



RELATÓRIO DE VALORAÇÃO

Guarulhos, SP – Brasil

Shopping Bonsucesso

Data do relatório:

18 de março de 2013

Preparado para:

General Shopping Brasil

GeneralShopping^{BRASIL}

CBRE

ÍNDICE

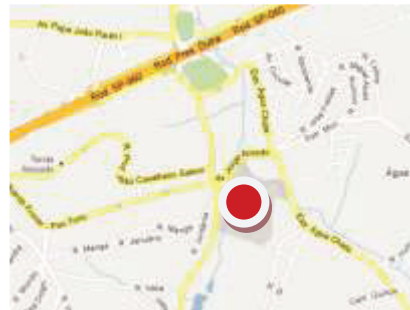
SUMÁRIO DE VALORAÇÃO	4
RELATÓRIO DE VALORAÇÃO	14
1. ANÁLISE DO IMÓVEL	15
1.1 CARACTERÍSTICAS DO IMÓVEL	16
1.2 PLANEJAMENTO URBANO	19
1.3 CONSIDERAÇÕES LEGAIS	20
1.4 ANÁLISE DE DESEMPENHO	21
2. CONDIÇÕES DE MERCADO	32
2.1 MERCADO DE SHOPPING CENTERS	33
2.2 DEMANDA PARA INVESTIMENTO	46
3. ANÁLISE DE VALOR	55
3.1 CONSIDERAÇÕES DE VALOR	56
3.2 VALORAÇÃO	58

APÊNDICES

A. PLANTAS DE LOCALIZAÇÃO E SITUAÇÃO	59
B. FOTOGRAFIAS	61
C. FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	67

SUMÁRIO DE VALORAÇÃO

SUMÁRIO EXECUTIVO



Data do Relatório	18 de março de 2013
Destinatário	General Shopping Brasil
Objetivo	Valor de mercado para venda
Finalidade	Avaliação para Investimento
Instrução	Conforme proposta datada de 22 de novembro de 2010
Objeto	Shopping Bonsucesso
Tipo	Shopping Center
Localização	Avenida Juscelino Kubitschek de Oliveira, 5308 – Jardim Albertina, Guarulhos-SP
Descrição do Imóvel	Shopping Center de Comunidade
Áreas	Terreno: 87.932,25 m ² Construída: 35.080,86 m ² ABL Total: 24.292,79 m ²
Titulação	Para efeito deste trabalho, assumimos que não há questões relativas à titularidade que possam impedir a venda do imóvel ou influenciar o seu valor de mercado.
Condições de Valoração	Para a avaliação, o empreendimento foi considerado no estado em que se encontrava e não foi considerado qualquer potencial remanescente de construção que possa existir no imóvel e, tampouco, qualquer plano de expansão do shopping center.

Data de Valoração	31 de dezembro de 2012
Taxas Utilizadas	Taxa de desconto: 9,00% a.a. Taxa de perpetuidade 10º ano: 7,50%
Opinião de Valor¹	100 % do empreendimento: R\$ 216.300.000,00 (Duzentos e Dezesesseis Milhões e Trezentos Mil Reais) Participação GSB de 100,00%: R\$ 216.300.000,00 (Duzentos e Dezesesseis Milhões e Trezentos Mil Reais)

¹ Apenas como referência, em 31/12/2012, no câmbio comercial, US\$ 1,00 equivalia a R\$ 2,0432.

BASES DE VALORAÇÃO

Conformidade com as Normas de Avaliação

A metodologia que adotamos é a preceituada pela NBR 14.653-1 a 4 da ABNT – Associação Brasileira de Normas Técnicas, e pelas normas técnicas do R.I.C.S. – *The Royal Institution of Chartered Surveyors* da Grã Bretanha e do *Appraisal Institute* dos Estados Unidos, que são internacionalmente utilizados e reconhecidos para casos de avaliação e demais análises.

Valor de Mercado

A avaliação foi preparada com base no “Valor de Mercado” o qual é definido como:

“O valor estimado pelo qual um imóvel poderia ser transacionado na data de valoração após tempo apropriado de exposição ao mercado, entre duas partes interessadas, independentes e conhecedoras do mercado, agindo prudentemente e sem compulsão ou interesses especiais.”

Metodologia

Para este caso, em que se trata de empreendimento do tipo Shopping Center, adotamos os seguintes procedimentos para a formação de nossa opinião:

- Inspeção detalhada na propriedade objeto de estudo, realizada durante o mês de dezembro de 2012;
- Análise do mercado geral e local de shopping centers;
- Análise do histórico do empreendimento e de sua situação atual;
- Análise da perspectiva futura do empreendimento.

Partindo dos procedimentos mencionados acima, analisamos o desempenho do empreendimento, de modo a determinar o seu valor de mercado para a venda.

Adotamos algumas premissas para a confecção dos fluxos de caixa elaborados, conforme segue:

Valores Históricos: Os valores históricos adotados em nossas análises, foram fornecidos pela administração do empreendimento e pelo proprietário do imóvel, os quais assumimos como corretos e, desta forma, foram por nós utilizados. Adotamos como indexador para as análises históricas o IPCA – Índice de Preços ao

Consumidor Amplo / IBGE.

Inflação: Para as projeções apontadas nos fluxos de caixa desconsideramos a inflação que possa vir a existir no período analisado de 10 anos.

Adotamos o método do Fluxo de Caixa de Receitas e Despesas Projetadas para a determinação do valor de mercado do empreendimento, como segue:

Fluxo de Caixa de Receitas e Despesas Projetadas

Por esse raciocínio, o valor de mercado é obtido através do valor presente líquido do fluxo operacional projetado para o empreendimento para um período de 10 anos.

As projeções são feitas com base no desempenho atual e histórico, assumindo os valores praticados nos aluguéis mínimos, complementares e demais receitas, além de considerar níveis de vacância, inadimplência e despesas do empreendimento. O Fluxo de Caixa projetado foi modelado utilizando-se o software ARGUS Valuation - DCF, versão 15.0.1.

Entre os principais fatores deste método, podemos salientar:

Fator de Capitalização: Aplicamos fator de capitalização (perpetuidade) no 10º ano com base em valores originados do desempenho do empreendimento.

Crescimento das Receitas: Assumimos taxas de crescimento diferenciadas e cenários variando de acordo com a previsão de desempenho futuro do empreendimento, eventual situação de concorrência futura e a nossa sensibilidade sobre o potencial do mesmo, entre outros fatores.

Taxa de Desconto: Aplicamos taxa de desconto coerente com a prática do mercado, levando em conta o risco/desempenho provável do cenário.

Vacância: Os percentuais de vacância utilizados nos fluxos foram estimados de acordo com a vacância atual e histórica, considerando, inclusive, as negociações em andamento para a ocupação de algumas lojas.

Inadimplência: Utilizamos no fluxo de caixa, percentuais estimados, os quais foram projetados para os próximos anos, de acordo com o desempenho

histórico e atual e das negociações com os lojistas visando à diminuição desse encargo para o empreendedor.

Áreas: Uma vez que seria inviável se proceder a aferição das áreas mencionadas pela administração do empreendimento, assumimos que estas estão corretas e refletem a realidade existente no local.

Condições Gerais

Certificamos que, de acordo com a nossa melhor prática, os fatos e evidências contidos neste relatório são verdadeiros e estão sujeitos às condições e limitações descritas a seguir.

1. A CBRE declara e garante não ter qualquer controle ou participação, inclusive financeira, nas decisões sobre a administração e locação das áreas do imóvel avaliado, ressaltando que não existe qualquer garantia de que os valores de aluguel, receitas do imóvel e/ou despesas projetados serão efetivamente realizados.
2. O laudo de avaliação não faz qualquer tipo de julgamento sobre a capacidade de qualquer locatário específico cumprir sua obrigação de pagar os valores da locação e/ou os custos e taxas relativas à ocupação do imóvel avaliado.
3. Todas as análises, opiniões, premissas e estimativas deste estudo foram elaboradas e adotadas dentro do contexto de mercado e conjuntura econômica na data da realização deste relatório. Havendo modificações do cenário econômico ou mercadológico, poderá haver alterações significativas nos resultados informados e conclusões deste trabalho.
4. Não foram consideradas quaisquer despesas de venda nem de tributação que possam surgir em caso de alienação. Do mesmo modo não foram consideradas despesas de aquisição em nossa avaliação.
5. Não consideramos qualquer saldo pendente de hipotecas, empréstimos ou quaisquer outras dívidas que possam existir para com o imóvel, sejam em termos de principal ou dos juros relativos ao mesmo.
6. Não consideramos quaisquer acordos entre empresas ou quaisquer obrigações ou outros encargos.
7. Não foram considerados quaisquer incentivos fiscais ou de outra natureza por parte dos governos Federal, Estadual ou Municipal. Foi assumido que o imóvel cumpre os requisitos da legislação em vigor quanto à saúde e segurança, encargos trabalhistas e responsabilidade civil.
8. Todos os cálculos são baseados na análise das qualificações físicas da propriedade em estudo e de informações diversas levantadas no mercado, que são tratadas adequadamente para serem utilizadas na determinação do valor do respectivo imóvel. Os detalhes da propriedade em que cada avaliação se baseia são os estabelecidos no presente relatório.
9. Diversas premissas adotadas para a elaboração do laudo de avaliação foram (i) passadas para nós pelo proprietário do imóvel e/ou pela administradora do shopping; e (ii) elaboradas por terceiros, inclusive fundações, entidades governamentais e outras pessoas, naturais ou jurídicas, públicas ou privadas. Não faz parte do escopo deste trabalho a realização de uma *due diligence* de tais premissas, inclusive de informações e documentos recebidos de nossos clientes ou terceiros. Deste modo, ao adotá-las como base, a CBRE presume sua veracidade e completude, sem fazer qualquer tipo de verificação prática. Cabe ao potencial

investidor a verificação da veracidade e adequação de todos os documentos e informações utilizadas.

10. Se algum dos dados ou hipóteses em que a avaliação se baseou for posteriormente considerado como incorreto, os valores de avaliação também podem ser e devem ser reconsiderados.
11. Todas as medidas, áreas e idades citadas em nosso relatório são aproximadas.
12. Na falta de qualquer informação em contrário, a CBRE assumiu que:
 - (a) Não existem condições do solo anormais nem vestígios arqueológicos presentes que possam afetar adversamente a ocupação, atual ou futura, e o desenvolvimento ou o valor do imóvel;
 - (b) Atualmente não há conhecimento de materiais nocivos ou perigosos ou tecnicamente suspeitos, que tenham sido utilizados na construção do imóvel;
 - (c) O imóvel possui um título firme e alienável, livre de qualquer ônus ou restrições;
 - (d) Todas as edificações foram concebidas antes de qualquer controle de planejamento, ou de acordo com a legislação de uso e ocupação, com as devidas licenças de construção, permanente ou direitos de uso existentes para a sua utilização corrente;
 - (e) O imóvel não é adversamente afetado por propostas de planejamento urbano;
 - (f) Todas as edificações cumprem os requisitos estatutários e de autoridades legais, incluindo normas construtivas, de segurança contra incêndio, salubridade e segurança.
13. A elaboração do laudo de avaliação não configura uma recomendação de compra ou venda do imóvel avaliado, seja pelo valor apontado no laudo, ou por qualquer outro valor. A decisão sobre uma transação de compra e venda do imóvel e sobre o valor a ser transacionado é de responsabilidade da parte compradora e negociação com a vendedora do mesmo.
14. Ressaltamos que a CBRE não tem qualquer tipo de controle ou exerce qualquer tipo de influência sobre as decisões tomadas antes, durante e depois da entrega do imóvel avaliado e, portanto, sua responsabilidade fica limitada apenas à elaboração do laudo de avaliação, com base nas informações de mercado disponíveis naquele momento e demais condições informadas neste laudo.

Pressupostos Gerais

Sem prejuízo das demais reservas realizadas pela CBRE no laudo de avaliação, as seguintes premissas devem ser consideradas:

1. No melhor conhecimento da CBRE, todas as informações e documentos recebidos para análise são verdadeiros, corretos, completos e suficientes para elaboração do documento apresentado.
2. As projeções, estimativas e declarações futuras constantes do laudo de avaliação têm por embasamento, em grande parte, expectativas atuais, estimativas sobre eventos futuros e tendências que afetam ou podem potencialmente vir a afetar os negócios, o setor de atuação e a situação financeira dos empreendimentos em que investir. Estas estimativas e declarações estão sujeitas a diversos riscos, incertezas e suposições e são feitas com base nas informações de que atualmente dispomos.
3. As palavras “acredita”, “pode”, “poderá”, “estima”, “continua”, “antecipa”, “pretende”, “espera” e expressões similares têm por objetivo identificar projeções, estimativas e declarações futuras. As projeções, estimativas e declarações futuras contidas neste documento referem-se apenas à data em que foram expressas, sendo que não temos a obrigação de atualizar ou rever quaisquer dessas estimativas em razão da ocorrência de nova informação, de eventos futuros ou de quaisquer outros fatores. Essas estimativas envolvem riscos e incertezas e não consistem em garantia de um desempenho futuro. Os reais resultados ou desenvolvimentos podem ser substancialmente diferentes das expectativas descritas nas estimativas e declarações futuras. Tendo em vista os riscos e incertezas envolvidos, as estimativas e declarações acerca do futuro constantes deste documento podem não vir a ocorrer e, ainda, os resultados futuros e desempenho dos empreendimentos podem diferir substancialmente daqueles previstos em nossas estimativas. Por conta dessas incertezas, o investidor não deve se basear nessas estimativas e declarações futuras para tomar uma decisão de investimento.
4. O conteúdo do laudo de avaliação não constitui qualquer tipo de opinião ou recomendação de investimento ou transação. Os proprietários do imóvel avaliado não estão vinculados às conclusões da CBRE para tomar suas decisões com relação ao mesmo.
5. A CBRE não assume qualquer responsabilidade, direta ou indireta, (i) pelas assunções feitas em âmbito do laudo de avaliação, inclusive em hipóteses de cenários ideais exemplificativos de possíveis resultados provenientes de operações com o imóvel avaliado, e (ii) pelo retorno do investimento no imóvel.
6. A CBRE não assume qualquer responsabilidade, direta ou indireta, civil ou administrativa, por qualquer tipo de perda ou prejuízo resultante da interpretação de informações contidas no laudo de avaliação.

DISPOSIÇÕES FINAIS

Independência

Ressaltamos que a relação entre a CBRE e a GENERAL SHOPPING BRASIL não afeta a independência e a objetividade deste trabalho.

Atestamos que não temos interesse presente ou futuro no imóvel objeto de análise deste trabalho e que nem os honorários ou quaisquer outros custos relacionados à execução desta avaliação estão condicionados a nossa opinião de valor sobre o imóvel aqui expressa.

Conflito de Interesses

Não temos conhecimento de qualquer conflito de interesses que possa influenciar este trabalho.

Responsabilidade

Este relatório é de uso exclusivo da parte a quem se dirige e para o fim específico aqui definido, não aceitando qualquer responsabilidade atribuída a terceiros à totalidade ou parte de seu conteúdo.

Publicação

Nenhuma parte do nosso relatório, nem quaisquer referências, pode ser incluída em qualquer documento, circular ou declaração nem publicadas em qualquer forma sem a nossa autorização prévia por escrito da forma e contexto em que ele aparecerá.

Atenciosamente,

Odemir J. R. Vianna

CREA N.º 172.783/D

Diretor

Para e em nome de

CBRE Consultoria do Brasil Ltda.

T: + 55 11 5185 4684

E: odemir.vianna@cbre.com.br

Luciano P. Tonon Júnior

Engenheiro Civil

Consultor

Para e em nome de

CBRE Consultoria do Brasil Ltda.

T: + 55 11 5185 4684

E: luciano.tonon@cbre.com.br

RELATÓRIO DE VALORAÇÃO

1

ANÁLISE DO IMÓVEL

1.1 CARACTERÍSTICAS DO IMÓVEL

1.1.1 Localização

O imóvel está localizado à Avenida Juscelino Kubitschek, nº 5308, bairro Jardim Albertina, município de Guarulhos, estado do São Paulo.

O mapa de localização está anexado ao Apêndice A do presente relatório.

1.1.2 Situação

O imóvel está situado no distrito do Bonsucesso do município de Guarulhos, na quadra delimitada pelas Avenidas Juscelino Kubitschek e Jorge Amado.

Como referência, o imóvel está a:

- 1,0 km da Rodovia Presidente Dutra;
- 1,2 km da Universidade Federal de São Paulo (UNIFESP – Campus Guarulhos);
- 5,0 km da Rodovia Ayrton Senna da Silva;
- 10,0 km do Aeroporto Internacional de Guarulhos;
- 18,0 km do centro de Guarulhos;

A planta de situação está anexada ao Apêndice A.

1.1.3 Ocupação Circunvizinha

O imóvel está localizado no distrito de Bonsucesso, na região leste do município de Guarulhos. A região possui perfil misto entre industrial, comercial e residencial, prevalecendo o uso industrial nos locais próximos à Rodovia Presidente Dutra.

No entorno imediato do empreendimento, a ocupação predominante é de indústrias e residências de baixo padrão. Destaque também para a Universidade Federal de São Paulo – Campus Guarulhos, localizada a cerca de 1,0 km do imóvel.

1.1.4 Melhoramentos Urbanos

O local é servido por rede de abastecimento de água, de energia elétrica, de esgoto, de comunicações, conservação de vias públicas, limpeza pública, ruas pavimentadas, iluminação pública, coleta de lixo e entrega postal.

1.1.5 Comunicações

Quanto à malha de transportes, o imóvel encontra-se próximo à Rodovia Presidente Dutra, importante via de ligação da cidade de Guarulhos com outros bairros da cidade, bem como ligação fácil e rápida com a cidade de São Paulo. Além disso, a região aguarda o início da obra viária do Trevo do Bonsucesso, cuja reformulação melhorará a fluidez de veículos.

Quanto ao transporte urbano, a região é servida de linhas de ônibus, que ligam a região aos demais bairros de Guarulhos e municípios vizinhos.

Quanto ao transporte aéreo, o Aeroporto Internacional de Guarulhos está localizado a cerca de 10 km do imóvel, funcionando com voos domésticos e internacionais.

1.1.6 Descrição

O Shopping Bonsucesso foi inaugurado em 5 de maio de 2006. Conta atualmente com 109 lojas em operação distribuídas em um único piso, sendo 1 hipermercado (Tenda Atacado), 6 âncoras (Marisa, Lojas Marabraz, Casas Bahia, Mais Valdir, C&A e Lojas Americanas), 1 cinema de bandeira Circuito Cinemas com 6 salas, 1 megaloja (Centauro), 1 loja de lazer (Pikoki Diversões), e 99 lojas satélites.

Além disto, o empreendimento conta com 26 LUCs vagos que totalizam 1.006,64 m².

As fotografias do imóvel estão anexadas ao Apêndice B.

a. Instalações e Equipamentos

Circulação Vertical

- 3 elevadores inativos.

Sistema de Ar Condicionado

- Sistema central de ar condicionado com capacidade para 510 TRs.

Sistema Hidráulico e de Combate a Incêndio

- Consumo médio de 5.000 m³, com reserva de 500m³ para combate a incêndio;
- Rede de sprinklers, extintores e hidrantes.

Sistema de Abastecimento de Energia Elétrica

- Consumo médio de 1 MWh.

b. Vagas de Estacionamento

O imóvel possui 649 vagas demarcadas, o que representa uma relação de vagas por ABL de cerca de 1:37.

1.1.7 Áreas

Não foi realizada a medição do imóvel, porém, como mencionado, nós confiamos nas informações que nos foram fornecidas pela contratante.

A área do terreno do imóvel possui 87.932,25 m², sendo que, de acordo com dados fornecidos pelo cliente, o shopping center possui 35.080,86 m² de área construída.

De acordo com as informações coletadas junto à Administração, a ABL média do empreendimento em 2012 estava distribuída da seguinte forma:

Segmento	ABL (m²)
Âncoras	11.956,47
Megalojas	0,00
Vestuário	3.850,68
Artigos do Lar	0,00
Artigos Diversos	3.038,41
Alimentação	1.242,25
Lazer	1.998,72
Conveniência/Serviços	1.467,85
Outros	0,00
Lojas Vagas	914,95
TOTAL	24.469,32

1.1.8 Estado de Conservação

Verificamos no local que, de modo geral, o imóvel encontra-se em bom estado de conservação, não necessitando de reparos emergenciais.²

1.1.9 Questões Ambientais

Nós não realizamos investigações de usos anteriores, no imóvel ou quaisquer adjacentes, para verificar se existe qualquer possibilidade de contaminação de tais utilizações ou locais, ou outros fatores de risco ambientais e, por isso, assumimos que não haja risco nenhum.³

1.1.10 Projetos de Expansão

Não nos foram disponibilizados quaisquer dados a respeito de novos projetos de expansão para o imóvel em análise.

² A CBRE não foi instruída a verificar as condições estruturais das construções ou de suas fundações, nem testamos os equipamentos e serviços anteriormente mencionados. Não temos razões para suspeitar de que exista algum problema sério, mas não podemos responder por esses aspectos e suas possíveis implicações. Nós consideramos apenas a vistoria limitada ao propósito desta avaliação.

³ A CBRE não foi instruída a fazer investigações em relação à presença ou potencial de contaminação do terreno ou edifício ou a presença potencial de outros fatores de risco ambiental.

1.2 PLANEJAMENTO URBANO

1.2.1 Uso e Ocupação do Solo

Por se tratar de um imóvel já construído e em funcionamento e por não termos sido instruídos a pesquisar informações legais sobre o uso e ocupação do solo para o imóvel em análise, consideramos que as construções ali existentes estejam em conformidade com a legislação atual, e/ou da época de sua edificação, e que eventuais irregularidades já estejam em processo de regularização. Não temos conhecimento de quaisquer problemas que possam ter impacto negativo sobre o valor do imóvel.

1.3 CONSIDERAÇÕES LEGAIS

1.3.1 Titulação

De acordo com os dados prestados pela contratante, a General Shopping Brasil era proprietária de 100,00% do imóvel em análise na data de 31 de dezembro de 2012.

Salientamos que não foram feitas investigações sobre a situação atual da documentação, considerando-se, portanto, como correta e de conhecimento do proprietário.

Para este trabalho, assumiremos a ausência de quaisquer dívidas, dúvidas ou ônus que pudessem vir a interferir na determinação do valor de mercado do imóvel.

1.3.2 Dispêndios

Não foram feitas investigações sobre a situação atual do IPTU (Imposto sobre a Propriedade Predial e Territorial Urbana) do imóvel em análise.

Para este trabalho, assumiremos que o cliente tem total conhecimento da situação fiscal do imóvel e que não existem quaisquer pendências fiscais em relação ao imóvel que possam impedir ou afetar o seu valor de venda.

1.4 ANÁLISE DE DESEMPENHO

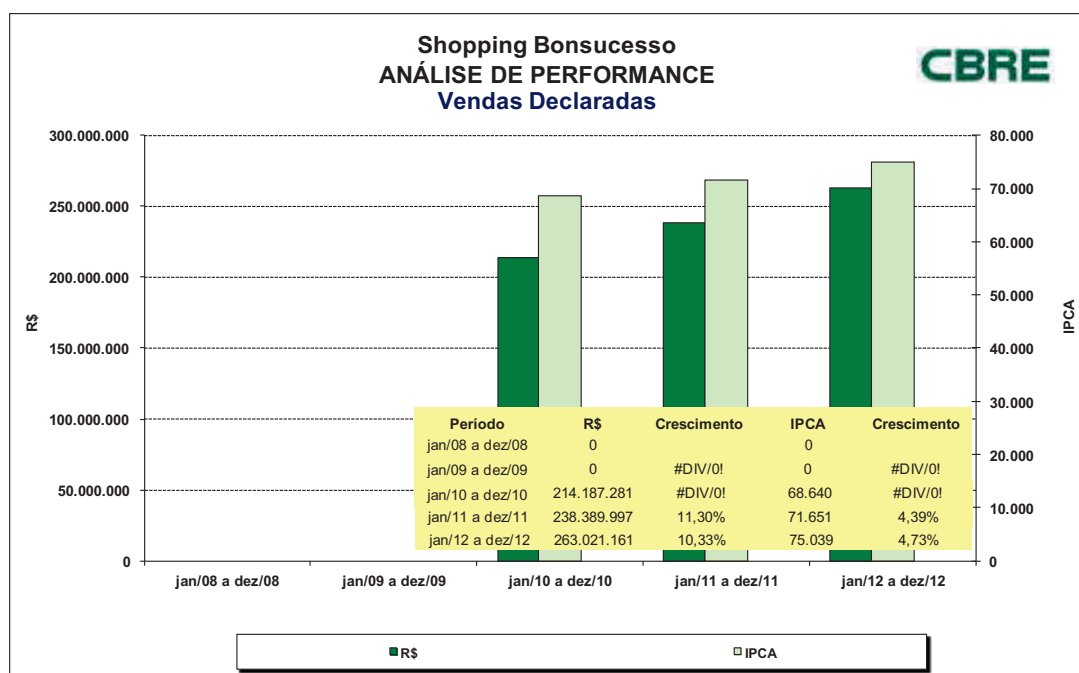
Esta etapa do trabalho tem por objetivo analisar o desempenho financeiro do empreendimento, sua *performance* quanto às vendas, aos aluguéis praticados e outras fontes de receitas e às despesas, o que nos dará subsídios para as análises de valor.

Buscamos identificar as informações da maneira mais detalhada possível e em termos gerais, as informações fornecidas foram suficientes para atingir grau de precisão que pode ser considerado aceitável.

Os dados aqui expostos provêm do cruzamento das informações prestadas pela administração do Shopping Center e, também, pelo empreendedor do empreendimento. Recebemos os dados do shopping para os últimos 3 anos, desde janeiro de 2010.

1.4.1 Vendas Declaradas

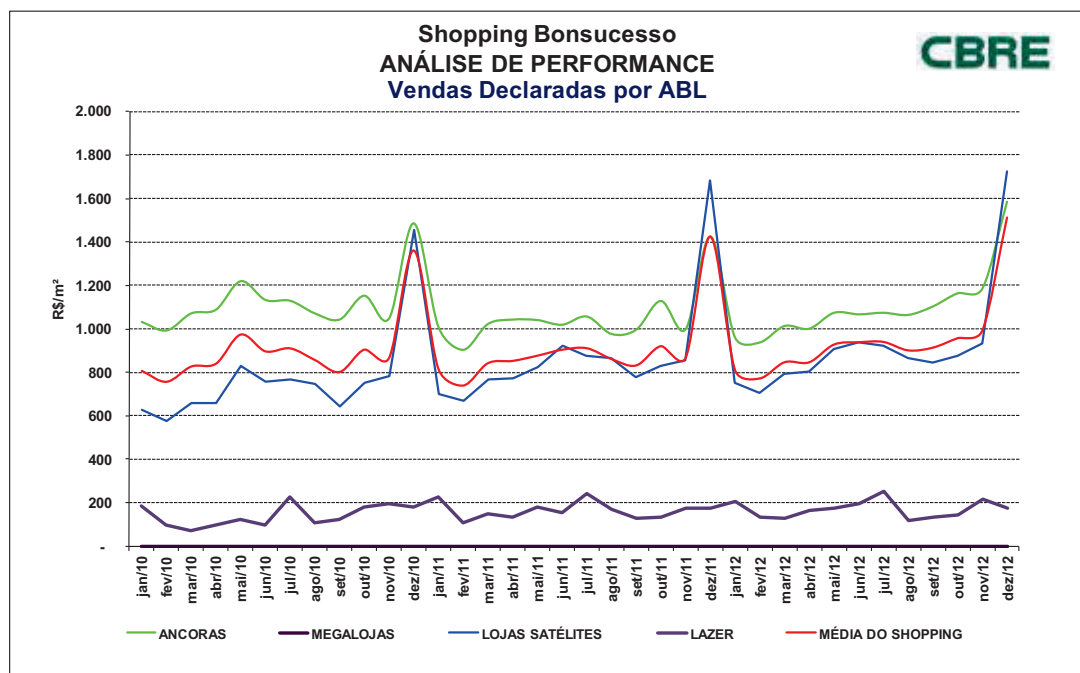
O gráfico a seguir ilustra a evolução das vendas globais declaradas de operação do empreendimento nos últimos 3 anos analisados:



O quadro a seguir mostra a média do desempenho de vendas por segmento, nos últimos 12 meses:

VENDAS DECLARADAS	Média Nominal (R\$)	Média Atualizada (pelo IPCA) (R\$)	Média Nominal (R\$/m²)	Média Atualizada (pelo IPCA) (R\$/m²)
Âncoras	12.902.533	13.161.088	1.079	1.101
Megalojas	0	0	-	-
Vestuário	2.861.833	2.912.169	743	756
Artigos do Lar	0	0	-	-
Artigos Diversos	2.730.866	2.785.234	899	917
Alimentação	2.120.113	2.162.423	1.707	1.741
Lazer	331.556	338.592	166	169
Conveniência/Serviços	962.723	981.824	656	669
Outros	8.806	9.164	-	-
TOTAL	21.918.430	22.350.493	931	949

O gráfico a seguir apresenta a variação das vendas por m² durante os 36 meses analisados, atualizadas pelo IPCA:



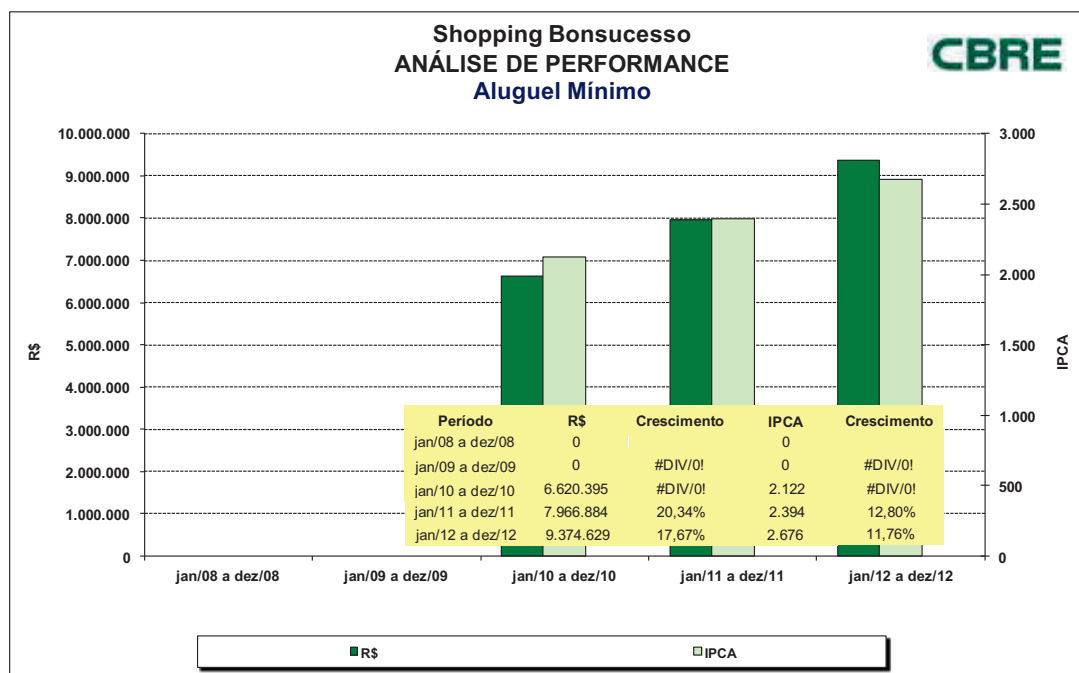
Nota: Evidentemente, o peso do IPCA sobre os dados de vendas, receitas e despesas pode, em muitas ocasiões, ser mais crítico do que a realidade. Mesmo assim, para esta análise, considera-se que toda a inflação do período tivesse sido repassada incondicionalmente aos preços, mês a mês, e que, como sabemos, não ocorre na realidade.

Por isso, procuramos ser coerente em nossas análises, de forma a não penalizar ou beneficiar o empreendimento nas projeções futuras, embasados apenas nos dados históricos convertidos por este índice.

1.4.2 Receitas dos Proprietários

a. Aluguel Mínimo

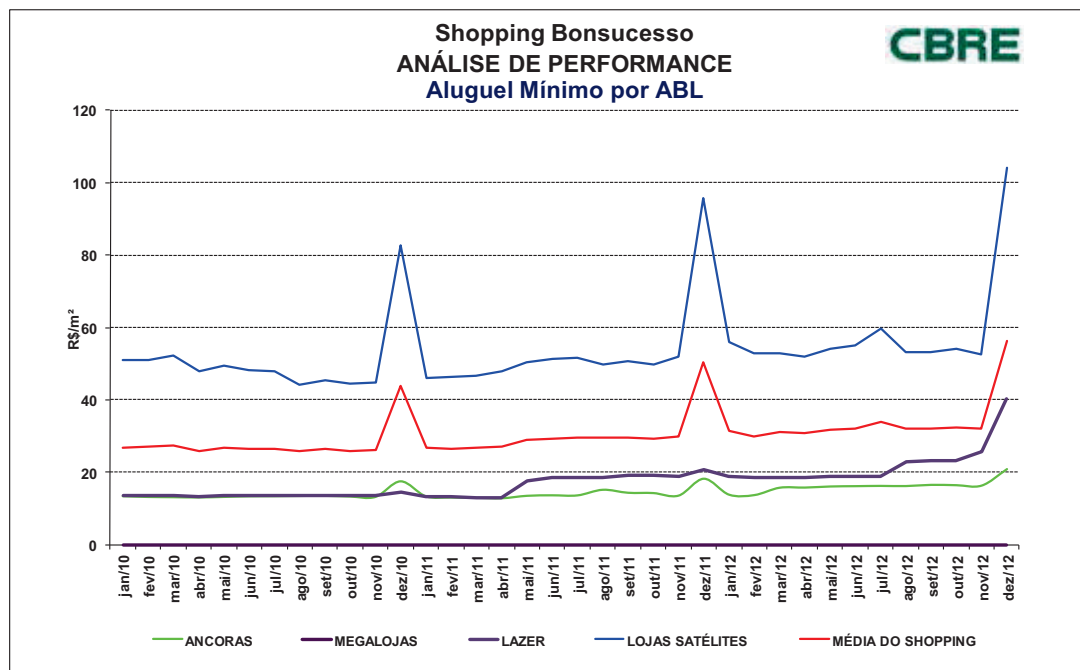
O gráfico a seguir ilustra a evolução do faturamento com aluguel mínimo no empreendimento nos últimos 3 anos analisados:



O quadro a seguir mostra a média do desempenho de faturamento com aluguel mínimo por segmento, considerando os últimos 12 meses analisados:

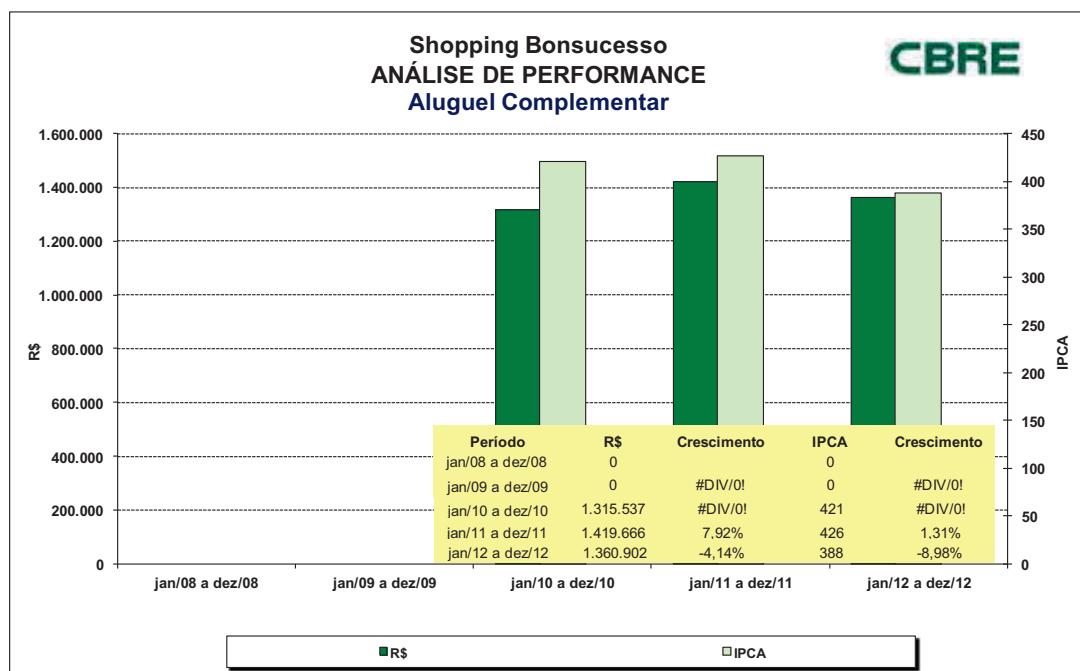
ALUGUEL MÍNIMO	Média Nominal (R\$)	Média Atualizada (pelo IPCA) (R\$)	Média Nominal (R\$/m²)	Média Atualizada (pelo IPCA) (R\$/m²)
Âncoras	188.658	192.536	15,78	16,10
Megalojas	0	0	-	-
Vestuário	245.770	250.688	63,82	65,10
Artigos do Lar	0	0	-	-
Artigos Diversos	111.214	113.563	36,60	37,38
Alimentação	104.536	106.541	84,15	85,76
Lazer	43.704	44.515	21,87	22,27
Conveniência/Serviços	87.032	88.767	59,29	60,47
Outros	306	316	-	-
TOTAL	781.219	796.926	33,17	33,83

O gráfico a seguir apresenta a variação do faturamento com aluguel mínimo por m² de ABL durante os 36 meses analisados, atualizadas pelo IPCA:



b. Aluguel Complementar

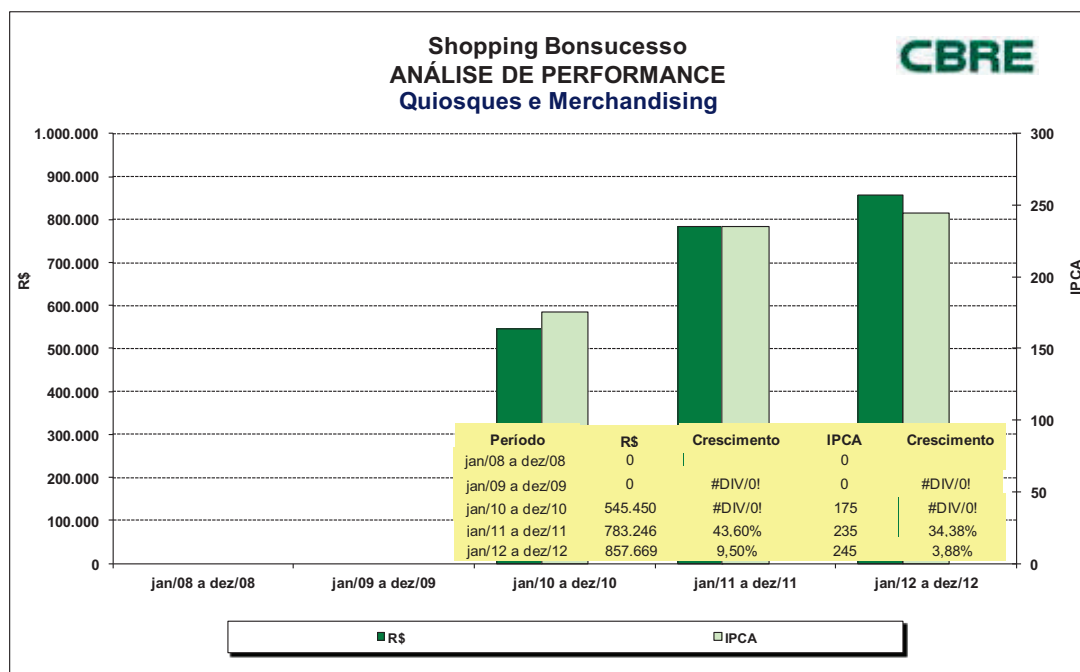
O gráfico a seguir ilustra a evolução do faturamento com aluguel complementar no empreendimento nos últimos 3 anos analisados:



c. Quiosques & Merchandising

Este tipo de receita refere-se ao faturamento do empreendimento a título de locação de quiosques temporários e de espaços destinados à propaganda.

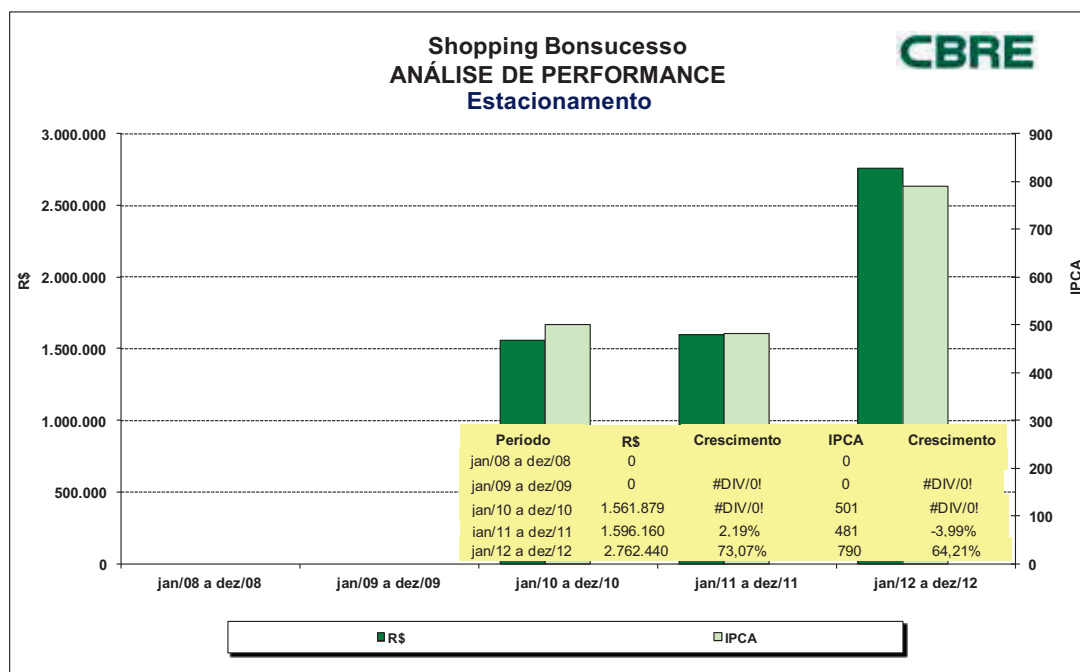
O gráfico a seguir ilustra a evolução do faturamento com quiosques e merchandising no empreendimento nos últimos 3 anos analisados:



d. Estacionamento

A receita de estacionamento aqui considerada refere-se à receita líquida de estacionamento efetivamente distribuída aos proprietários do shopping center, ou seja, corresponde à receita bruta do estacionamento descontada de todas as despesas de operação do mesmo, inclusive da remuneração do operador e de qualquer tipo de acordo de distribuição de valores para o condomínio do empreendimento ou para qualquer outra finalidade, quando cabível.

O gráfico a seguir ilustra a evolução do faturamento com estacionamento no empreendimento nos últimos 3 anos analisados:

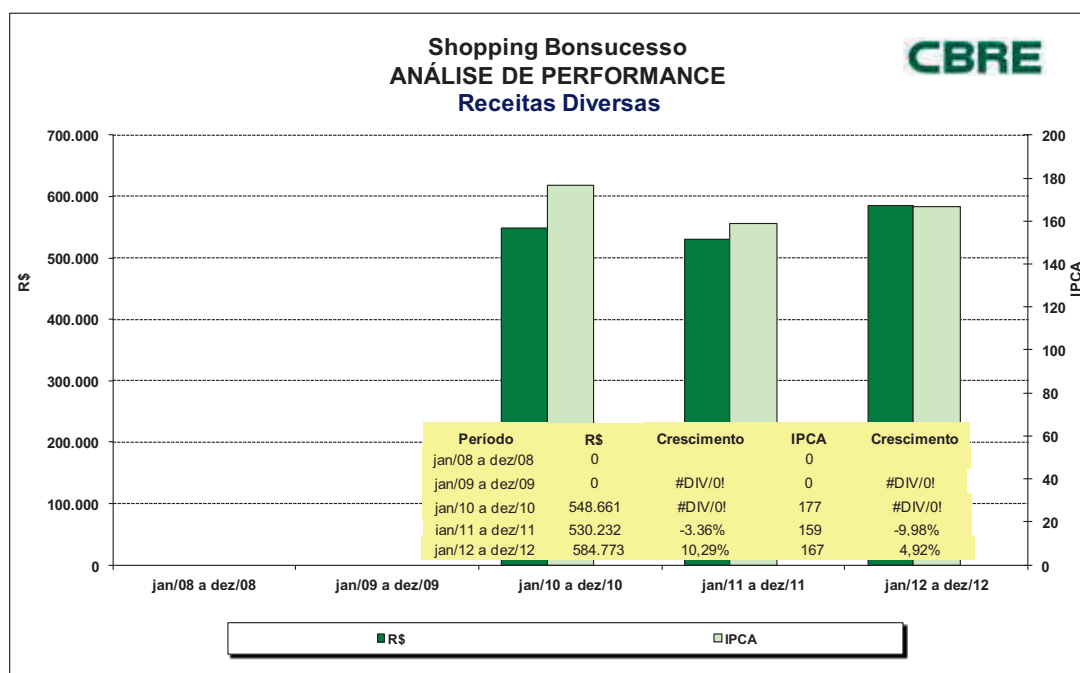


e. Receitas Diversas

Em receitas diversas estão incluídas todas as outras receitas do shopping center, as quais podem incluir, entre outras:

- ✓ Receitas de CDU;
- ✓ Taxas de transferência;
- ✓ Recebimentos de pagamentos de juros, multas e moras;
- ✓ Outras receitas em geral.

O gráfico a seguir ilustra a evolução do faturamento com receitas diversas no empreendimento nos últimos 3 anos analisados:

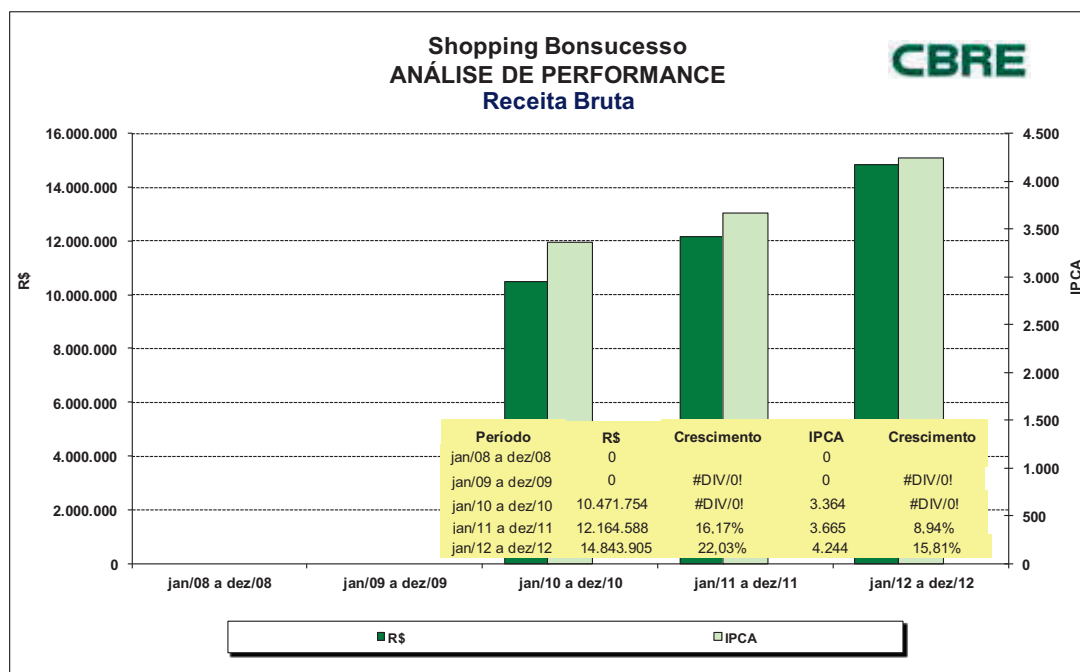


f. Receita Bruta

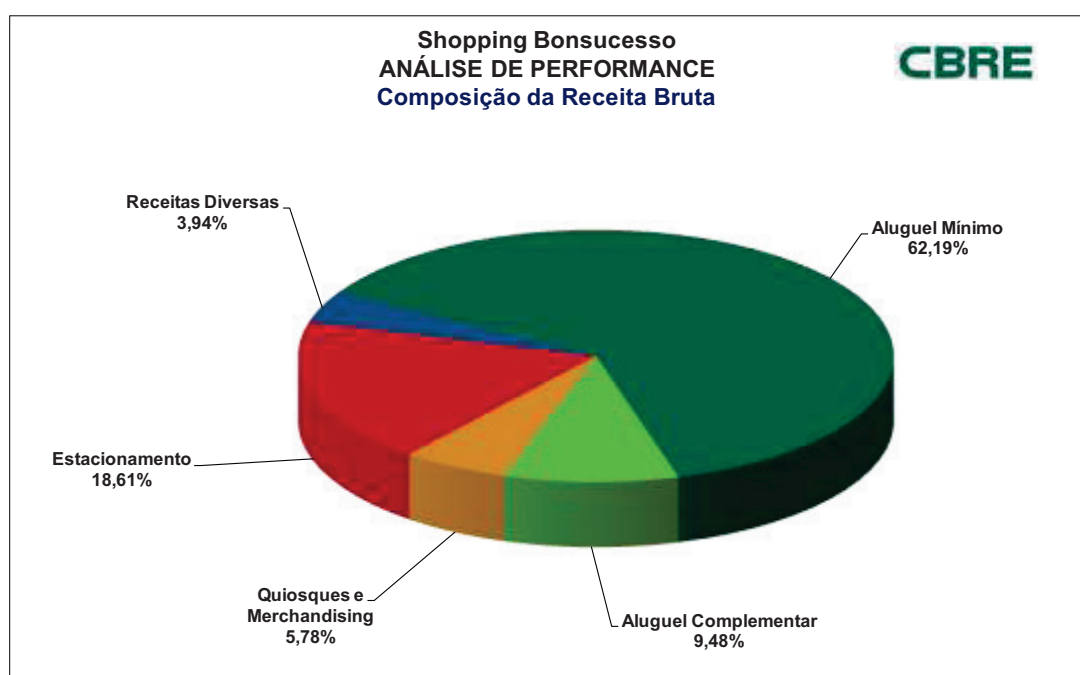
A receita bruta do empreendimento corresponde à receita total gerada pelo shopping center, sendo representada pela soma dos seguintes itens:

- ✓ Aluguel mínimo;
- ✓ Aluguel complementar;
- ✓ Quiosques & Merchandising;
- ✓ Estacionamento;
- ✓ Receitas Diversas.

O gráfico a seguir ilustra o desempenho das receitas brutas do empreendimento nos últimos 3 anos.



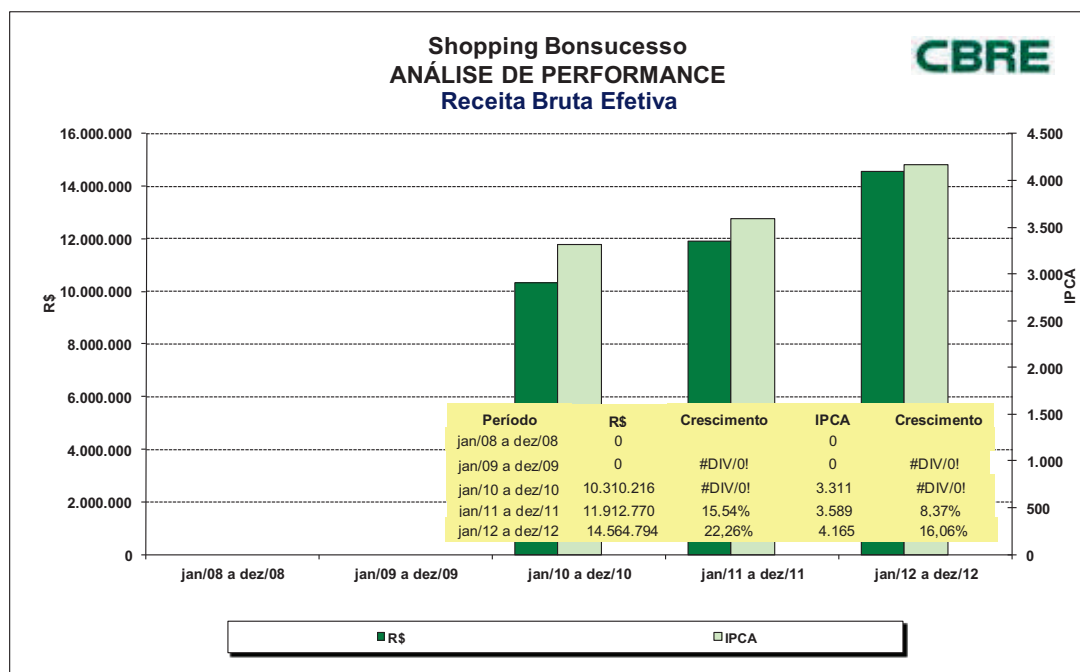
O gráfico a seguir mostra a composição da receita bruta total do shopping center, considerando o último período de 12 meses analisado.



g. Receita Bruta Efetiva

A receita bruta efetiva do empreendimento corresponde à receita bruta gerada pelo shopping center, conforme apresentada no item anterior, descontada da perda de receita causada por inadimplemento no empreendimento.

O gráfico a seguir ilustra o desempenho das receitas brutas efetivas do empreendimento nos últimos 3 anos.

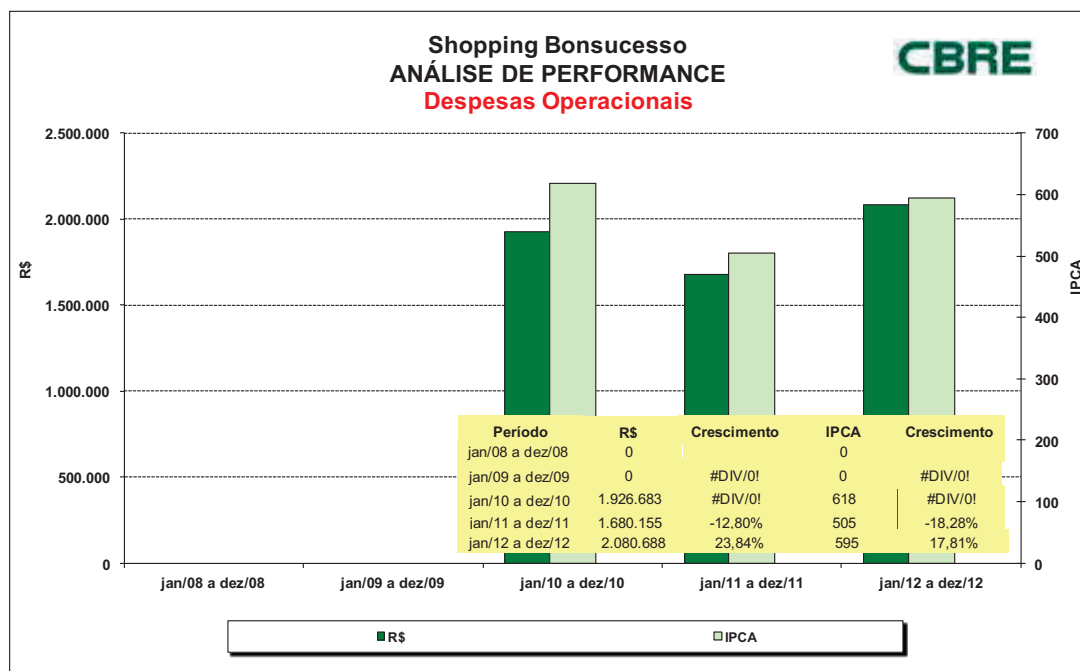


1.4.3 Despesas Operacionais

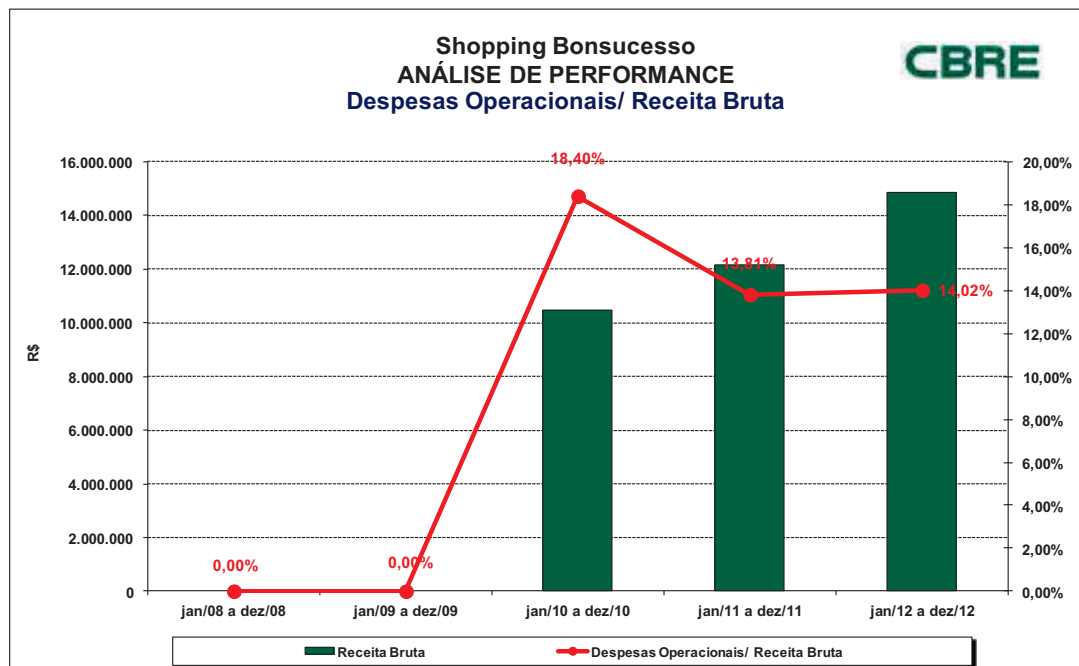
As despesas dos proprietários são aquelas relativas à operação do empreendimento não contempladas pelo custo do condomínio, à exceção das lojas vagas. As despesas dos proprietários podem ser assim divididas:

- ✓ Encargos com Lojas Vagas (custo de condomínio + FPP + IPTU);
- ✓ FPP estatutário;
- ✓ Taxa de Administração;
- ✓ Despesas Diversas.

O gráfico a seguir ilustra a evolução das despesas gerais para os empreendedores.



O gráfico a seguir mostra o histórico da relação entre as despesas e receitas do shopping center.

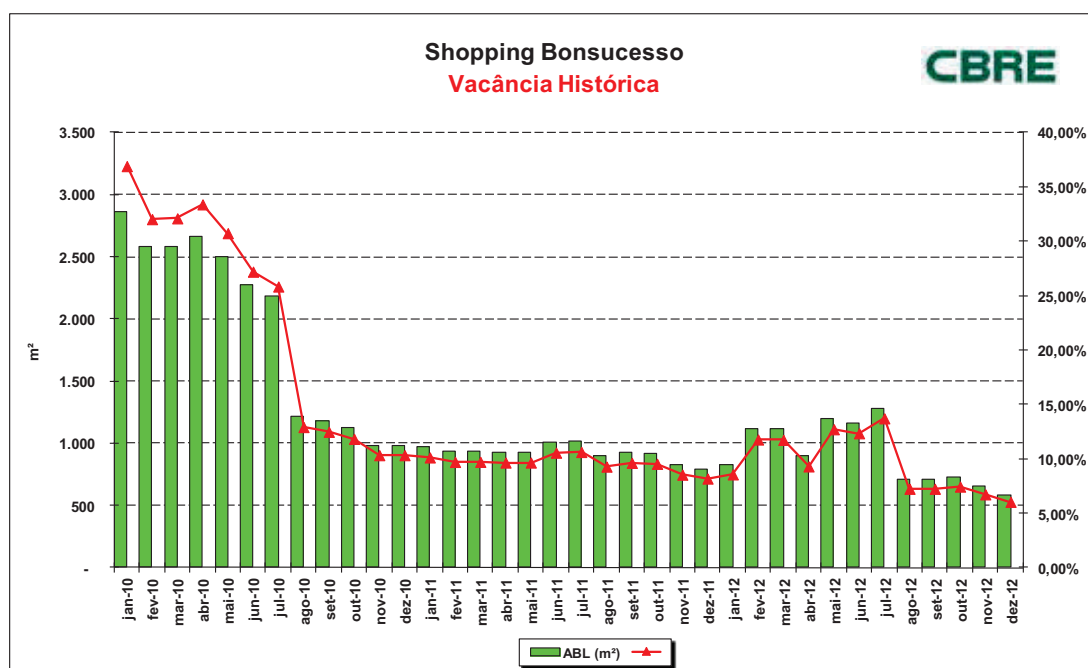


Em termos gerais, as despesas totais encontram-se em um patamar em torno de 14% das receitas.

1.4.4 Taxa de Vacância

A vacância média do empreendimento no último período de 12 meses analisado (jan/12 a dez/12) foi de 914,95 m² ou 9,57%, considerando a relação área vaga/total satélites.

O gráfico a seguir mostra a variação da Taxa de Vacância no empreendimento.



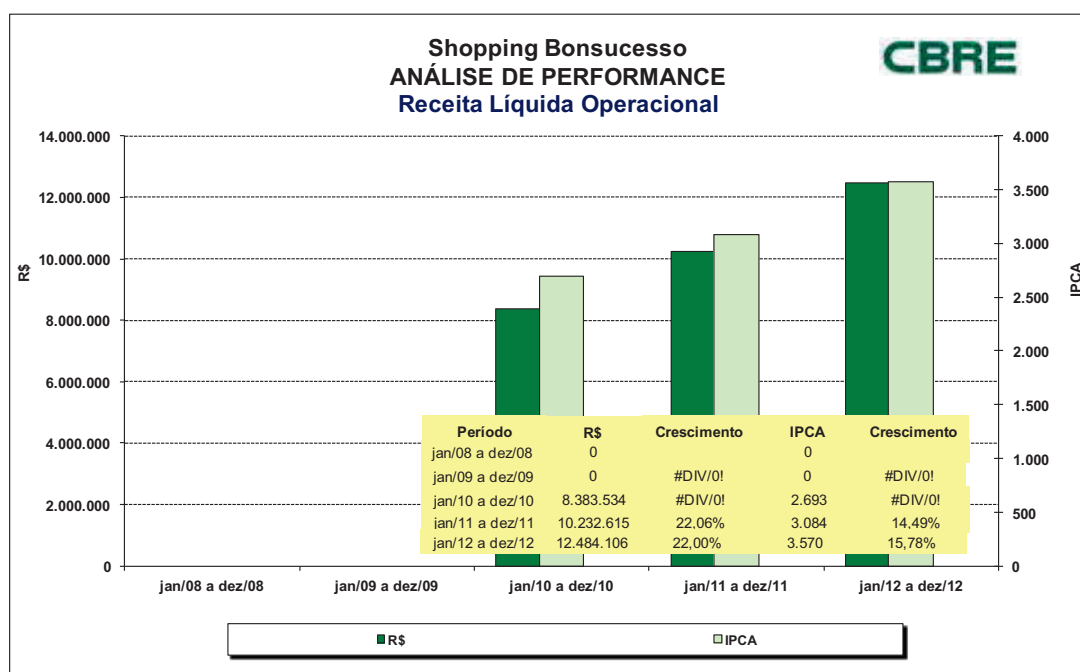
1.4.5 Taxa de Administração

A administração do empreendimento está a cargo da própria General Shopping Brasil sendo que, de acordo com esta, o valor da taxa de administração cobrada dos empreendedores corresponde a 5% da receita líquida operacional.

Em termos gerais, percentuais da Taxa de Administração entre 4% e 6% sobre a Receita Bruta Efetiva são considerados normais no mercado de shopping center.

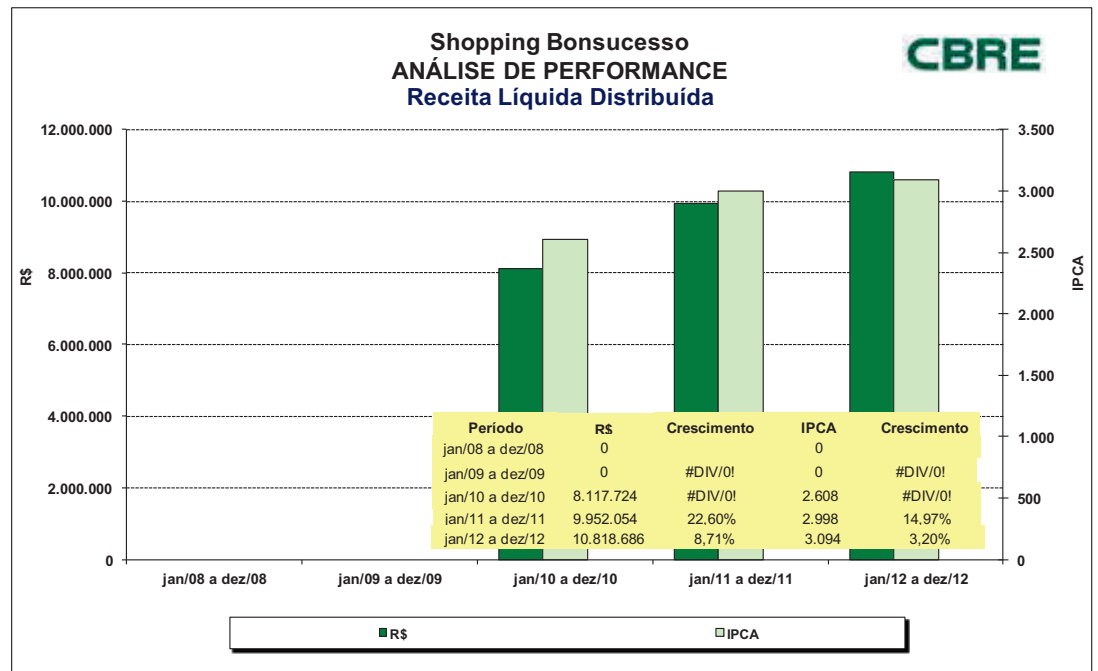
1.4.6 Receita Líquida Operacional e Distribuída

A receita líquida operacional do empreendimento corresponde ao valor da sua receita bruta efetiva descontada das despesas operacionais. O gráfico a seguir ilustra a evolução da Receita Líquida nos últimos períodos analisados.



Nos últimos 12 meses, a receita líquida mensal média está em torno de R\$ 42,52/m² de ABL total. Em valores corrigidos pela inflação, a distribuição corresponde a uma média de R\$ 43,46/m² de ABL por mês.

Já a receita líquida distribuída representa o resultado financeiro final do empreendimento, ou seja, corresponde à receita líquida operacional descontada dos valores pagos a título de comissão de locação de lojas e de investimentos realizados pelo empreendedor do shopping center.



Nos últimos 12 meses, a receita líquida distribuída mensal média está em torno de R\$ 36,84/m² de ABL total. Em valores corrigidos pela inflação, a distribuição corresponde a uma média de R\$ 37,66/m² de ABL por mês.

2

CONDIÇÕES DE MERCADO

2.1 MERCADO DE SHOPPING CENTERS

O mercado de shopping centers tem se desenvolvido muito no Brasil nos últimos 20 anos e em termos gerais, a curva de maturação do setor está em franca ascensão.

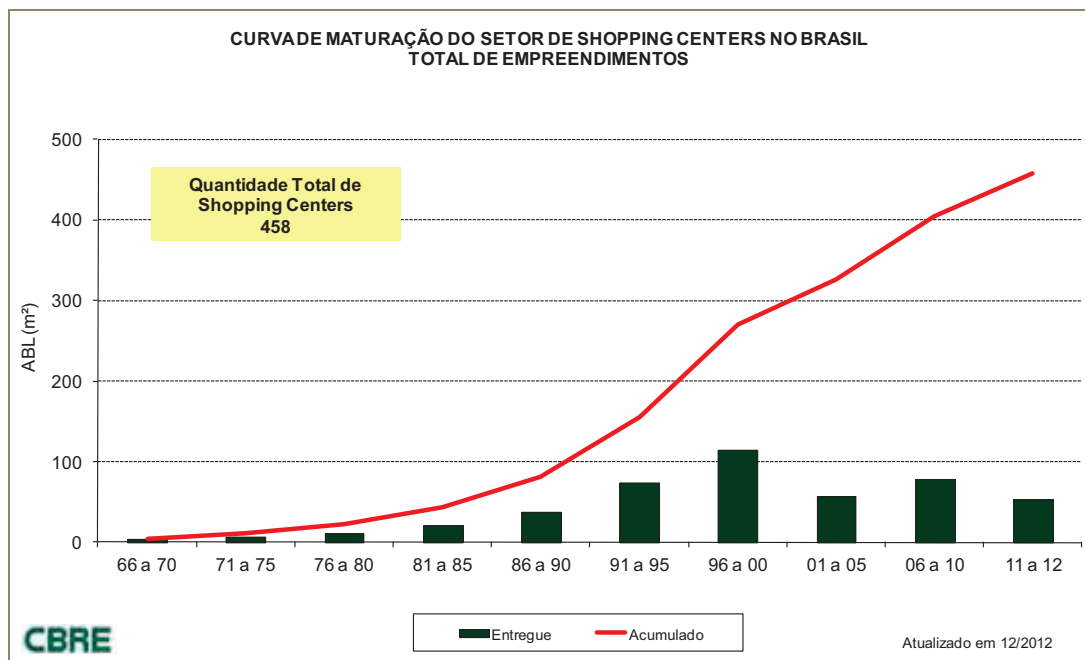
Do ponto de vista de investimento, podemos citar as seguintes vantagens:

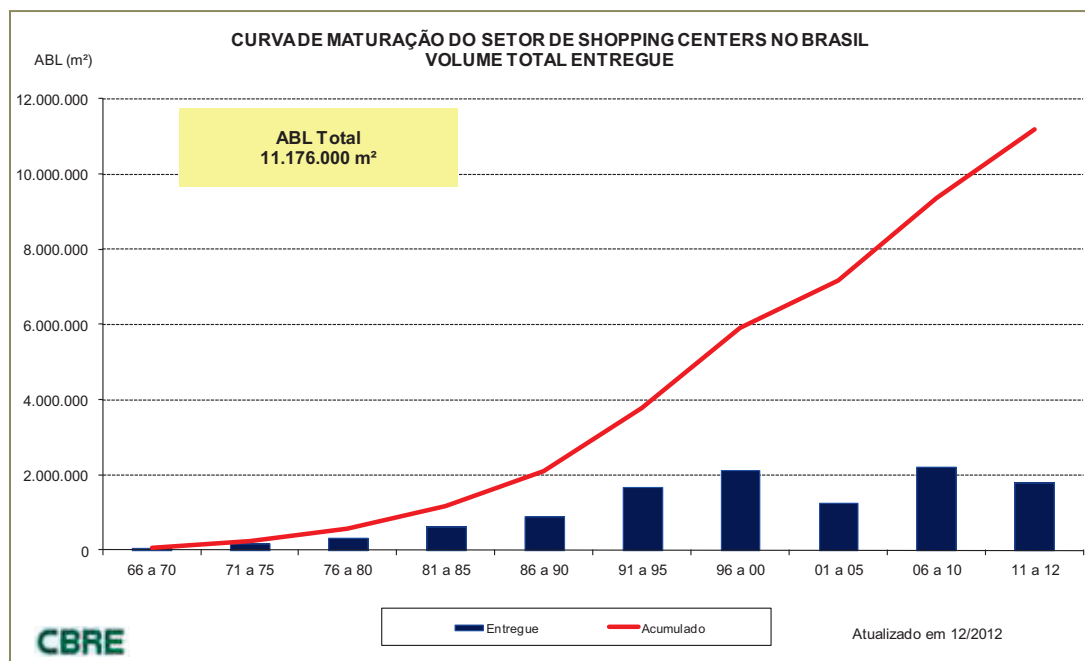
- Existência de ocupantes de boa qualidade;
- Contratos de longo prazo;
- Receita potencial em constante crescimento;
- Baixos custos de administração.

É o tipo de investimento interessante para investidores institucionais, uma vez que a administração é normalmente feita por empresas especializadas, contratadas pelos proprietários e a renda líquida é distribuída mensalmente, sendo que quase todas as despesas são pagas pelo próprio empreendimento, não demandando grande *know-how* destes investidores.

O primeiro shopping center brasileiro foi inaugurado em 1966 (o Shopping Center Iguatemi em São Paulo) e, quatro anos mais tarde, entrou em operação o segundo empreendimento deste tipo – Conjunto Nacional Brasília – na Capital Federal.

Contudo, foi a partir dos anos 80 que o número de shopping centers no Brasil cresceu de forma acentuada, tendo praticamente dobrado a cada cinco anos até o final da década de 90, quando começou a diminuir o ritmo de crescimento, como mostram os gráficos a seguir.





Obs.: A pesquisa contempla shopping centers com, no mínimo, 5.000 m² ABL, já que os exemplos de área menor, invariavelmente, possuem um mercado distinto, muito parecido com aquele de lojas de rua. Além disso, estes shoppings pequenos muitas vezes não possuem áreas de alimentação ou de lazer, ou ainda uma oferta de serviços e estacionamento que possa diferenciá-los das antigas galerias de centros urbanos.

Percebe-se que este mercado teve o desenvolvimento mais acentuado no início da década de 80, com o surgimento de grandes shoppings regionais, como o MorumbiShopping em São Paulo, o Barra Shopping no Rio de Janeiro, o Shopping Center Iguatemi em Porto Alegre, o ParkShopping em Brasília, o Shopping Barra em Salvador, dentre tantos outros.

Em meados da década de 90, observou-se uma segunda onda de crescimento, impulsionado por fatores específicos, entre eles:

- Sucesso de alguns empreendimentos realizados na década de 80;
- A estabilidade econômica oriunda do plano econômico que implantou o Real, a partir de 1994;
- O aumento da carteira dos Fundos de Pensão que, como consequência, aumentou seus investimentos no setor, contribuindo significativamente para o desenvolvimento de novos empreendimentos.

O grande número de inaugurações – quase 200 empreendimentos em 10 anos – elevou o estoque de ABL em mais de 160%, passando de pouco mais de 2 milhões para quase 6 milhões de metros quadrados locáveis.

No entanto, a estagnação dos investimentos institucionais no final dos anos 90 levou a uma diminuição da liquidez deste produto e, consequentemente, à redução do número de novos empreendimentos nos início dos anos 2000.

Colaboraram também para esta desaceleração o alerta surgido pelo insucesso de alguns empreendimentos mal planejados e a saturação do mercado dos grandes centros.

A partir de 2005, o setor ganhou novo impulso em virtude do cenário macroeconômico de estabilidade e crescimento que começou a se apresentar, assim como pela demanda de grupos investidores estrangeiros em volume sem precedentes no segmento.

Como resultado, ocorreu aquisições de participações em diversos empreendimentos e foram apresentadas previsões de lançamento de uma série de novos projetos, além de expansões e reformas dos existentes.

A partir do segundo semestre de 2008, com a deflagração da crise mundial, e durante o ano de 2009, de forma geral, muitos dos novos projetos de shopping centers foram colocados em espera. Apenas projetos que já haviam sido iniciados continuaram a ser desenvolvidos.

Atualmente, com a melhora do cenário econômico-financeiro global, muitos dos grupos investidores de shopping centers retomaram seus projetos de novas inaugurações e expansões de seus empreendimentos.

2.1.1 Classificação de Shopping Centers

Segundo o ICSC – *International Council of Shopping Centers*, os empreendimentos são assim classificados:

- | | |
|--------------------|---|
| Vizinhança: | (2.800 a 13.900 m ² de ABL - população entre 10.000 a 50.000 hab.). É projetado para fornecer conveniência na compra das necessidades do dia-a-dia dos consumidores. Tem como âncora um supermercado apoiado por lojas oferecendo artigos de conveniência. Área primária de 5 minutos; |
| Comunidade: | (9.300 a 32.500 m ² ABL - população entre 50.000 a 250.000 hab.). O shopping comunitário geralmente oferece um sortimento amplo de vestuário e outras mercadorias. Entre as âncoras mais comuns estão os supermercados e lojas de departamentos e descontos. Entre os lojistas do shopping comunitário algumas vezes encontram-se varejistas de <i>off-price</i> vendendo itens como roupas, objetos e móveis para casa, brinquedos, artigos eletrônicos ou para esporte. Área primária de 5 a 10 minutos; |
| Regional: | (37.100 a 74.300 m ² ABL – 200.000 a 500.000 habitantes). Este é o mais difundido no Brasil. Prevê a comercialização de uma linha completa de mercadorias, que inclui vestuário, móveis, eletrodomésticos e outras variedades de produtos; É ancorado por uma ou mais lojas de departamento completas (lojas que oferecem linha completa de vestuário, móveis, eletrodomésticos, artigos esportivos, etc.). Área primária de 8 a 24 minutos. |

Super Regional: (acima 74.300 m² ABL – acima de 500.000 habitantes). Basicamente possui os mesmos serviços do shopping regional, porém com mais variedade e sortimento e um número maior de lojas âncoras. O empreendimento é aglutinado a outros serviços em um *master plan* amplo que pode envolver atividades como escritórios, hotéis, centro médico e residencial. Área primária de 8 a 40 minutos.

No caso da classificação de acordo com o mix do shopping center, a intensa competição no mercado tem produzido segmentações no varejo, resultando em grande variedade de modalidades, altamente especializadas, cada qual tendo como alvo um mercado específico.

Existem outros tipos de shoppings, cuja classificação é feita mais em função do "mix" de lojas do que devido a outros fatores, são eles:

Power Center: formado basicamente por lojas âncoras (80%) e demais satélites (20%); tal modalidade surgiu no Brasil a partir de 1996 e não está ainda muito difundida;

Festival Center: voltado para lazer e turismo. Este tipo de empreendimento é o menos encontrado no Brasil, estando quase sempre localizado em áreas turísticas e basicamente voltado para atividades de lazer e de alimentação, tais como, restaurantes, *fast-food*, cinemas e outras diversões;

Off Price Center: shopping center de descontos, obtidos geralmente através da redução dos custos operacionais (menor luxo). Tem como lojistas varejistas, os quais vendem itens como roupas, objetos e móveis para casa;

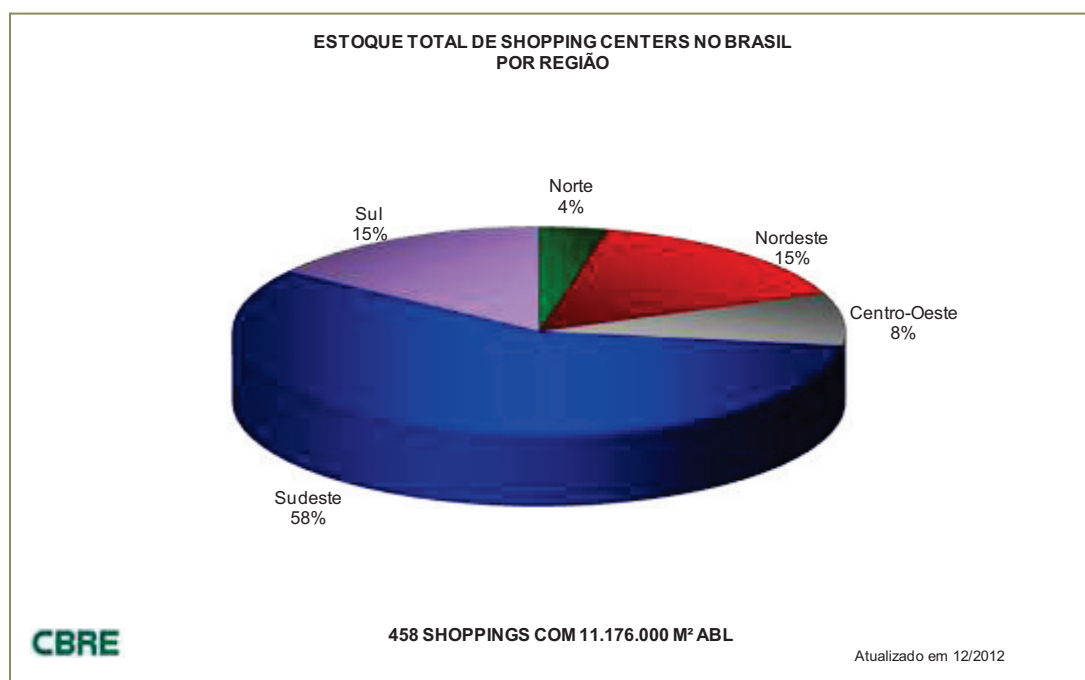
Factory Outlet

Center: conceito parecido com o do *Off Price*, mas os próprios fabricantes são os proprietários dos pontos de vendas. Consiste em sua maior parte de lojas de fábrica vendendo suas próprias marcas com desconto, além de varejistas. Este tipo de empreendimento é o mais difundido no Brasil dentre os shoppings específicos;

Especializado: direcionado para um determinado segmento de varejo. Voltado para um *mix* específico de lojas de um determinado grupo de atividades, tais como moda, decoração, náutica, esportes ou automóveis.

2.1.2 Estoque

Existem hoje 458 shoppings centers no Brasil, que somam uma área bruta locável de 11.176.000 m². No entanto, a distribuição do estoque pelo território nacional é bastante heterogênea, como pode ser observado no gráfico a seguir:

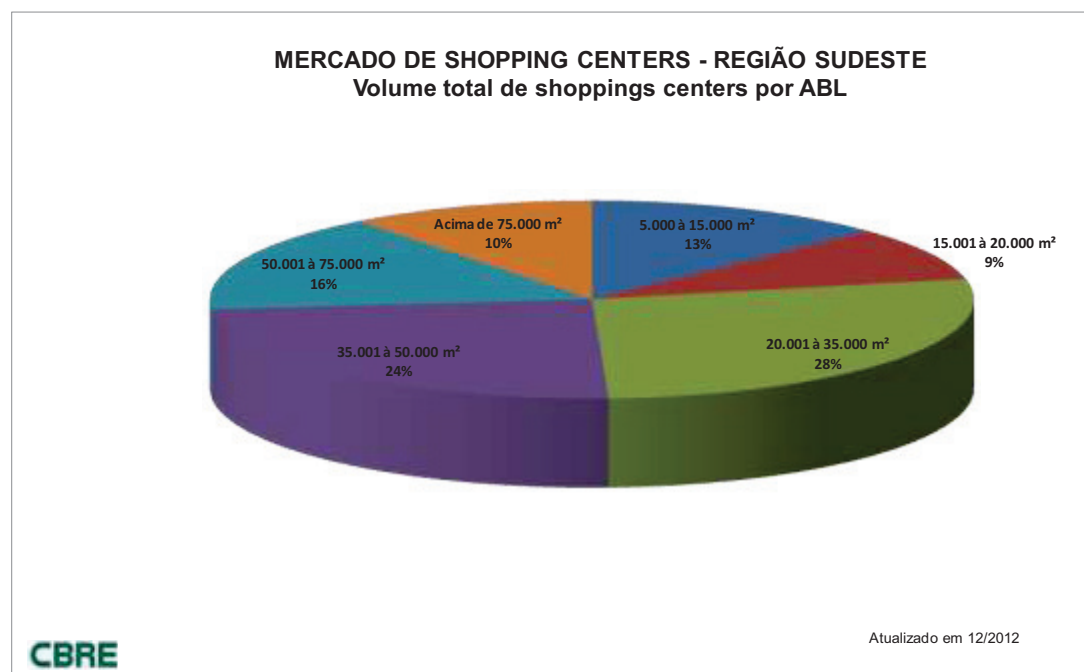
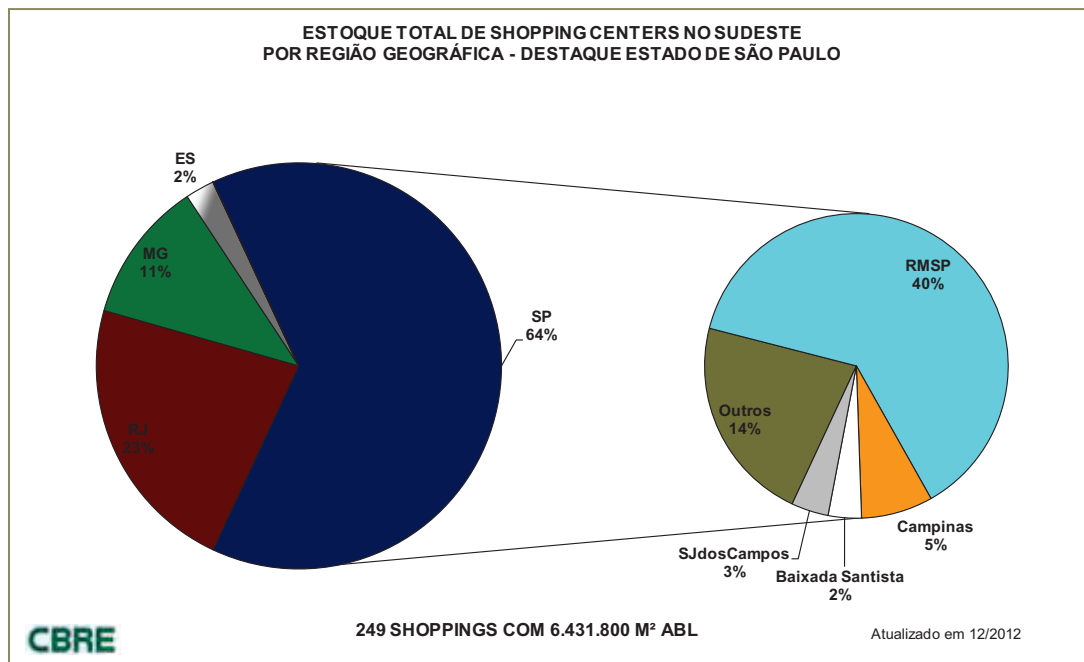


A região Sudeste, pioneira no lançamento de shopping centers no país, continua sendo a principal região em termos de número de empreendimentos em operação e estoque de ABL, pois possui o maior mercado consumidor do país com mais de 80 milhões de habitantes, segundo dados do IBGE, além de apresentar a melhor infraestrutura entre todas as regiões brasileiras.

Além da relação com a população, se adotarmos como parâmetro o produto interno bruto, veremos que aproximadamente 56% do PIB nacional provém da região Sudeste. Assim encontramos não apenas a região com o maior mercado consumidor como também aquela com maior poder aquisitivo. Ambos os fatores combinados explicam porque o Sudeste concentra aproximadamente 60% da ABL nacional.

a. Sudeste

Na região Sudeste, 64% da ABL encontram-se no estado de São Paulo, seguido pelo Rio de Janeiro com 23% do estoque. A região metropolitana de São Paulo merece destaque, representado 40% do estoque do estado, mas vale lembrar que algumas localidades do interior (Campinas, São José dos Campos, Ribeirão Preto e Baixada Santista) possuem estoques maiores do que capitais de outros estados.

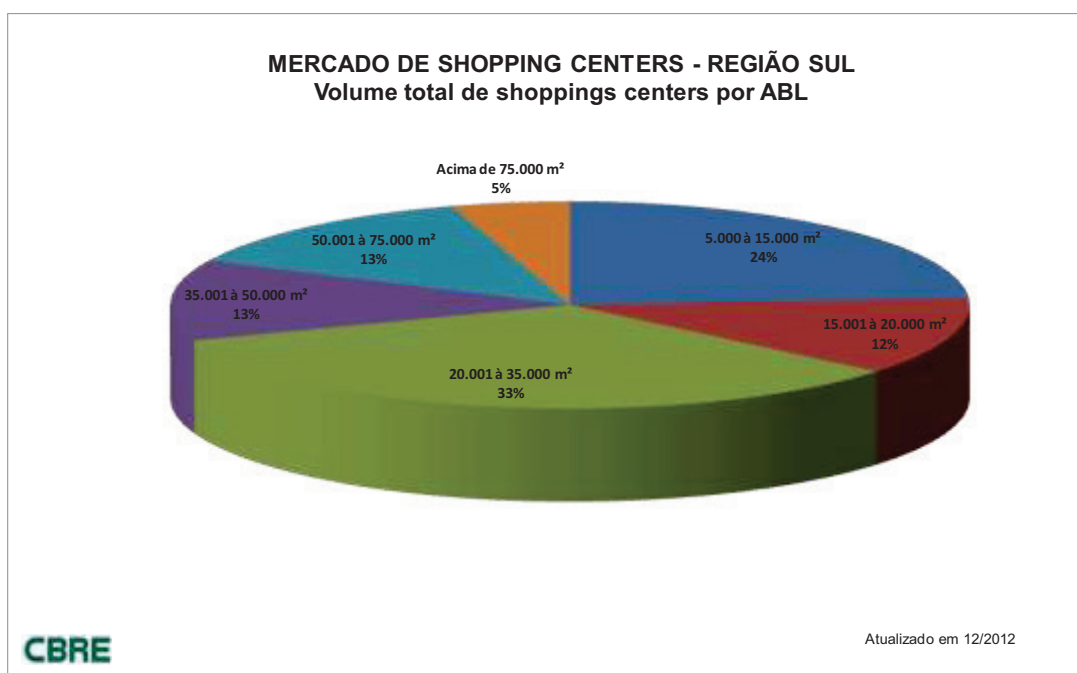
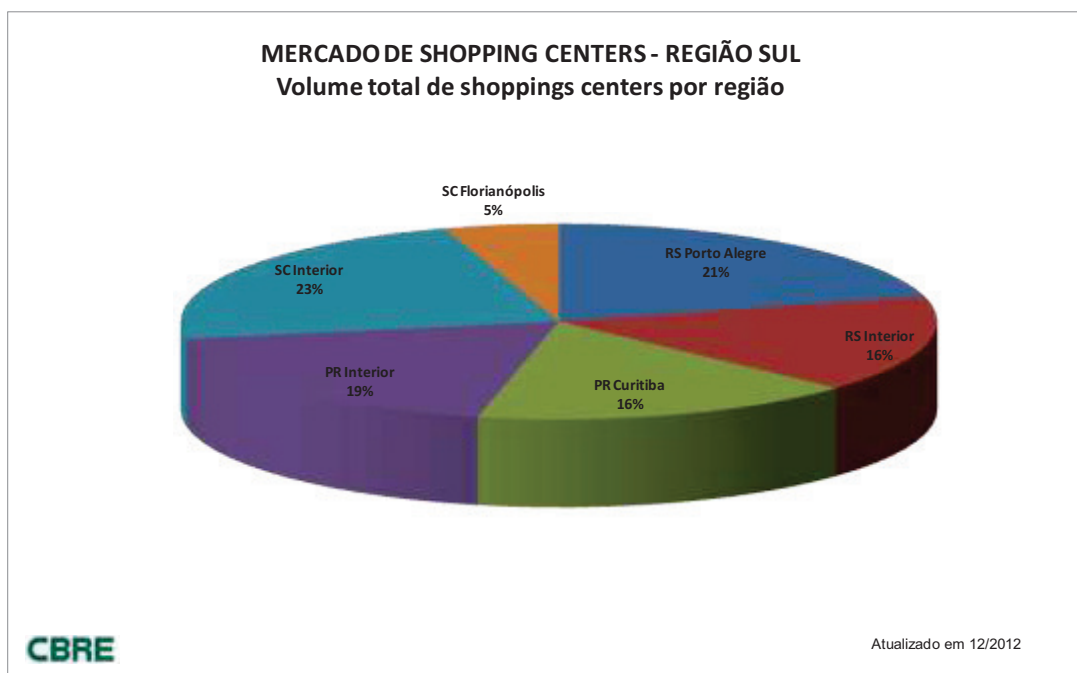


Cerca de 22% dos empreendimentos em operação na região Sudeste possuem ABL inferior a 20.000 m² e praticamente metade dos shoppings podem ser considerados regionais, pois possuem área acima de 35.000 m².

b. Sul

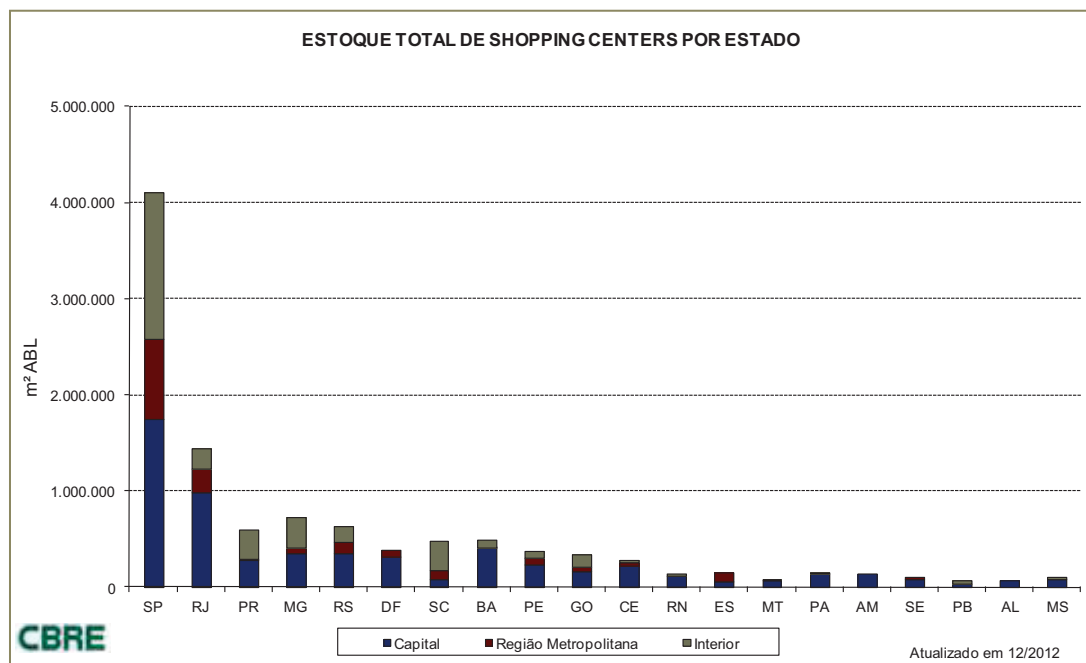
A região Sul, segunda em termos de renda per capita, responde hoje por 15% do estoque brasileiro de shopping centers. O estado do Paraná possui cerca de 35% do estoque regional e sua capital, Curitiba, juntamente com Porto Alegre, RS, possuem as maiores concentrações de shopping centers do Sul do país.

Já em Santa Catarina, cidades do interior como Blumenau e Joinville possuíam ABL maior do que a capital Florianópolis, a qual apresentava apenas 5% da ABL da região Sul.



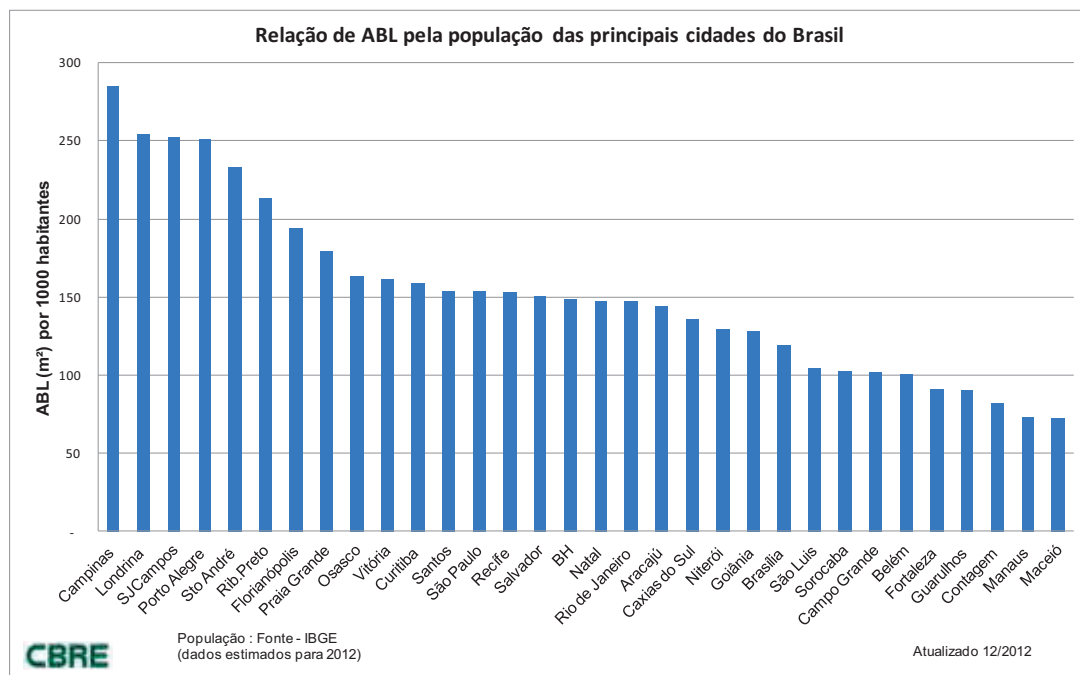
Quanto ao porte, 64% dos empreendimentos da região possuem ABL superior a 20.000 m² e os empreendimentos de pequeno porte representam 36% do total.

Como é possível observar pelo gráfico a seguir, o estoque nacional está bastante concentrado em algumas cidades: São Paulo e região metropolitana, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Brasília, Salvador, Curitiba e Campinas somam cerca de metade da ABL brasileira.



O gráfico a seguir mostra a relação de ABL por grupo de 1.000 habitantes em algumas cidades brasileiras.

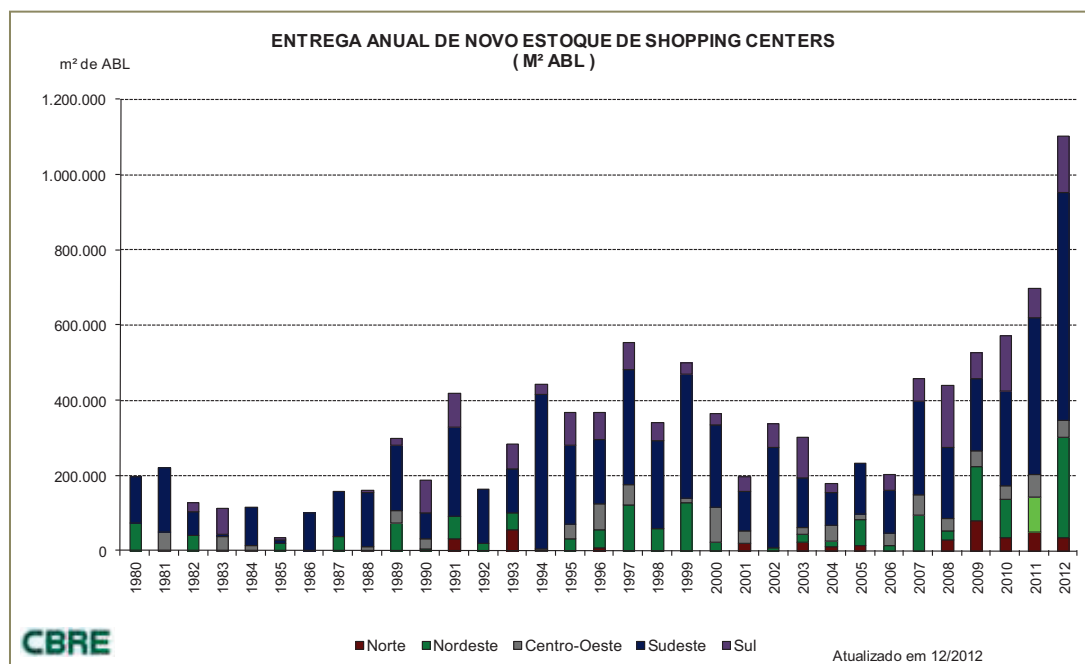
Nota-se que as cidades com os 6 maiores estoques apresentam uma relação bastante próxima, entre 200 e 250 metros quadrados por mil habitantes.



O gráfico mostra também algumas grandes discrepâncias, como Londrina, no Paraná e Praia Grande, em São Paulo, cujos coeficientes são bem elevados, indicando grande concorrência no setor ou até mesmo uma super-estimativa do potencial local.

2.1.3 Novo Estoque

A maior participação no novo estoque fica mais uma vez para a região Sudeste. Só no estado de São Paulo, existem 12 novos shoppings centers e 10 expansões inauguradas em 2012, adicionando mais de 350.000 m² de nova ABL ao estoque existente.



Ainda em relação à região Sudeste, em 2012 foram inaugurados 17 novos shopping centers e 13 expansões de empreendimentos já existentes.

No mesmo ano, na região Sul, foram 4 novos shopping centers e 2 expansões de empreendimentos existentes.

A região Nordeste, 6 shopping centers foram inaugurados em 2012 e outros 6 tiveram suas expansões finalizadas.

Para a região Norte, um shopping centers foi inaugurado em 2012 e outro empreendimento teve sua expansão finalizada.

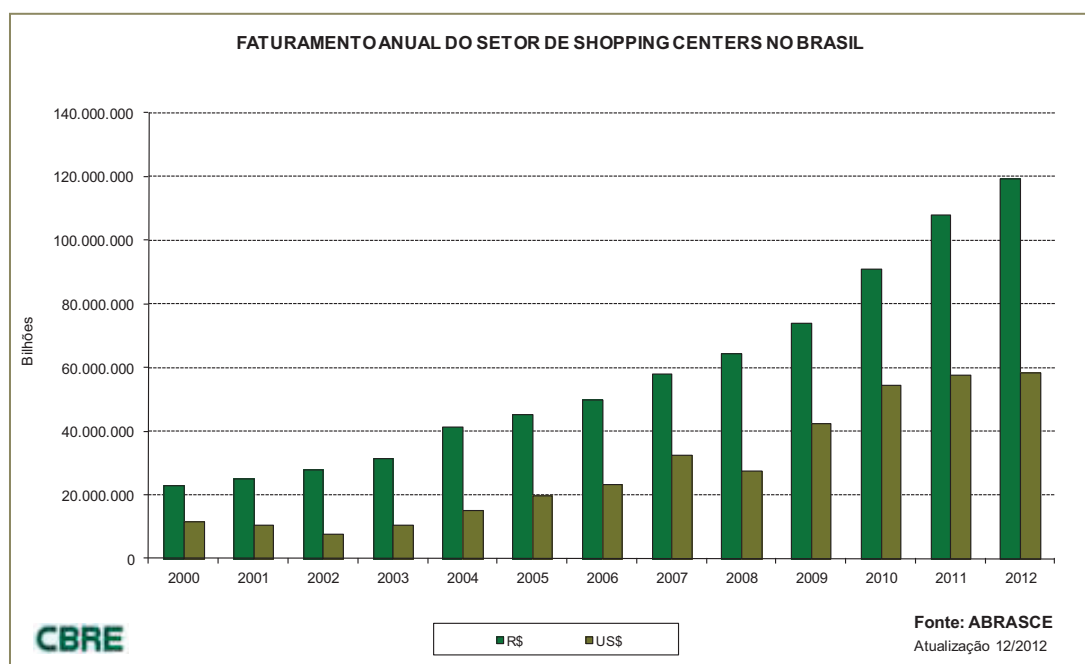
A partir de 2005, as regiões Sudeste e Nordeste têm respondido por grande parte da ABL inaugurada no Brasil, sendo que, em 2008 e 2012, o destaque foi para a região Sul.

Porém, as demais regiões deverão retomar o crescimento com os novos empreendimentos anunciados.

2.1.4 Desempenho

a. Faturamento

O faturamento do setor de shoppings apresentou crescimento ao longo dos últimos anos, mesmo com a crise mundial deflagrada no segundo semestre de 2008. De forma geral, pode-se dizer que esta crise não impactou fortemente o setor de varejo no Brasil que, pelo menos no que tange as operações em shopping centers, não teve ou pouco teve suas vendas afetadas pela crise mundial.

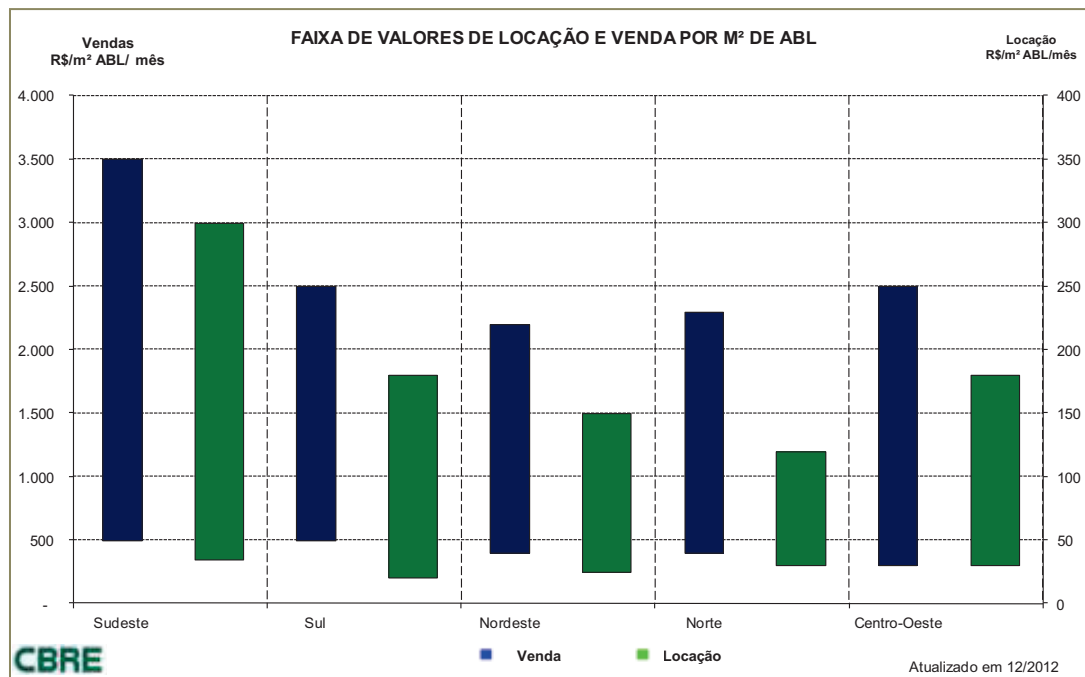


b. Aluguéis

Em relação aos valores praticados de locação, encontramos no Sudeste os maiores valores praticados e também a maior variação. Isto se explica pela grande quantidade de empreendimentos em diferentes estágios de maturação e perfil consumidor.

Obviamente, os valores mais elevados são praticados em empreendimentos prime em estágio avançado de maturação, como os shoppings Iguatemi e Morumbi, em São Paulo, e Rio Sul e BarraShopping no Rio de Janeiro.

Nestes empreendimentos, o desempenho médio de vendas é elevado, o que permite alcançar elevados níveis de aluguéis.



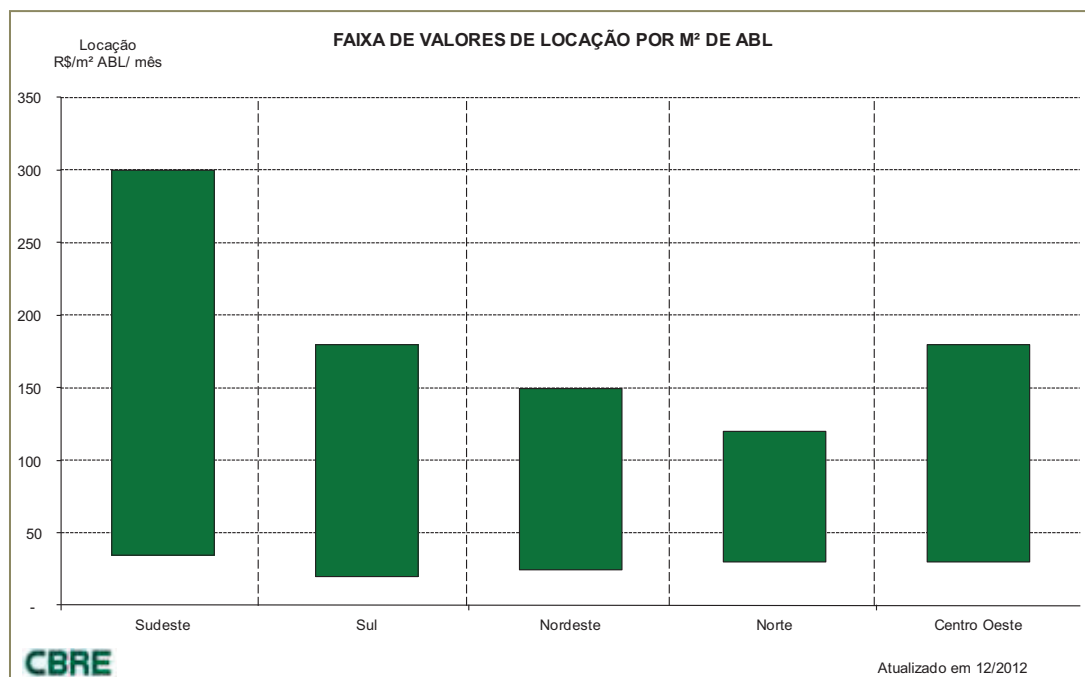
c. Receita Líquida

A receita líquida distribuída tem apresentado crescimento em todas as regiões, sendo que os empreendimentos do Sudeste possibilitam maiores receitas e retorno ao investidor.

○ O mesmo acontece com o Centro Oeste, alavancado pelo mercado de Brasília, mesmo tendo uma representatividade menor.

○ O Sul aparece em terceiro lugar devido aos valores altos de locação praticados em alguns empreendimentos existentes na região.

○ Nordeste possui níveis menores devido ao mercado consumidor com menor renda per capita.



2.1.5 Oferta

Hoje no Brasil a oferta de imóveis para fins de investimento pode ser considerada limitada e concentrada em participações minoritárias, tanto em shopping centers como em imóveis comerciais, tipo escritórios (andares isolados).

Até meados de 2006, o volume de transações envolvendo participações em shopping centers foi muito reduzido, concentrado em algumas negociações envolvendo fundos de pensões.

No entanto, até o final de 2007 o mercado assistiu a uma série de transações no segmento, seja de aquisição de participações em empreendimentos ou em empresas do setor, sejam elas proprietárias ou administradoras.

Com a crise mundial deflagrada no segundo semestre de 2008, o número e volume de transações de compra e venda de participações em shopping centers reduziram-se drasticamente quando comparados ao número e volume de transações que ocorreram nos anos de 2006 e 2007.

Atualmente, a principal oferta consiste em participações minoritárias de pequenos proprietários de shopping centers que estão vendendo suas participações para os grandes proprietários.

Algumas transações de grandes volumes também têm ocorrido, mas em menor número do que ocorria em 2006 e 2007. Algumas empresas que visam à realização de lucro após o desenvolvimento ou redensenvolvimento de shopping centers têm se mostrado importantes fontes de oferta de shopping centers para venda no país.

2.1.6 Principais Concorrentes

Atualmente, o Shopping Bonsucesso apresenta como principal concorrente o Internacional Shopping Guarulhos, principalmente devido a sua grande área de influência. A seguir, breve descrição deste empreendimento.

a. Internacional Shopping Guarulhos



O Internacional Shopping Guarulhos foi inaugurado em novembro de 1998. Erigido em um terreno de 167.163 m² de área com 117.465 m² de área construída. Possui quase 76.000 m² de área de loja.

O empreendimento é formado por 2 pavimentos principais de lojas com estacionamento no pavimento térreo, e também um bolsão de vagas ao lado do shopping. Ao todo são 7 lojas âncoras e 5 megastores e cerca de 380 lojas satélites espalhadas pelos dois pavimentos de lojas.

2.2 DEMANDA PARA INVESTIMENTO

Para analisar o mercado de investimento imobiliário, primeiramente convém identificar os principais grupos atuantes, descritos a seguir.

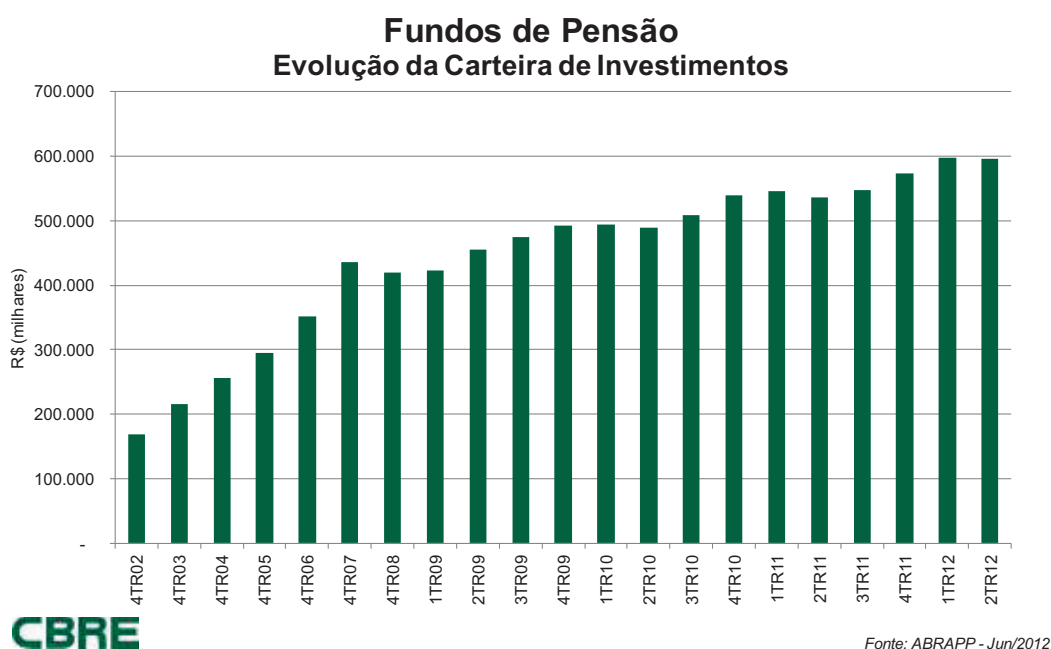
2.2.1 Investidores Nacionais

a. Institucionais

Os investidores institucionais nacionais compreendem, basicamente, os fundos de pensão e outras instituições sem fins lucrativos.

Em junho de 2012, havia 265 fundos de pensão no país – a maioria ligada a empresas estatais – os quais possuem cerca de R\$ 600 bilhões (15% do PIB), quase 2,89 milhões de participantes ativos, e pouco mais de 3,7 milhões de dependentes.⁴

O gráfico abaixo mostra a evolução do valor da carteira de investimentos dos fundos de pensão brasileiros.

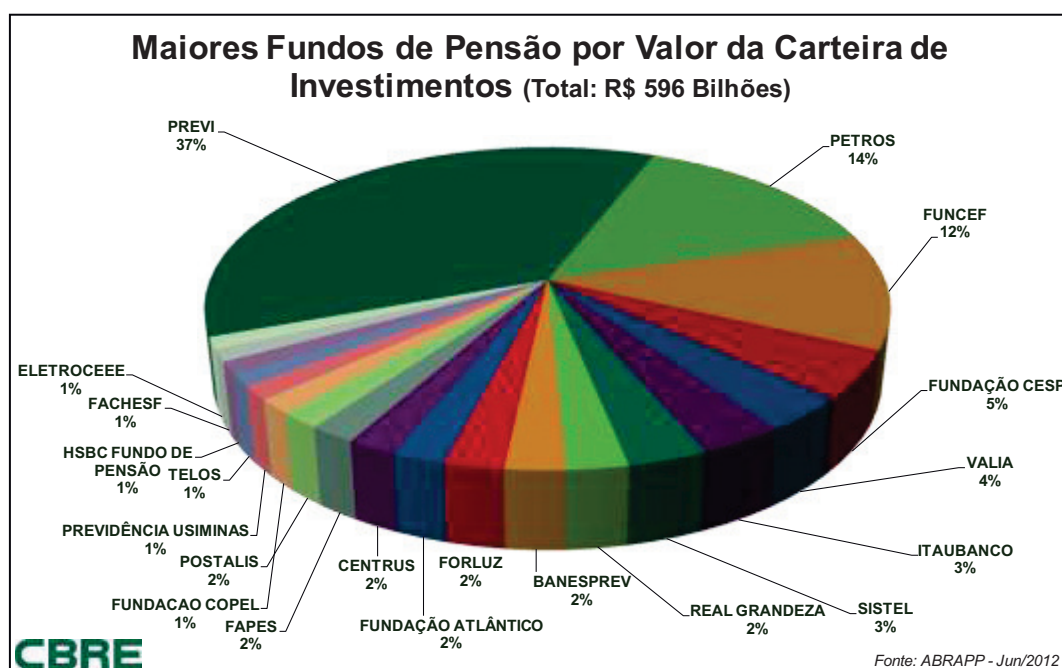


De acordo com o tamanho de suas carteiras, os fundos de pensão podem ser classificados em 4 grandes grupos:

⁴ Consolidado Estatístico. Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – ABRAPP. Junho de 2012.

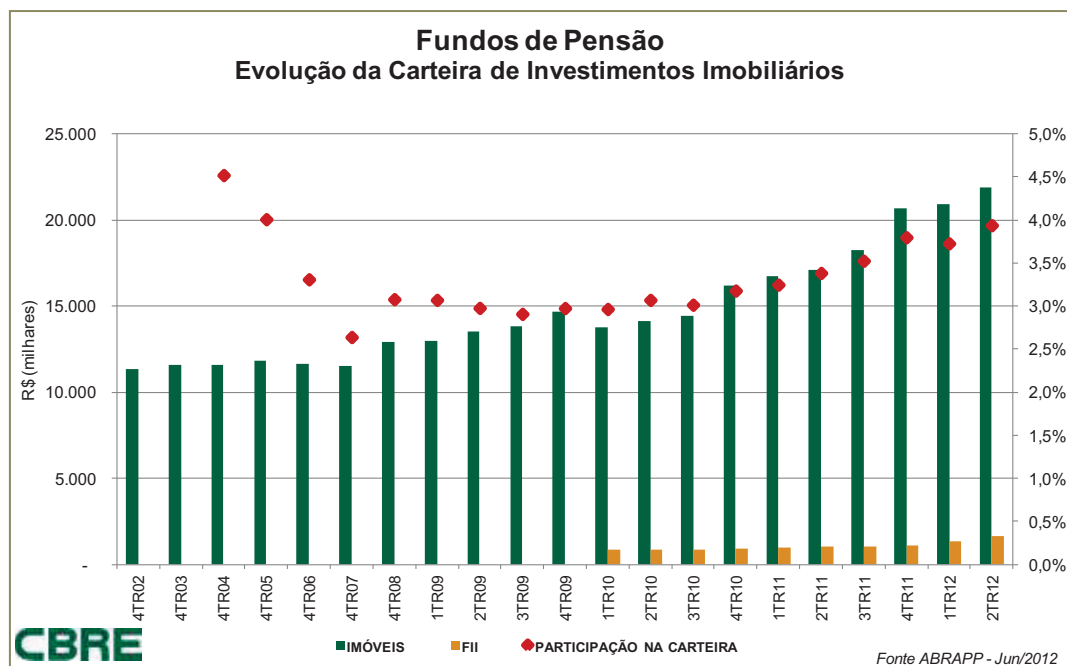
Classe	Portfólio	Número de Instituições
1	Acima de R\$ 10 bilhões	10
2	Entre R\$ 1 Bilhão e R\$ 10 Bilhões	66
3	Entre R\$ 500 Milhões e R\$ 1 Bilhão	43
4	Até R\$ 500 Milhões	146

O gráfico a seguir apresenta os 20 maiores Fundos de Pensão pelo total de recursos investidos:



Estes fundos concentram mais de 70% do total de recursos investidos pelos fundos de pensão brasileiros.

No entanto, após uma queda nos investimentos imobiliários diretos, iniciada ainda nos anos de 1990, a participação dos investimentos imobiliários na carteira dos fundos de pensão permaneceu baixa, próximo a 3%, até o final de 2010. A partir de então, nota-se um “retorno” destes investidores ao mercado e, hoje, os imóveis representam 3,9% da carteira de investimentos, enquanto os Fundos de Investimento Imobiliário – FIIs somam apenas 0,27%, uma pequena, mas crescente participação, como mostra o gráfico abaixo.



Mais recentemente, mudanças na regulação do setor também trazem alternativas para os fundos de pensão. A resolução 3.792 do Conselho Monetário Nacional, no seu capítulo VI, define os segmentos de aplicação permitidos aos fundos de pensão e acrescenta, além do segmento “Imóveis”, o de “Investimentos Estruturados”, que inclui cotas de fundos de investimento imobiliário.

A resolução também estabelece limites para a alocação dos recursos dos fundos de pensão. O quadro abaixo apresenta os limites para investimentos diretos e indiretos no mercado imobiliário⁵:

Segmento	Tipo de Investimento	Limite
Renda Fixa	Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)	20%
	Cédula de Crédito Imobiliário (CCI)	20%
Investimentos Estruturados	Cota de Fundo de Investimento Imobiliário (FII)	10%
Imóveis		8%

Além do limite de recursos alocados, há limitação de alocação por emissor: 20% se instituição financeira autorizada pelo BACEN, 10% se companhia securitizadora e 10% no caso de fundo de investimento do segmento investimentos estruturados. Adicionalmente, existe também limite de concentração por emissor, como por exemplo, de até 20% do patrimônio líquido de fundo de investimento do segmento investimentos estruturados.

⁵ Não estão incluídos limites para aplicação em renda variável (mercado de ações), que também podem incluir empresas de base imobiliária.

Atualmente, os fundos de pensão detêm cerca de R\$ 1,6 bilhão em cotas de fundos imobiliários.

b. Property Companies

O número de empresas especializadas em investimento imobiliário no Brasil é, tradicionalmente, restrito. São empresas com grande capital e muito exigentes na aquisição dos imóveis, preferindo aqueles com boa localização, dificilmente aceitando imóveis vagos.

Além de aquisições para investimento (imóveis alugados), estas empresas têm-se interessado por edifícios inteiros com a finalidade de reformá-los para atualizar suas especificações técnicas e, posteriormente, ofertá-los ao mercado de locação e/ou venda, bem como oportunidades de incorporação com vistas a obter retornos elevados.

Operações do tipo built-to-suit com empresas de médio e grande porte dispostas a assinar contratos de locação de longo prazo, embora não muito frequentes, são também potenciais negócios para tal grupo de investidores.

As três maiores property companies brasileiras são: BR Properties, São Carlos e Cyrela Commercial Properties (CCP), que são comercializadas na bolsa de valores de São Paulo – BOVESPA – e possuem ativos que somam mais de R\$ 25 bilhões.

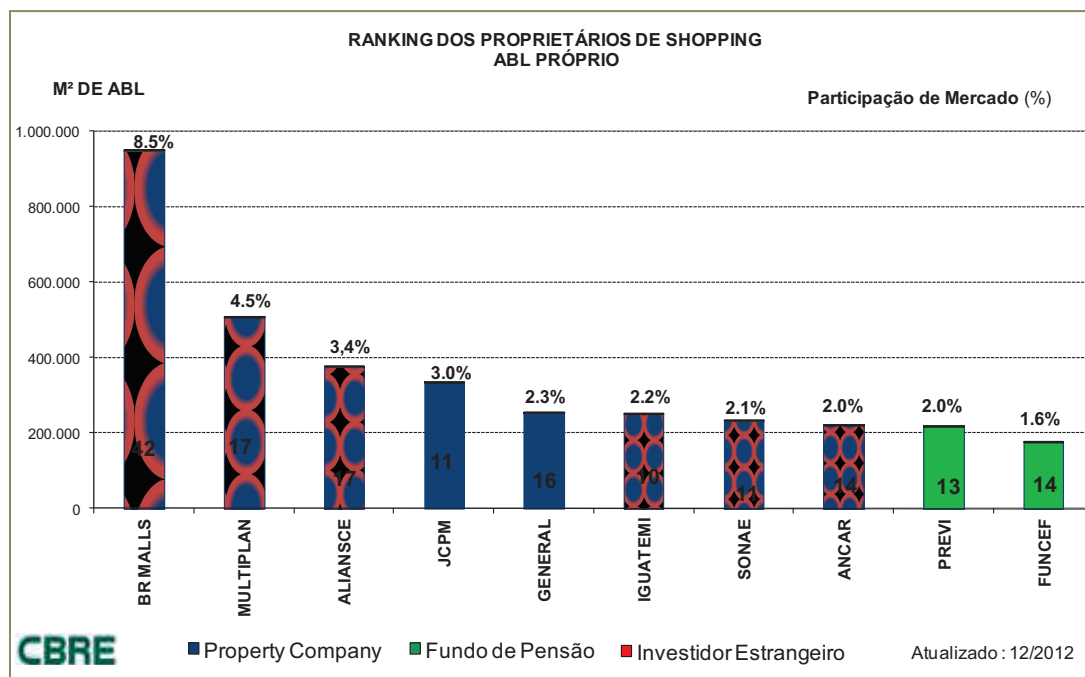
Seus portfólios são diversificados em termos de tipo de imóvel (escritório, industrial/logística, varejo, shopping centers), sendo que a CCP é mais direcionada para o desenvolvimento/incorporação enquanto as outras duas aliam aquisições de imóveis prontos e redesenvolvimento e/ou reposicionamento de ativos.

Nos últimos 10 anos, o mercado de imóveis industriais/logística teve como destaque a BR Properties (que incorporou a WTorre Properties em uma operação conjunta com BTG Pactual em 2012), a Prosperitas (adquirindo o portfólio da Braccor) e a CCP, principais players deste mercado. Todos atuaram em escala nacional, com foco em empreendimentos para renda, em operações do tipo *built-to-suit* ou no desenvolvimento de empreendimentos especulativos.

Shopping Center

O mercado de investimento em shopping centers teve enorme crescimento desde meados da década passada, quando tradicionais grupos nacionais capitalizaram-se através de *joint-ventures* com fundos internacionais e também através de abertura de capital.

Atualmente os maiores players neste mercado são BR Malls, Multiplan, Aliansce Shopping Centers, Iguatemi Empresa de Shopping Centers, Sonae Sierra Brasil, Brookfield Shopping Centers, General Shopping e Ancar Ivanhoe Shopping Centers. Todas estas empresas têm atuação nacional e com exceção a Brookfield e Ancar Ivanhoe, todas as demais são listadas na bolsa de valores de São Paulo - BOVESPA.



Nesta nova fase dos investimentos em shopping centers, o mercado tem concentrados os esforços no desenvolvimento de novos *malls* como principal estratégia de crescimento, associada a aquisições progressivas de participações em empreendimentos até atingir o controle. A BR Malls, que possui a maior ABL própria, construiu seu portfólio seguindo a estratégia de aquisição de participações minoritárias.

No início de 2012, a Westfield entrou no Brasil, formando *joint-venture* com o grupo Almeida Júnior, proprietário de 157.000 m² ABL (parte desenvolvimento) localizada em Santa Catarina.

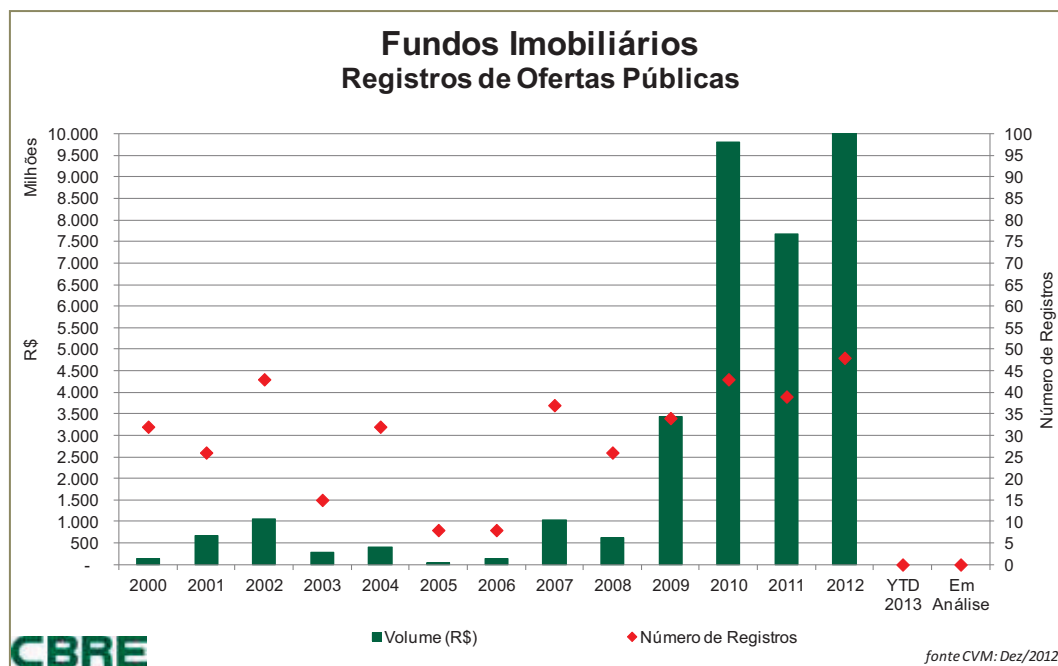
c. Fundos de Investimento Imobiliário

Os fundos imobiliários, que tomaram força nas economias mais maduras nos anos de 1990, surgiram como forma de ampliar o leque de investidores, antes restrito às instituições com grande disponibilidade de capital e capacidade de gestão do portfólio.

Basicamente, estes fundos podem ser de dois tipos: os fundos públicos, listados nas bolsas de valores, e os fundos privados. O primeiro tipo caracteriza-se por uma maior regulamentação, pois é direcionado ao público em geral, enquanto o segundo tipo é mais comumente direcionado a investidores institucionais.

No Brasil, os fundos imobiliários foram criados pela Lei 8.668/93 e regulamentado pela instrução CVM nº 472 de 2008. Os fundos estão sujeitos a um regime tributário incentivado (Lei 9.779/99), assim como o cotista (Leis 11.196/05 e 11.033/04).

O gráfico abaixo apresenta o histórico de registros de fundos imobiliários na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nos últimos anos:



O salto no volume de registros desde 2009, quanto um total de R\$ 3,5 Bilhões foi registrado, é notável. Em 2010 o recorde do ano anterior foi quebrado com mais de R\$ 9,5 Bilhões em registros e 2011 fechou com um total de cerca de R\$ 7,5 Bilhões. Em 2012, embora o número de registros ainda seja pequeno, há cerca de R\$ 2,7 Bilhões em análise pela CVM.

Nos últimos anos, ficou claro o esforço das instituições financeiras e das entidades ligadas ao mercado imobiliário de aquecer o mercado de fundos imobiliários. Em dezembro de 2012, havia cerca de 170 FIs cadastrados na CVM, patrimônio líquido de mais de R\$ 35 bilhões.

O *yield* do dividendo é calculado sobre o valor atual da cota. Nota-se uma concentração dos retornos entre 6% e 10% a.a., lembrando que o retorno é líquido, pois este tipo de investimento é isento de imposto de renda.

d. Pessoas Físicas

Este segmento é amplo e diversificado e reúne investidores capazes de decidir rapidamente e que procuram os imóveis como investimento no longo prazo.

Nos últimos anos, o crescimento da economia com consequente acumulação de capital e o cenário favorável para investimento em imóveis (queda na taxa de juros), tem permitido maior demanda neste segmento e até aumento no "ticket" médio dos investidores.

Em geral, este tipo de investidor se concentra mais em andares de escritórios e pequenos imóveis, com o valor das transações situando-se abaixo da casa dos R\$ 5 milhões, muito embora algumas transações possam chegar a R\$ 10 milhões e algumas alcancem até R\$ 20 milhões.

e. Companhias de Seguro

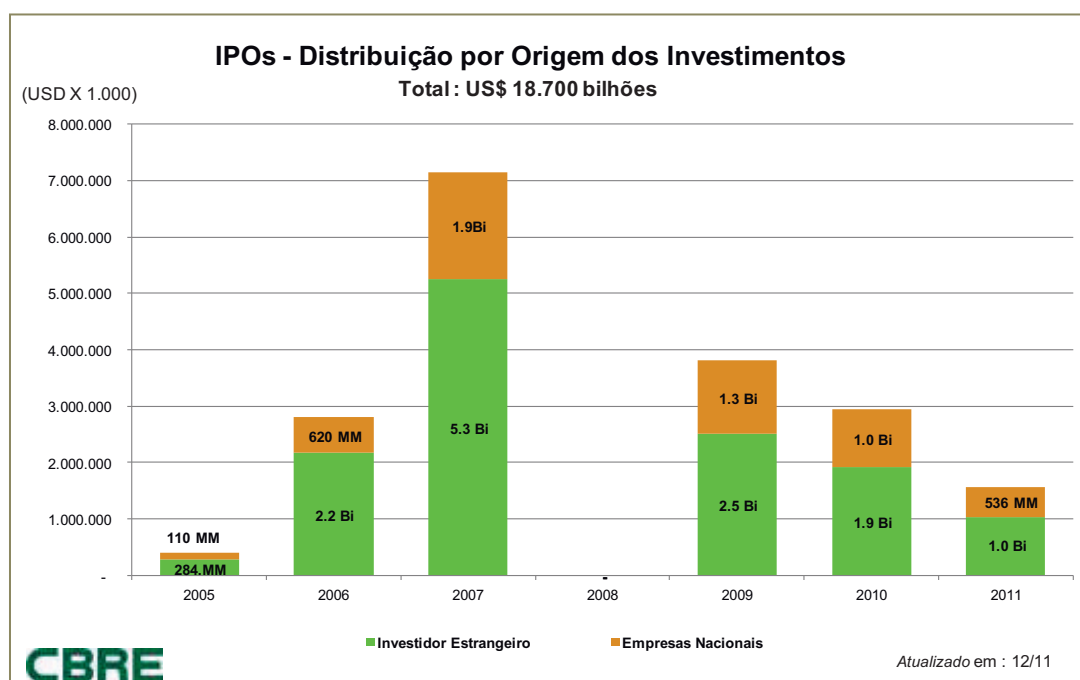
Estes investidores estiveram presentes no mercado devido à necessidade de reserva técnica e muitas vezes compraram imóveis de companhias associadas (caso de seguradoras de bancos). Com a venda e/ou joint ventures com grandes companhias estrangeiras, esses portfólios passaram a exigir modificações.

Atualmente, as companhias seguradoras não são mais obrigadas a possuir imóveis como reserva técnica e, portanto, poucas se interessam por novas aquisições.

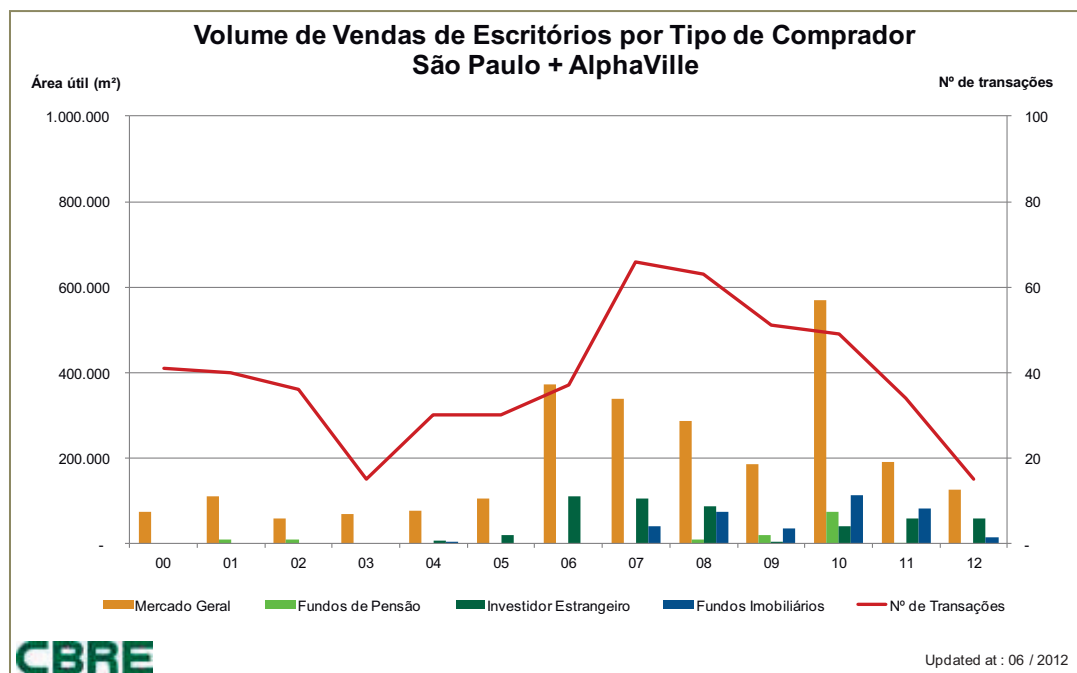
2.2.2 Investidores Estrangeiros

Graças à estabilidade política e econômica dos últimos anos, cada vez mais investidores estrangeiros estão se interessando pelo mercado imobiliário nacional, onde ainda é possível atingir retornos elevados em comparação aos alcançados em mercados mais maduros.

Primeiramente a estratégia de entrada destes investidores foi a aquisição de ou parceria com empresas locais de modo a acelerar a curva de aprendizado no mercado brasileiro. Como consequência, tiveram grande participação nas ofertas públicas de ações (IPOs) de empresas de incorporação ocorridas em 2006/2007 e também em 2008 após a crise de crédito nos mercados desenvolvidos. Desde 2005, aproximadamente US\$ 18,7 Bilhões foram investidos por estrangeiros em IPOs.



Apesar da preferência pelo mercado de ações, muitos investimentos diretos ocorreram no período, particularmente no mercado de escritórios. O gráfico abaixo mostra investimento direto por estrangeiros no maior mercado de escritórios brasileiro – São Paulo.



Entre 2005 e 2008 houve grande atividade e em 2009 os efeitos da crise financeira praticamente reduziram à zero a participação estrangeira nas aquisições. Esta “parada” já foi interrompida em 2010 e nos últimos dois anos o ritmo das aquisições foi retomado.

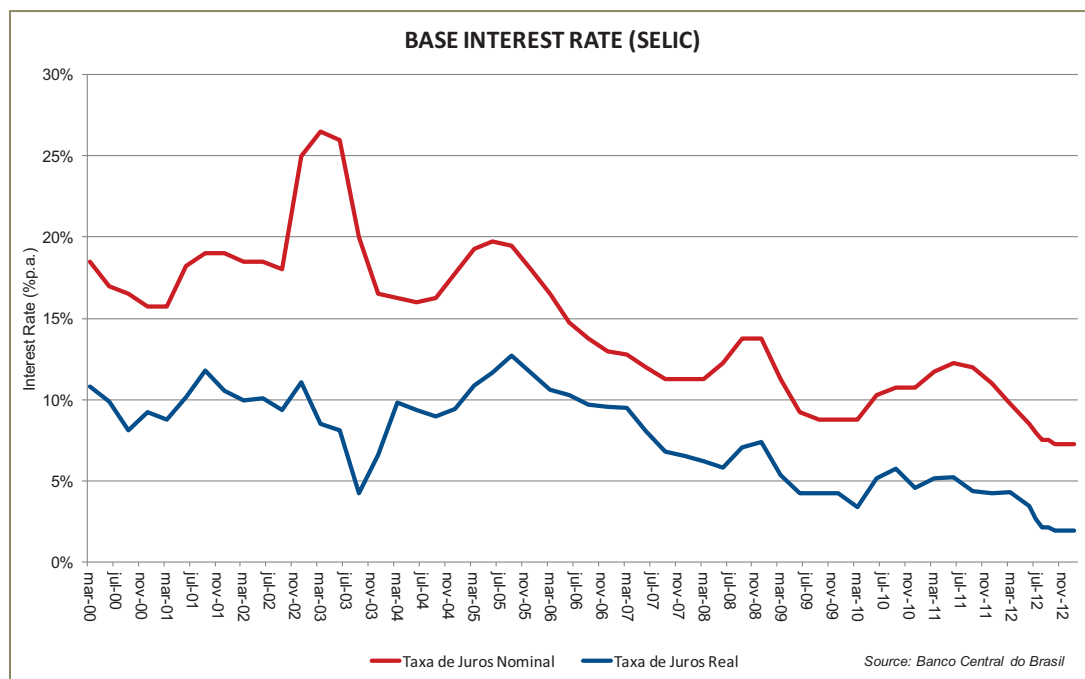
São Paulo e Rio de Janeiro mantêm suas posições como os mercados mais demandados para investimento. Ainda assim, observamos que em alguns segmentos de mercado como industrial/logística e shopping centers, investidores estão buscando oportunidades em praticamente todo o território nacional, em regiões com perspectivas de crescimento.

No segmento industrial, por exemplo, a demanda é direcionada para os principais pólos industriais já consolidados e em crescimento, como as regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro, Campinas, Curitiba, Porto Alegre, Belo Horizonte, Salvador e Recife.

2.2.3 Retorno Inicial (Initial Yield)

A taxa básica de juros (SELIC) tem importante influência na expectativa de retorno inicial de investimentos imobiliários. É sabido que uma SELIC baixa reduz o retorno de investimentos em renda fixa e há uma “migração” de capital para ativos imobiliários.

Paralelamente, há maior liquidez no mercado de capitais e os investidores podem “alavancar” suas aquisições a um custo menor. Desde o início da década passada há uma tendência de queda na SELIC e particularmente na segunda metade da década passada a taxa caiu significativamente. Em 2009, a taxa caiu abaixo de 10% pela primeira vez e apesar da elevação em 2010/2011, a taxa real oscilou ao redor de 5% nestes três anos e estava novamente (1T13) abaixo de dois dígitos, 7,25%, em termos nominais.



O efeito combinado de taxa base de juros baixa e crescimento nos valores locativos tem havido um grande impacto no retorno inicial exigido por investidores imobiliários, principalmente para imóveis “prime” em São Paulo e Rio de Janeiro. Essa redução foi notada primeiramente no mercado de escritórios e posteriormente no mercado de varejo e shopping centers. Atualmente muitos investidores tradicionais dos mercados de escritórios e shopping centers estão buscando alternativas, investindo fora de seus core assets para aumentar o retorno de suas carteiras.

Como referência, a tabela abaixo apresenta faixas de *yields* iniciais no mercado imobiliário brasileiro.

Tipo de Imóvel	Rentabilidade Inicial
Escritório Classe AAA	8,0% - 9,0%
Escritório Classe A	8,5% - 10,0%
Escritório Classe B	9,5% - 11,0%
Shopping Center “Prime”	6,5% - 9,0%
Shopping Centers	8,0% - 10,0%
Varejo	8,0% - 12,0%
Industrial e Logística	8,5% - 12,0%

3

ANÁLISE DE VALOR

3.1 CONSIDERAÇÕES DE VALOR

3.1.1 Raciocínio de Valor

a. Fluxo de Caixa Projetado (Base Níveis de Aluguéis Atuais)

A análise do valor foi feita com base no fluxo de caixa projetado de receitas e despesas, adotando como premissas os valores contratados de aluguéis mínimos das lojas e projeção para as demais receitas do empreendimento, níveis de vacância, inadimplência e despesas do empreendimento, com base no histórico do shopping center, condições do mercado e supondo gestão competente do empreendimento. Os Fluxos de Caixa projetados foram modelados utilizando-se o software *ARGUS Valuation - DCF*, versão 15.0.1.

Os Fluxos de Caixa Projetados foram elaborados desconsiderando a inflação no período de análise, ou seja, a projeção é feita em “moeda forte”. O Fluxo considera 100% de participação no empreendimento.

Premissas Adotadas

Prazo Fluxo de Caixa :	10 anos
Taxa Desconto Fluxo de Caixa :	9,00% a.a. (Cenário Neutro)
Taxa Capitalização/Perpetuidade (10º ano):	7,50% a.a. (Cenário Neutro)

Base de Receitas e Despesas

- ✓ Para a projeção, utilizamos como base a área de ABL conforme o item 1.1.7 deste relatório.
- ✓ As bases para os aluguéis mínimos, fixos e complementares adotadas foram os dados dos próprios contratos com cada lojista e respectivas performances de vendas, conforme relatório de dezembro de 2012.
- ✓ Os valores de Cessão de Direto de Uso (CDU) adotados foram os dados dos próprios controles de recebíveis futuros de CDU, conforme relatório de dezembro de 2012.
- ✓ As demais receitas foram estimadas em:

Outras Receitas	Ano 1 (R\$)
Quiosques e Merchandising	1.100.000
Estacionamento	2.900.000
Receitas Diversas	550.000

- ✓ A vacância foi estimada com base na vacância atual do empreendimento. Adotamos como vacância o valor de 2% das receitas de locação.

- ✓ A inadimplência foi estimada com base na inadimplência atual do empreendimento. Adotamos como valor de inadimplência o valor de 3% das receitas de locação para o Ano 1, perpetuado a 2%.
- ✓ O custo de condomínio para as lojas vagas foi estimado conforme custos atuais de condomínio.
- ✓ A taxa de administração foi estimada com base na taxa de administração atual do empreendimento. Adotamos 5,00% da receita líquida operacional.
- ✓ As demais despesas foram estimadas em:

Despesas Diversas	Ano 1 (R\$)
FPP	60.000
Outras Despesas	550.000

- ✓ Custo de comercialização das lojas: média de 3 aluguéis mensais;
- ✓ Investimentos projetados: R\$ 1.560.000 para o Ano 1 e 2,0% da receita líquida operacional a partir do Ano 2.

○ fluxo de caixa apresentou Valor Presente Líquido conforme segue:

SHOPPING BONSUCESSO			
Perpetuidade\Desconto	8,50%	9,00%	9,50%
7,00%	232.400.000	224.200.000	216.500.000
7,50%	224.100.000	216.300.000	208.900.000
8,00%	216.800.000	209.300.000	202.200.000

○ fluxo de caixa gerado é apresentado no Apêndice C deste relatório.

Face às características do empreendimento, localização, desempenho, potencial de crescimento e mercado, acreditamos que o valor de mercado para venda do imóvel em análise, em 31 de dezembro de 2012, esteja em torno de R\$ 202.200.000 a R\$ 232.400.000.

3.2 VALORAÇÃO

3.2.1 Opinião de Valor

Somos de opinião que o valor de mercado para venda do imóvel em questão, na data de 31 de dezembro de 2012⁶, está em torno de:

- Participação de 100%:

R\$ 216.300.000,00 (Duzentos e Dezesesseis Milhões e Trezentos Mil Reais)

- Participação General Shopping Brasil (100,00%):

R\$ 216.300.000,00 (Duzentos e Dezesesseis Milhões e Trezentos Mil Reais)

⁶ Apenas como referência, na data acima, no câmbio comercial, US\$ 1,00 equivalia a R\$ 2,0432.

A

**PLANTAS DE
LOCALIZAÇÃO E
SITUAÇÃO**

B

FOTOGRAFIAS

FOTOGRAFIAS



FACHADA DO IMÓVEL



ESTACIONAMENTO



ESTACIONAMENTO



VISTA INTERNA DO MALL



VISTA INTERNA DO MALL



VISTA INTERNA DO MALL



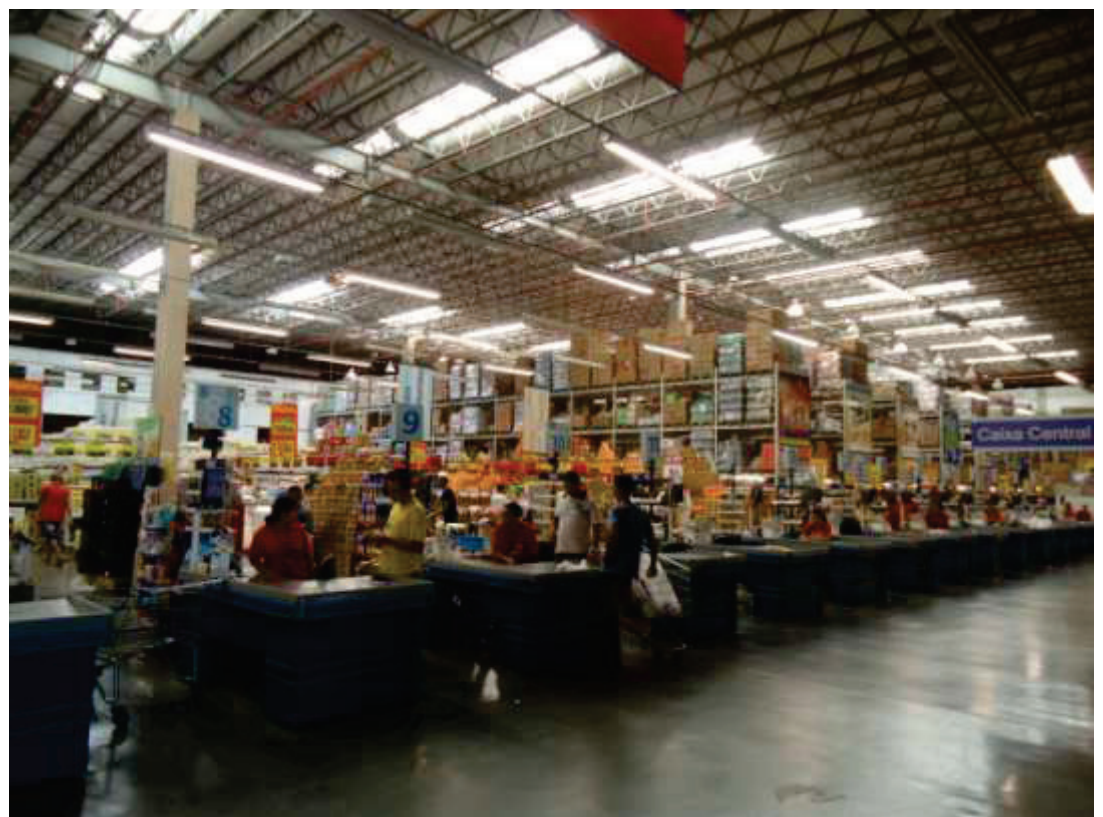
CINEMAS



PRAÇA DE ALIMENTAÇÃO



TENDA ATACADO



TENDA ATACADO



FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

VENDA PARA INVESTIMENTO – FCD

Shopping Bonsucesso Guarulhos/SP - Brasil										
Fluxo de Caixa Projetado Início em 1/1/2013										
Para os anos terminando em	Ano 1 Dez-2013	Ano 2 Dez-2014	Ano 3 Dez-2015	Ano 4 Dez-2016	Ano 5 Dez-2017	Ano 6 Dez-2018	Ano 7 Dez-2019	Ano 8 Dez-2020	Ano 9 Dez-2021	Ano 10 Dez-2022
Receita Bruta Potencial										
Aluguel Mínimo	R\$11.221.861 (943.336)	R\$11.403.926 (456.954)	R\$11.528.745 (133.724)	R\$12.108.185 (571.447)	R\$12.515.371 (196.675)	R\$13.053.675 (122.090)	R\$13.526.277 (485.775)	R\$13.908.983 (155.192)	R\$14.346.970 (707.607)	R\$14.506.290 (197.750)
Absorção e Vacância										
Receita de Aluguel Mínimo Total	10.278.525	10.946.972	11.395.021	11.536.738	12.318.696	12.931.585	13.040.502	13.753.791	13.639.363	14.308.540
Aluguel Complementar	1.463.093	1.617.938	1.835.579	1.900.655	1.980.335	1.994.388	1.912.894	1.942.639	1.993.880	2.102.505
Quiosques e Merchandising	1.100.000	1.210.000	1.331.000	1.464.100	1.610.510	1.642.720	1.675.575	1.709.086	1.743.268	1.778.133
Estacionamento	2.900.000	3.045.000	3.197.250	3.325.140	3.424.894	3.527.641	3.633.470	3.742.474	3.854.749	3.970.391
Receitas Diversas	550.000	550.000	550.000	550.000	550.000	550.000	550.000	550.000	550.000	550.000
Receita Bruta Potencial Total	16.291.618	17.369.910	18.308.850	18.776.633	19.884.435	20.646.334	20.812.441	21.697.990	21.781.260	22.709.569
Vacância	(352.249)	(251.298)	(133.562)	(268.748)	(93.239)	(178.871)	(299.068)	(161.840)	(312.665)	(134.426)
Inadimplência			(264.612)		(285.981)	(298.519)		(313.929)		(328.221)
Receita Bruta Efetiva	15.939.369	17.118.612	17.910.676	18.507.885	19.505.215	20.168.944	20.513.373	21.222.221	21.468.595	22.246.922
Despesas Operacionais										
Encargos Lojas Vagas	801.836	388.411	227.193	485.730	246.427	255.817	412.909	269.477	601.466	282.350
Taxa de Administração	691.455	766.679	811.459	826.975	885.217	915.733	924.008	963.920	959.178	1.010.731
FPF (Fundo de Promoção)	60.000	61.200	62.424	63.672	64.946	66.245	67.570	68.921	70.300	71.706
Despesas Diversas	550.000	561.000	572.220	583.664	595.338	607.244	619.389	631.777	644.413	657.301
Despesas Operacionais Totais	2.103.291	1.777.290	1.673.296	1.960.041	1.791.928	1.845.039	2.023.876	1.934.095	2.275.357	2.022.088
Receita Líquida Operacional	13.836.078	15.341.322	16.237.380	16.547.844	17.713.287	18.323.905	18.489.497	19.288.126	19.193.238	20.224.834
Custos de Comercialização e Investimento										
Comissões de Locação	260.336	307.716	50.514	244.238	101.110	40.321	214.828	60.872	297.114	59.188
Investimentos		306.826	324.748	330.957	354.266	366.478	369.790	385.763	383.865	404.497
Investimentos 2013	1.560.000									
Custos de Com e Inv. Totais	1.820.336	614.542	375.262	575.195	455.376	406.799	584.618	446.635	680.979	463.685
Receita Líquida Distribuída	R\$12.015.742	R\$14.726.780	R\$15.862.118	R\$15.972.649	R\$17.257.911	R\$17.917.106	R\$17.904.879	R\$18.841.491	R\$18.512.259	R\$19.761.149

