

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

Uma Análise Fundamentalista da International Meal Company



Andreas Hamers Affonso Ferreira

Matrícula: 1410576

Professora Orientadora: Maria Elena Gava

Coordenador de Monografia: Márcio Garcia

Junho de 2018

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

Uma Análise Fundamentalista da International Meal Company



Professora Orientadora: Maria Elena Gava

Coordenador de Monografia: Márcio Garcia

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa.

Andreas Hamers Affonso Ferreira (1410576)

“You’re sometimes got to take some pain in the short term in order to outperform in the future.”¹

Mark Mobius²

¹ Tradução: “Você, às vezes, deve tomar certos riscos no curto prazo para ter um alto retorno no longo prazo”

² Mark Mobius é alemão, gestor de fundos da Franklin Templeton Investments, um conglomerado global de investimentos cuja atuação é focada em países emergentes.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais e familiares, pelo forte apoio ao longo dessa jornada. Sem eles não seria possível completar essa trajetória.

Aos meus amigos, em especial, João Rômulo Lima, Gabriel Dias, Gabriel Bastos, Henrique Meireles e Pedro Henrique Ramos, pelo companheirismo e pela motivação.

Aos professores do Departamento de Economia da PUC-RJ, em especial à minha professora orientadora, Maria Elena Gava, pela atenção, paciência, disponibilidade e por todo o conhecimento transmitido.

SUMÁRIO

1. Primeiro Capítulo – Introdução.....	7
1.1 Introdução.....	7
1.2 Motivação.....	7
1.3 Metodologia.....	8
1.4 Resultados Pretendidos.....	9
1.5 Fonte de Dados.....	9
1.6 Referência Bibliográficas e Outras.....	10
2. Segundo Capítulo – Introdução ao <i>Valuation</i>: revisão teórica.....	11
2.1 Primeiros Passos.....	11
2.2 O Fluxo de Caixa Descontado (DCF)	12
2.2.1 <i>Weighted Average Cost of Capital</i> (WACC)	13
2.2.2 Custo de Capital Próprio.....	14
2.2.3 Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE)	15
2.2.4 Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)	16
3. Terceiro Capítulo – A International Meal Company.....	18
3.1 Histórico da Empresa.....	18
3.2 As Fases da Companhia.....	19
3.3 As Principais Atividades da Companhia.....	20
3.3.1 Os Cinco Segmentos.....	21
3.3.1.1 Rodovias – Brasil	21
3.3.1.2 Aeroportos – Brasil.....	21
3.3.1.3 Shopping Center – Brasil.....	21
3.3.1.4 Estados Unidos.....	22
3.3.1.5 Caribe.....	22
3.3.2 As Sete Principais Marcas.....	22
3.3.2.1 Viena.....	22
3.3.2.2 Batata Inglesa.....	23
3.3.2.3 Frango Assado.....	23
3.3.2.4 Olive Garden.....	23
3.3.2.5 Margaritaville.....	23
3.3.2.6 J&C Delícias.....	23
3.3.2.7 Carl’s Jr.....	24
3.4 Gestão e Acionistas.....	24
3.4.1 A Diretoria Executiva.....	24
3.4.2 Conselho de Administração.....	26
3.4.3 Acionistas Principais.....	27
3.5 Destaques Financeiros.....	28

3.5.1 Análise por Segmento.....	30
3.6 Vantagens Competitivas e Fraquezas.....	31
3.6.1 Principais Vantagens Competitivas e <i>Drivers</i> de Crescimento.....	31
3.6.2 Principais Fraquezas e Riscos.....	32
3.7 Principais Concorrentes.....	32
4. Quarto Capítulo – Setor.....	34
4.1 Alimentação Fora de Casa no Brasil.....	34
4.2 Fatores Demográficos e Comportamentais.....	35
4.3 Tendências Macroeconômicas.....	38
4.3.1 Aeroportos no Brasil.....	38
4.3.2 Rodovias no Brasil.....	40
4.3.3 Shoppings no Brasil.....	41
5. Quinto Capítulo – <i>Valuation</i>.....	42
5.1 Introdução.....	42
5.2 Receita.....	42
5.3 Custo dos Bens e Serviços.....	44
5.4 Lucro Bruto.....	45
5.5 Despesas Operacionais, Depreciação e Amortização.....	45
5.6 Capex.....	47
5.7 Capital de Giro.....	48
5.8 Resultado Financeiro, Impostos e Lucro Líquido.....	51
5.9 Fluxo de Caixa.....	52
5.10 Taxa de Desconto.....	52
5.11 Preço Alvo da IMC.....	53
6. Sexto Capítulo – Conclusão.....	54

ILUSTRAÇÕES

3. Terceiro Capítulo – A International Meal Company.....	18
Figura 3.1 - As Principais Marcas.....	24
Figura 3.2 - A Diretoria Executiva.....	26
Figura 3.3 - O Conselho de Administração.....	27
Figura 3.4 - Acionistas Principais (% do total de ações)	28
Figura 3.5 - Destaques Financeiros por Segmento (2016)	29
Figura 3.6 - Número de Restaurantes no Brasil e Fatia de Mercado como % da Receita.....	33
4. Quarto Capítulo – Setor.....	34
Figura 4.1 - Evolução do Mercado de Foodservice no Brasil (R\$ Bilhões).....	34
Figura 4.2- Consumo Per Capita de Foodservice no Brasil (R\$ / Habitante).....	35
Figura 4.3 - Mulheres no Mercado de Trabalho (% da População Economicamente Ativa)	35
Figura 4.4 - Porcentagem de Pessoas Vivendo Sozinhas (% da Pop. Total)	36
Figura 4.5 - Viagens Domésticas e Internacionais e Crescimento <i>YoY</i>	38
Figura 4.6 - Variação no Número de Passageiros vs SSS da IMC no Segmento de Aeroportos.....	39
Figura 4.7 - Viagens por Membro de uma Família em Diferentes Países.....	39
Figura 4.8 - Vendas de Automóveis (% <i>YoY</i>)	40
Figura 4.9 - Fluxo de Veículos em São Paulo (normalizado: 1999 = 100)	40
Figura 4.10 - Crescimento Real no Consumo dos Chefes de Família (%).....	41
5. Quinto Capítulo – Valuation.....	42
Figura 5.1 - Receita Líquida por Segmento em 2017 (R\$ milhões)	42
Figura 5.2 - Projeção da Receita Líquida por Segmento dos Primeiros Anos do Fluxo (R\$ milhões)	44
Figura 5.3 – Projeção dos Custos dos Produtos Vendidos (R\$ milhões)	45
Figura 5.4 – Evolução e Projeção da Receita, Lucro Bruto, EBIT e EBITDA (R\$ milhões)	47
Figura 5.5 – Capex por Formato de Loja (R\$ milhões)	48
Figura 5.6 – Balanço Patrimonial da IMC dos anos 2015, 2016 e 2017 (valores em R\$ milhões)	49
Figura 5.7 – Capital de Giro, histórico e projeção	50
Figura 5.8 – Evolução do FCFE (R\$ milhões)	52

Uma análise fundamentalista da International Meal Company

Rio de Janeiro, Junho de 2018

Primeiro Capítulo – Introdução

1.1 Introdução

Este projeto contará com uma apresentação da International Meal Company (abreviação: IMC), começando pela sua fundação até o momento atual guiado pelo seu CEO. Este trabalho analisará os bons e maus momentos da empresa, as suas tomadas de decisão, sua alocação de capital, sua gestão, o setor em que está inserida e o que potencialmente poderá fazer com que ela gere valor no longo prazo.

A análise será tanto quantitativa como qualitativa e de viés fundamentalista, com foco no longo prazo. O interesse é descobrir se a empresa está ou não negociando suas ações na bolsa de valores abaixo do valor intrínseco de seus negócios. O método que será usado é conhecido como Fluxo de Caixa Descontado ou *Discounted Cash Flow* (DCF), em inglês.

A escolha pelo tema *valuation*³ e pela empresa em questão veio a partir de motivações pessoais. Um fascínio pelo mercado de ações e as oportunidades que o mesmo gera e análises do setor e da IMC feitas previamente em âmbito profissional.

Por fim, este trabalho contará com uma recomendação de investimento visando um longo horizonte de tempo.

1.2 Motivação

Como brevemente foi citado na introdução desse projeto, o tema veio a partir de uma atração pessoal. O Brasil é uma terra fértil em oportunidades, considero digno valorizar

³ Valuation é o processo usado para determinar o valor corrente de um ativo ou de uma empresa. Em português o termo é traduzido para "Avaliação de Empresas".

os bons trabalhos que são feitos por aqui. Além disso, o tema servirá como uma fonte de aprendizado do método de fluxo de caixa descontado para interessados no assunto e potenciais investidores, uma vez que fará uma abordagem tanto teórica como técnica do mesmo.

Em relação à IMC, simpatizo com a empresa e com o setor, e por trabalhar diretamente com análise de ações, não hesitei em escolher um tema que me desperta tamanho interesse.

A empresa possui diversos tipos de operações, que ao todo podem ser resumidas em *catering*⁴ e varejo. Uma apresentação contando a sua história em paralelo com o contexto de crescimento do setor de varejo alimentício no Brasil também é um dos focos da minha análise e um dos pontos que despertaram a minha curiosidade pré-formulação do projeto.

1.3 Metodologia

Este projeto buscará, através de relevantes fontes de dados, usar uma metodologia adequada para fazer uma análise justa de critério fundamentalista visando o longo prazo da IMC. A técnica que será especificamente explorada será a de fluxo de caixa descontado – que será apresentada usando como base referências bibliográficas sobre técnicas de avaliação de empresas.

Após a apresentação dos métodos que serão usados ao longo do trabalho, o projeto tratará de um estudo e uma apresentação geral da empresa, que terá fontes de informação diversas. Entre elas: livros, notícias passadas e atuais sobre a companhia, entrevistas pessoais com executivos que já passaram pela empresa ou de empresas concorrentes e relatórios e resultados divulgados pela própria companhia ou por demais instituições.

Com base nesse estudo, será iniciado um trabalho sobre as projeções do desempenho futuro da empresa. Será aplicado, posteriormente, o método de fluxo de caixa descontado para avaliar e, por fim, precificar as ações da IMC negociadas em bolsa. Ao chegarmos a um resultado numérico, poderemos comparar o preço em que a empresa está sendo

⁴ *Catering* designa o serviço de fornecimento de refeições coletivas, incluindo também itens correlatos para companhias de aviação, restaurantes empresariais, hospitais, entre outros.

negociada no mercado com o preço que acreditamos refletir o verdadeiro valor intrínseco do seu negócio.

Com o estudo qualitativo e a análise quantitativa feitos, será possível finalmente realizar a recomendação de um investimento da IMC.

1.4 Resultados Pretendidos

Os resultados pretendidos não se resumem a uma mera recomendação da empresa como um investimento, nem mesmo a sua não-recomendação, mas sim, o cálculo de um preço justo que reflita o valor intrínseco do seu negócio e a partir dessa precificação e dos demais resultados qualitativos da companhia, uma orientação íntegra e fundamentada para o investimento na empresa visando um longo horizonte de tempo.

Isto é, a partir dos resultados, busco afirmar se seria confortável ou não se tornar sócio dessa empresa por um longo período de tempo.

Portanto, este projeto terá como resultado final uma análise extensa da companhia e de sua precificação. Interessa saber se o valor pelo qual está sendo negociada na bolsa de valores é ou não um valor justo, seguido por uma recomendação, de certa forma conservadora, de investimento.

1.5 Fonte de Dados

Antes de explicitar quais serão as fontes de dados é fundamental indicar quais dados serão utilizados ao longo do trabalho. O trabalho busca, além de fazer uma análise fundamentalista de uma empresa listada em bolsa e precificá-la através de um *valuation*, apresentar um método de precificação conhecido com DCF.

Portanto, serão necessárias fontes de dados que explicam as premissas usadas para projeções e cálculos usando DCF, ou seja, dados que contribuem para explicar o método de precificação do ativo, e, é claro, dados sobre a IMC.

Os primeiros serão retirados de referências bibliográficas sobre o assunto *valuation* e avaliação de empresas. Outras fontes serão sites de profissionais especializados nessa questão. Já os dados sobre a empresa serão extraídos do próprio site de relação com investidores da empresa (demonstrações de resultados, *annual reports*⁵, *press releases*⁶, teleconferência de resultados e apresentações institucionais), de relatórios sobre o setor, de instituições terceiras (análises *sell-side*⁷ e análises *buy-side*⁸) de notícias sobre a companhia e o mercado em que atua.

1.6 Referências Bibliográficas e Outras

As referências que serão usadas nesse trabalho não se resumem a livros. Mas entre eles estão as obras de Aswath Damodaran “Avaliação de Empresas” e “*Investment Valuation*”, de Bruce Greenwald, Judd Sonkin e Michael van Biema “*Value Investing: From Graham to Buffet and Beyond*”, o *Book 3* do CFA: “*Financial Reporting and Analysis*” e a obra de Peter Bevelin: “*A Few Lessons For Investors and Managers*”.

A outra referência importante que será usada é a carta aos acionistas do conglomerado americano Berkshire Hathaway⁹ de 1989, escrita por Warren Buffet¹⁰.

⁵ *Annual reports* são documentos que empresas listadas em bolsa devem fornecer ao mercado para descrever suas operações e sua saúde financeira.

⁶ *Press releases* são notícias emitidas pela companhia com o intuito de informar acionistas ou investidores mudanças ou novidades relevantes com relação à ela.

⁷ Analistas “*sell-side*” trabalham em bancos ou corretoras e avaliam empresas para recomendar a compra ou a venda de ações para seus clientes. O objetivo dessa análise é uma recomendação de investimento

⁸ Analistas “*buy-side*” fazem avaliações exclusivamente para suas gestoras. O objetivo é a compra ou venda de ações que podem trazer, respectivamente, lucros ou prejuízos em determinado período de tempo.

⁹ Companhia americana, sediada em Nebraska, que gere um conjunto de empresas. Seu diretor presidente é Warren Buffett.

¹⁰ Warren Buffet é presidente do conselho da Berkshire Hathaway, conglomerado de empresas sediado nos EUA. Buffett é conhecido por ser um dos mais bem sucedidos investidores da história, sendo também um dos homens mais ricos do mundo.

Segundo Capítulo – Introdução ao Valuation: revisão teórica

2.1 Primeiros Passos

De acordo com Damodaran¹¹, a chave para investir em ativos financeiros é entender não apenas o seu valor, mas o que gera o seu valor. É inegável, que há incertezas em um *valuation*, porém grandes investidores, acadêmicos e outros profissionais do mercado financeiro passam - há décadas - seus conhecimentos adiante. Hoje, o método de avaliação de empresas é muito menos defectível do que já foi em seu passado e lograr o que gera o valor de um ativo já é prática encontrada no mercado, de modo que as incertezas do seu processo sejam reduzidas.

O *valuation*, ou simplesmente, a avaliação de uma empresa, já é tema estudado há décadas. Deveras, já é estudado antes mesmo de receber esse nome. Sua técnica foi tão afamada e divulgada (sobretudo na América do Norte) que recebeu um designativo: “*valuation*”. No português, não possui tradução exata. É conhecido apenas como “avaliação de empresas”. Talvez daqui a alguns anos seja formalmente traduzido, visto sua vasta importância em finanças e na vida de muitos investidores que fazem economias de nações inteiras vigorarem.

Para dar os primeiros passos em busca da avaliação de uma empresa, é preciso ter o ferramental. A teoria por trás desse tema tão discutido. Não há “receita de bolo”, cada um faz do seu jeito. E mesmo se houvesse uma receita, a chance do bolo sair queimado do forno seria enorme. Não é possível prever o futuro. E por isso são utilizadas aproximações. Isto é, dificilmente será exequível acertar o valor com exatidão, trata-se de uma questão de aproximação. Warren Buffett, o mais bem-sucedido investidor do século XX, afirma na obra “*A Few Lessons for Investors and Managers*” de Peter Bevelin¹²: “A

¹¹ Além de professor de finanças, Aswath Damodaran tem uma reputação enorme no que se diz respeito à teoria do mundo de investimentos. É autor de diversos livros e artigos sobre Valuation, finanças corporativas e investimentos em geral.

¹² Peter Bevelin é um autor norte americano. Muitas das suas obras envolvem investimentos e investidores bem sucedidos do mercado financeiro.

*rough approximation is enough*¹³. Isto é, a inabilidade do ser humano de chegar a um número exato não o incomoda. É preferível estar aproximadamente certo a precisamente errado. Portanto, o objetivo final do *valuation* é precificar um ativo: chegar, aproximadamente, no seu valor justo.

Mas como chegar próximo desse valor justo? Aliás, o que é esse valor justo? Algumas definições e teorias serão importantes para os primeiros passos deste trabalho. No primeiro capítulo será abordada a parte teórica do *valuation* e algumas etapas de suma importância para a avaliação de empresas.

2.2 O Fluxo de Caixa Descontado (DCF¹⁴)

O fluxo de caixa descontado é uma técnica usada corriqueiramente no mercado financeiro. É fundamental ter conhecimento amplo desse método para a realização de um *valuation*.

O fundamento mais importante no ponto de vista de um acionista é a capacidade da empresa em gerar caixa. Se uma empresa gera muito caixa, ela é capaz de remunerar seus acionistas e investir em seu próprio crescimento.

Define-se o fluxo de caixa de uma empresa como o montante que ela recebeu de caixa líquido do quanto ela teve que desembolsar, para certo período no tempo.

Portanto, o que, por fim, é de interesse saber, é a geração de caixa da companhia.

O método do fluxo de caixa descontado irá se basear na projeção de caixa de um determinado ativo para alguns períodos na frente.

Trazer essas projeções para valor presente, usando uma taxa de desconto que esteja refletindo os riscos que envolvem a geração de caixa da companhia faz parte do método. O resultado será o preço justo do ativo, no presente. É este o objetivo final: “tentamos

13 “A rough approximation is enough” pode ser traduzido para: “arredondar é suficiente”. (BEVELIN, P. A few lessons for investors and managers – from Warren Buffett)

14 DCF, do inglês, *Discounted Cash Flow*, um método de *valuation* usado para estimar a atratividade de uma oportunidade de investimento.

estimar o valor intrínseco de um ativo se baseando em seus fundamentos” (DAMODARAN, A. Investment Valuation: Second Edition).

O valor da empresa é, portanto, o valor presente de seus fluxos de caixa estimados para o futuro. Podemos calcular esse valor a partir de uma fórmula:

$$\text{Valor do ativo} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n}$$

Em que:

E(CF) = fluxo de caixa previsto no período *n*
r = taxa de desconto que reflete o risco dos fluxos de caixa estimados
n = vida do ativo

É de suma importância recordar de que para os ativos possuírem valor, o fluxo de caixa esperado deve ser positivo em algum período ao longo da sua vida.

Esse método é, como supracitado, descrito pela regra do valor presente, em que o valor do ativo é o valor presente dos seus fluxos de caixa futuros.

Por conseguinte, define-se o valor do ativo pela seguinte fórmula:

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Fluxo de Caixa Livre (t)}}{(1 + WACC)^t}$$

2.2.1 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Na fórmula, pode causar estranheza o termo no denominador. Trata-se do Custo Médio Ponderado de Capital, que em inglês pode ser traduzido simplesmente para WACC ou *Weighted Average Cost of Capital*.

O WACC, de acordo com Damodaran, é o retorno exigido sobre o capital investido para que a empresa atinja o equilíbrio na aplicação efetuada. Ainda em seu livro *Investment Valuation*, Damodaran afirma que essa deve ser a taxa mínima de retorno esperada que uma empresa ou investimento ofereça para ser atraente. (DAMODARAN, A. *Investment Valuation: Second Edition*).

Usa-se o WACC como uma taxa de desconto para o DCF da empresa.

Resume-se a sua estimativa da seguinte forma:

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

Em que:

Ke = custo do capital próprio

Kd = custo da dívida

t = taxa de imposto

D = dívida

E = patrimônio da empresa

2.2.2 Custo de Capital Próprio

Segundo Damodaran, é muito comum utilizar o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)¹⁵ para calcular o custo do capital próprio. O autor de *Investment Valuation*, afirma que com o CAPM pode-se obter a taxa de retorno requerida pelos proprietários da empresa, ou seja, o seu custo de capital próprio.

Essa medida é de extrema relevância para as decisões financeiras de empresas e para o processo de *valuation*.

A seu cálculo pode ser feito da seguinte maneira:

¹⁵ *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) é traduzido para Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (MPAF). Em finanças, é utilizado para determinar uma taxa de retorno para um ativo em relação a uma carteira diversificada.

$$K_e = R_{rf} + \beta(R_m - R_{rf})$$

Em que:

K_e = custo do capital próprio

R_{rf} = retorno do ativo livre de risco

R_m = retorno esperado sobre o índice de mercado

β = coeficiente de volatilidade do ativo em relação ao mercado

2.2.3 Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE)

O Fluxo de Caixa Livre para o Acionista ou Geração de Caixa Livre para o Patrimônio Líquido, ambos traduzidos para *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) será o método que será priorizado neste trabalho para realizar o *valuation* da IMC.

Esse método considera apenas o caixa gerado que não está matrimoniado com o pagamento de credores, isto é, apenas o caixa gerado que pertence aos acionistas da companhia.

Segundo Damodaran, para estimar o quanto de caixa uma empresa pode retornar para os seus acionistas, começa-se pelo lucro líquido que será convertido para fluxo de caixa subtraindo os reinvestimentos necessários para a empresa.

Portanto, em primeiro lugar, subtrai-se todo e qualquer tipo de despesa de capital ou investimento em bens de capital (CAPEX¹⁶, em inglês). A depreciação e a amortização, por sua vez, devem ser adicionadas de volta, uma vez que são encargos não monetários.

Em segundo lugar, deve-se subtrair as mudanças no capital de giro “não-monetário”, em inglês: *non-cash Working Capital*. O capital de giro é usado para financiar a continuidade das operações da empresa, isto é, é o capital necessário para custear as operações da companhia. Como o interesse é nos efeitos da geração de caixa, considera-se o capital de giro “não-monetário”.

¹⁶ CAPEX ou “*Capital Expenditure*” se refere ao montante de dinheiro que é usado para introdução de melhorias ou para a aquisição de bens de capital de uma empresa. Pode ser traduzido para despesas de capital ou investimentos em bens de capital.

Por fim, os investidores devem considerar os efeitos nas mudanças dos níveis de dívida no fluxo de caixa. Para isso, soma-se na equação a diferença da nova dívida emitida com os pagamentos da dívida antiga.

Tem-se, portanto, o fluxo de caixa disponível a ser pago como dividendos aos acionistas, resumido na tabela abaixo.

$$\begin{aligned}
 \text{FCFE} &= \text{Lucro Líquido} \\
 &\quad - (\text{Desembolsos de Capital}) \\
 &\quad + (\text{Depreciação e Amortização}) \\
 &\quad - (\text{Variação no Capital de Giro Não-Monetário}) \\
 &\quad + (\text{Novas Emissões de Dívida}) \\
 &\quad - (\text{Amortização de Dívida})
 \end{aligned}$$

Deve-se usar uma taxa de desconto para calcular o fluxo a valor presente. O que é usado para esse cálculo como taxa de desconto é o K_e (definido no item 2.2.2).

Portanto, tem-se:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t}$$

Em que:

$FCFE_t$ = fluxo de caixa para o acionista no ano t

K_e = custo do capital próprio

t = número de períodos a frente em que os fluxos de caixa serão descontados

2.2.4 Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)

Além do Fluxo de Caixa Livre para o Acionista, há também outro método conhecido como Fluxo de Caixa Livre para a Firma ou *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) em inglês.

Nesse caso, busca-se avaliar o valor da empresa como um todo, considerando a parte dela que pertence aos credores.

Para o seu cálculo, deve-se partir do lucro líquido antes dos juros e depois dos impostos da empresa no período. Subtrai-se o CAPEX, ou seja, as despesas de capital e investimentos em bens de capital. Adiciona-se a depreciação e a amortização e, por último, subtrai-se a variação de necessidade de capital de giro.

Tem-se, portanto:

$$\begin{aligned} FCFF = & \text{Lucro Líquido Antes dos Juros e Depois dos Impostos (EBIT * (1 * T))} \\ & - \text{CAPEX} \\ & + \text{Depreciação e Amortização} \\ & - \text{Variação de Necessidade de Capital de Giro} \end{aligned}$$

Como é avaliado no presente o valor de toda a geração de caixa que a empresa terá nos próximos períodos, deve-se usar uma taxa de desconto. Essa taxa deverá refletir todos os riscos presentes nessa geração. Ela é dada pelo custo médio ponderado do capital da empresa (definido no item 2.2.1), que contempla tanto o custo do capital de terceiros como o custo de capital da própria companhia.

Terceiro Capítulo – A International Meal Company

3.1 Histórico da Empresa

A história da companhia começa em 2006, quando o fundo de investimento americano Advent International, empresa global de *private equity*¹⁷ que nasceu em 1965, com a aquisição do grupo de restaurantes La Mansión no México, forma o grupo IMC, inicialmente com serviços de alimentação em aeroportos na República Dominicana.

O porquê de a empresa ter suas ações negociadas na bolsa brasileira, é explicado ao longo da sua história, uma vez que na década seguinte da sua fundação, foram concluídas diversas aquisições de companhias brasileiras, fazendo com que a sede da companhia viesse para o Brasil.

A primeira das aquisições da empresa no Brasil aconteceu em 2007, quando a IMC fechou contrato de compra da RA Catering, uma das líderes na área de concessão do setor de varejo de alimentação e de refeição a bordo (*catering* aéreo). Essa foi apenas a primeira aquisição de uma longa fase de expansão orgânica da companhia.

2008 foi marcado como o ano de duas das maiores aquisições da empresa no Brasil. A IMC adquiriu a rede Viena, notável grupo de restaurantes nacional e a rede Frango Assado, uma das maiores operadoras de praças de serviços rodoviários do Estado de São Paulo.

Ainda em 2008, seguindo a sua estratégia de expansão internacional, a companhia adquire operações no aeroporto de Porto Rico, servindo tanto o segmento de varejo de restaurantes, quanto operações de *catering* aéreo.

Nos dois anos seguintes, a empresa não abriu mão da contínua expansão para além das fronteiras e entrou em dois novos mercados. Em 2009, adquire lojas em aeroportos da República Dominicana e em 2010, obtém a licitação para operar restaurantes no principal aeroporto do Panamá, o aeroporto de Tocumén.

¹⁷ *Private Equity*: Capital privado. Fundos dessa modalidade compram ações de empresas de capital fechado, esperando obter retornos maiores no futuro.

Em março de 2011, a IMC concluiu o processo de *IPO*¹⁸ com suas ações negociadas na BM&FBOVESPA, bolsa brasileira. No mesmo ano, compra a empresa Aeroservicios de La Costa Limitada, atuante em aeroportos da Colômbia, no segmento de *catering*.

Em 2012, a estratégia de crescimento via *M&A*¹⁹ continua: a empresa adquire os direitos da marca Batata Inglesa, a rede proprietária das marcas J&C Delícias (restaurante na Colômbia), as marcas Wraps e Go Fresh e firma acordo de parceria com a CKE Restaurants. Todas elas operando no ramo de restaurantes em shoppings.

Um ano depois, os executivos da empresa assinam contrato com a Darden Restaurants (detentora das marcas Red Lobster, Olive Garden e LongHorn Steakhouse).

Em 2014, finalmente, com a compra das marcas Margaritaville e Landshark nos Estados Unidos, a companhia encerra a sua intensa fase de expansão inorgânica.

Dois anos depois, com presença em 7 diferentes países, a empresa, em busca de simplificar a sua estrutura, realiza a alienação da integralidade acionária dos ativos na República Dominicana, no México e em Porto Rico.

3.2 As Fases da Companhia

Como descrito no item anterior, a companhia engajou em uma intensa agenda de *M&A* até o momento atual. Com isso, foi criada uma intensa complexidade operacional desde o ano de sua fundação, até a sua última aquisição, em 2014. Foi exatamente nessa fase, que a companhia trocou o seu *CEO*²⁰ e iniciou em 2015 uma nova etapa, focando em simplificar a operação e a complexidade do seu negócio e diminuir a sua alavancagem financeira. A terceira fase, é marcada pela entrada de um terceiro *CEO*, Newton Maia, e representou um aprofundamento da estratégia de simplificação e de corte de custos.

¹⁸ *IPO*: em inglês, *Initial Public Offer*, ou, em português, Oferta Pública Inicial. Trata-se do momento em que a empresa abre o seu capital e passa a ser listada na Bolsa de Valores.

¹⁹ *M&A*: *Mergers & Acquisitions*, em inglês. Em português, fusões e aquisições. Uma estratégia de crescimento via *M&A*, significa uma estratégia de crescimento adquirindo empresas, de forma inorgânica.

²⁰ *CEO*: *Chief Executive Officer*, em inglês. Trata-se do presidente da empresa.

Dos três diferentes ciclos, o primeiro foi o mais longo e pode ser definido cronologicamente entre 2006 e 2014. Nesse período, o diretor presidente da empresa era Javier Gavillán, que buscou forte crescimento de maneira orgânica.

A companhia passou de 12 restaurantes para 413 em 8 anos. Porém, o negócio tornou-se altamente complexo, com diversas marcas em 7 diferentes países. De acordo com o Newton Maia, atual *CEO* da empresa, a diretoria “subestimou a complexidade de administrar tantas marcas”.

A segunda fase pode ser marcada pela entrada do diretor presidente Jaime Szluc. Ele buscou a desalavancagem (de fato a empresa se tornou caixa líquida ao final do período), a renegociação de contratos em aeroportos e a simplificação da estrutura e consolidação das marcas.

Essa fase durou apenas 1 ano e 6 meses. Quando Jaime sai da companhia e abre espaço para a entrada do Newton Maia, atual diretor presidente da IMC.

A terceira fase teve início em 2017 e permanece até o momento atual. O Newton busca cortar custos da empresa, treinar e alinhar os funcionários e focar na expansão de margem, na alavancagem operacional e na expansão inorgânica.

3.3 Principais Atividades da Companhia

A International Meal Company conta com 248 restaurantes, dos quais a maioria (182) está localizada em território nacional e o restante em três países diferentes: 24 na Colômbia, 22 no Panamá e 20 nos Estados Unidos.

Os serviços de alimentação são divididos em cinco diferentes segmentos de acordo com a companhia: Rodovias, Aeroportos, Shopping Center, Estados Unidos e Caribe.

A maioria dos estabelecimentos da companhia opera através de contratos de locação, contratos de arrendamento ou concessões de longo prazo, que podem ser renovados.

3.3.1. Os Cinco Segmentos

3.3.1.1. Rodovias - Brasil

No segmento de rodovias está presente a rede Frango Assado, que opera no Brasil, em praças de múltiplos serviços aos passageiros que viajam em rodovias. A maioria das praças de serviços da rede é formada por um complexo de restaurantes *Quick Casual*²¹, um posto de combustíveis e uma loja de conveniência. As praças de serviços estão concentradas nas rodovias de São Paulo, com uma unidade em Minas Gerais.

3.3.1.2. Aeroportos – Brasil

Esse segmento possui duas divisões, uma delas é a de varejo de alimentação (restaurantes e lanchonetes ou cafeterias) e a outra é de *catering* aéreo. A operação de aeroportos da empresa está presente em três diferentes países: Brasil e Colômbia (*catering* e varejo) e Panamá (varejo), porém, conforme a empresa divide os segmentos, todas as operações no Panamá

3.3.1.3. Shopping Center – Brasil

Concentra as operações de restaurantes em shoppings. No Brasil, as principais marcas em operação são Viena, Batata Inglesa, Olive Garden e Brunella. Enquanto que internacionalmente, operam neste segmento no Panamá e na Colômbia, principalmente por meio das marcas J&C Delícias e Carl's Jr, tais operações internacionais são classificadas pela empresa no segmento “Caribe”.

²¹ *Quick Casual*: restaurantes que oferecem serviços rápidos, mas com comidas de melhor qualidade se comparado com restaurantes *fast food* (“comida-pronta”).

3.3.1.4. Estados Unidos

Operam sob as marcas Margaritaville e Landshark (marca “irmã” da Margaritaville). As marcas apresentam cardápios extensos com variadas opções de bebidas (principalmente alcoólicas), entradas e pratos principais.

3.3.1.5. Caribe

Somam as operações em aeroportos e shoppings no Panamá e na Colômbia.

3.3.2 As Sete Principais Marcas

Dentre as sete principais marcas da companhia, quatro delas operam no Brasil e todas possuem mais de 30 anos de operação, o que é refletido pelo alto nível de reconhecimento dos seus consumidores. São marcas com um longo histórico de atuação no segmento de varejo de alimentos.

3.3.2.1. Viena

O Viena é a principal marca em shopping centers da companhia no Brasil. É uma marca composta por diferentes conceitos de refeições. Seus clientes são diversificados, desde executivos até famílias que buscam refeições à base de comida caseira ou lanches rápidos a preços acessíveis. A Rede Viena opera em dois principais conceitos: “Viena Delish”, que são restaurantes maiores, que podem ser classificados como *Casual Dining*²² e “Viena Express”, que fornece refeições por meio de sistema *self-service*²³.

²² *Casual Dining*: restaurantes que oferecem preços moderados, cardápios diversificados, serviço de mesa e alimentos com apresentações elaboradas.

²³ *Self-service*: expressão em inglês que significa “serviço próprio”. Nesse tipo de restaurante, os próprios clientes se servem com os produtos vendidos.

3.3.2.2. Batata Inglesa

A marca foi adquirida pela empresa em 2012 e é tradicional no mercado de restaurantes no Rio de Janeiro. Possui mais de 30 anos de história e é pioneira no segmento de *fast food*²⁴ de batatas com recheio.

3.3.2.3. Frango Assado

É a rede de restaurantes multisserviços presente nas rodovias de maior movimento no estado de São Paulo. Além de restaurantes, suas praças possuem postos de gasolina que também contribuem para a receita da companhia. No formato de praças, a marca está presente nas rodovias, mas possui unidades no formato de restaurantes, também existentes em aeroportos e shoppings, mas com um número muito inferior de unidades.

3.3.2.4. Olive Garden

A marca Olive Garden é ainda nova no Brasil, tendo desembarcado em 2013 com o contrato assinado pela IMC com a Darden Restaurants. Oferece gastronomia italiana e tem suas lojas concentradas em shoppings no estado de São Paulo.

3.3.2.5. Margaritaville

Inspirada no Caribe e criada pelo cantor Jimmy Buffet, a marca está presente nos Estados Unidos, principalmente na Flórida. Tratam-se de grandes restaurantes com extensos cardápios de bebidas alcólicas e comidas variadas e decoração diversa.

3.3.2.6. J&C Delícias

A J&C Delícias está presente na Colômbia e possui mais de 30 anos no mercado colombiano. É uma rede de alimentação rápida, especializada em “arrepas”, refeição típica do país.

²⁴ *Fast food*: restaurante que fornecem preços acessíveis, cardápios pouco complexos e alimentos para consumo imediato.

3.3.2.7. Carl's Jr.

Trata-se de uma rede de *fast-food premium*, criada na Califórnia com lojas no aeroporto do Panamá. Oferece comidas rápidas, e seu principal produto é o hambúrguer de carne bovina.

Figura 3.1 - As Principais Marcas

	País Relevante	Anos de Operação	Número de Lojas	Destques
		65	25	Restaurante pioneiro de beira de estrada
VIENA		42	95 ⁽¹⁾	Eleito o Melhor Buffet em 2017 ⁽²⁾
		35	16	Marca tradicional no Rio de Janeiro
		35	2	Maior rede de <i>Casual Dining</i> nos EUA
		30	20 ⁽³⁾	Restaurante de inspiração caribenha do Jimmy Buffett
		37	15	Rede tradicional de restaurantes de Arepas
		70	9	Rede californiana <i>premium</i> de fast-food

Fonte: Em setembro de 2017; Observações: (1) Inclui Viena, V. Café, Viena Express, Viena Snacks, Viena Café, Viena Delicatessen, Viena Gourmet e Viena Delish; (2) Revista GoWhere; (3) Inclui duas unidades do Landshark

Fonte: Formulário de Referência da companhia (2018)

3.4. Gestão e Acionistas

3.4.1. A Diretoria Executiva

A equipe de gestão da International Meal Company é composta por profissionais altamente experientes, com amplo conhecimento sobre o negócio e sobre o setor em que a empresa está inserida.

Entre os destaques do time de gestão está o diretor presidente da IMC, Newton Maia, uma das figuras mais importantes na diretoria da empresa no momento atual. Ele assumiu o

cargo de CEO em janeiro de 2017, após passar 3 anos no conselho da empresa. Sabe-se que o executivo deixou a equipe da Advent International (*private equity* responsável pelo investimento na empresa) para dedicar-se exclusivamente ao cargo de diretor presidente da IMC.

Em relação a sua formação acadêmica, Newton se formou em engenharia pelo ITA (Instituto Tecnológico de Aeronáutica) e depois realizou um *MBA*²⁵ na Universidade de Harvard. Profissionalmente, iniciou sua carreira na McKinsey & Co (empresa do ramo de consultoria) na qual esteve presente por três anos. Em 2003, fundou a Oceano, empresa Brasileira de produção e exportação de camarão, que foi vendida para uma empresa brasileira do mesmo ramo. Em 2007 entra na Advent International. Dois anos depois, ocupa uma cadeira no conselho de administração da Kroton (maior empresa privada do mundo no ramo da educação) e passa a fazer parte do seu comitê financeiro. Foi também *CEO* da Atmosfera, empresa do setor de higienização de produtos têxteis.

A diretoria da empresa trabalha há pouco tempo junta. A maioria dos executivos assumiu seus cargos a partir da segunda fase da companhia, liderada por Jaime e descrita neste trabalho. Porém, possuem boa experiência em seus respectivos círculos de competência.

Hoje, a diretoria possui um *CEO* global – Newton Maia – e um *CEO* para cada uma das operações internacionais: Sergio Cardona para o Caribe e David Crabtree para os Estados Unidos. O *COO*²⁶ da empresa é Jerônimo Junior, que comanda todos os executivos líderes das cadeias Olive Garden, Viena, Batata Inglesa, Brunella, do segmento de aeroportos e da área de marketing.

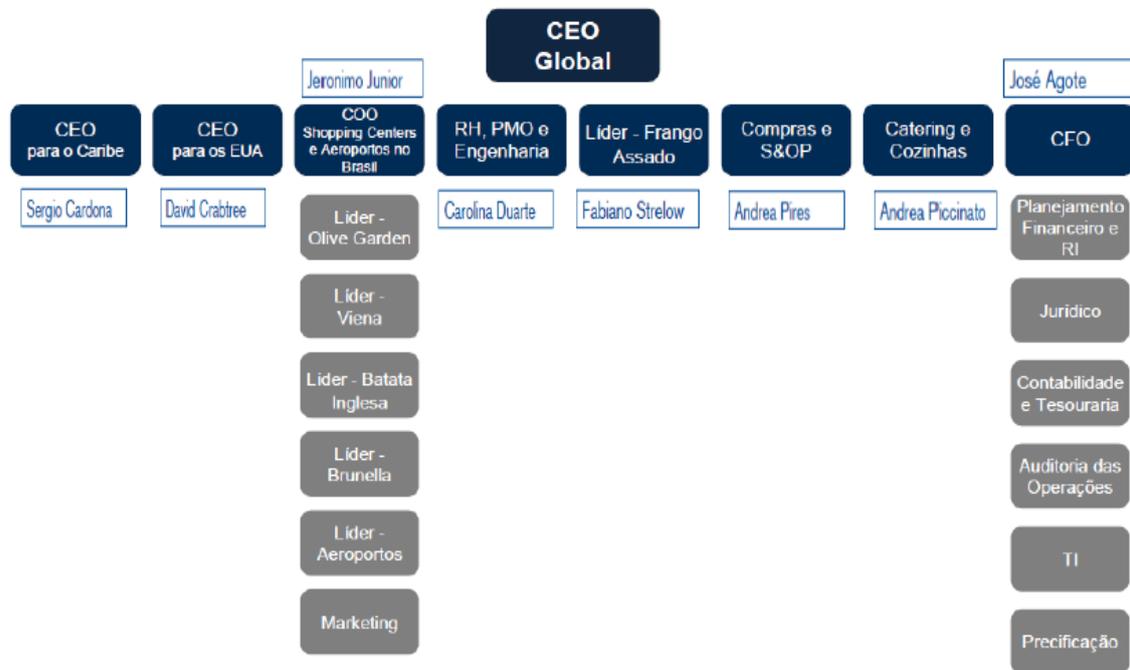
Outro importante cargo da empresa, é a diretoria financeira, ocupada por José Agote.

Um organograma da diretoria executiva da IMC é apresentado a seguir.

²⁵ *MBA*: *Master in Business Administration*. Trata-se de um curso de pós-graduação na área de Administração de Empresas.

²⁶ *COO*: *Chief Operating Officer*. Trata-se do diretor de operações, braço direito do *CEO*.

Figura 3.2 - A Diretoria Executiva



Fonte: Apresentação Institucional da International Meal Company (2017)

2.4.2. Conselho de Administração

O conselho é formado por seis membros, sendo apenas o *chairman*²⁷ membro do *private equity* da Advent International. Entre os demais conselheiros, dois deles são independentes. A última mudança no conselho foi a entrada do Flávio Ferreira, que assumiu o lugar de Marco Mendes.

A tabela abaixo reúne os membros que compõem o conselho. A coluna “tempo no conselho” indica o tempo (em anos) que o membro assumiu tal posição e a idade (também em anos) de cada membro. Por fim, inclui-se a coluna “currículo” com os destaques profissionais de cada membro.

²⁷ *Chairman*: é o presidente do Conselho de Administração.

Figura 3.3 - O Conselho de Administração

Nome	Cargo	Tempo no conselho	Idade	Currículo
Patrice Philippe Nogueira Etlin	Presidente	2	53	Advent, International Ventura Partners, Matra Marconi Space, LAVCA, Lojas Quero-Quero, Allied, TCP, Atmosfera, Atrium, CSU, Kroton e Latin America Soccer.
Lucas Santos Rodas	Independente	1,5	40	FARO Capital, Cia. Nitro Quimica Brasileira, Montecitrus, Bank of America e Unibanco
Marcel Fleischmann	Independente	1,5	62	MACANA, McDonald's (25 anos)
João Rozario da Silva	Membro	7 meses	76	Perdigão (18 anos), Cica (22 anos) e Supermercado Sirva-se (Pão de Açúcar)
Flávio Benício Jansen Ferreira	Membro	-	51	CEO Locaweb, ex-CEO submarino.com, conselheiro (Fleury, Quero-Quero, Digipix e Flyers 24 Horas). Passou no conselho da CETIP, IBMEC e OQVestir.
Marcelo Henrique Ribeiro Alecrim	Membro	2 meses	52	Fundador da SAT e presidente AleSat
última mudança				
Marco Alexandre Duarte Mendes	Membro	1	43	Advent, Doughty Hanson, Unilever, UnoFirst/BBVA e Orange

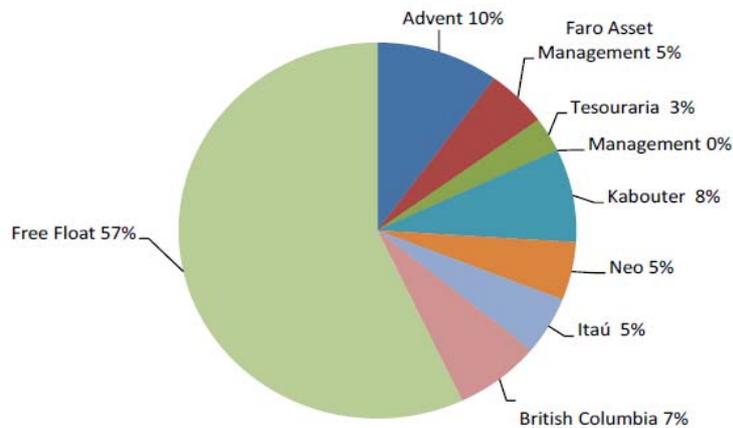
Fonte: Formulário de Referência (2018); Elaboração Própria

2.4.3 Acionistas Principais

A Advent International, fundo de *private equity* responsável pela criação da empresa, vendeu a maior parte da sua posição na IMC em novembro de 2017. Sendo assim, a empresa se tornou uma corporação independente. O *free-float*²⁸ alcançou 57%. Entre os últimos acionistas a comprarem uma quantidade relevante de ações da empresa, estão o Banco Itaú e a casa de investimentos Neo.

²⁸ *Free-float*: quantidade percentual de ações livres que estão em negociação no mercado.

Figura 3.4 - Acionistas Principais (% do total de ações)



Fonte: *Bloomberg*²⁹ – Elaboração Própria

3.5 Destaques Financeiros - Extraídos do *Release*³⁰ de Resultados da Companhia de 2017

Em 2017, a empresa alcançou uma receita líquida de R\$1.495 bilhão, o que representou uma queda de 3% se comparada com o ano de 2016. O EBITDA da empresa (sigla em inglês para a expressão "lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortizações"), alcançou R\$126 milhões, alta de 20% frente ao ano anterior. Em relação ao SSS³¹, houve queda de 2,1% no ano.



²⁹ Empresa de tecnologia que fornece dados para o mercado financeiro e para agências de notícias em todo o mundo. O seu terminal de informação é um dos principais provedores de informação para os mercados financeiros mundialmente.

³⁰ *Release* de Resultados tem por objetivo contextualizar os resultados de determinada companhia em determinado exercício, provendo maior entendimento do negócio ao disponibilizar comentários da administração e outros dados importantes.

³¹ SSS (*Same Store Sales*): vendas nas mesmas lojas. Medição contábil para as vendas de lojas em operação há mais de 365 dias.

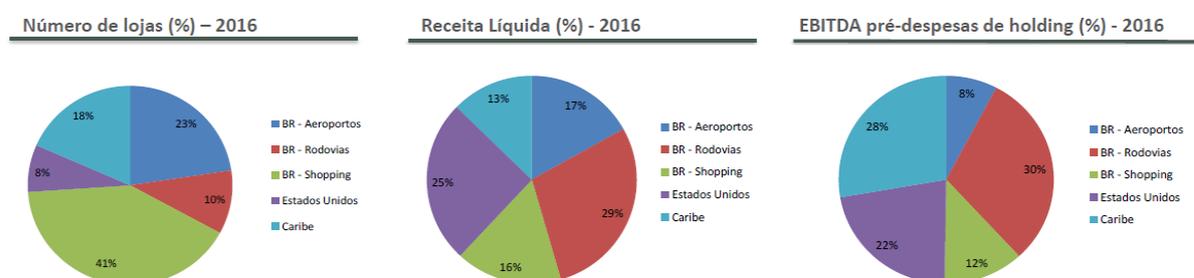
A margem EBITDA (EBITDA/Receita Líquida) fechou o ano em 8,2%, alta de 1.600 bps³² frente ao anterior. Já o lucro líquido fechou o ano em R\$4 milhões, contra prejuízo em 2016 de R\$80 milhões em 2016.



Conforme supracitado, a empresa opera em cinco diferentes categorias. Mais da metade da receita da companhia está concentrada nos segmentos de Rodovias (Frango Assado) e Estados Unidos (Margaritaville). O segmento Caribe, apesar de reunir apenas 18% do número total de lojas da companhia, e responsável por 1/3 do seu EBITDA pré-despesas de *holding*³³ (ou seja, sem considerar as despesas corporativas, como as relacionadas aos gastos com o escritório da sede, que impactam o EBITDA consolidado).

Abaixo, é detalhada uma visão geral dos dados financeiros dos segmentos. Devido ao maior nível de detalhamento, serão apresentados os destaques financeiros do ano de 2016, que seguiram tendência semelhante ao longo de 2017.

Figura 3.5 - Destaques Financeiros por Segmento (2016) – Extraídos do *Release de Resultados de 2016*



³² Bps: *Base Point* ou ponto base é uma unidade igual a 1/100 de 1%.

³³ *Holding*: empresa que detém posse majoritária de ações de demais empresas, conhecidas como subsidiárias.

3.5.1. Análise por Segmento

O segmento de “Aeroportos” no Brasil passou por uma grande expansão no número de lojas. Uma diversidade de marcas e formatos diferentes de restaurantes aumentou muito a complexidade da operação. Com isso, nos últimos dois anos buscou-se a simplicidade do negócio, concentrando um maior número de restaurantes em um menor número de aeroportos. O segmento representa somente 8% do EBITDA pré-despesas de holding.

Em relação ao segmento de “Shopping Centers”, apesar do alto número de lojas, responde apenas por 12% do EBITDA pré-despesas de *holding* da companhia. Tal segmento apresenta um *SSS* negativo desde 2015. Os principais erros estratégicos da operação em shoppings foram: (i) baixa qualidade dos produtos vendidos, (ii) pouca inovação e lançamentos de novos produtos e (iii) reduzido investimento nas marcas.

Na categoria “Rodovias”, a IMC opera uma de suas marcas-chave: Frango Assado. Representa 30% do EBITDA pré-despesas de *holding*, mesmo com um número pouco significativo de lojas.

A companhia passou a operar nos Estados Unidos em 2014, com a aquisição da rede de restaurantes Margaritaville. O segmento representa cerca de 22% do EBITDA pré-despesas de *holding* da empresa. A gestão da marca ainda não foi bem executada, refletindo em fraca performance de vendas nos últimos anos. Além disso, por apresentar pouca sinergia com os demais segmentos, parece ser um possível candidato a desinvestimento nos próximos anos.

Por fim, o segmento Caribe, que engloba três tipos de operação em dois diferentes países (aeroportos, shoppings e *catering*, no Panamá e na Colômbia) é responsável por 28% do EBITDA pré-despesas de *holding*. Trata-se de uma das melhores operações da companhia em termos de rentabilidade, apesar de gerar pouca sinergia para as demais categorias.

3.6. Vantagens Competitivas e Fraquezas

A IMC, em seu momento atual, possui um leque de vantagens competitivas e *drivers* de crescimento. Porém, por outro lado, existem determinados riscos que podem comprometer o desempenho da sua ação no médio para o longo prazo.

Tais *drivers* e riscos serão apresentados a seguir.

3.6.1. Principais Vantagens Competitivas e *Drivers* de Crescimento

Entre eles está a figura do novo *CEO*, Newton Maia. O executivo possui excelente histórico acadêmico e profissional, conforme citado neste trabalho, e parece ter aberto mão de cargos de gestão importantes para assumir o papel de diretor de uma empresa que passava por uma fase difícil. Portanto, está comprometido com o seu desafio.

O projeto OBZ (Orçamento Base Zero) que busca reduzir os custos da companhia é um outro *driver* de crescimento ao representar uma das principais fontes de expansão de margem EBITDA (EBITDA/Receita Líquida). Além desse projeto, está sendo implementado o *PMO*³⁴, que possibilita aos executivos acompanharem os custos e as metas da empresa e dos funcionários em tempo real.

A redução da complexidade. Desinvestimentos de categorias pouco sinérgicas à empresa, podem ajudar na evolução das margens e na diluição de custos fixos. Companhia ainda possui ativos vendáveis.

A geração de demanda: diversas iniciativas estão sendo tomadas para atrair um maior número de clientes e expandir receita. Entre elas, está o lançamento de novos produtos, campanhas de marketing e a remodelação de lojas.

³⁴ *PMO (Project Management Office)*: entidade organizacional à qual é atribuída diversas responsabilidades relacionadas ao gerenciamento centralizado de um determinado projeto.

Crescimento Orgânico: nova marca Olive Garden é destaque positivo da empresa em termos de venda e é uma das apostas da diretoria para o crescimento das vendas em shopping. A outra marca dentro do plano formal de expansão é a Margaritaville, nos Estados Unidos.

3.6.2. Principais Fraquezas e Riscos

Competição: trata-se de um mercado com baixas barreiras de entrada. Novos competidores podem surgir, tomando espaço da empresa e pressionando os preços e as margens para baixo.

Novo time de executivos trabalha há pouco tempo junto. Como citado ao longo do trabalho, apesar do mérito visto no time de profissionais da gestão, eles não têm um longo histórico de trabalho conjunto, o que pode se tornar uma adversidade.

Contínua deterioração de vendas pode levar a mais fechamento do que o esperado. O SSS negativo de 2017, como mostrado nos destaques financeiros, se recorrente pode levar a mais fechamentos de lojas, pressionando a receita líquida da empresa.

Companhia não possui histórico de execução em expansão orgânica. Isto é, a empresa sempre cresceu receita de forma relevante via aquisição de outras companhias e não com a sua própria estrutura. Há um novo desafio de aumentar a rentabilidade com a expansão dos ativos próprios e sem a aquisição de novas marcas.

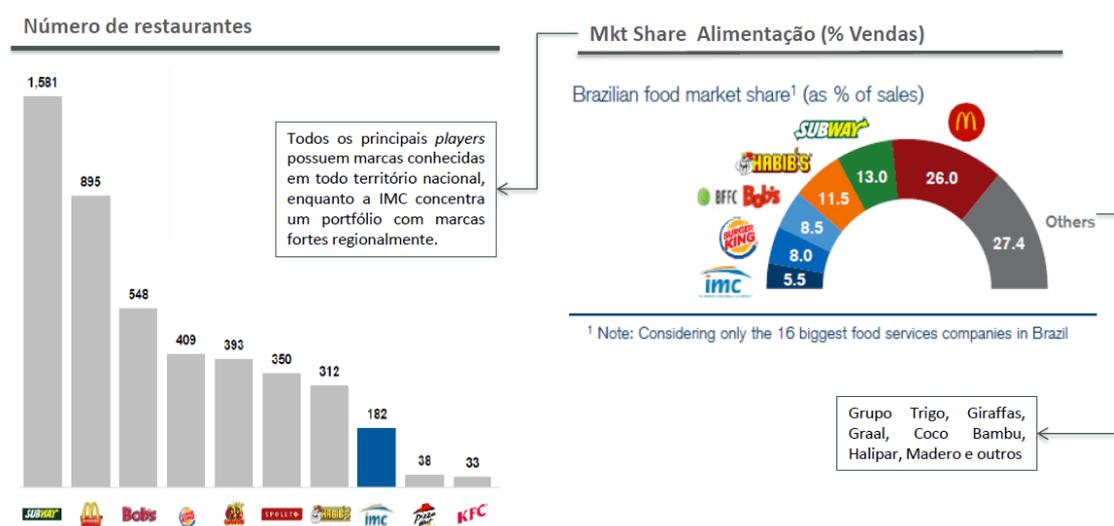
Cortes de custos e simplificações podem impactar a qualidade do produto. Ou seja, as iniciativas que estão tomando para diminuir custos e melhorar margem, podem ter uma contrapartida na qualidade do produto vendido, o que impactaria negativamente a receita da empresa.

3.7 Principais Concorrentes

Pode-se dizer que a empresa não tem nenhum concorrente direto, por operar em diversos segmentos sem que nenhum deles represente parte muito relevante de sua receita.

Porém, como todos os segmentos estão relacionados ao ramo alimentício, os principais *players*³⁵ são do mercado de sanduíches e hambúrgueres. A IMC perdeu fatia de mercado com a queda da receita. Em relação ao número de restaurantes, as redes de serviços alimentares ainda representam uma pequena fração do mercado: 92% do mercado são pequenos varejistas.

Figura 3.6 - Número de Restaurantes no Brasil e Fatia de Mercado como % da Receita



Fonte: Apresentação Intitucional da Companhia (2017), Credit Suisse Research e Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo (Ranking 2017) – Elaboração Própria

³⁵ *Players*: no contexto, são empresas que concorrem entre si em um determinado mercado

Quarto Capítulo – Setor

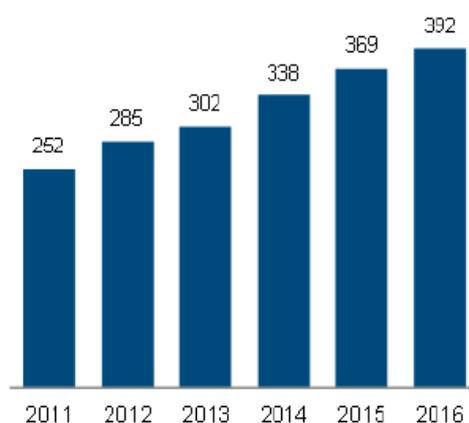
Este capítulo se destina a analisar o setor em que a IMC está inserida. Por operar em diferentes segmentos, não é evidente afirmar o principal ramo de suas atividades. Porém, como todos os segmentos possuem alimentação como serviço principal, é razoável analisar o setor de alimentação fora do lar no Brasil, de onde vem a maior parte da receita da empresa.

4.1. Alimentação Fora de Casa no Brasil

O mercado em que a IMC atua, apresenta alto potencial de crescimento. Foram usados como fonte, dados da Euromonitor – empresa provedora global de inteligência estratégica de mercado – e, de acordo com essas estatísticas, houve um aumento expressivo nos gastos com alimentação fora de casa no Brasil.

Em 2016, segundo a Euromonitor, o mercado de serviços alimentícios brasileiro movimentou R\$392 bilhões. Além disso, o consumo per capita também apresentou forte crescimento no período, saindo de R\$1.407 por indivíduo em 2012 para R\$1.871 em 2016, o que representa um *CAGR*³⁶ de 7,4%.

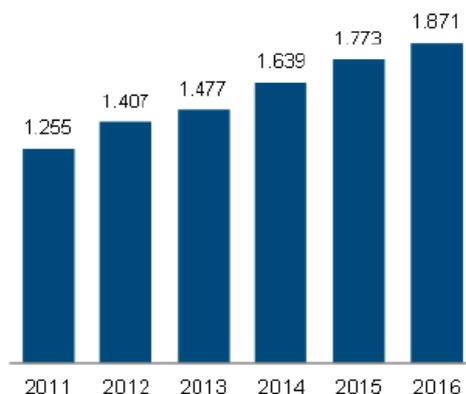
Figura 4.1 - Evolução do Mercado de *Foodservice* no Brasil (R\$ Bilhões)



Fonte: Euromonitor International e Passport Consumer Foodservice

³⁶ *CAGR*: do inglês, Compound Annual Growth Rate, ou seja, Taxa Composta Anual de Crescimento.

Figura 4.2- Consumo Per Capita de *Foodservice* no Brasil (R\$ / Habitante)

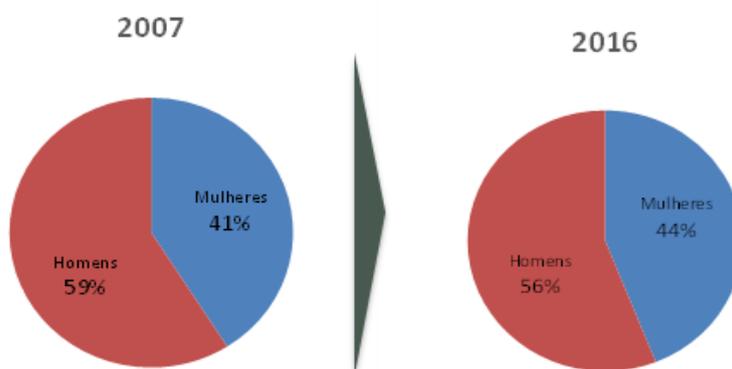


Fonte: Euromonitor International e Passport Consumer Foodservice

4.2 Fatores Demográficos e Comportamentais

As despesas com refeições fora do lar cresceram a um *CAGR* de 8,4% entre 2012 e 2016. Existem algumas justificativas para tamanho crescimento durante esse período. Uma das razões é o contínuo crescimento de participação das mulheres no mercado de trabalho. Isso afeta de maneira significativa os hábitos alimentares da população, resultando em um declínio no número de pessoas responsáveis pela preparação de refeições dentro de casa, pelo aumento da renda familiar total e pelo aumento do consumo de alimentos prontos.

Figura 4.3 - Mulheres no Mercado de Trabalho (% da População Economicamente Ativa)

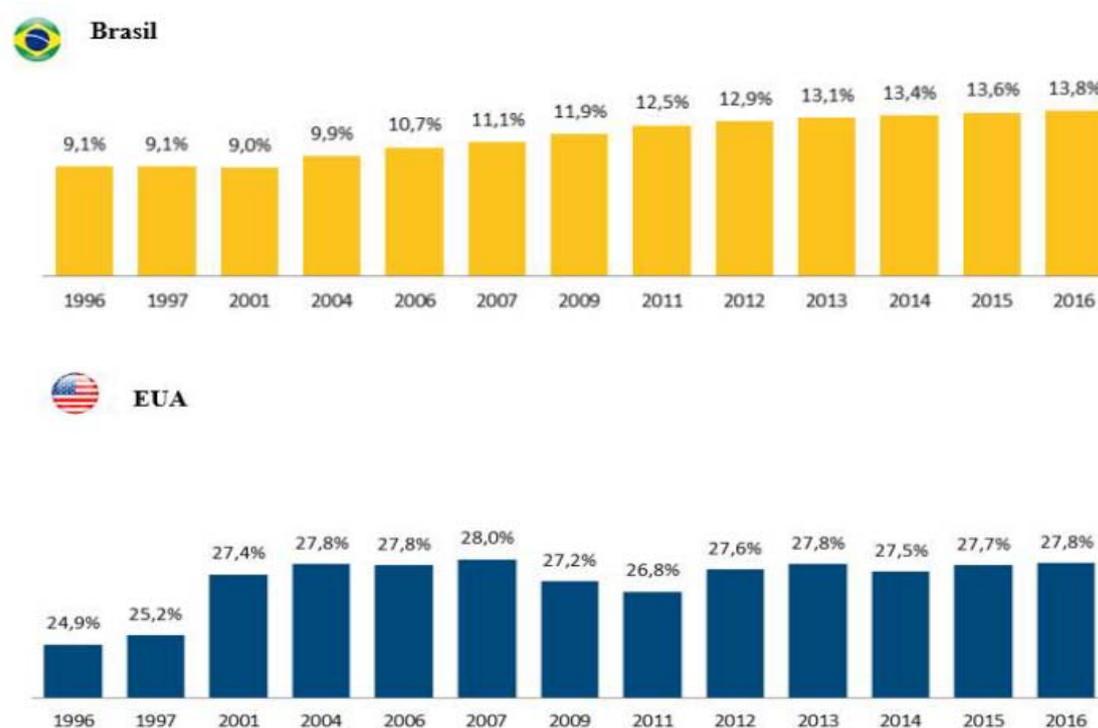


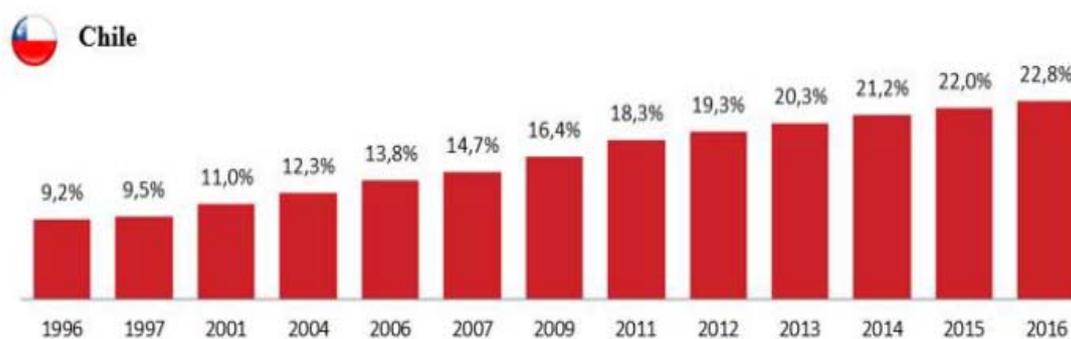
Fonte: IBGE – Elaboração Própria

Além desse fator, outra razão para o maior número de pessoas se alimentando fora de casa tem relação com o movimento migratório de pessoas saindo do campo para as cidades. Ou seja, o maior número de pessoas tendo refeições fora do lar, aumenta conforme cresce o número de pessoas vivendo em cidades.

Em linha com o processo de urbanização ainda em andamento, é também observado um maior número de pessoas vivendo sozinhas. Para sustentar esse argumento, podem ser usados dados da Euromonitor. De acordo com a empresa, no Brasil, em 1997, 9,1% do total de residências apresentavam pessoas vivendo sozinhas. 19 anos depois, em 2016, esse número aumentou para 13,8%, com, ainda, forte potencial de crescimento, principalmente ao comparar a estatística brasileira, com a de outros países como Chile e Estados Unidos. Em 2016, o Brasil atingiu o mesmo patamar que os Estados Unidos atingiram em 1964 e que o Chile atingiu em 2006. Esses indivíduos, buscam, além da conveniência de não prepararem as suas próprias refeições, meios de socialização.

Figura 4.4 - Porcentagem de Pessoas Vivendo Sozinhas (% da População Total)





Fonte: Euromonitor International

Segundo os dados do IBGE, o Brasil possui aproximadamente 208 milhões de habitantes em 2017, ocupando a quinta posição entre os países mais populosos do mundo. A taxa média de crescimento entre 2006 e 2016 foi de 1%. As estimativas do IBGE indicam que a população brasileira continuará em ritmo de crescimento e atingirá 228 milhões de pessoas em 2043.

Com a deterioração da economia nos anos de crise, as taxas de desemprego no Brasil apresentaram um acréscimo relevante. Contudo, de acordo com as projeções do Instituto Foodservice Brasil³⁷, a taxa de desemprego no país reduzirá para 9,5% de desocupação da população economicamente ativa em 2020.

Com a melhora na taxa de desemprego e conseqüente aumento do poder do consumidor brasileiro, é esperado que o mercado de *foodservice* seja estimulado, o que favoreceria a IMC.

Além da crescente empregabilidade no país, a migração da população de classes sociais mais baixas para a classe média proporcionou uma distribuição de renda menos desigual. O que pode ser entendido como um outro fator que favorece o consumo fora de casa.

³⁷ Instituto Foodservice Brasil tem como objetivo viabilizar informações atualizadas sobre o segmento de de serviços alimentícios no Brasil.

4.3 Tendências Macroeconômicas

O Brasil está, hoje, no final da fase de um período de grave retração econômica. Segundo especialistas, a crise em que o país passou nos últimos anos representou uma das piores de sua história. Porém, acredita-se hoje que o pior ficou para trás. De acordo com Henrique Meirelles³⁸, a economia brasileira entrou em 2018 com crescimento forte e sólido, para ele, o resultado de 2017 “dá a base e confirma as expectativas [do governo] de um crescimento de 3% no ano de 2018”.

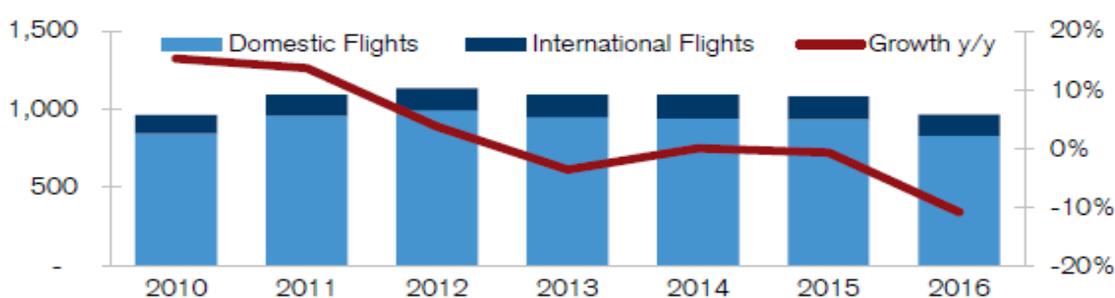
Tendências macroeconômicas favoráveis são importantes *drivers* de crescimento para IMC.

4.3.1. Aeroportos no Brasil

O crescimento do negócio de serviços de alimentação nos aeroportos está diretamente relacionado ao aumento do tráfego aéreo nacional.

É evidente que a recessão econômica resultou em um efeito dramático na indústria aeroespacial no Brasil. A boa notícia para a companhia, no entanto, é que o tráfego de passageiros finalmente voltou a crescer e a expectativa é de um crescimento ainda mais acentuado no futuro. Sendo assim, faz sentido pensar que a IMC pode se beneficiar dessa recuperação do tráfego nos aeroportos para crescer sua receita.

Figura 4.5 - Viagens Domésticas e Internacionais e Crescimento YoY³⁹

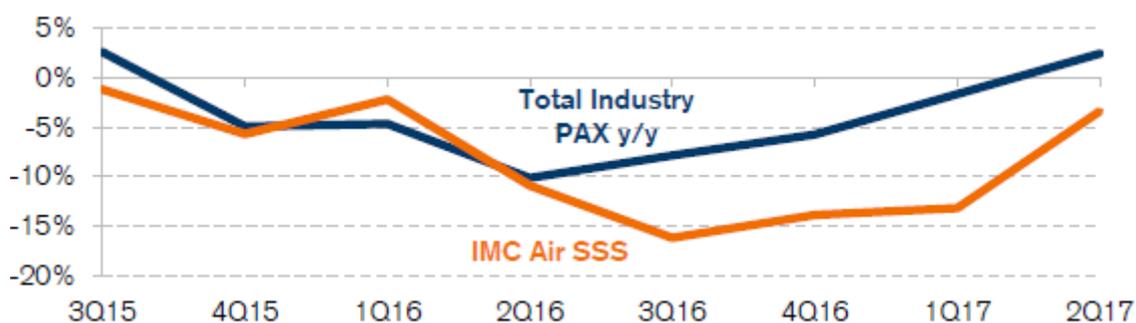


Fonte: ANAC (Agência Nacional de Aviação Civil) e Credit Suisse Research

³⁸ Henrique Meirelles: ex-Ministro da Fazenda do Brasil

³⁹ YOY: abreviação do inglês “Year over Year”, ou seja, ano contra ano. No contexto, representa o crescimento ou a queda do número de viagens do ano anterior até o ano em questão.

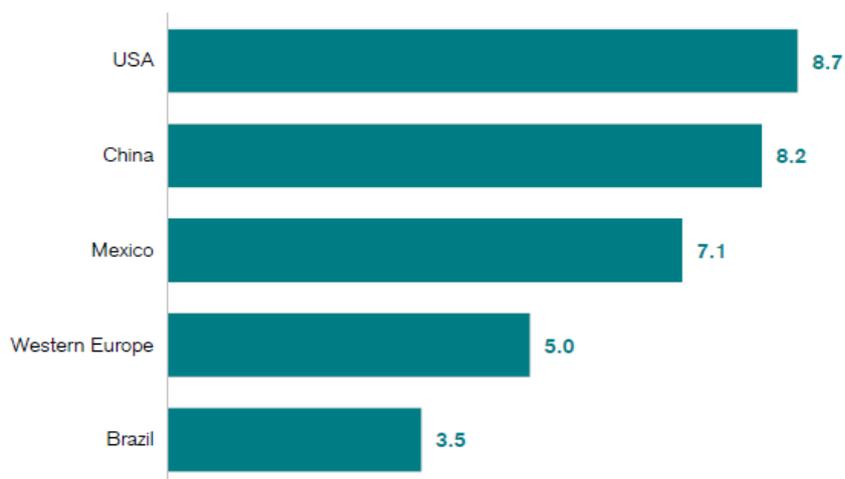
Figura 4.6 - Variação no Número de Passageiros vs SSS da IMC no Segmento de Aeroportos



Fonte: ANAC (Agência Nacional de Aviação Civil) e Credit Suisse Research

Em relação ao mercado aeroespacial brasileiro, pode-se constatar que ainda está pouco penetrado, mesmo comparando com países em desenvolvimento, como China e México. No Brasil, um chefe de família já fez 3,5 viagens de avião em toda sua vida, enquanto que no México esse número sobe para 7,1 e na China 8,2.

Figura 4.7 - Viagens por Membro de uma Família em Diferentes Países (2017)



Fonte: ANAC (Agência Nacional de Aviação Civil) e Euromonitor International

4.3.2. Rodovias no Brasil

O crescimento do número de carros e o aumento dos gastos em viagens de lazer tem estreita relação com o segmento de rodovias em que a companhia opera. Levando isso em consideração, é possível afirmar que o ambiente macroeconômico está seguindo tendências positivas para o resultado da empresa nessa categoria.

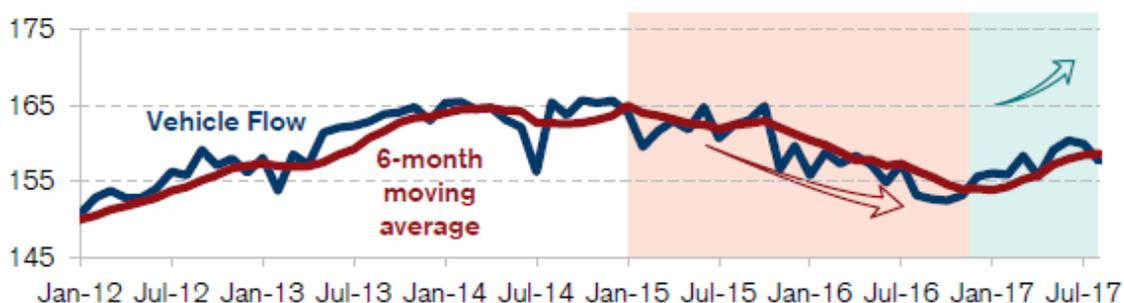
O número de produção e vendas de carros mostra recuperação, e tem correlação com o fluxo de veículos em estradas. Como a cadeia Frango Assado, tem suas lojas nas beiras das rodovias, um fluxo maior de carros tem correlação positiva com a receita líquida da empresa nesse segmento.

Figura 4.8 - Vendas de Automóveis (% YoY)



Fonte: ANFAVEA (Agência Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores) – Elaboração Própria

Figura 4.9 - Fluxo de Veículos em São Paulo (normalizado: 1999 = 100)



Fonte: FENABRAVE, ABCR e Credit Suisse Research

4.3.3. Shoppings no Brasil

O crescimento da receita da empresa nessa categoria está relacionado a um maior número de visitas aos shoppings centers e ao maior poder aquisitivo do consumidor brasileiro. A recuperação do PIB (Produto Interno Bruto) pode impulsionar o consumo de famílias brasileiras, aumentando o fluxo de pessoas em shoppings, o que pode ter como contrapartida uma maior venda nas suas lojas concentradas nas praças de alimentação.

Após dois anos de forte retração, estima-se que 2017 tenha apresentado um crescimento de 0,8% em relação a 2016 no consumo do chefe de família. Para 2018, o IBGE espera ainda um maior crescimento, 2,8% em relação a 2017.

Figura 4.10 - Crescimento Real no Consumo dos Chefes de Família (%)



Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil

Quinto Capítulo – Valuation

5.1 Introdução

Neste capítulo, utilizaremos o método de fluxo de caixa descontado (DCF), que, como citado na primeira parte desse projeto, busca determinar o valor de uma empresa ao trazer os fluxos de caixa futuros a valor presente, descontado por uma taxa de desconto.

Além disso, serão apresentados os cálculos para chegarmos ao fluxo de caixa da IMC, assim como as premissas que serão usadas nas projeções da empresa.

5.2 Receita

Como dito no capítulo dois, a IMC possui 5 diferentes segmentos e cada um deles gera um montante de receita para a empresa. Nos segmentos de aeroportos no Brasil, a receita obtida refere-se em parte à receita da operação de *catering* e em parte à receita dos restaurantes, o mesmo vale para a operação Caribe.

No caso dos segmentos Estados Unidos e Shoppings no Brasil, a receita é inteiramente advinda dos restaurantes. Por fim, o segmento Rodovias no Brasil, leva em conta a receita obtida pelas lojas Frango Assado e à receita obtida pelos postos de gasolina que estão presentes nas praças dessas lojas, conforme explicado no capítulo dois.

Dito isso, em 2017, a IMC teve uma receita total de R\$1.494 milhões, dividida da seguinte maneira entre os segmentos:

Figura 5.1 - Receita Líquida por Segmento em 2017 (R\$ milhões)

Receita Líquida (R\$)	2017
BR - Aeroportos	245.600
BR - Rodovias	467.100
Restaurantes	257.200
Postos	209.900
BR - Shopping	234.400
Estados Unidos	368.100
Caribe	179.300
Total	1.494.500

Fonte: Release de Resultados da IMC (2017) – Elaboração Própria

A projeção da receita líquida levará, ao todo, três premissas em consideração, são elas: (i) SSS por loja existente, (ii) abertura de novas lojas e (iii) venda por nova loja.

As premissas utilizadas refletem um ambiente macroeconômico ainda pouco favorável e o processo de *turnaround*⁴⁰ pelo qual a empresa passa. Portanto, esperamos que o SSS de todos os segmentos supracitados consolidados, cresça 3,2% em 2018.

Portanto, temos: R\$ 1.494 milhões * (1 + 3,2%) = R\$ 1.542 milhões.

O resultado acima indica que as lojas existentes em 2017 vão vender, em média 3,2% a mais em 2018 do que no ano imediatamente anterior. Porém, essa premissa não é suficiente para determinar a receita total da companhia. É importante lembrar que a empresa passa por um processo de expansão e possui planos formais para a abertura de novas lojas, principalmente nos segmentos Estados Unidos e de *shoppings* no Brasil. Assim, usamos como premissa a abertura de 2 novas lojas e 4 novas lojas para os dois respectivos segmentos, conforme indicado pela própria empresa.

Logicamente, será necessária uma estimativa de receita para cada uma dessas lojas, levando em consideração seus formatos e segmentos. Essa trata-se da 3ª premissa para a projeção da receita.

A própria companhia indica que lojas no segmento Estados Unidos vendem aproximadamente R\$16,6 milhões por ano, enquanto lojas do segmento shoppings no Brasil, mais especificamente, lojas Olive Garden que são o foco da expansão, vendem aproximadamente R\$ 9,8 milhões por ano. Sendo assim, projeta-se a receita total da companhia, em função do SSS das lojas existentes, da abertura de novas lojas e da receita de cada uma dessas novas lojas.

Como resultado, as premissas levam a R\$1.614 milhões em 2018 de receita líquida, um crescimento de 8% frente 2017. Da mesma forma como foi feito para 2018, a receita é projetada até o último ano do fluxo. Nos primeiros anos há um crescimento mais modesto da receita, até chegar a um patamar de 10,5% de crescimento por ano, que permanece desde 2021 até 2027.

⁴⁰ *Turnaround*: recuperação financeira de uma companhia que passou por problemas econômicos durante um período longo de tempo.

A aceleração do crescimento das vendas é fruto das lojas mais maduras e das iniciativas de geração de demanda, por meio de campanhas de marketing, reformulação dos cardápios, entre outras – indicadas no capítulo dois – tendem a acelerar o volume de mercadorias vendidas nas lojas da companhia.

Figura 5.2 - Projeção da Receita Líquida por Segmento dos Primeiros Anos do Fluxo (R\$ milhões)

<i>International Meal Company</i>	2018E	2019E	2020E	2021E
Receita Líquida (R\$)				
BR - Aeroportos	255.424	265.641	276.267	288.699
BR - Rodovias	497.462	538.295	582.004	628.789
BR - Shopping	277.160	327.488	390.599	468.092
Estados Unidos	401.229	442.738	490.222	547.747
Caribe	182.886	192.602	201.269	210.327
Total	1.614.160	1.766.764	1.940.361	2.143.653
Crescimento	8,0%	9,5%	9,8%	10,5%

Fonte: Elaboração Própria

5.3 Custo dos Bens e Serviços

Para o cálculo do lucro bruto, devem ser subtraídos os custos relacionados aos bens e serviços da receita líquida da companhia. Tais custos envolvem os pagamentos realizados pela IMC correspondentes às despesas diretamente ligados ao processo de produção, como matérias primas (principalmente alimentos, e combustível, no caso dos postos de gasolina), mão de obra direta e depreciação.

Para fins de projeção, alguns desses custos são considerados variáveis e outros fixos, isto é, os custos de bens e serviços considerados variáveis serão projetados variando conforme o crescimento da receita líquida enquanto que os custos considerados fixos serão projetados variando conforme a inflação.

Assim, tem-se a evolução dos custos dos produtos vendidos por segmento:

Figura 5.3 – Projeção dos Custos dos Produtos Vendidos (R\$ milhões)

<i>Custos dos Produtos Vendidos</i>	2018E	2019E	2020E	2021E
BR - Aeroportos	173.878	176.617	183.508	191.214
BR - Rodovias	391.729	415.581	443.110	472.590
BR - Shopping	199.021	232.821	275.495	328.112
Estados Unidos	250.632	274.313	301.252	334.275
Caribe	85.750	89.409	93.326	97.441
Total	1.101.010	1.188.742	1.296.690	1.423.633
Crescimento	7,0%	8,0%	9,1%	9,8%

Fonte: Elaboração Própria

5.4 Lucro Bruto

Subtraindo os resultados do item 4.1 (receita líquida) pelos resultados do item 4.2 (custos dos produtos vendidos), tem-se o lucro bruto da companhia, que em 2017 foi de R\$ 466 milhões. Conforme a projeção, há crescimento de 10% frente 2017, chegando a um lucro bruto de R\$ 513 milhões em 2018, o que, dividindo pela receita líquida do ano em questão, leva a uma margem bruta de 31,8%, aumento de 0,6 pontos percentuais frente ao ano anterior.

5.5 Despesas Operacionais, Depreciação e Amortização

O lucro operacional, conhecido em inglês como EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) é obtido ao subtrair do lucro bruto o saldo das despesas operacionais, depreciação e amortização. Tais despesas consistem principalmente de duas categorias: despesas com vendas, logística e marketing e despesas gerais e administrativas, que leva em conta pesquisa, desenvolvimento, projetos, tecnologia da informação, etc.

Assim como no caso da projeção dos custos de bens e serviços, a projeção das despesas operacionais levou em conta o histórico da companhia e foi feita por segmento, uma vez que permite um maior nível de detalhamento.

A maior parte dessas despesas são consideradas variáveis e, por isso, foram projetadas variando conforme o crescimento da receita líquida.

A depreciação é a desvalorização dos ativos imobilizados de uma empresa, que pode ocorrer de diferentes formas: uso, obsolescência ou até mesmo desgaste natural, até que seu valor seja zero. No demonstrativo de resultado de empresas, a depreciação é apresentada como uma despesa e também contribui para a redução do lucro tributável, já que representa a perda de valor de um bem que já de posse da empresa, ou seja, não houve desembolso de caixa.

A amortização, por sua vez, representa um processo de quitação de uma dívida através de pagamentos periódicos. Nesse caso, cada parcela refere-se ao valor total da dívida, incluindo juros, impostos e demais encargos, podendo ser fixas ou variáveis.

Ao calcularmos o EBIT, se adicionarmos de volta a depreciação e a amortização, chegamos a uma medida de geração operacional de caixa muito difundida no mercado financeiro: EBITDA, do inglês, *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*. Tal variável busca fornecer o montante gerado pela empresa em questão durante o seu processo operacional. É um indicador que permite analistas avaliarem a empresa como um todo e não apenas a partir do resultado final (lucro líquido) gerado por ela.

Para 2018, projetamos um EBIT e um EBITDA, respectivamente, de R\$71 milhões e R\$151 milhões, ou seja, um crescimento de 143% e 36% em relação a 2017. A margem EBITDA da empresa, isto é, o EBITDA/Receita Líquida, fica em 9,4% para 2018, um crescimento de 2 pontos percentuais frente 2017, o que reflete a estrutura de custos mais eficientes e o corte de despesas, focos da nova gestão da companhia e do processo de *turnaround*.

O quadro abaixo, portanto, resume os principais indicadores explicados até o momento, do ano de 2016 até a projeção de 2020. Os valores são expressos em milhões de reais.

Figura 5.4 – Evolução e Projeção da Receita, Lucro Bruto, EBIT e EBITDA (R\$ milhões)

<i>International Meal Company</i>	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Receita Líquida	1.540.638	1.494.511	1.614.160	1.766.764	1.940.361
CPV	1.068.200	1.028.700	1.101.010	1.188.742	1.296.690
Mão de Obra Direta	406.100	388.400	416.238	448.237	491.688
Refeição	359.700	338.800	366.491	400.992	441.819
Outros	88.000	79.500	87.474	95.519	105.626
Combustível e Acessórios de Veículos	156.700	171.100	180.729	195.026	210.280
Depreciação e Amortização	57.700	50.900	50.077	48.969	47.277
Lucro Bruto	472.438	465.811	513.151	578.022	643.671
Despesas Operacionais	521.500	436.600	442.114	485.671	517.728
EBIT	- 49.062	29.211	71.037	92.351	125.943
EBITDA	46.338	110.811	150.945	174.063	205.857

Fonte: Release de Resultados da IMC (2017) – Elaboração Própria

5.6 Capex

O Capex, do inglês, *Capital Expenditures*, significa investimentos em bens de capital, ou seja, envolve todos os custos relacionados à aquisição de instalações e equipamentos que visam melhorias de produtos ou serviços de uma empresa.

A IMC divide o Capex em duas categorias: expansão e manutenção. O Capex de expansão representa os investimentos relacionados a aberturas de novas lojas, enquanto o de manutenção concentra o montante de recursos gastos na conservação das lojas existentes e de demais ativos da companhia.

Em 2017, a IMC gastou R\$46,2 milhões em Capex de expansão e R\$69,6 milhões em Capex de manutenção. A empresa investiu principalmente nas lojas em rodovias e aeroportos brasileiros e em novas lojas nos Estados Unidos.

Para efeito de projeção, também é distinguido o que é Capex de manutenção e o que é de expansão. O departamento de relação com investidores da companhia estima qual é o Capex para cada tipo de loja, o que facilita a projeção. Portanto, para os investimentos em expansão, multiplica-se o número de lojas previsto no plano de abertura, com o Capex

por loja a depender do formato. A tabela abaixo mostra qual é o Capex em milhões de reais para a abertura de lojas:

Figura 5.5 – Capex por Formato de Loja (R\$ milhões)

Capex por loja	
BR - Aeroportos	500
BR - Rodovias	7.500
BR - Shopping	3.500
Estados Unidos	3.000
Caribe	800

Fonte: Estimativa da IMC – Elaboração Própria

É claro que os valores da tabela variam ano a ano de acordo com a evolução do IPCA⁴¹, estimado em 4,5% para 2018, de acordo com o boletim Focus⁴².

O Capex de manutenção, por sua vez, é projetado variando conforme o crescimento da receita líquida. Observa-se que a média histórica desses investimentos fica em aproximadamente 1,6% da receita líquida. Porém, para o ano de 2018, em específico, a companhia divulgou as estimativas desses investimentos. Portanto, em 2018 é usada a projeção da própria companhia para o Capex, e a partir de 2019, o mesmo varia conforme o crescimento da receita.

Em suma, projeta-se um Capex total de R\$76,4 milhões para 2018, sendo R\$40,9 milhões de expansão e R\$35,5 milhões de manutenção.

5.7 Capital de Giro

O capital de giro abrange o montante de recursos necessário para financiamento das atividades da empresa, ou seja, é todo o capital necessário para financiar a continuidade das operações da companhia, como, por exemplo, os recursos para manter estoques, para

⁴¹ IPCA: índice de preços ao consumidor amplo. Representa o índice oficial da inflação no Brasil, mede a variação do mercado para o consumidor final.

⁴² Documento divulgado pelo Banco Central que reúne as principais informações referentes a expectativas em relação à economia.

o pagamento de fornecedores, para o pagamento de impostos, salários, aluguéis, entre outros.

Seu cálculo é feito levando em consideração três linhas do balanço patrimonial⁴³, mostrado abaixo:

Figura 5.6 – Balanço Patrimonial da IMC dos anos 2015, 2016 e 2017 (valores em R\$ milhões)

<i>International Meal Company</i>	2015	2016	2017
Balanço			
Ativo Circulante	964.661	348.983	372.525
Caixa e Títulos mob.	289.390	190.108	183.588
Clientes	70.586	70.567	86.882
Estoques	41.917	35.101	43.670
Ativos descontinuados	511.492	-	-
Outros	51.276	53.207	58.385
Ativo Não Circulante	43.233	36.053	32.540
Títulos e Valores mob.	-	-	-
Impostos a recuperar	720	626	877
Outros	42.513	35.427	31.663
Permanente	1.218.129	1.118.372	1.107.359
Investimentos	40.009	29.169	25.116
Imobilizado	281.654	252.429	244.141
Intangíveis	229.616	179.760	170.512
Goodwill	666.850	657.014	667.590
Ativo Total	2.226.023	1.503.408	1.512.424
			-
Passivo Circulante	574.253	248.593	244.631
Empréstimos e Financ.	144.656	61.797	50.604
Fornecedores	78.723	85.815	89.525
Salários e Encargos Sociais	47.543	63.976	61.889
Ativos descontinuados	260.105	-	-
Outros	43.226	37.005	42.613
Passivo Não-Circulante	447.642	214.019	263.828
Empréstimos e Financ.	368.469	104.313	157.034
Impostos	47.858	62.569	69.622
Provisões	13.596	26.997	12.539
Outros	17.719	20.140	24.633
Patrimônio Líquido	1.204.128	1.040.796	1.003.965
Passivo Total	2.226.023	1.503.408	1.512.424

Fonte: Demonstrações Financeiras da Companhia (anos 2015, 2016 e 2017) – Elaboração Própria

O Balanço patrimonial é umas das principais demonstrações contábeis de qualquer empresa. Seu patrimônio é dividido em duas partes: ativos (bens e direitos) e passivos

⁴³ Balanço Patrimonial: demonstração contábil destinada a evidenciar de maneira qualitativa e quantitativa determinada posição patrimonial de uma empresa ou entidade financeira.

(exigibilidades, ou seja, o que a companhia tem a pagar). Além disso, o balanço fornece o patrimônio líquido que é calculado pela diferença total entre os ativos e os passivos.

Com o balanço patrimonial da companhia, usando os elementos destacados no quadro acima, é possível calcular o capital de giro da empresa. Para isso, soma-se as contas a receber de clientes (recebíveis, indicado na linha “Clientes”) com a linha de estoques (são as mercadorias para serem revendidas) e por fim subtrai-se a linha de fornecedores (a pagar).

Para efeitos de projeção, é necessário calcular quantos dias a empresa demora para receber os recursos referentes da venda de seus produtos e serviços. Para tal finalidade, divide-se o valor da conta de clientes por 365, valor aproximado do número de dias em um ano. Assim, obtém-se o prazo médio de recebimento da empresa. Para as contas de estoques e fornecedores, divide-se tais valores pelo custo dos produtos vendidos.

O quadro abaixo indica o histórico de capital de giro e as premissas em número de dias para os próximos anos, levando em conta a média histórica da empresa:

Figura 5.7 – Capital de Giro, Histórico e Projeção

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Capital de Giro						
Clientes (% Receita)	4%	5%	6%			
# dias	15,7	16,5	20,9	20	20	20
Estoque (% CPV)	4%	3%	4%			
# dias	13,3	11,8	15,3	14	14	12
Fornecedores (% CPV)	5%	6%	6%			
# dias	17,5	20,1	21,6	21	21	21

Fonte: Demonstrações Financeiras da Companhia (anos 2015, 2016 e 2017) – Elaboração Própria

Como há muitas incertezas em relação ao futuro, principalmente por ser um caso de *turnaround*, as premissas para os números de dias de cada uma das contas foram baseadas na média histórica. Ao multiplicar o número de dias pela receita - no caso da conta de clientes – e pelo custo dos produtos vendidos – no caso da conta de estoques e fornecedores – e dividir por 365, obtém-se os valores das três contas para os próximos anos.

5.8 - Resultado Financeiro, Impostos e Lucro Líquido

O resultado financeiro consiste da diferença entre as receitas e as despesas financeiras. No caso da companhia em questão, a maior parte das receitas financeiras são obtidas a partir das aplicações do caixa e a as despesas financeiras correspondem, essencialmente, ao valor dos juros sobre financiamentos, variações monetárias e outras despesas de menor relevância.

Para a projeção da receita financeira, estima-se que o caixa da companhia será remunerado a 100% do CDI⁴⁴, projetado em 7,5% para 2018, de acordo com o Focus. Já no caso das despesas financeiras, projetam-se os pagamentos de juros sobre a dívida bruta evoluindo também a 100% do CDI. As despesas de menor relevância, classificadas pela companhia como “outras” são projetadas variando conforme o crescimento da receita líquida total. Por fim, despesas relacionadas a variações cambiais, por serem muito imprevisíveis, não são projetadas.

Subtraindo do EBIT, o resultado financeiro, obtém-se o EBT, do inglês, *Earnings Before Taxes*, que, nada mais é que o lucro líquido da empresa antes do pagamento de imposto de renda e contribuição social. O imposto de renda (IR) e a contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL) são calculados com base no resultado da empresa depois deduzidos os custos e as despesas. Sobre ele incide a alíquota padrão de 34% que é usada como premissa para a projeção.

Por fim, chega-se ao *bottom line*⁴⁵ ao subtrair do EBT o montante referente ao imposto de renda e a contribuição social. Em 2017, a IMC registrou lucro líquido de R\$3,8 milhões. Para 2018, projetamos R\$69 milhões, fruto das melhorias operacionais, do corte de custos via OBZ, como explicado anteriormente e da maior receita vinda das iniciativas de atração de demanda.

⁴⁴CDI: Certificado de Depósito Interbancário, título de emissão das instituições financeiras que lastreia as operação do mercado interbancário.

⁴⁵ Expressão em inglês para lucro líquido, por ser a última linha do demonstrativo de resultado.

5.9 Fluxo de Caixa

A partir das premissas explicadas previamente e do arcabouço teórico do *valuation* mostrado no capítulo um desse projeto, foi possível projetar o DRE⁴⁶ da IMC para os próximos 10 anos. A tabela abaixo, mostra a evolução do FCFE até 2022.

Figura 5.8 – Evolução do FCFE (R\$ milhões)

<i>International Meal Company</i>	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
+ Lucro Líquido	7.374	44.639	58.857	80.834	91.807	117.984
+ Depreciação	79.600	77.819	76.096	73.468	71.971	71.568
+/- Δ Capital de Giro	- 21.174	- 27.240	- 6.772	- 341	- 19.984	- 10.109
- Capex	- 62.064	- 76.412	- 59.173	- 62.428	- 67.093	- 72.157
FCFE	3.736	18.807	69.009	91.532	76.702	107.286

Fonte: Elaboração Própria, com dados das Demonstrações Financeiras da Companhia

5.10 Taxa de Desconto

Com a finalidade de chegar ao *valuation* da IMC pelo método DCF, é preciso encontrar o valor presente dos fluxos de caixa futuros, e para tal, é necessário calcular uma taxa de desconto. Nesse projeto, será utilizado o FCFE para a avaliação e, portanto, torna-se necessário o cálculo de uma taxa de desconto a ser aplicada nos fluxos, que será o custo do capital próprio, também conhecida como K_e (*cost of equity*).

Conforme explicado no capítulo um, o K_e será determinado da seguinte forma:

$$K_e = R_{rf} + \beta(R_m - R_{rf})$$

Em que:

K_e = custo do capital próprio

R_{rf} = retorno do ativo livre de risco

R_m = retorno esperado sobre o índice de mercado

β = coeficiente de volatilidade do ativo em relação ao mercado

⁴⁶ Demonstrativo de Resultado do Exercício: demonstração contábil que evidencia a formação do resultado líquido em um exercício de uma empresa ou entidade financeira.

Para o cálculo da taxa livre de risco, pode ser utilizado a taxa do CDI vigente na economia, que hoje é de 7,66%. Essa taxa representa o retorno esperado de um investimento sem risco. Para o beta, que é uma medida da correlação entre o retorno da ação e o retorno do mercado como um todo, podemos utilizar o valor informado pelo Bloomberg para os últimos 6 meses de negociação do ativo: 0,704.

Por fim, é necessário definir o retorno esperado sobre o índice de mercado, que nos dará o prêmio de risco. Enquanto o retorno do ativo com taxa livre de risco é fixo, o retorno esperado sobre o índice de mercado pode variar. Sendo assim, será utilizado o retorno anualizado histórico do ativo fornecido pelo *Bloomberg* que é de 14,3%.

Dessa forma é possível calcular o K_e , como indica a tabela. Obtém-se um valor de 12,3%.

5.11 Preço Alvo da IMC

Usando o K_e de 12,3% e trazendo o fluxo projetado a valor presente, chegamos ao valor presente da empresa, que, acrescido do ágio que a IMC tem para amortizar, leva ao valor da empresa.

De acordo com o departamento de relação com investidores da companhia, o ágio a ser amortizado soma R\$659 milhões e o cronograma é de 6 anos, a ser feito de forma linear. Com isso, adiciona-se R\$176 milhões ao valor da empresa.

Por fim, divide-se o valor da empresa pelo número de ações da mesma e assim chega-se ao preço alvo, que ao ser comparado com o preço em que a empresa está sendo negociada em 19 de junho de 2018 (R\$8,19), representa um *upside*⁴⁷ de 54%.

A tabela abaixo evidencia os passos para chegar ao preço alvo da companhia:

Ke	12,30%
Valor Presente	668.797
Perpetuidade	1.265.845
Ágio	171.033
Valor da Empresa	2.105.676
Número de ações	166.532
Preço Alvo (R\$)	12,6

⁴⁷ É a expressão em inglês que indica a diferença, em termos percentuais, do preço alvo e da cotação atual das ações de uma empresa.

Sexto Capítulo – Conclusão

Esse trabalho teve como finalidade determinar o valor justo da International Meal Company para responder à pergunta: “ficaria satisfeito em me tornar sócio dessa empresa?”. Para isso, foi utilizado como ferramental teórico, o método do fluxo de caixa descontado, que é muito disseminado no mercado financeiro, principalmente para gestão de portfólio.

Nesse contexto, foi feita uma análise do setor, do histórico da companhia, do ambiente macroeconômico e do momento atual pelo qual a IMC passa. As projeções foram baseadas, de forma quantitativa e qualitativa, em tais aspectos analisados, com o auxílio de referências bibliográficas e informações obtidas da empresa.

Como mostrado no trabalho, o processo de análise de ações, não se trata apenas de conhecimentos econômicos e de regras contábeis, mas também da sensibilidade acerca dos aspectos subjetivos e qualitativos da empresa em questão.

Apesar do método do fluxo de caixa descontado parecer uma tarefa relativamente simples, é importante salientar que a avaliação de uma empresa não se encaixa nessa definição. Um bom analista, em busca de obter altos retornos por meio de ativos subvalorizados pelo mercado, deve realizar uma série de estudos em busca de amplo conhecimento sobre o ativo em questão. Conhecer qualitativamente muito bem o objeto de investimento e as pessoas que fazem desse ativo, ser o que ele é, é um dos “deveres de casa” de um candidato a bons investimentos no mercado financeiro.

Um *valuation* de uma empresa é extremamente subjetivo e o resultado pode variar entre os investidores que fazem a análise, uma vez que exige a elaboração de diversas projeções baseadas em premissas com base em expectativas do analista em questão, do mercado como um todo e da própria companhia.

No caso da IMC, como resultado desse trabalho, foi encontrado um preço de R\$ 12,6 por ação, que no dia 19 de junho de 2018 estavam sendo negociadas no mercado por R\$8,19, ou seja, o seu valor justo está acima do valor pelo qual as ações estão sendo negociadas nessa data, representando um *upside* de 54%. Parece ser uma boa oportunidade de investimento, porém, é importante lembrar que a empresa passa por um processo de

turnaround, com um CEO com pouco tempo de casa e que busca levar a companhia a patamares elevados de margem por meio de iniciativas de corte de despesas e de geração de demanda, apresentadas nesse trabalho. Nesse contexto, é cabível ressaltar que as expectativas de recuperação de margens do mercado podem não vir ou vir em um horizonte mais longo de tempo, o que pode fazer com que a ação oscile ao longo dos próximos meses ou anos. Além disso, qualquer mudança no cenário econômico do país pode afetar diretamente o desempenho da empresa.

Por fim, parece sim ser um bom investimento se tornar sócio dessa empresa durante esse momento.

Referências Bibliográficas

DAMODARAN, A., (2002), “Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”. 2nd edition.

DAMODARAN, A., (2007), “Avaliação de Empresas” – 2ª Edição. Pearson.

Book 3 – Financial Reporting and Analysis (CFA)

GREENWALD, B., KAHN, J., SONKIN, P., (2004), “Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond”. Wiley Finance.

BEVELIN, P., (2012), “A few lessons for investors and managers: from Warren E. Buffett”.

Carta aos Acionistas do Conglomerado Americano *Berkshire Hathaway*. Autor: BUFFET, W. (1989)

Portal de Research do Banco Credit Suisse para relatórios sobre de recomendação de investimento sobre a empresa - <https://plus.credit-suisse.com/>

Portal de Research do Banco BTG Pactual para relatórios sobre de recomendação de investimento sobre a empresa - <https://www.btgpactual.com/research/>

Site da Empresa –

http://www.internationalmealcompany.com/default_eni.asp?idioma=1&conta=46

Release de resultados, formulários de referência, ITRs e apresentações institucionais da empresa, no site de relações com investidores -

http://ri.internationalmealcompany.com/default_pt.asp?idioma=0&conta=28

IBGE – www.ibge.gov.br

Bloomberg – www.bloomberg.com

Banco Central do Brasil - <https://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/readout.asp>

