimônio líquido
Imobilização de recursos não correntes	$\frac{\text{Ativo permanente}}{\text{Patrimônio líquido} + \text{Passivo não circulante}}$	Quanto menor, melhor	Proporção de recursos não recorrente em relação aos ativos de baixíssima liquidez
Recursos de Longo Prazo em giro	$\frac{\text{Patrimônio líquido} + \text{Passivo não circulante} - \text{ativo não circulante}}{\text{Patrimônio líquido}}$	Quanto maior, melhor	Mensura os recursos captados de longo prazo que financiam ativos de curto prazo
Recursos Próprios em Giro	$\frac{\text{Patrimônio líquido} - \text{Ativo não circulante}}{\text{Patrimônio líquido}}$	Quanto maior, melhor	Mensura a proporção dos recursos próprios investidos em ativos circulantes e em giro
Aplicação em ativos de crédito	$\frac{\text{Recebíveis}}{\text{Ativo total} - \text{Ativo permanente}}$	Quanto maior, melhor	Relação dos ativos aplicados aos clientes em relação aos ativos de liquidez semelhante
Aplicação em Estoques	$\frac{\text{Estoques}}{\text{Ativo total} - \text{Ativo permanente}}$	Quanto menor, melhor	Mensura o quanto os estoques comprometem o total de ativos aplicados e não permanentes
Aplicações em disponibilidades	$\frac{\text{Disponibilidades e aplicações financeiras}}{\text{Ativo total} - \text{ativo}}$	Quanto maior, melhor	Mensura a proporção de ativos aplicados de liquidez alta em relação ao volume de ativos totais e não permanentes

Indicador	Fórmula	interpretação	Conceito
Aplicações em Investimentos	$\frac{\text{Investimentos}}{\text{Ativo Total}}$	Quanto menor, melhor	Mensura a participação de resultados de investimentos em relação aos ativos totais da empresa
Aplicações em Imobilizado	$\frac{\text{Imobilizado}}{\text{Ativo Total}}$	Quanto menor, melhor	Mensura a participação de resultados de ativos imobilizados - baixa liquidez, em relação aos ativos totais

Quadro 04 - Indicadores de Análise Estratégica: Aplicação de Recursos.

Fonte: CEPEFIN (2009. p.190), adaptado pelo autor.

2.3.2 Indicadores de Eficiência

A avaliação por meio de indicadores de eficiência tem por objetivo mensurar a otimização de recursos aplicados em suas atividades operacionais, no que tange a relação entre receitas e despesas. A relação receitas e despesas, segundo o CEPEFIN (2009), é fundamental para compreender a forma como os diversos setores internos da empresa estão utilizando os recursos disponíveis, mas do que isso, entender se a empresa maximiza a utilização de seus finitos recursos. A seguir, o Quadro 05 desenvolve os indicadores de eficiência subcategorizados em receitas e despesas.

Indicador	Fórmula	Interpretação	Conceito
Despesa de overhead	$\frac{\text{Despesa da atividade}}{\text{Receita Líquida}}$	Quanto menor, melhor	Mensura o quanto as despesas operacionais representam em proporção da receita líquida
Custo de Produção	$\frac{\text{Custos de produtos}}{\text{Receita Líquida}}$	Quanto menor, melhor	Proporção dos custos diretos e indiretos com os produtos em relação a receita líquida
Despesa administrativa	$\frac{\text{Despesas gerais e administrativas}}{\text{Receita Líquida}}$	Quanto menor, melhor	Avalia a parcela da receita líquida comprometida com contas de despesas gerais e administrativas
Despesa de comercialização	$\frac{\text{Despesa com vendas}}{\text{Receita Líquida}}$	Quanto menor, melhor	Proporção das despesas envolvidas no fechamento de negócios em relação ao total da receita líquida
Eficiência Operacional	$\frac{\text{Receita Líquida}}{\text{Despesa da atividade}}$	Quanto maior, melhor	Indicador avalia o conceito inverso do <i>overhead</i> sendo calculado também de forma inversa.

Indicador	Fórmula	Interpretação	Conceito
Custo de Endividamento	$\frac{\text{Despesas financeiras}}{\text{Passivo circulante e não circulante}}$	Quanto menor, melhor	Indicador mensura a razão entre a remuneração de aportes de terceiros na empresa e o total de obrigações
Despesa Financeira	$\frac{\text{Despesas financeiras}}{\text{Receita Líquida}}$	Quanto menor, melhor	Quanto dos recursos ingressos na empresa por meio das vendas são destinados à remuneração do capital de terceiros
Despesa Operacional	$\frac{\text{Despesas da atividade + Outras despesas operacionais}}{\text{Ativo Total - Ativo permanente}}$	Quanto menor, melhor	Avaliação das despesas operacionais em relação ao volume de recursos operacionais ampliados na empresa
Provisionamento para Imposto de Renda e Contribuição	$\frac{\text{Provisão para IR e Contribuição Social}}{\text{Resultado antes de IR, contribuições e participações}}$	Quanto menor, melhor	Mensura a participação de provisões feitas pela empresa para pagar encargos tributários

Quadro 05 - Indicadores de Análise de Eficiência: Receitas e Despesas.

Fonte: CEPEFIN (2009, p.190), adaptado pelo autor.

No que tange a análise da rentabilidade de uma empresa de capital aberto, faz-se necessário entender a capacidade da empresa em gerir suas atividades e tomar decisões relacionadas à parcela de recursos que não está comprometida por custos e despesas. Neste cenário, são utilizados indicadores que permitem a compreensão da capacidade de geração de fluxo de caixa positivo para empresa, em diferentes cenários. A utilização de vários indicadores de análise de rentabilidade torna-se útil ao possibilitar a análise dos vários desembolsos de capital feitos por uma empresa de capital aberto (CEPEFIN, 2009).

A avaliação e acompanhamento de indicadores de rentabilidade é de extrema importância para o negócio com um todo, pois possibilita identificar riscos internos e externos para a geração de receita líquida para a empresa. Os indicadores do tipo margem fazem relação com o volume de receita não comprometido por despesas e custos gerais. Indicadores do tipo giro permitem análise da velocidade de realização de ativos em receitas. Já os indicadores do tipo rentabilidade tem a capacidade de gerar resultado em função de diferentes medidas de recursos aplicados para com esta finalidade. O Quadro 06 faz uma síntese dos indicadores desenvolvidos pelos autores (CEPEFIN, 2009).

Indicador	Fórmula	Interpretação	Conceito
Margem Bruta	$\frac{\text{Resultado bruto}}{\text{Receita Líquida}}$	Quanto maior, melhor	Mede o percentual da receita líquida que não é comprometido com o custo dos produtos e/ou serviços vendidos
Margem da Atividade	$\frac{\text{Resultado da Atividade}}{\text{Receita Líquida}}$	Quanto maior, melhor	Mede a parcela da receita líquida que não é comprometida em seu funcionamento normal e pelos custos associados à produção
Contribuição do Resultado Financeiro	$\frac{\text{Resultado financeiro}}{\text{Receita Líquida}}$	Quanto maior, melhor	Avalia o percentual de contribuição às receitas líquidas do resultado financeiro da empresa
Margem Operacional	$\frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Receita Líquida}}$	Quanto maior, melhor	Mede o total da receita líquida não comprometida pelo custo de produção, pelas despesas operacionais, nem pelo impacto do resultado financeiro
Margem Líquida	$\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Receita líquida}}$	Quanto maior, melhor	Representa o fluxo de recursos não comprometidos com todos os fatores econômicos que impactam as atividades da empresa
Giro do Ativo Operacional	$\frac{\text{Receita líquida}}{\text{Ativo total} - \text{ativo permanente}}$	Quanto maior, melhor	Mensura a velocidade de realização de ativos operacionais e receita líquida
Giro do Ativo Total	$\frac{\text{Receita Líquida}}{\text{Ativo total}}$	Quanto maior, melhor	Capacidade de geração de geração de receita, ou a velocidade de realização, do ativo total comparado ao total do capital aplicado na empresa
Rentabilidade da Atividade do Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Resultado da atividade}}{\text{Patrimônio líquido}}$	Quanto maior, melhor	Análise do impacto da capacidade de geração na atividade operacional. Permite comparação entre a aplicação de capital próprio e a geração de resultado
Rentabilidade do Ativo Total (ROA)	$\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Ativo total}}$	Quanto maior, melhor	Mede a geração excedente de receita a todos os custos e despesas em termos de capital total investido na empresa
Rentabilidade do Ativo Operacional	$\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Ativo total} - \text{ativo permanente}}$	Quanto maior, melhor	Análise com boa exatidão a geração de resultado em face da maior ou menor aplicação de recursos em ativos não permanentes
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)	$\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Patrimônio líquido}}$	Quanto maior, melhor	Expressa a geração de resultado líquido final da empresa em função do capital próprio dos sócios investido na empresa

Quadro 06 - Indicadores de Análise de Eficiência: Rentabilidade.

Fonte: CEPEFIN (2009, p.190), adaptado pelo autor.

2.3.3 Indicadores de Solvência

Conforme explorado pelo CEPEFIN (2009), quando se fala em análise da solvência de uma empresa de capital aberto estamos considerando a avaliação da capacidade da empresa em utilizar de maneira aderente à estratégia da organização seus recursos aplicados para liquidar suas obrigações com terceiros. A análise da solvência torna-se, portanto, importante pela percepção de terceiros, que podem ser fornecedores, investidores, funcionários, têm da capacidade da empresa honrar seus compromissos.

A redução da solvência de uma organização implica em prejuízo a várias atividades da empresa, haja vista que a captação de recursos torna-se mais cara, prejudicando projetos em geral. A análise da solvência se através de dois grandes grupos de indicadores: liquidez e gestão do capital de giro. A liquidez faz referência a capacidade de tornar seus ativos em caixa para quitar suas obrigações, o descompasso temporal entre os volumes e prazos de realização dos ativos e passivos é o objeto de análise dos indicadores de liquidez. (CEPEFIN, 2009)

O Quadro 07 faz um resumo dos indicadores de liquidez, apresentando seus

conceitos e formas de interpretação.

Indicador	Fórmula	Interpretação	Conceito
Liquidez Geral	$\frac{\text{Ativo total} - \text{ativo permante}}{\text{Passivo circulante} + \text{passivo não circulante}}$	Quanto maior, melhor	Mensura a capacidade da empresa de pagamento fazendo relação entre o total do ativo excluído do ativo permanente sobre as obrigações da empresa
Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo circulante}}{\text{Passivo circulante}}$	Quanto maior, melhor	Mede a capacidade de pagamento da empresa no curto prazo. Traz uma ideia do fluxo de captação de recursos em relação ao fluxo de pagamento de despesas
Liquidez Seca	$\frac{\text{Ativo circulante} - \text{estoques}}{\text{Passivo circulante}}$	Quanto maior, melhor	Avalia a liquidez desconsiderando os estoques, haja vista que em muitos casos os estoques são produtos de liquidez não imediata

Quadro 07 - Indicadores de Análise de Solvência: Liquidez.

Fonte: CEPEFIN (2009, p. 216), adaptado pelo autor.

Os indicadores de análise de capital de giro fazem uma abordagem profunda das diferentes fontes e aplicações de recursos de curto prazo e de decisões tomadas pela administração relacionadas a aplicações dos recursos (CEPEFIN, 2009). O Quadro 08 sintetiza os indicadores utilizados para análise do capital de giro das organizações de capital aberto.

Indicador	Fórmula	Interpretação	Conceito
Coeficiente do Capital de Giro Próprio	$\frac{\text{Patrimônio Líquido} - \text{Ativo não circulante}}{\text{Receita líquida}}$	Quanto maior, melhor	Permite dimensionar, em função dos fluxos de entrada de recursos da receita líquida, o impacto potencial que a dificuldade de financiamento pode trazer
Coeficiente do Capital de Giro Líquido	$\frac{\text{Ativo circulante} - \text{passivo circulante}}{\text{Receita líquida}}$	Quanto maior, melhor	Mensura o quanto o fluxo de captação de recebíveis em relação às obrigações de curto prazo representam em relação à receita líquida

Quadro 08 - Indicadores de Análise de Solvência: Capital de Giro.

Fonte: CEPEFIN (2009, p.216), adaptado pelo autor.

2.4 Indicadores Econômicos - Financeiros no Setor de *Shoppings Centers*

Diante do exposto na sessão anterior fica claro como são variados os indicadores utilizados pelo mercado em geral na análise fundamentalista financeira. Os indicadores apresentados podem ser utilizados para análise de qualquer empresa brasileira que possui capital aberto. No entanto, apesar da abrangência do modelo desenvolvido, existem indicadores particulares que são utilizados para análise de setores com mais peculiaridades em sua atividade operacional. Palepu, Healy e Bernad (2004) defendem que a análise completa dos fundamentos financeiros de uma empresa envolvem uma análise minuciosa dos indicadores chave do setor de atuação da empresa, permitindo entender melhor o contexto em que está envolvido a organização.

Dessa forma, esta parte do estudo buscará desenvolver e apresentar os principais indicadores econômicos-financeiros utilizados na análise de empresas do setor de *Shoppings Centers*. Vendas totais, *Net Operating Income (NOI)*, Margem NOI, Taxa de Ocupação e Inadimplência Líquida foram definidos como os principais indicadores relacionados às atividades operacionais dos *Shoppings Centers*. O Quadro 09 abaixo traz uma síntese desses indicadores.

Indicador	Fórmula	Interpretação	Conceito
Vendas Totais	Soma do faturamento de todas as lojas e operações do Grupo	Quanto maior, melhor	Indicador que permite a análise da conversão do fluxo de pessoas em vendas nos <i>Shoppings</i>
Net Operating Income (NOI)	Receita Operacional Bruta — Despesas Operacionais	Quanto maior, melhor	O NOI é fundamental para compreender a geração de fluxo de caixa através da dedução das despesas operacionais da receita operacional bruta
Margem NOI	$\left(\frac{\text{NOI}}{\text{Receita Operacional Bruta}} \right) \times 100$	Quanto maior, melhor	Avalia a proporção do NOI com relação ao total da receita operacional bruta
Taxa de Ocupação	$\left(\frac{\text{Área Bruta Locada}}{\text{Área Bruta Disponível para Locação}} \right) \times 100$	Quanto maior, melhor	Relação da proporção entre a área ocupada e a área disponível para locação total
Inadimplência Líquida	$1 - \left(\frac{\text{Total recebido no período}}{\text{Total faturado no período}} \right) \times 100$	Quanto menor, melhor	Mensura o quanto o fluxo de captação e recuperação de recebíveis em relação ao total faturado no período.

Quadro 09 - Indicadores de Análise do Setor.

Fonte: Criado pelo autor.

3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA

O objetivo desta pesquisa é incrementar a literatura de análise de indicadores de *Shoppings Centers* com informações analíticas visando o período pandêmico, utilizando de indicadores econômicos – financeiros para extrair informações relevantes. Esta seção busca descrever como será realizada a pesquisa no sentido de limitar e apresentar a forma como serão coletados e tratados os dados, bem como a fonte de coleta.

3.1 Tipologia e descrição geral dos métodos de pesquisa

Uma pesquisa pode ser classificada de três formas de acordo com o objetivo geral da mesma. São estas classificações: Descritiva, Exploratória e Explicativa. As pesquisas do tipo descritivas são aquelas cujos objetivos estão ligados à determinação e mensuração de algum tipo de relação entre duas ou mais variáveis e/ou descrever um dado fenômeno (GIL, 2017). Sendo assim, esta pesquisa se enquadra como uma pesquisa do tipo descritiva.

A abordagem fundamental deste trabalho consiste na apresentação de indicadores fundamentalista de empresas de *Shoppings Centers* com capital aberto no período de pandemia da Covid – 19. Com este fim, foram determinadas as empresas do setor que farão parte do estudo. A seleção se baseou no tamanho do portfólio da organização no cenário nacional e a quantidade de *Shoppings* que empresa detém no país e no valor de mercado das empresas na Bolsa de Valores de São Paulo.

No que tange a natureza dos dados, a pesquisa tem cunho quantitativo e se baseia em pesquisa documental para a coleta dos dados, pois os mesmos foram coletados de fontes produzidas e mantidas por terceiros. A coleta de dados ocorreu a partir de documentos publicados em sítios de acesso livre – disponível no site da B3 e nos sites de relações com investidores das empresas analisadas. Outra fonte de coleta dos dados utilizada foi a Economática – *software* de dados e informações sobre o mercado financeiro disponibilizado pela Faculdade de Administração, Contabilidade de Economia e Gestão de Políticas Públicas – FACE da Universidade de Brasília - UnB. Diante do exposto, firma-se que os dados são secundários e referentes a coletas estruturadas.

3.2 Caracterização do setor de estudo

Shoppings Centers são lugares de grande fluxo. As famílias, os casais, toda a sociedade os procuram a fim de entretenimento e os têm como ponto de referência no momento de consumir e comprar algum produto. Isso atrai os empresários a locarem os espaços comerciais disponíveis e oferecerem produtos e serviços para consumo do público. Essa troca – oferta e demanda –, faz do Brasil um dos principais mercados no mundo. Dados da Associação Brasileira de *Shoppings Centers* (ABRASCE) mostram que o Brasil tem pelos 620 empreendimentos com uma área bruta locável (ABL) de 17 milhões de metros quadrados. Na América Latina, apenas o México tem mais destes centros comerciais.

O Brasil viu seu primeiro *Shopping* ser construído em 1966, em São Paulo, o *Shoppings Center Iguatemi*. Com o passar do tempo, muitos outros centros de compras foram surgindo e formando o varejo brasileiro.

No país, o setor passou por vários momentos, atravessou diversas recessões, transformou-se e adaptou-se ao longo de toda sua história. Após a construção do primeiro *Shopping*, surgiu, no ano de 1976, a ABRASCE – Associação Brasileira de *Shoppings Centers*. Dessa forma, o setor passou a ter um representante institucionalizado com objetivo de representar os interesses da categoria. Outro ponto importante na história do ramo no país foi a concessão de crédito público. A partir de 1995, o BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento tornou disponível uma linha de crédito para o ramo de *Shoppings Centers* no Brasil. A entrada do BNDES como financiador foi fundamental para o aumento do número de *Shoppings* no país.

Ademais, um momento importante na história do setor foi o aumento de construções em cidades do interior a partir da década de 90. Esse comportamento se fundamenta principalmente pelo aumento da violência e da desigualdade social nas grandes metrópoles, o que gerou um efeito migratório de classes com algum poder aquisitivo para as cidades do interior. Àquela época, a principal evidência desse movimento foi a redução das taxas de concentração populacional nas grandes metrópoles. A partir disso, houve uma migração do processo de urbanização para cidades de médio porte (Ribeiro & Lago, 1994).

Toda essa nova dinâmica de reestruturação da urbanização gerou novas

estratégias para a localização de centros de consumo e do comércio em geral. Segundo dados da Associação Brasileira de *Shoppings Centers* e da Associação Brasileira de Lojistas de Shoppings Centers (ALSHOP) de 2003, em 1980 apenas somente 17% dos *Shoppings* estavam localizados em cidades não consideradas metrópoles, atualmente, pelo menos 44% das unidades estão em cidades do interior.

O setor também atravessou momentos de recessão econômica e financeira. No segundo semestre de 2007, teve início a crise financeira no Estados Unidos – *subprime*. A crise resultou em redução considerável da oferta do crédito externo na economia brasileira, além do quê, houve uma crise de liquidez internacional provocada pela desvalorização dos ativos disponíveis, o que impossibilitaria o pagamento de passivos. Uma das consequências da crise foi a fuga de capital estrangeiro do país, o que trouxe às empresas menos capital para investimentos e menor previsibilidade de fluxo de caixa. A escassez de crédito de longo prazo impossibilitou o financiamento de novos projetos (CAMPOS, 2010). Os *Shoppings* careceram desses recursos a fim de financiarem expansões de seus equipamentos, construções de novas lojas e manutenção de seus condomínios.

A partir desse período, a economia brasileira passou por outros momentos mais agudos. Durante os anos de 2015 e 2016, o PIB – Produto Interno Bruto, do Brasil recuou 3,55% e 3,31, respectivamente, tecnicamente uma recessão. Durante este período, de acordo com Costa (2016), os impactos financeiros já estavam sendo refletidos nos balanços das empresas. Neste período, houve aumento da inflação e do dólar, empresas faliram, aumento da taxa SELIC, diminuição de investimentos, encarecimento do crédito e outras consequências ruins.

Até então, o Brasil e o mundo, assim como a categoria de *Shoppings Centers*, tinham experimentado crises econômicas de que envolviam variáveis de ordem financeira, política ou social. A pandemia do novo corona vírus foi a primeira que obrigou o varejo a fechar as portas de forma abrupta, impossibilitando a execução das atividades operacionais que garantem receitas aos empreendimentos.

É preciso entender também como funciona a cadeia de gestão de um *Shopping*, pois muitas vezes ela não é tão clara. Os *Shoppings* são grandes centros comerciais, bem localizados, com grande fluxo de pessoas e horário de funcionamento estendido. Essas características tornam o local mais aderente para implantação de lojas de serviços e produtos. Para ocupar os espaços comerciais, os lojistas firmam um contrato de locação, sendo definida as regras de uso do local, bem

como quais os custos de ocupação e os seus respectivos valores. O valor principal é o aluguel que geralmente é estabelecido de acordo com a negociação que firmou o contrato, mas o aluguel também pode ser estabelecido como um percentual sobre as vendas. As receitas com aluguel são a principal receita operacional dos empreendedores do centro varejista. Os *Shoppings* são administrados por empresas que em muitos casos também detêm ações do empreendimento. Ou seja, o fechamento dos estabelecimentos comerciais resultou em subtração da principal receita operacional das empresas do ramo.

O setor de *Shoppings Centers* tem grande relevância no cenário nacional para a economia do país. Os centros de compras são a personificação do varejo e do consumo. Mais que o destino de milhões de pessoas todos os meses, também é referência em lazer e cultura em muitas cidades do país. Além do consumo de produtos, o lugar passou a ser um lugar que abriga uma camada de agentes que fornecem serviços como serviços bancários, medicina, cinema e outros.

Segundo a ABRASCE (2022), o Brasil tem, no momento de produção deste estudo, 620 *Shoppings*, com 22 a inaugurar em 2022. Atualmente, o setor soma 17 milhões de metros quadrados em área bruta locável (ABL), gerando cerca de 1 milhão de empregos no país. Segundo a mesma associação, o fluxo mensal de visitantes em *Shoppings* por mês no país é cerca de 397 milhões. O número de lojas atualmente é cerca de 112.738. 3019 salas de cinema e aproximadamente 1 milhão de vagas de estacionamento fazem parte dos *Shoppings* do país.

Todos os números e estatísticas citadas acima foram crescendo de forma gradual principalmente ao longo dos últimos 10 anos. A evolução notória dos indicadores do setor no Brasil estão explicitados no Quadro 10. Os números apresentados são informações fundamentais para o leitor conhecer o setor de estudo e a evolução do setor em indicadores de operação.

Ano	Números de <i>Shoppings</i>	ABL (Milhões de m ²)	Lojas	Faturamento (Bilhões R\$/ano)	Empregos gerados	Fluxo (Milhões de visitas/Mês)
2006	351	7,492	56.487	50	524.090	203
2007	363	8,253	62.086	58	629.700	305
2008	376	8,645	65.500	64,6	700.650	325
2009	392	9,081	70.500	74	707.166	328
2010	408	9,512	73.775	91	720.641	329
2011	430	10,344	80.192	108,2	775.383	376
2012	457	11,403	83.631	119,4	804.683	398
2013	495	12,94	86.271	129,2	843.254	415
2014	520	13,846	95.242	129,2	978.963	431
2015	538	14,68	98.201	151,5	990.126	444
2016	558	15,237	99.999	157,9	1.016.428	439
2017	571	15,58	102.300	167,75	1.029.367	463
2018	563	16,32	104.928	178,7	1.085.040	490
2019	577	16,76	105.592	192,8	1.102.171	502

Quadro 10 - Evolução Indicadores Operacionais.

Fonte: ABRASCE (2020, p. 905)

3.3 População e amostra ou Participantes da pesquisa

A amostra objeto desta pesquisa são as seguintes empresas: Aliansce Sonae, BR Malls, Iguatemi e Multiplan. Todas estas empresas são organizações de capital aberto e pertencem ao setor de *Shoppings Centers*. Atualmente, são as principais empresas do país no setor e possuem características diferentes como quantidade de *Shoppings* e área bruta locável (ABL) total de seus empreendimentos.

O Quadro 11 faz uma apresentação dessas características em cada empresa, importante observar que em alguns casos, as empresas apenas prestam o serviço de administração do *Shoppings* e não são acionistas do centro de compras. O quadro traz consolidado o número concreto de *Shoppings* onde a empresa possui integral ou parte das ações, o que vale também para a ABL. No Quadro, também é possível identificar o valor de mercado das companhias no momento em que este estudo é produzido.

Empresa	Números de <i>Shoppings</i>	ABL Própria (m ²)	Valor de mercado (em Bilhões)
Aliansce Sonae	32	780.280,42	4.884
BR Malls	31	816.322,06	8.764
Iguatemi	16	436.195,56	3.134
Multiplan	20	875.621,18	13.954

Quadro 11 - Caracterização dos portfólios e valor de mercado.

Fonte: Economática e Site de Relações com investidores das empresas

O Quadro deixa claro a expressividade das empresas no setor. Juntas, elas somam 99 *Shoppings*, área bruta locável de aproximadamente 2.9M de metros quadrados e valor de mercado de aproximados 30 bilhões de reais.

3.4 Procedimentos de coleta e de análise de dados

Primeiramente, foram reunidos os demonstrativos contábeis do período que compreende ao quarto trimestre 2019 e o segundo trimestre de 2022 das empresas escolhidas, conforme quadro 11. Tais documentos foram exportados do banco de dados da Economática em 03 de Setembro de 2022. A partir desses documentos, foram feitas análises da forma como esses documentos estavam configurados, se consolidados no ano ou semestres, se concordavam com o divulgado pelo *site* de relações com investidores das companhias. Constatou-se a aderência dos demonstrativos aos dados publicados pelas empresas. Separamos os dados por trimestres para que o leitor possa ter maior compreensão do impacto da pandemia no setor, principalmente no que tange o período de restrições máximas aos *Shoppings*.

Também foram reunidos dados publicados pelas empresas em seus respectivos sites de relações com investidores. É prática comum no setor de estudo a publicação de uma planilha de Microsoft Excel denominada “*Planilha de Fundamentos*”, a mesma contém dados como ABL, receitas por classe de contas (aluguel, estacionamento, aluguel complementar, etc.), vendas, *NOI*, etc. Foram colhidos os dados referente ao período de pandemia - quarto trimestre 2019 ao segundo trimestre de 2022. É fato que os indicadores mostram que a pandemia já acabou, porém, analisar-se-à esse período para ser possível analisar eventual recuperação do setor. Os indicadores coletados são os indicadores operacionais já apresentados.

Ademais, foram determinados, com base na literatura apresentada sobre análise fundamentalista financeira, quais indicadores econômicos-financeiros serão utilizados nesta pesquisa. Dado que este estudo tem foco em mensuração de retorno, foram escolhidos os seguintes indicadores: Margem Líquida, Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE), Rentabilidade do Ativo Total (ROA) e o Preço das Ações. São estes, portanto, os indicadores calculados a partir das demonstrações contábeis que serão utilizados. Neste estudo também serão utilizados os indicadores operacionais já apresentados na sessão 2.4. Os índices são comumente empregados para análise de empresas do setor. São eles: Vendas por metro quadrado, Margem *NOI*, Taxa de Ocupação e Inadimplência Líquida.

Após separação dos demonstrativos contábeis e das planilhas de fundamentos das companhias, extraíram-se os indicadores econômicos-financeiros do *software*

Economática ®. A ferramenta é bastante utilizada para este fim nas pesquisas acadêmicas e também por profissionais do mercado. Após identificação dos indicadores na ferramenta, foi feita a tabulação dos dados em uma planilha do Microsoft Excel de forma a permitir a relação das informações com sua respectiva empresa. O mesmo procedimento de tabulação foi realizado para os indicadores operacionais contidos nas planilhas de fundamentos.

4 ANÁLISES E RESULTADOS

Nesta parte são apresentados de forma separada os resultados das análises feitas sobre os principais indicadores supracitados ao longo deste trabalho para cada uma das cinco empresas selecionadas. Após a exposição dos indicadores, os resultados são postos em gráficos e tabelas de forma a permitir a comparação da performance das empresas. Como já exposto anteriormente, o trabalho se debruça sobre o período de pandemia da Covid – 19, momento onde os *Shoppings Centers* mais sofreram, dito isso, considera-se para fins de análise o período compreendido entre o quarto trimestre de 2019 e o fim do segundo trimestre de 2022. Inicia-se a análise ao no último trimestre de 2019 para ter-se ciência e poder-se mensurar o impacto da pandemia nos resultados das empresas analisadas.

Na revisão da literatura, serão apresentados numerosos indicadores que o mercado e a literatura julgam importantes para a análise dos negócios e das informações financeiras. São mais de quarenta indicadores que de alguma forma mensuram como a empresa está retornando financeiramente valor para os seus acionistas, seja mensurando a estratégia do negócio, seja mensurando a eficiência ou mensurando a sua solvência.

Haja vista a quantidade de indicadores e a fim de tornar a análise aqui desenvolvida mais próxima da prática do mercado em questão das empresas de *Shoppings Centers* com capital aberto, selecionaram-se os indicadores mais utilizados pelos analistas deste mercado, considerados mais significativos, capazes de trazer a sensibilidade do momento analisado.

Portanto, a apresentação de resultados baseou-se nos seguintes indicadores: ROA, ROE, Preço da Ação, Vendas/m², Taxa de Ocupação, Margem NOI, Inadimplência Líquida.

Partindo-se do pressuposto que o objetivo deste trabalho é analisar indicadores

financeiros de retorno de empresas brasileiras do ramo de *Shoppings Centers* com capital aberto, faz-se necessário adotar o modelo de estatística descritiva como método para apresentar o comportamento dos indicadores selecionados durante o período estudado.

Desta forma, foram priorizadas formas de fazer o leitor entender como se deu cada indicador durante o período de análise, recorrendo a gráficos, tabelas e figuras que estejam aderentes ao objetivo deste trabalho.

Serão apresentadas as empresas selecionadas reunindo os dados a serem analisados e descrevendo brevemente a sua história e o portfólio de empreendimentos.

4.1 APRESENTAÇÃO EMPRESAS

4.1.1 Aliansce Sonae

A Aliansce Sonae *Shoppings Centers* S.A. é fruto da fusão entre Aliansce *Shoppings Centers* S.A e Sonae Sierra Brasil. A fusão ocorreu em agosto de 2019 e representa um portfólio de 32 *Shoppings* espalhados pelas cinco regiões do país, contendo mais de 5 mil lojas, um fluxo de pais de 35 milhões de pessoas por mês, com *Shoppings* que atendem pessoas do público B e C, na sua maior parte. A empresa tem como propósito ser a melhor empresa do setor para se trabalhar e oferecer a melhor experiência aos consumidores, gerando resultados para os seus lojistas e investidores, com responsabilidade socioambiental.

Na Tabela 01 encontram-se as estatísticas descritivas dos dados, no tempo, utilizados para análise da Aliansce Sonae.

Período	ROA	ROE	Preço da Ação	Vendas Totais (em bilhões)	Vendas / m ²	Taxa de Ocupação	Margem NOI	Inadimplência Líquida
4T2019	0,5	0,8	51,42	4,97	R\$ 1.595,09	96,72%	91,65%	0,14%
1T2020	1,4	2	23,91	3,02	R\$ 1.119,00	95,74%	88,88%	5,46%
2T2020	1,4	1,9	26,6	5,58	R\$ 393,00	95,20%	82,89%	8,75%
3T2020	2,9	4	23,72	2,48	R\$ 992,14	94,80%	80,09%	11,64%
4T2020	1,9	2,7	29,17	4,15	R\$ 1.512,83	95,75%	84,86%	5,22%
1T2021	1,3	1,8	27,52	2,15	R\$ 783,06	95,18%	78,78%	13,60%
2T2021	1,5	2,1	29,04	2,81	R\$ 1.060,12	95,39%	82,58%	7,77%
3T2021	1,8	2,6	22,72	3,43	R\$ 1.234,99	95,81%	86,04%	1,00%
4T2021	2,9	4,1	21,20	4,83	R\$ 1.720,81	96,54%	91,30%	-0,26%
1T2022	2,9	4,3	23,14	3,47	R\$ 1.232,67	96,60%	89,26%	6,20%
2T2022	2,7	3,9	16,01	4,02	R\$ 1.500,69	96,74%	89,49%	4,50%

Tabela 01 - Estatística Descritiva Aliansce Sonae.

Fonte: Aliansce Sonae RI, Econômica e elaboração do autor.

4.1.2 BR Malls

Já a BR Malls nasceu no ano de 2006 e de lá para o momento atual, já fez a aquisição de diversas *Shoppings* em todo o país, a exemplo o Plaza Niterói, além de desenvolver outros vários empreendimentos, como o Granja Vianna. A empresa tem hoje um portfólio com 31 *Shoppings* em todas as regiões do país, com ativos que atendem maritariamente pessoas do público B e C. A BR Malls tem como objetivo tornar os seus empreendimentos locais de felicidade e oportunidades.

A Tabela 02 mostra a estatística descritiva com todos os dados analisados da BR Malls.

Período	ROA	ROE	Preço da Ação	Vendas Totais (em milhões)	Vendas / m ²	Taxa de Ocupação	Margem NOI	Inadimplência Líquida
4T2019	8,8	11,3	18,06	6,25	R\$ 1.838,00	97,30%	88,50%	-0,50%
1T2020	8,3	10,8	9,98	3,94	R\$ 1.171,00	96,90%	87,70%	4,90%
2T2020	1,2	1,6	10,08	0,82	R\$ 455,00	96,20%	77,90%	3,60%
3T2020	-0,6	-0,8	8,38	3,09	R\$ 1.087,00	95,50%	87,70%	7,70%
4T2020	-2	-2,7	10,06	5,02	R\$ 1.637,00	96,00%	88,30%	5,50%
1T2021	-2,3	-3,3	8,35	2,88	R\$ 910,00	96,30%	86,60%	14,30%
2T2021	1,3	1,4	10,12	3,48	R\$ 1.144,00	96,30%	89,00%	18,00%
3T2021	1	1,9	8,08	4,28	R\$ 1.347,33	97,20%	90,60%	4,80%
4T2021	1,2	1,7	8,12	6,08	R\$ 1.879,56	97,91%	88,00%	-1,80%
1T2022	1,3	1,9	9,28	4,44	R\$ 1.371,59	97,65%	89,19%	6,20%
2T2022	3,2	4,3	7,52	5,39	R\$ 1.664,68	97,05%	89,54%	-1,41%

Tabela 02 - Estatística Descritiva BR Malls.

Fonte: BR Malls RI, Econômica e elaboração do autor.

4.1.3 Multiplan

A Multiplan foi fundada em 1975, uma empresa *full-service*, pioneira na construção e execução de complexos multiusos, focada em um público de qualidade que possui demanda exigente. A empresa tem, até o presente momento, um portfólio com 20 *Shoppings*, com Área Bruta Locável de aproximadamente 876 mil metros quadrados. A Multiplan abriu capital em 2017. Hoje a empresa tem seu foco voltado para a integração entre comércio digital e o comércio tradicional.

A Tabela 03 mostra a estatística descritiva com todos os dados analisados da Multiplan.

Período	ROA	ROE	Preço da Ação	Vendas Totais (em bilhões)	Vendas / m ²	Taxa de Ocupação	Margem NOI	Inadimplência Líquida
4T2019	5,3	8,4	33,27	5,16	R\$ 6.325,05	98,00%	89,76%	0,92%
1T2020	5,8	9,6	19,08	3,14	R\$ 3.850,63	97,94%	91,27%	2,72%
2T2020	5,2	8,7	20,5	0,58	R\$ 719,49	96,35%	81,29%	16,29%
3T2020	9	15	19,43	2,22	R\$ 2.722,16	95,30%	86,08%	7,25%
4T2020	9,6	15,5	23,53	4,29	R\$ 5.260,87	95,79%	84,19%	5,81%
1T2021	8,2	13,3	24,49	2,27	R\$ 2.781,02	94,60%	77,90%	11,00%
2T2021	8,3	13,4	23,07	3,00	R\$ 3.677,67	94,60%	87,19%	5,70%
3T2021	3,7	6	19,03	3,74	R\$ 4.578,55	95,22%	87,96%	3,93%
4T2021	4,5	7,1	18,41	5,57	R\$ 6.501,34	95,30%	88,09%	4,60%
1T2022	5,6	8,9	24,48	3,97	R\$ 4.633,98	94,84%	87,61%	4,99%
2T2022	6,3	10,1	21,95	4,94	R\$ 5.764,29	95,29%	86,18%	4,14%

Tabela 03 - Estatística Descritiva Multiplan.

Fonte: Multiplan RI, Econômica e elaboração do autor.

4.2 Iguatemi

A Iguatemi foi a primeira empresa do setor a realizar uma Oferta Pública de Ações (Inicial Offering Public – IPO), em 2007. Os *Shoppings* da Iguatemi estão voltados para o público A e B, presentes nas regiões mais desenvolvidas do país, região centro-oeste, sudeste e sul – com localizações com bastante poder aquisitivo. 5 dos 10 *Shoppings* com maior valor de aluguel por metro quadrado do Brasil pertencem a Iguatemi. A empresa possui uma marca valiosa no setor, figurando entre as marcas com mais valor no Brasil, segundo a Exame (2019).

A Tabela 04 mostra a estatística descritiva com todos os dados analisados da Iguatemi.

Período	ROA	ROE	Preço da Ação	Vendas Totais (em bilhões)	Vendas / m ²	Taxa de Ocupação	Margem NOI	Inadimplência Líquida
4T2019	7,7	8,4	26,36	4,25	R\$ 5.986,53	93,99%	92,04%	-0,79%
1T2020	6,3	6,9	14,27	2,63	R\$ 3.706,49	94,14%	91,59%	3,72%
2T2020	6	6,5	16,01	0,60	R\$ 849,58	93,57%	90,45%	-26,20%
3T2020	5,5	5,9	14,68	1,82	R\$ 2.561,97	91,56%	90,43%	13,43%
4T2020	4,3	4,7	18,42	3,63	R\$ 5.119,38	90,99%	93,34%	9,30%
1T2021	5,6	6,1	18,69	1,88	R\$ 2.650,89	90,30%	91,60%	11,30%
2T2021	13,2	14,4	23,73	2,74	R\$ 3.871,55	90,07%	93,83%	-3,95%
3T2021	8,7	9,5	18,78	3,32	R\$ 4.691,35	90,70%	93,61%	2,08%
4T2021	6,4	7	17,78	4,75	R\$ 6.699,16	92,00%	93,10%	1,40%
1T2022	5,5	5,9	20,12	3,34	R\$ 4.983,99	92,70%	91,68%	5,30%
2T2022	-3,2	-3,4	17,99	4,28	R\$ 6.387,35	92,60%	92,46%	-2,30%

Tabela 04 - Estatística Descritiva Iguatemi.

Fonte: Multiplan RI, Econômica e elaboração do autor.

4.2 ANÁLISE GRÁFICA

A análise do comportamento do indicador *Return On Asset (ROA)* pode ser feita verificando o Gráfico 01, onde o mesmo reúne os números das quatro empresas. Conforme o gráfico, podemos perceber que BR Malls e Iguatemi iniciam o período com entregando maior

retorno percentual para os seus acionistas, enquanto Aliansce Sonae apresenta somente um retorno sobre o ativo de 0,5%. Analisando o ano de 2020 – período crítico da Covid – 19, onde foi observado fechamento de *Shoppings*, observa-se crescimento do indicador para a Multiplan e também para a Aliansce Sonae, no entanto, o indicador afetado pela redução do volume de ativos das empresas, o que, atrelado ao comportamento do lucro, faz com que o indicador cresça. O pior movimento foi observado no ROA da BR Malls – regressão de mais de 120%, terminando o ano com o indicador negativo em 2%. A empresa, durante o período analisado, não retornou ao patamar de retorno sobre o seu montante de ativo. O Iguatemi alcançou um ROA de 13,2% no segundo trimestre de 2021, maior que o número inicial da série, porém este percentual é influenciado pela diminuição e venda da participação da empresa em alguns dos seus empreendimentos, o que subtrai o total de ativos. Ainda suportando as consequências da pandemia, atualmente a empresa tem um ROA negativo, enquanto as outras três percentuais positivos, o que demonstra pior administração do indicador pela Iguatemi. A Aliansce Sonae, conforme a Figura 01, foi a empresa que, apesar do baixo percentual, melhor administrou o seu ROA, não apresentando decréscimo do percentual.

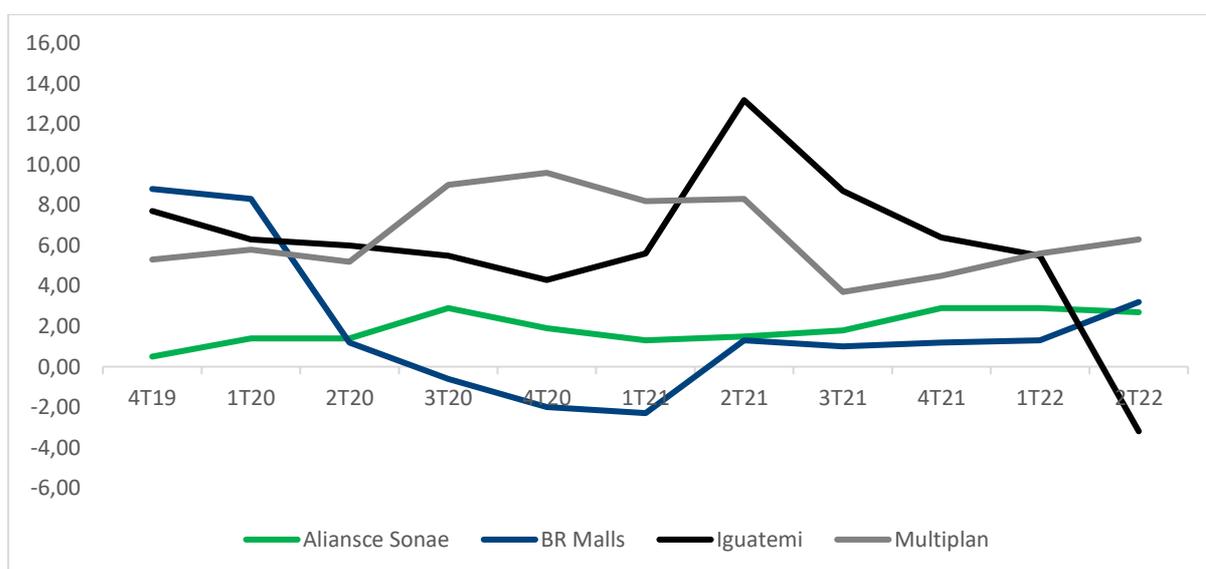


GRÁFICO 01 – Desempenho ROA.

Fonte: Economática com elaboração do autor.

Por conseguinte, a análise do ROE, importante indicador de retorno que mensura a geração de valor a partir dos recursos da própria empresa. ROE é a sigla em português para Retorno sobre o Patrimônio Líquido. Toma-se o cuidado, nesta parte, de verificar como o patrimônio destas empresas foram afetadas pela pandemia, o que gera tendências no cálculo. Percebe-se que os gráficos do ROA e ROE são bastante semelhantes. A Aliansce Sonae, assim como no ROA, manteve certa

linearidade neste indicador ao longo da série e a BR Malls apresentou percentual negativo durante o período mais crítico da pandemia. A Multiplan e também o Iguatemi apresentaram performance semelhante ao explicado no ROA.

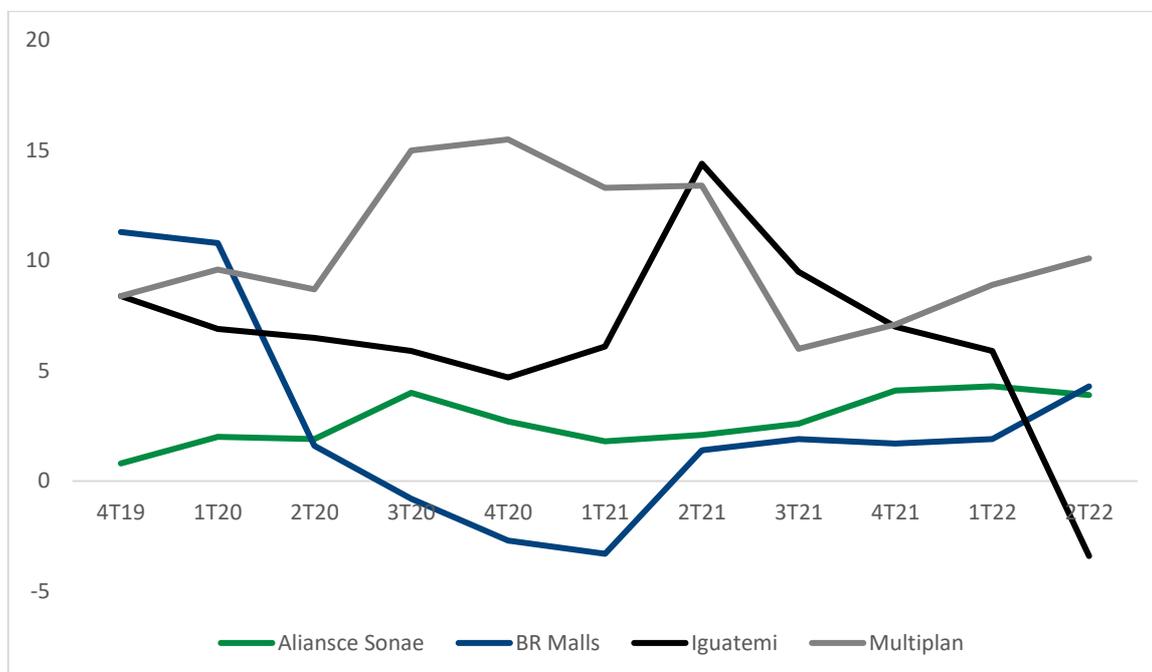


GRÁFICO 02: Desempenho ROE.

Fonte: Economática com elaboração do autor.

O indicador Inadimplência Líquida é de suma importância no entendimento da eficiência do negócio, pois expressa o pagamento dos boletos por parte dos lojistas, fonte de receita dos *Shoppings*. Como visto na literatura, a inadimplência líquida considera a recuperação de valores devidos em períodos anteriores e, portanto, pode apresentar percentual negativo. O Gráfico 03 apresenta o desempenho deste indicador no intervalo estudado. É possível observar que o comportamento do indicador é semelhante para todas as empresas, iniciando em um patamar de inadimplência próximo do zero no quarto trimestre de 2019. O ano de 2020 foi marcado por baixo recebimento financeiro.

Aliansce Sonae, BR Malls e Multiplan performaram bem acima da média em comparação a exercícios anteriores, o que é negativo, haja vista que a inadimplência é mensurada de tal forma que quanto menor, maior. As três empresas alcançaram percentuais maiores que 5% em 2020.

O recebimento também foi menor para a Iguatemi, apesar da empresa apresentar expressivos -26,20% de inadimplência líquida no segundo trimestre de 2020, o número não representa um grande volume de recuperação de recebíveis de

períodos passados. De acordo com o relatório de apresentação de resultados do 2º trimestre de 2020, com a prorrogação dos aluguéis com vencimento em abril daquele ano para outubro e isenção dos aluguéis com vencimento em maio e junho para os varejistas impedidos de operar, e a conseqüente base de faturamento reduzida, a recuperação de aluguéis de períodos anteriores se sobrepôs ao montante inadimplente, levando a um de inadimplência de aluguel no período.

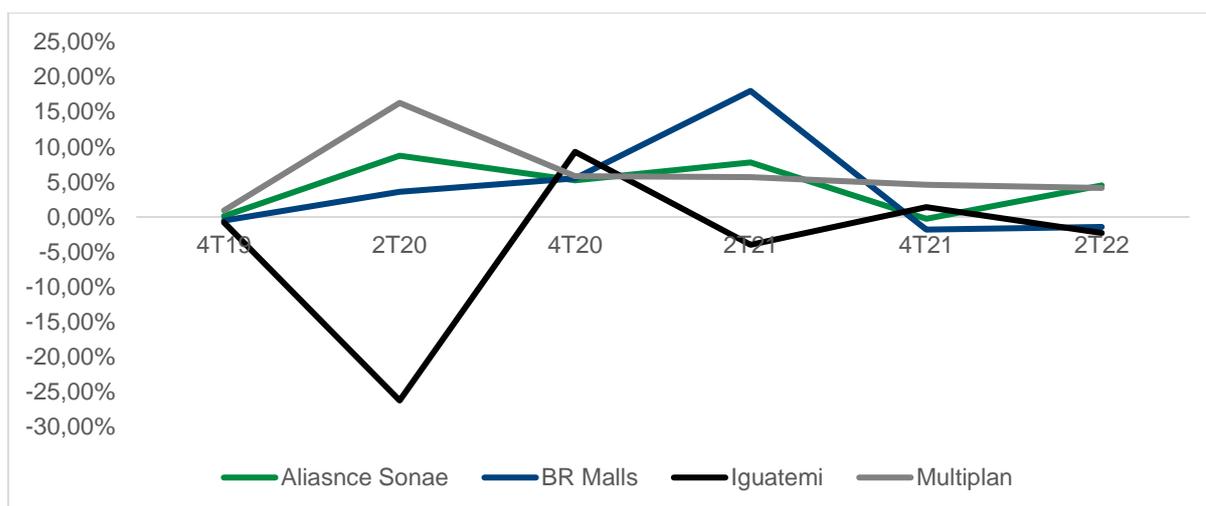


GRÁFICO 03: Desempenho Inadimplência Líquida.

Fonte: Economática com elaboração do autor.

A análise das vendas por metro quadrado nos *Shoppings* das empresas padroniza a comparação, haja vista que as quatro empresas tem portfólio com quantidades distintas de *Shoppings*, o que significa que têm área bruta locáveis diferente. A partir do Gráfico 04 é possível notar dois fatos interessantes. Primeiro, as 4 empresas, no gráfico, praticamente tornam-se somente 2 linhas – Aliansce Sonae e BR Malls têm portfólios com lojistas com perfis semelhantes, assim também como Iguatemi e Multiplan, é possível observar este fenômeno comportamento das vendas das empresas no tempo analisado. Isso se dá porquê as duas primeiras empresas atendem o mesmo público, o que também é verdade para Iguatemi e Multiplan. Outro fato é que já no quarto trimestre de 2021 – quase dois anos após a eclosão da pandemia do Covid-19 em território brasileiro, as empresas superaram o patamar de vendas antes da pandemia. Tal fato mostra a resiliência do setor.

Iguatemi e Multiplan, dado as características do seu portfólio e público atendido, apresentaram maior volatilidade em seu indicador, reduzindo bastante a venda quando a frente de obstáculos para o funcionamento dos seus *Shoppings*. Os números, para Iguatemi e Multiplan, atingem o seu mínimo no segundo trimestre de

2020.

O comportamento dos números de Aliansce Sonae e BR Malls apresentam maior linearidade. E, conforme o Gráfico 04, têm vendas por metro quadrado bem mais baixa quando comparado aos *Shoppings* de Iguatemi e Multiplan. O primeiro trimestre é, historicamente, um período de volume menor de vendas quando comparado ao restante do ano. Apesar disso, o primeiro trimestre de 2022 já apresenta venda por metro quadrado maior para as 4 empresas que o mesmo período em 2021, o que representa continuação da melhor performance do indicador aliado a estratégias eficazes de desinvestimentos em ativos não resilientes por partes das companhias.

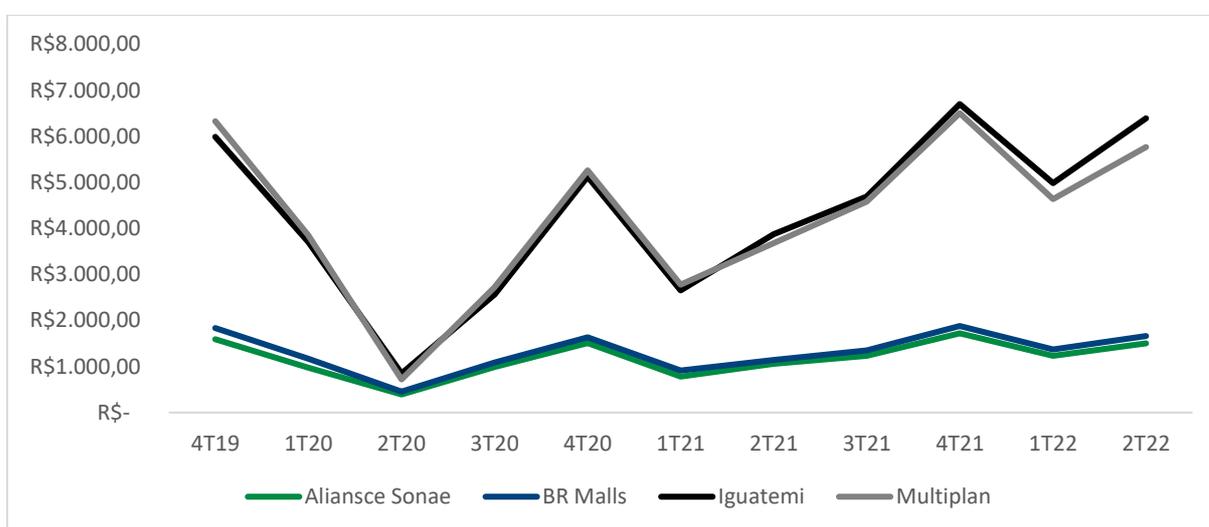


GRÁFICO 04: Vendas / m².

Fonte: Economática com elaboração do autor.

O exame da taxa de ocupação de Aliansce Sonae, BR Malls, Iguatemi e Multiplan traduz como se comportou o movimento de entrada e saída de lojas e operações ao longo do período analisado. Claramente, a pandemia paralisou o setor, com diminuição considerável fluxo e, portanto, do volume de vendas. Tais fatos culminaram em muitas saídas de lojas, algumas até fecharam definitivamente, muitas empresas interromperam investimentos projetados, o que freiou a possibilidade de novas lojas nos *Shoppings*. Toda esta dinâmica é observada em todo o setor, a curva de performance do indicador é semelhante para as quatro empresas. Das quatro empresas analisadas, somente a BR Malls, comparando o mesmo lapso de tempo, voltou ao patamar de ocupação registrado no período pré-pandemia registrando uma taxa de ocupação de 97,91% no quarto trimestre de 2021.

A Multiplan apresentou maior sensibilidade de ocupação aos impactos da pandemia. A sua taxa de ocupação do quarto trimestre de 2021, por exemplo, está quase 3% menor do que o período pré pandemia. A maior volatilidade do indicador no período mencionado é da Iguatemi, atingindo a taxa de ocupação mínima de 90% no segundo trimestre de 2021. A Aliansce Sonae apresentou taxa de ocupação de 96,74% no segundo trimestre de 2022, é a maior taxa de ocupação da empresa dentro do período analisado. O que mostra resiliência do seu portfólio de *Shoppings Centers*.

A análise da taxa de ocupação mostra que um menor nível de uso do espaço disponível para locação não implica necessariamente em menor margem de lucro ao negócio. A Iguatemi é, ao longo de todo o período analisado, a empresa com menores patamares de ocupação dos seus empreendimentos. Apesar disso, apresentou a maior margem NOI. A análise de taxa de ocupação diz muito sobre a estratégia das empresas perante a menores demandas por lojas em *Shoppings*. E o que foi observado é que existe sinergia nas estratégias de Aliansce Sonae e BR Malls. Ambas empresas caminharam em um patamar de ocupação bem semelhantes e encerraram o segundo trimestre de 2022 com menos de 1% de diferença.

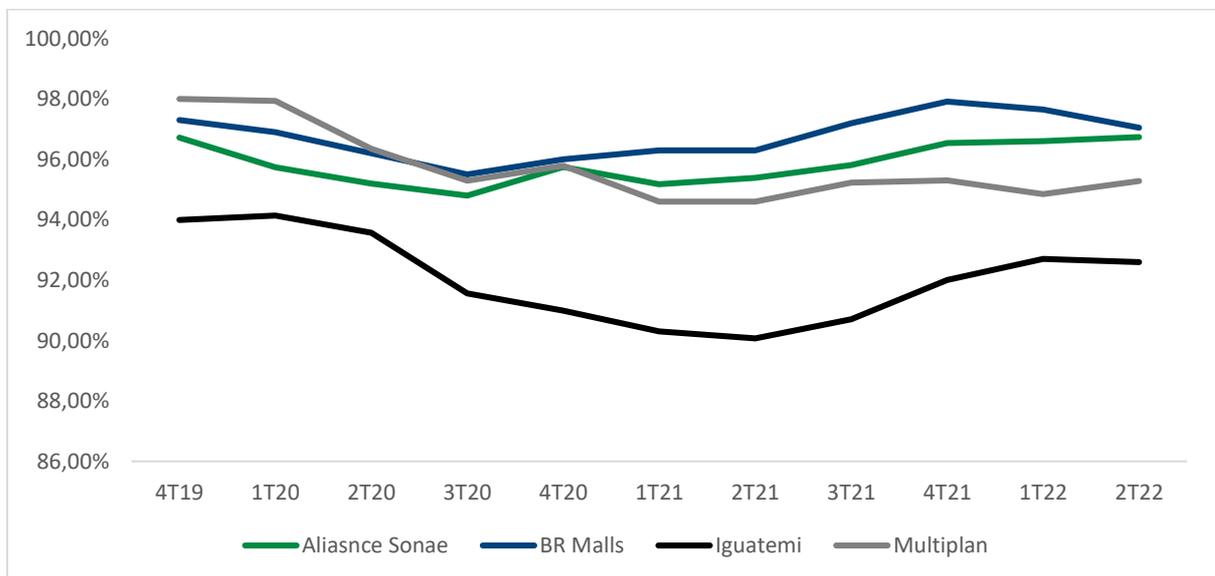


GRÁFICO 05: Desempenho Taxa de Ocupação.

Fonte: Economática com elaboração do autor.

O NOI é a receita operacional líquida da empresa, ou seja, quanto de lucro operacional o negócio considerando as despesas e receitas operacionais, A análise da margem NOI de uma empresa de *Shoppings Centers* diz respeito a quanto das receitas operacionais dos empreendimentos da companhia realmente se tornam lucro

operacional. O setor opera historicamente em algo em torno de 92% a 96% de margem NOI.

O indicador é fundamental para entender como as empresas otimizaram a alocação de recursos em um contexto bastante desafiador de fechamento de *Shoppings Centers* em todo o país. Este fato provocou queda brusca do volume de vendas, o que conseqüentemente diminuiu as receitas de alugueis. Diante disso, ocorreu naturalmente o processo de revisão da captação de recursos, forma de fazer investimentos e manutenção nos ativos, além das despesas operacionais e não operacionais do negócio.

A Iguatemi é a empresa que apresentou maior média na sua margem NOI, mantendo-se praticamente linear apesar das intempéries da Covid-19, porém, segundo relatório de apresentação de resultados do 3 trimestre de 2020 houve considerável redução do aluguel faturado e das despesas operacionais. Apesar disso, a empresa mostra uma boa gestão financeira em um cenário de taxa de ocupação aquém do período pré-pandemia. Em seguida a BR Malls, com média de margem de 87,55%. A Multiplan apresenta pior média de margem durante o período analisado.

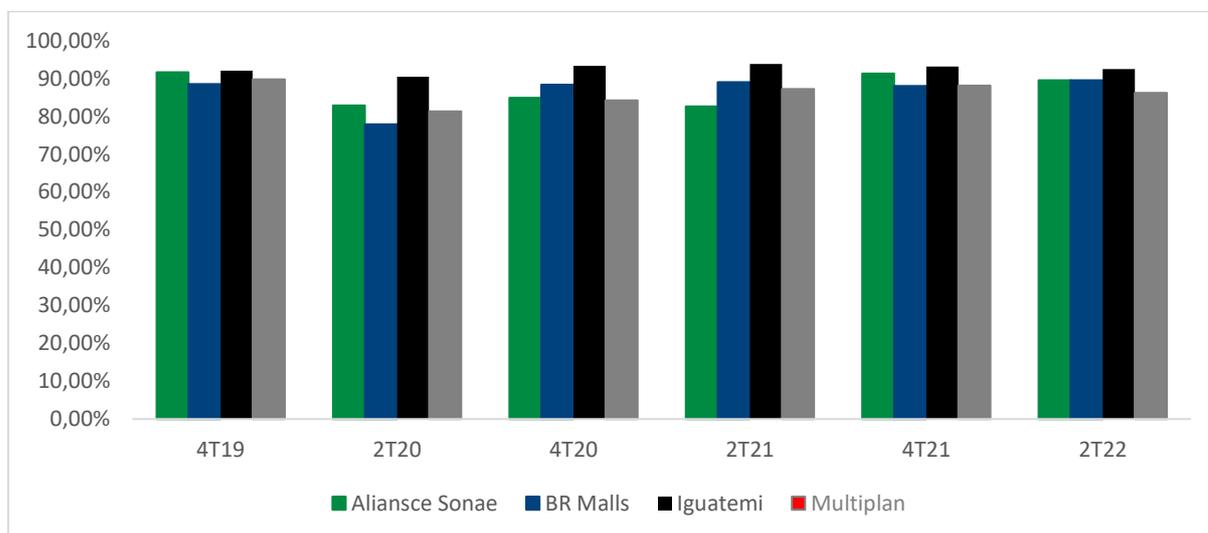


GRÁFICO 06: Desempeho Margem NOI.
Fonte: Economática com elaboração do autor.

O Gráfico 06 demonstra o comportamento dos preços das ações das empresas. Fica clara a correlação dos preços. O preço das ações das empresas de *Shoppings Centers* caíram significativamente no período em que a doença começou a se alastrar no Brasil. No último pregão da Bolsa de Valores de São Paulo do primeiro trimestre de 2020, as quatro empresas tinham perdido até 50% do valor de mercado, somando

as quatro companhias. Durante todo o ano de 2020, os papéis praticamente andaram em conjunto – desabando no primeiro trimestre, efeito covid, e andando de forma linear ao longo do ano, sem avanços, permanecendo no patamar de início do período pandêmico.

O ano de 2021 ainda sofria de medidas tomadas pela administração de municípios e estados para freiar a covid, tais como distanciamento social e fechamento do comércio e dos *Shoppings*. Em vários momentos, os *Shoppings* abriram e fecharam as portas, principalmente no sul e sudeste do país – região que concentra a maioria dos ativos dos portfólios das empresas em análise. Tal fato é um dos pontos que explica a maior volatilidade das ações em 2021. Nenhuma das quatro ações encerraram o ano com preço maior que o início do ano. Multiplan e Aliansce Sonae perderam até 25% de seu valor patrimonial no ano.

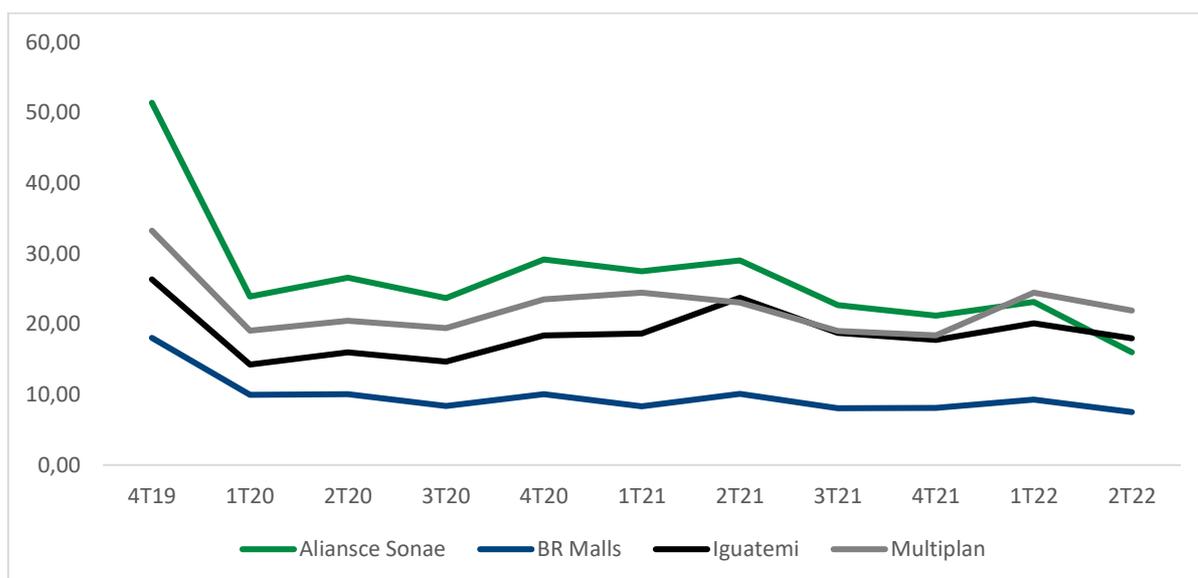


GRÁFICO 07: Desempenho Preço da Ação.
Fonte: Economática com elaboração do autor.

5 CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÃO

O objetivo deste foi analisar o comportamento dos indicadores financeiros de retorno de empresas brasileiras do setor de *Shoppings Centers* com capital aberto na Bolsa de Valores de São Paulo e que possuem capital aberto durante o período de pandemia da Covid - 19. Portanto, o período considerado compreende o 4º trimestre de 2019 ao 2º trimestre de 2022. As empresas analisadas foram a Aliansce Sonae, BR Malls, Iguatemi e Multiplan. Os indicadores analisados contemplam indicadores

extraídos das demonstrações contábeis das empresas, bem como indicadores operacionais sintetizados a partir de relatórios disponibilizados pelas respectivas empresas em suas plataformas de relações com investidores.

O modelo E2S apresentou-se como uma base firme para a escolha dos indicadores mais relevantes nas mais diferentes esferas de atuação de uma empresa. Seja na esfera de Estratégia, Eficiência e Solvência. O modelo possui diversos indicadores, o foco foi nos indicadores que melhor poderiam traduzir o impacto da pandemia e suas consequências para as empresas. Utilizou-se também de um amplo conjunto de indicadores financeiros e de uso maior dentro do setor, haja vista suas particularidades. Os indicadores analisados foram os seguintes: ROE, ROA, Preço da Ação, Vendas / m², Margem NOI, Taxa de Ocupação e Inadimplência Líquida. Todos estes indicadores foram padronizados de forma a permitir a comparação entre as empresas. As fontes de informações para coleta dos dados foram as demonstrações contábeis das empresas, relatórios disponibilizados nas plataformas de relações com investidores e o *software* Económica ®.

Realizou-se uma revisão extensa sobre o assunto dentro do setor de estudo. O conteúdo encontrado foi limitado haja vista que os *Shoppings* são vastamente estudados acerca do comportamento do consumidor em seu ambiente, da contribuição do empreendimento para a economia e sociedade local. Mas bem pouco encontrou-se acerca da visão dos *Shoppings* como um negócio gerador de fluxo de caixa positivo. Apesar de tal limitação, um esforço genuíno foi aplicado para embasar este estudo.

Os indicadores ROE e ROA comportaram-se de forma bastante semelhante, comportamento que também foi observado nos preços das ações. A BR Malls iniciou o período com indicadores superiores a média do setor. Mas, com a pandemia, os retornos derrocaram e o ROE e ROA chegaram a ficar negativos. O mesmo aconteceu com a Iguatemi que ainda no segundo trimestre de 2022 operava com ROE e ROA negativos. O destaque foi para a Aliansce Sonae que ao final do período analisado apresentou um retorno consideravelmente maior que o período pré covid. Tal comportamento está alinhado com o comportamento dos recebíveis das empresas. Volume considerável de inadimplência de lojistas. O que refletiu em menores margens de lucro operacional e de ocupação dos *Shoppings*.

Afirma-se, portanto, que as empresas analisadas conseguiram retomar o patamar de vendas observado no período anterior a covid 19. E as firmas perderam

grande volume de valor patrimonial e capacidade de gerar fluxo de caixa positivo no ano de 2020, mas já no ano de 2021 iniciaram o processo de evolução das margens. Os *Shoppings* que atendem ao público mais qualificado ainda apresenta ocupação deficitária, enquanto os *Shoppings* voltados ao público B e C conseguiram recompor seus espaços vazios ao longo do tempo.

Diante do exposto, como agenda propõe-se a análise da fusão entre dois dos maiores *players* do mercado: Aliansce Sonae e BR Malls. A eventual sinergia resultante da fusão formou a maior empresa de *Shoppings* da América Latina. Ademais, faz-se interessante o exame estatístico de sensibilidade e resiliência do setor à crises econômicas. Além de que, aprofundar-se na questões de setorização, buscando quantificar o impacto nos *Shoppings* populares e não populares.

Assim sendo, este estudo apresenta, portanto, aos leitores um comparativo analítico do impacto das pandemia de Covid – 19 nas empresas de *Shoppings Centers* com capital aberto no Brasil. Concluindo, portanto, que o setor possui resiliência e está em um movimento de forte retomada de seus indicadores financeiros.

REFERÊNCIAS

- A WORLD BANK GROUP.** Global Economic Prospects. 2020. Disponível em: www.worldbank.org, Acesso em: 11 Jul. 2022.
- ABRASCE. (2022). **Números do setor.** Disponível em: <http://www.abrasce.com.br>. Acessado em 06 de Setembro de 2022.
- ABRASCE (2020). **Números do setor.** Disponível em: <https://abrasce.com.br/numeros/setor/>. Acessado em 11 de Setembro de 2022.
- ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro.** 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- AVELAR, Ewerton Alex et al. Efeitos da pandemia de covid-19 sobre a sustentabilidade econômico-financeira de empresas brasileiras. **Revista gestão organizacional**, v. 14, n. 1, p.131-152, 2021.
- BASSANEZE, Solange. Censo Abrasce: *Shoppings* registram R\$159,2 bilhões de faturamento em 2021. **Censo ABRASCE**, São Paulo. Ed. 239, ano 35.
- BALL, R.; BROW, P. An empirical evaluation of accounting numbers. **Journal of Accounting Research**, Chicago, 1968.
- BLACK, Fischer. Yes, Virginia, There is hope: test of the value line ranking system. **Financial Analyst Journal**, Sept.-Oct., p. 10-14, 1973.
- Camargo, M. A., & Barbosa, F. V. (2003). Teoria e evidência informacional do mercado de capitais brasileiro. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 1, p. 42-55.
- CAMPOS, Catherine Fernandes de. "A Crise do Subprime e seus efeitos sobre os Estados Unidos e reflexos no Brasil." (2010).
- CAMPOS, O. V.; LAMOUNIER, W. M.; BRESSAN, V. G. F. Retornos das Ações e o Lucro: Avaliação da Revelância da Informação Contábil. **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto, Set-Dez 2012. 21-38.
- Castello Branco, Carlos Eduardo. Setor de *Shoppings Center* no Brasil: evolução recente e perspectivas. 2007. **BNDES Setorial**, Rio de Janeiro, n. 26, p. 139-190, set. 2007.
- CEPEFIN. **Análise Financeira Fundamentalista de Empresas.** São Paulo: Atlas, 2009.
- COPELAND, Thomas; MAYERS, David. The value line enigma (1965-1978): a case study of performance evaluation issues. **Journal of Financial Economics**, v. 10, n. 3, p. 289-321, 1982.
- COSTA JUNIOR, N. C. A.; O'HANLON, J.. O efeito tamanho versus o efeito mês-do-ano no mercado de capitais brasileiro: uma análise empírica. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 16, p. 61-74, 1991.
- COSTA JR., N. C. A.; NEVES, M. B. E. das. As variáveis fundamentalistas retornos das ações no Brasil. **Revista Brasileira de Mercado de capitais.** São Paulo: Atlas, 2000
- DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas: Teoria e Prática.** 2. ed. [S.l.]: Bookman, 2007.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, Cambridge, May 1970. 383-417.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB). **Statements of financial accounting concepts**. New York: John Wiley & Sons, 1998. 284p

GALDI, F. C.; LOPES, A. B. Relação de Longo Prazo e Causalidade entre o Lucro Contábil e o Preço das Ações: Evidências do Mercado Latino-Americano. **Revista de Administração - USP**, São Paulo, 2008. 186-201.

GIL, Carlos, A. Como Elaborar Projetos de Pesquisa, 6ª edição. São Paulo, Atlas, 2017.

JEGADEESH, Narasimhan; TITMAN, Sheridan. Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. **Journal of Finance**, v. 48, p. 65-91, 1993.

JENSER, MICHAEL. SMITH, Clifford W., The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview. In **The Modern Theory of Corporate Finance**, pp. 2–20. McGraw-Hill, 1984.

LEMONS, Vinícius. Corona Vírus: os riscos de contágio em *Shoppings Centers*, que começam a reabrir durante a pandemia. **BBC**, São Paulo, 11, junho, 2020. Disponível em: < <https://www.bbc.com/portuguese/brasil-53000671>>. Acesso em: 14, jul, 2022.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial**. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MINARDI, A.M.A.F. Preços passados prevendo desempenho de ações brasileiras. Financelab Working Paper, set.-2001.

KENDALL, M. The analysis of economics time series: part 1: prices. **Journal of the Royal Statistical Society**, v. 96, p. 11-25, 1953.

KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1-3, p. 105-231, 2001.

LO, A.W.; MACKINLAY, A.C. Stock market prices do not follow random walks: evidence from a simple specification test. **Review of Financial Studies**, v. 1, n. 1, p. 41-66, 1988.

OLIVEIRA, Antonio de Alencar Costa; MATSUMOTO, Alberto S. **Análise dos lucros do setor de siderurgia e metalurgia pela fórmula DuPont**. 2005. Artigos de Conclusão de Curso em Ciências Contábeis. Universidade Católica de Brasília – UCB, Brasília, 2005.

OSBORNE, M.F.M. Brownian motion in the stock market. **Operations Research**, v. 7, n. 2, p 145-173, mar. 1959.

PALEPU, K. G.; HEALY, P. M.; BERNARD, V. L. **Business analysis & valuation: using financial statements**. 4. ed. p. 197. Ohio: South-Western College, 2007.

PALEPU, K. G.; HEALY, P. M.; BERNARD, V. L. **Business analysis & valuation: using financial statements, text and cases**. 6. ed. Ohio: South-Western College, 2012.

Pesquisa Pulso Empresa: Impacto da COVID-19 nas empresas. IBGE, Ed. Estatísticas Econômicas. 2020.

RIBEIRO, L. C. Q. and LAGO, L. C. (1994), **Reestruturação nas grandes cidades brasileiras: o modelo centro/periferia em questão**, IPPUR/UFRJ, Rio de Janeiro.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. 2. ed.

São Paulo: Atlas, 2009.

SILVA, G. C.; FERREIRA, C. D.; SILVA, A. J. M.; RODRIGUES, R. M. Análise Fundamentalista Em Empresa “Pontocom” Brasileira: Um Estudo Da Relação Entre Indicadores Contábeis E Preços Das Ações. **Global Journal of Management and Business Research**, 2014.

SOARES, E. R.; GALDI, F. C. Relação dos Modelos DuPont com o Retorno das Ações no Mercado Brasileiro. **Revista de Contabilidade e Finanças - USP**, São Paulo, 2011. 279-298.

TOMÉ, Luciana Mota. **Setor de shopping centers: Impactos da pandemia**. Fortaleza: Banco do Nordeste do Brasil, ano V, n.152, jan.2021. (Caderno Setorial ETENE,n.152)

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive Accounting Theory**. *Englewood Cliffs*: Prentice-Hall, 1986.

Webster, J.; Watson, J.T. Analyzing the past to prepare for the future: writing a literature review. **MIS Quarterly & The Society for Information Management**, v.26, n.2, pp.13-23, 2002.