

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA BURGER KING
BRASIL**

Aluno: Henrique Araujo e Meireles

Matrícula: 1411786

Professora Orientadora: Maria Elena Gava

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Junho 2018

“A wise man’s questions contain half the answers”

Solomon ben Yehuda ibn Gabirol.

SUMARIO

1. INTRODUÇÃO.....	5
1.1Motivação.....	5
1.2Método.....	6
1.3Fonte de Dados.....	7
1.4Resultados Pretendidos.....	7
2. A teoria por trás da Valuation.....	9
2.1Fluxo de Caixa descontado.....	9
2.1.1Fluxo de caixa Livre para o Acionista.....	10
2.1.2Taxa de desconto para o acionista.....	11
2.2.1Fluxo de Caixa Livre para a Firma.....	12
2.2.2Taxa de desconto para a firma.....	13
3. Overview da Empresa e do Setor.....	14
3.1Burger King e sua história.....	14
3.2Burger King Brasil.....	15
3.3Um resumo dos tipos de loja.....	17
3.3.1Food Court.....	17
3.3.2Free standing.....	17
3.3.3Express.....	18
3.3.4 In-line.....	18
3.4Quiosques de Sobremesa/ Delivery.....	19
3.5As Sub-franquias.....	19
3.6 Produtos e serviços.....	20
3.7 O IPO.....	21
3.8Governança corporativa.....	22
3.9Comitê.....	23
3.10 Remuneração.....	24
3.11Aquisição da Popeye's.....	25
4. Overview da Empresa e do Setor.....	27
4.1 A Burger King no Setor de fast food do Brasil.....	27
4.2Presença no País.....	28
4.3Um resumo do segmento de fast food no Brasil.....	29
4.4Hamburgueres no Brasil.....	31
4.5Perfil do Cliente.....	32
4.6Fast Food no Mundo.....	33
5. Valuation.....	34
5.1 Chegando ao FCFE.....	36
5.2 Receita.....	37
5.3 Custos de produtos vendidos.....	39
5.4 Despesas Operacionais e SG&A.....	40
5.5 EBITDA.....	42
5.6 Depreciação e Amortização.....	42
5.7 Capex.....	43
5.8 Despesas e Receitas Financeiras.....	44

5.9	Impostos.....	45
5.10	Capital de Giro.....	45
5.11	Fluxo de caixa da firma.....	47
5.12	Estimando o custo de capital próprio.....	47
5.12.1	Taxa livre de risco.....	48
5.12.2	Beta.....	48
5.12.3	Prêmio de Risco.....	48
5.13	Preço Alvo da Burger King Brasil.....	49
6.	Conclusão.....	50
	Agradecimentos.....	51
	Referências Bibliográficas.....	52

Lista de Equações:

- Equação 1:** O fluxo de caixa descontado
Equação 2: Fluxo de caixa para o acionista
Equação 3: O custo do capital próprio
Equação 4: O fluxo de caixa para a firma
Equação 5: WACC

Lista de Tabelas:

- Tabela 1:** Definição de FCFE
Tabela 2: Definição do FCFF
Tabela 3: Penetração de restaurantes fast food pertencentes à cadeias

Lista de Figuras:

- Figura 1:** Distribuição de receita
Figura 2: Discriminação entre tipos de loja
Figura 3: Receita por tipo de loja
Figura 4: Evolução do número de lojas sub franquizadas
Figura 5: Time de administração
Figura 6: Estrutura de acionistas antes do IPO
Figura 7: Estrutura de acionistas depois do IPO
Figura 8: Processo de sucesso/insucesso de uma loja
Figura 9: % de rotatividade de funcionários na companhia
Figura 10: Número de restaurantes no segmento
Figura 11: % de receita no segmento
Figura 12: Presença de restaurantes no Brasil
Figura 13: Consumo per capita de fast food no Brasil em Reais
Figura 14: Consumo per capita de burgeres em USD em 2016
Figura 15: Numero de restaurantes fast food de burger por milhões de habitantes
Figura 16: Divisão de classes por faixa de rendimentos
Figura 17: % da população morando sozinha
Figura 18: Demonstrativo de Resultados
Figura 19: Balanço de pagamentos
Figura 20: Principais Indicadores
Figura 21: Receita e suas projeções
Figura 22: Despesas com vendas como % de Receita Operacional Líquida
Figura 23: Estrutura do Capex
Figura 24: Cálculo de capital de giro e sua variação
Figura 25: Cálculo do FCF
Figura 26: O Ke
Figura 27: Preço alvo da Burger King Brasil

Capítulo 1 - Introdução

A Burger King Brasil fez recentemente um IPO e tem atraído bastante a atenção de analistas do mercado. Mais tradicional e bem estabelecida em outros países no mundo, a empresa mostra solidez nas suas operações e saudável geração de receita. Neste trabalho pretendo fazer uma avaliação do valor da empresa pelo método de fluxo de caixa descontado e encontrar o valor justo das ações da mesma.

O primeiro passo será dissertar sobre o embasamento teórico por trás do método utilizado na análise e o segundo descrever o setor e como a companhia se comportou dentro no mesmo em toda sua trajetória na história.

Neste segundo passo, considero importante entrar mais em detalhe sobre como a companhia se destaca, como é sua estrutura organizacional e corporativa, qual é sua estratégia de negócios e como ela se posiciona no mercado brasileiro.

O próximo passo é analisar de forma fundamentalista os demonstrativos financeiros da empresa e como eles “conversam”. Ao fim desta caminhada, teremos todos os devidos instrumentos para calcular o valor justo da Burger King Brasil e uma base para argumentação sobre a relevância de um investimento na empresa.

1.1 - Motivação

Por influência familiar, tive uma exposição desde cedo ao mercado financeiro. Sendo o integrante mais novo da minha família, fazia pouco mais do que escutar os mais velhos conversarem. Por osmose fui absorvendo toda aquela gama de informações e desenvolvi com o tempo um certo fascínio pelo assunto. Como as empresas funcionavam? Por que umas tinham êxito no seu ramo e outras não? O que determinava o verdadeiro valor de uma companhia? Empresas internacionais em países diversos, por que? Tais perguntas se acumulavam na minha cabeça e foram cruciais para me ajudar a decidir o curso de faculdade que viria pela frente.

O resultado não foi diferente. No início de 2014 ingressei no curso de ciências econômicas e no início de 2017 comecei a trabalhar em uma gestora de recursos na área de análise de empresas.

Fui exposto a diversas maneiras de analisar empresas de diferentes setores e uma delas foi o método de Fluxo de Caixa Descontado. Aprendi o quão complexo são os resultados das empresas e principalmente como eles se comunicam. Também, que não só basta ter um bom modelo numérico; aprendi também que acompanhar as decisões de projeção de resultado, cenário macroeconômico e como é feita a governança da companhia é crucial.

Completei um ano de estágio e nesse curto período de tempo estudei diversas empresas de setores distintos. Dos setores que tive maior exposição, o que me despertou mais interesse foi o de varejo. Talvez pela cultura consumista do brasileiro e do caráter dinâmico das empresas varejistas, estudar empresas em que os seus produtos estivessem tão presentes no meu dia-a-dia pareceu fazer mais sentido. Considero a trajetória da Burger King muito interessante dada toda sua história e sucesso ao longo dos anos. Uma empresa que surgiu no meio do século passado nos EUA e hoje está presente em muitos países no mundo.

1. 2 - Método

O método propriamente dito que irei utilizar neste trabalho será o de fluxo de caixa descontado, onde o verdadeiro valor da companhia é espelhado pelos fluxos de caixa futuros que a mesma irá gerar, descontados a valor presente através de uma taxa que represente os riscos que os fluxos de caixa futuros da companhia incorrem. É comum supormos que o horizonte de tempo dos tais fluxos de caixa sejam infinitos dado o prazo de vida indeterminado das empresas.

Em comparação com a análise única e exclusivamente feita pelo valor contábil, a avaliação via fluxo de caixa descontado leva em conta todos os fatores que possam vir a ter influência no valor da empresa, tornando o método mais realista que o citado anteriormente. O método não ignora os investimentos e seus respectivos horizontes de

tempo necessários para que o crescimento projetado continue sendo sustentado. Explicarei mais a fundo nesta dissertação alguns casos onde o método do fluxo de caixa descontado pode pedir por algumas alterações ou adaptações.

1.3 - Fonte de dados

Para ter uma melhor noção sobre o setor, seus competidores e sua visão de mercado irei estudar relatórios de bancos de investimento que sejam embasados em análises fundamentalistas sobre a empresa. Também, irei utilizar todo o material disponibilizado pela Burger King no seu site de relação com investidores. Com a intenção de conseguir uma base de dados para o modelo, irei utilizar os números disponibilizados pela companhia nas suas divulgações de resultados trimestrais. Junto com a análise numérica e contábil, é importante levar em conta a situação macroeconômica, principalmente do Brasil, para fins de mensurar os possíveis riscos ou catalisadores exógenos para geração de valor na empresa no médio e longo prazo.

Além das informações financeiras divulgadas pela companhia no seu portal para investidores, também utilizarei o terminal Bloomberg¹, o Thomson Reuters² datastream e dados do IBGE³, IPEA⁴, Ministério da Fazenda e FGV⁵.

1.4 - Resultados Pretendidos

A principal meta do meu trabalho é conferir e descobrir se as ações da Burger King estão sendo negociadas acima ou abaixo do seu preço justo. Desta forma, poderei definir se existe um *upside* (potencial de valorização do preço da ação em relação ao atual, quando o mercado andar em direção ao preço justo) ou um *downside* (potencial de desvalorização do preço da ação em relação ao atual, quando o mercado andar em direção ao preço

¹ A **Bloomberg L.P.** é uma empresa de tecnologia e dados para o mercado financeiro e agência de notícias operacional em todo o mundo com sede em Nova York.

² A **Thomson Reuters** é uma empresa multinacional de meios de comunicação e informação fundada em Toronto, fruto da aquisição da britânica Reuters pela canadense Thompson Corporation em Abril de 2008

³ **IBGE** – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

⁴ **IPEA** – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

⁵ **FGV** – Fundação Getúlio Vargas

justo). Para tal, será necessário utilizar a técnica de *valuation* para que assim possamos chegar a um valor estimado para o preço da ação.

Capítulo 2 – A teoria por trás da *Valuation*⁶ (Avaliação de empresas)

Para tomar decisões de investimento e precificar o valor de um ativo, analistas financeiros utilizam diversos métodos de *Valuation*. Hoje, o método mais utilizado para tal é o de Fluxo de Caixa Descontado, ou DCF (sigla em inglês que significa *Discounted Cash Flow*) por ser considerado o mais completo dentre os inúmeros métodos. Utilizarei o próprio neste estudo para avaliar o preço das ações da Burger King.

2.1 Fluxo de Caixa descontado

Por meio de uma estimativa dos fluxos de caixa futuros de uma empresa que devem ser devidamente descontados a valor presente levando em conta todos os riscos embutidos, analistas procuram determinar o valor real ou justo de uma empresa, ativo ou projeto em questão. Tal avaliação tem como meta utilizar todos os fatores que contribuem para o valor da empresa, possíveis riscos para a mesma e possíveis surgimentos de catalisadores de valor. Partindo do pressuposto que empresas não tem prazo de vida finito, o horizonte dos fluxos de caixa em questão é infinito.

Damodaran (2006) explica que “o valor de uma empresa é o valor presente dos fluxos de caixa esperados no futuro gerados pela mesma” e representa tal pela seguinte fórmula:

$\text{Valor da empresa} = \sum \text{FCL}_t / (1 + r)^t$
<p>Onde:</p> <p>FCL_t = Fluxo de caixa livre para a empresa no ano t</p> <p>r = Taxa de desconto</p> <p>t = número de períodos a frente em que os fluxos de caixa serão descontados</p>

Fonte: Damodaran (2012)

Equação 1: O fluxo de caixa descontado

⁶ **Valuation** – Termo em inglês para “Avaliação de Empresas”. Dentro de finanças é a área que estuda o processo de se avaliar o valor de determinado ativo financeiro.

Ao fazer o estudo do valor de uma companhia, agentes utilizam duas medidas; a primeira avalia o valor do patrimônio líquido, (que nada mais é do que o valor que sobra aos donos do negócio após pagas todas as dívidas da empresa) e a segunda o valor da firma (que leva em consideração quanto vale o patrimônio líquido depois de paga a dívida líquida da empresa).

2.1.1 Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE)

Este modelo avalia a participação dos acionistas no negócio. Portanto, para encontrar o montante que será distribuído somente aos acionistas exclui-se os compromissos financeiros, impostos, investimentos, pagamentos de juros aos credores e custos operacionais. De forma simples, o FCFE pode ser definido da seguinte maneira:

FCFE = Lucro líquido

(+) Depreciação e Amortização

(-) Desembolsos de Capital

(-) Variação de Necessidade de Capital de Giro (NCG)

(+) Novas Emissões de Dívida

(-) Amortização de Dívida

Fonte: Damodaran (2012)

Tabela 1: Definição de FCFE

Neste método, a taxa de desconto a ser utilizada para trazer o fluxo de caixa a valor presente deve levar em conta a expectativa de retorno dos acionistas considerando os riscos envolvidos no investimento, sempre considerando o ambiente e o mercado em que a companhia trabalha. Usualmente, esta taxa é conhecida como custo de capital próprio (Ke) e será discutida detalhadamente à seguir. Deste modo, a fórmula para o valor presente do FCFE é a seguinte:

$$\text{Valor da empresa} = \sum \text{FCFE}_t / (1 + K_e)^t$$

Onde:

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

Fonte: Damodaran (2012)

Equação 2: Fluxo de caixa para o acionista

2.1.2 Taxa de desconto para o acionista (CAPM)

Segundo ASSAF NETO, 2003, p.329 “O CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) oferece a oportunidade de se conhecer a taxa de retorno requerida pelos proprietários da empresa, ou seja, seu custo de capital próprio. Essa medida financeira apresenta enorme importância nas decisões financeiras das empresas e em seu processo de avaliação do desempenho. Por meio do Beta identificado, é possível conhecer-se ainda o risco da empresa”

O referido modelo leva em consideração a relação entre a taxa livre de risco e a taxa de retorno esperada sobre o índice de mercado. Assim, o retorno esperado daquele investimento vai ser constituído pela soma da taxa livre de risco e de um prêmio por aquele risco. Tal prêmio pelo risco será igual ao produto do coeficiente de volatilidade (β) pela diferença entre o retorno esperado do mercado em relação à taxa livre de risco. Em forma simples, o modelo pode ser explicado da seguinte forma:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Onde:

K_e = Custo do capital próprio

R_f = 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

Fonte: Damodaran (2012)

Equação 3: O custo do capital próprio

2.2.1 – Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)

Este modelo busca fazer uma análise da firma como um todo. Assim, calcula-se o valor da empresa descontando os fluxos de caixa esperados para a mesma. O FCFF é determinado como sendo o fluxo de caixa que vai para a companhia após o pagamento de todos os custos operacionais, desembolsos de capital oriundos de acréscimos no investimento em capital de giro operacional, impostos, investimento em imobilizado. De forma simples, o FCFF pode ser expressado da seguinte maneira:

$$\underline{\text{FCFF}} = \text{Lucro líquido antes dos juros e depois dos impostos (EBIT} \cdot (1 - T))$$

(-) CAPEX (Investimentos no Imobilizado)

(+) Depreciação e Amortização

(-) Variação de Necessidade de Capital de Giro (NCG)

Fonte: Damodaran (2012)

Tabela 2: Definição do FCFF

Este fluxo de caixa deve considerar tanto a fonte de recursos próprios, quanto a de terceiros quando avaliada a capacidade de gerar caixa para a empresa. Já que o FCFF leva em consideração a emissão de dívida no fluxo e o pagamento de juros, ela deve considerar os riscos e as expectativas de retorno dos acionistas e também dos credores. Assim, a taxa de desconto dá sua devida importância tanto para o custo do capital próprio (K_e) quanto ao custo do capital de terceiros (K_d) ponderados pelas próprias participações na estrutura de financiamento da empresa. Tal taxa de desconto é conhecida como custo médio ponderado de capital (WACC) que será explicado mais detalhadamente a seguir. De forma simples, o cálculo para encontrar o valor presente do FCFF é definido como o seguinte:

$$\text{Valor da empresa} = \sum \text{FCFF}_t / (1 + \text{WACC})^t$$

Onde:

FCFF_t = Fluxo de caixa para a firma no ano t

WACC = Custo médio ponderado do capital

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

Fonte: Damodaran (2012)

Equação 4: O fluxo de caixa para a firma

2.2.2 – Taxa de desconto para a firma

O WACC⁷, ou taxa de desconto para a firma é uma média ponderada do custo de capital próprio (Ke) e do custo de capital de terceiros, ou dívida (Kd). A sua explicação é muito importante, já que essa taxa é usada como taxa de desconto para os fluxos de caixa esperados para determinar o valor de empresa. O cálculo do mesmo é expresso da seguinte maneira:

$$WACC = K_e \left(\frac{E}{E+D} \right) + K_d (1 - t) \left(\frac{D}{E + D} \right)$$

Onde:

Ke = Custo do capital próprio

Kd = Custo da dívida

t = Taxa de imposto

D = Dívida

E = Equity da empresa

Fonte: Damodaran (2012)

Equação 5: WACC

⁷ O WACC (Weighted Average Cost of Capital) é o custo de capital da firma onde cada classe de ativo recebe sua devida ponderação na conta (dívida de curto e longo prazo, ações e etc.)

Capítulo 3 – Visão geral da Empresa e do Setor

3.1 – Burger King e sua história

A empresa foi fundada em 1954 na Flórida e hoje é a segunda maior empresa de hambúrgueres *fast food* no mundo. No início do ano de 2017 ela era dona de 15.738 restaurantes (próprios ou franquias) em mais de 100 países diferentes pelo mundo. De todos os restaurantes, apenas 0.5% são da própria companhia, sendo todo o resto operados por franquias.

Em 2010, a empresa de *private equity* 3G Capital⁸ pagou US\$1.5 bi pelo controle da Burger King Corporation. No primeiro ano após a aquisição o número de EBITDA menos Capex aumentou 60%, fazendo com que a companhia pagasse US\$393.4 mi em dividendos para os seus acionistas.

Em 2012 a 3G capital levou a Burger King ao mercado e vendeu 29% das suas ações. Em 2014 a Burger King corporation junto com o investidor Warren Buffet⁹ e seu fundo Berkshire Hathaway¹⁰, comprou a cadeia de restaurantes canadense Tim Hortons por US\$ 11bi. A Berkshire entrou com investimento de US\$3 bi. Com isso, o novo conglomerado recebeu o nome de Restaurant Brands International (RBI).

Em fevereiro a RBI fez sua mais recente aquisição e comprou a cadeia americana de *fast food* Popeyes Louisiana Kitchen por US\$ 1.8 bi.

Historicamente a Burger King Corporation opera no modelo de franquias que será mais detalhadamente explicado no decorrer deste trabalho. No âmbito da Burger King Brasil,

⁸ A 3G capital é uma empresa que investe em outras companhias de capital fechado. Ela foi criada em 2004 por Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Carlos Alberto Sicupira.

⁹ Warren Buffet é um investidor e filantropo americano. É o principal acionista da Berkshire Hathaway.

¹⁰ A Berkshire Hathaway é uma companhia americana que investe e controla uma serie de outras companhias subsidiárias. A empresa concentra seus investimentos em ganhos de longo prazo de empresas que estão listadas na bolsa e também nas de capital fechado.

se trata de uma franquia master na qual a RBI possui 10% das ações. A estrutura no Brasil é mais detalhadamente explicada na próxima seção.

3.2 – Burger King Brasil

A Burger King Brasil é uma *master franchise*¹¹ da Burger King corporation no Brasil desde 2011. O contrato vale por 20 anos e é plenamente renegociável por mais tempo, com ele a Burger King Brasil pode desenvolver, inaugurar e operar restaurantes da marca. A empresa já estava presente no Brasil desde 2004, porém, não possuía o acordo de master franquia. Até 2011 existiam 106 restaurantes da marca e no terceiro trimestre de 2017 o número chegou a 492 (sem contar com quiosques).

Segundo o atual acordo de franquias, a Burger King Brasil paga à Burger King corporation 5% do total da receita mais uma taxa de US\$45 mil por cada restaurante novo aberto da classe *freestanding*¹², *food court*¹³, e *in line*¹⁴ e US\$30 mil por cada loja *express*¹⁵. Ao mesmo tempo, a Burger King Corporation paga 0,5% do total da receita para a Burger King Brasil como uma taxa de serviço por manter a marca e as franquias.

Fora isto, a Burger King Brasil tem sub-franquias que pagam 3% do total da receita mais uma taxa de US\$15 mil para cada restaurante aberto (assim como a taxa de 5% do total da receita para a Burger King Corporation e os US\$ 45 mil para cada novo restaurante aberto).

¹¹ Master franchise - É um modelo utilizado quando uma marca quer expandir em uma determinada região ou país. Nele, as lojas franqueadas podem utilizar todo o método de produção, operação e comercialização da marca. O Master franqueado tem também a opção de subfranquear unidades de negócio.

¹² Lojas “edifício” com serviço de drive in estacionamento.

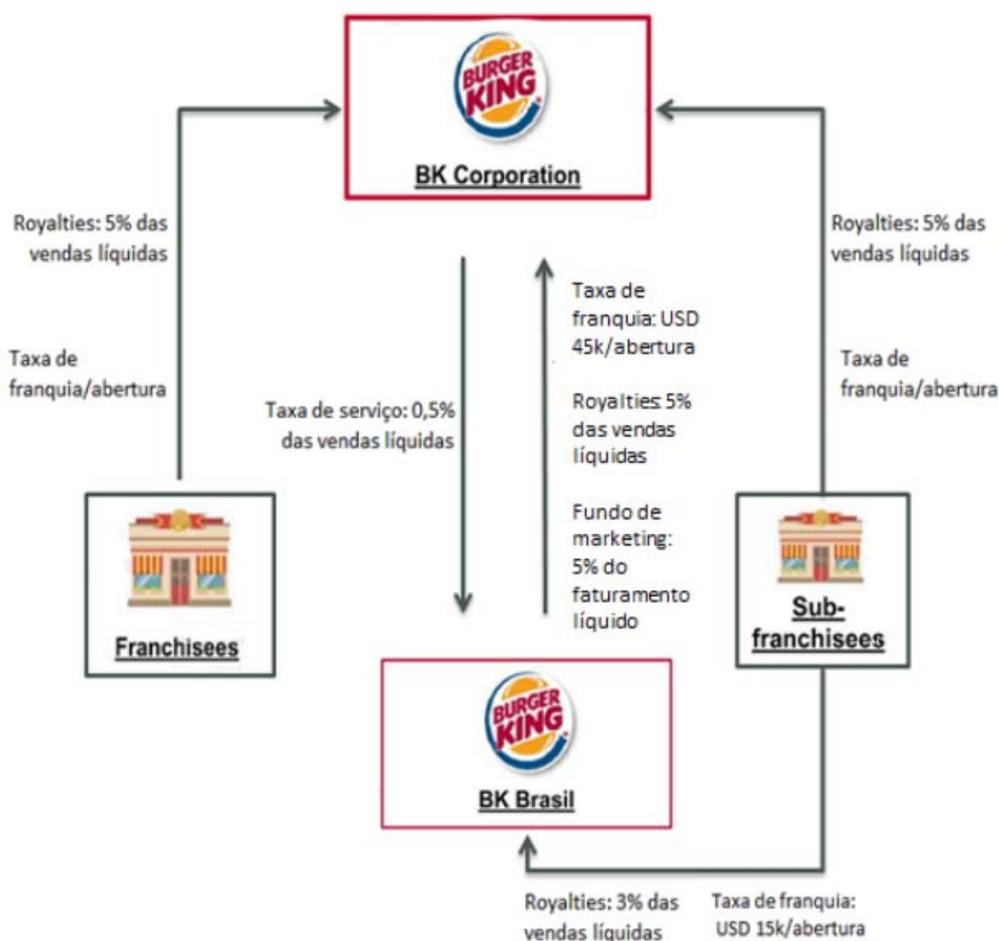
¹³ Lojas situadas em praças de alimentação

¹⁴ Lojas em locais com muita movimentação de pedestres.

¹⁵ Lojas menores, com menos funcionários e com o cardápio reduzido (em locais de muito circulação de pedestre também).

No acordo também é prescrito um número mínimo de lojas que devem ser abertas por ano. Até hoje todas as metas de abertura de restaurantes foram cumpridas, sendo que as metas anuais até hoje foram maiores do que serão para os próximos anos (para colocar em contexto, em 3 anos o número de abertura exigido será metade do atual).

A estrutura é detalhadamente explicada na figura que segue.



Fonte: Dados da companhia

Figura 1: Distribuição de receita

A Burger King Brasil tem total liberdade e flexibilidade para fazer seu próprio marketing no Brasil, ditando seu posicionamento e estratégia no mercado, o que permite criar seu

próprio portfólio de produtos visando diferentes nichos do mercado. Os gastos em marketing são feitos através de um fundo que recebe aportes de 5% da receita total da Burger King Brasil, que também é responsável pela supervisão e treinamento de todas franquias e sub-franquias da Burger king Brasil.

Ao longo dos anos a empresa recebeu 3 aumentos de capital no valor de R\$661 mi, 3 novos acionistas e completou 5 aquisições de 90 franquias que depois foram incorporadas à estrutura. O modelo de negócios da BKB é o que é chamado de *asset-heavy*, que foca em lojas próprias com não muitas franquias. As franquias antigas (antes de 2011) possuem baixa remuneração de royalties enquanto as novas são mais atrativas, mesmo que continuem não sendo o foco.

3.3- Um resumo dos tipos de loja

Hoje a Burger King Brasil possui 4 tipos de lojas diferentes. A *food court*, *free standing*, *in-line* e *express*.

3.3.1- Food Court

Total de 289 restaurantes no terceiro trimestre de 2017 sendo destes, 60% quiosques (lojas menores de apenas sobremesas). Essas lojas são na maioria dos casos em shoppings e dividem paredes com outras lojas, ficando abertas de 10 a.m às 10 p.m.

3.3.2- Free standing

Total de 74 lojas no terceiro trimestre de 2017. Estas lojas são construções independentes e possuem espaço com mesas para as refeições, serviço de *drive thru*¹⁶ e estacionamento no local. As mesmas ficam abertas por extensos períodos de tempo durante o dia sendo as vezes por 24 horas.

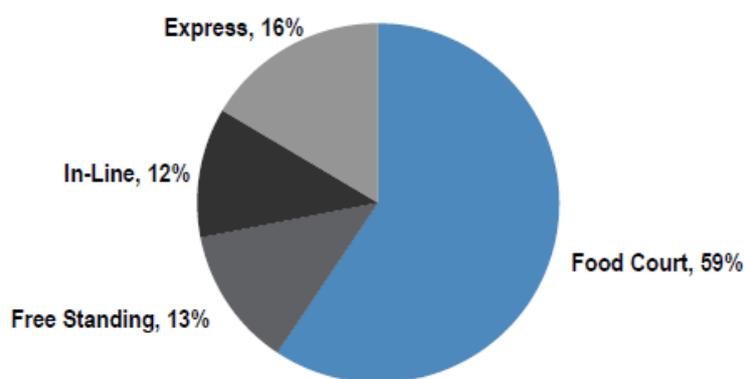
¹⁶ Serviço de vendas de produtos, normalmente alimentos *fast food*, que permite ao cliente comprar o produto sem sair do carro.

3.3.3- Express

Total de 73 restaurantes no terceiro trimestre de 2017. São lojas menores, com menos funcionários e lugares com muito movimento (como estações de metrô e postos de gasolina).

3.3.4- In-line

Total de 56 lojas no terceiro trimestre de 2017. Esse tipo de lojas não possuem serviço de *drive thru* nem estacionamento, mas são em lugares de alto movimento de pedestres.

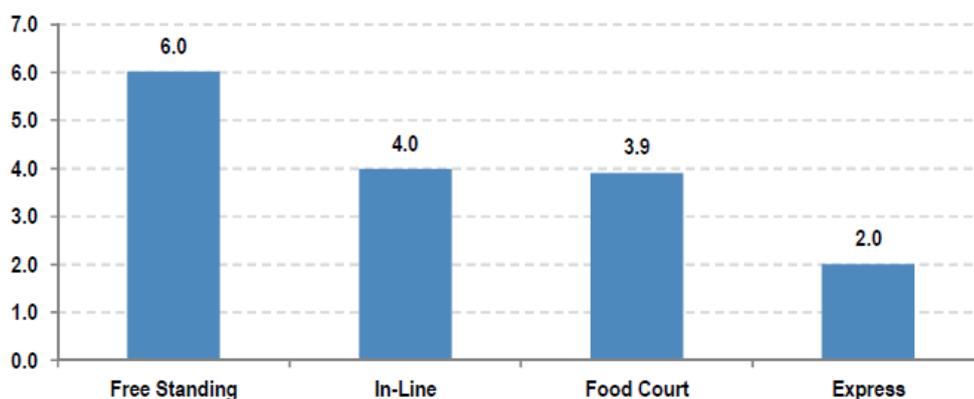


Fonte: Banco JP Morgan e dados da companhia

Figura 2: Discriminação entre tipos de loja

As lojas *Free standing* são as que produzem maior receita pelas características descritas acima, porém, são também as mais caras para serem construídas. No Brasil, a receita advinda deste tipo de loja é perto de 50% maior que as de *Food Court*.

Receita media por tipo de loja em milhõesde reais por ano.



Fonte: Banco JP Morgan e dados da companhia

Figura 3: Receita por tipo de loja

3.4 – Quiosques de Sobremesa / Delivery

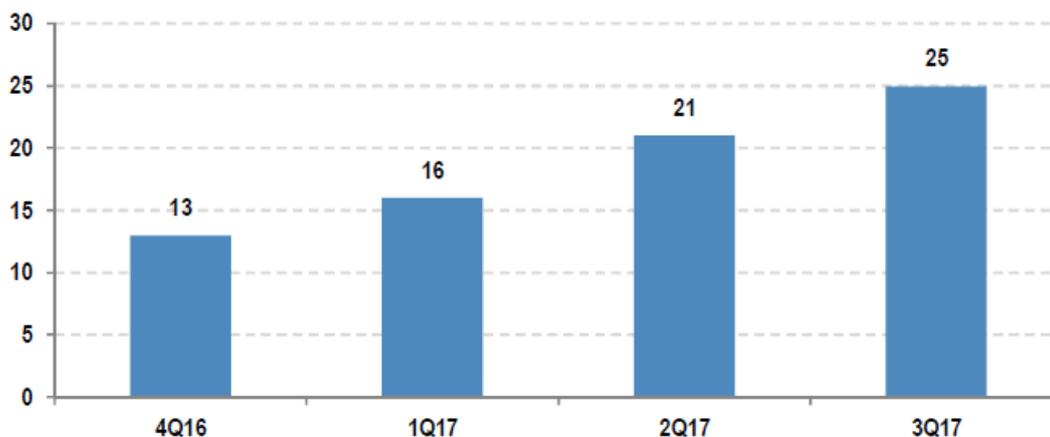
Quiosques têm baixa necessidade de investimento inicial e alto retorno devido a maior margem das sobremesas. O Burger King ainda é fraco neste segmento e hoje possui 176 quiosques contra 1.497 do Mc Donalds e 800 do Bobs. O investimento para esse tipo de unidade é de R\$ 300 mil reais e a empresa informou que planejam abrir em média 100 unidades por ano.

*Delivery*¹⁷ é uma grande lacuna no mercado de *fast food* em geral dado a recente ruptura tecnológica (aplicativos como iFood, Uber eats e etc.). Hoje existe um projeto piloto para *deliveries* em 4 lojas de São Paulo com grande oportunidade de crescimento. O tempo total médio de entrega no piloto é de 29 minutos sendo que o trajeto do restaurante até o destino é apenas 10 minutos em média. Principais concorrentes como Mc Donald's e Bobs também possuem projetos similares.

3.5 – As Sub- franquias

O modelo de sub franquias é relativamente novo para a Burger King Brasil tendo começado a operar no ano de 2016. Os motivos/funções deste tipo de restaurante são: abrir restaurantes em locais onde as franquias da Burger King Brasil não teriam acesso por causa de viabilidade de custos ou tamanho e passar o controle de lojas que antes eram operadas pela Burger King Brasil e podem ter menor custo tributário e mais eficiência se operadas por um dono independente. Também, fora ajudar a espalhar mais a marca e seu reconhecimento pelo país, as lojas de sub franquias também geram receita para a Burger King Brasil pagando 3% do total da receita em cima dos 5% que já pagam para Burger King Corporation. No gráfico a seguir pode-se ver a evolução de sub-franquias no Brasil desde o final de 2016.

¹⁷ Significa entrega, distribuição ou remessa.



Fonte: Banco JP Morgan e dados da companhia

Figura 4: Evolução do número de lojas subfranquiadas.

3.6 – Produtos e serviços

Os produtos oferecidos são bastante diversos e incluem hambúrgueres, batatas fritas, refrigerantes, *nuggets*, *milk shakes*, sobremesas em geral e outros. Ao redor do país os cardápios não são uniformes, sendo possível que cada região se adeque às preferências de seu determinado público alvo. Os produtos de maior venda são os hambúrgueres e batatas fritas e recentemente a companhia trocou seu fornecedor de batatas para que a qualidade das mesmas melhorasse. Hoje a Burger King Brasil tem acesso ao mesmo fornecedor holandês de batatas da Burger King Corporation.

Ainda existe espaço para crescer em frentes onde a concorrência é muito forte como por exemplo: sobremesas, menu infantil e café da manhã. O segmento de foco atualmente é o de sobremesas dado o melhor retorno e desconto ainda grande em relação ao seu principal competidor, o Mc Donald's.

3.7 – O IPO¹⁸

No dia 14 de Dezembro aconteceu o IPO de oferta base de R\$1,7 bi. Segundo a empresa os recursos da oferta primária de ações eram destinados para 4 ramos: R\$ 350 mi para aquisições (compra de franqueados), R\$ 300 mi para expansão orgânica, R\$ 100 mi para projetos (TI e *delivery*) e R\$ 50 mi para explorar a possibilidade de trazer ou adquirir nova marca (ou marca já existente) aqui no Brasil.

Em outubro de 2017 foi assinado um acordo para a compra de uma rede de franqueados condicionado ao IPO. O contrato incluía 51 lojas, sendo delas 40 em praças de alimentação e 21 em quiosques e a data limite para a aquisição dos franqueados é até o primeiro trimestre de 2018.

A expansão seria via abertura de restaurantes através de mudanças no mix e formato dos mesmos, que podem incluir sub-franquias e quiosques de sobremesa. No âmbito dos projetos, ideias incluem *delivery* por aplicativo, quiosques independentes onde os clientes podem executar suas ordens através de *tablets* digitais e aprimoração dos sistemas existentes na empresa.

Sobre uma potencial aquisição de uma nova marca, a companhia pode vir a licenciar novas marcas (exceto de hambúrguer/sanduíche) para tentar replicar a estrutura que fizeram do Burger King Brasil. Boatos de mercado incluem a aquisição da Starbucks e Tim Hortons. Recentemente foi fechado a aquisição da marca Popeyes Louisiana Kitchen para que a Burger King Brasil possa operar a marca no Brasil. Irá ser dissertado mais detalhadamente sobre tal na próxima seção. A ideia seria de adquirir rede de franquias com atividades complementares à do BK visando ganhos de sinergia e rápida integração.

¹⁸ Initial Public Offers. Sigla em inglês para oferta primária de ações.

3.8- Governança corporativa

Um dos principais motivos por trás do sucesso da Burger King Brasil é seu forte time de diretores e administração, também como as políticas e ideais que os mesmos seguem. Na tabela a seguir podemos ver os principais nomes na primeira coluna, o tempo de experiência na Burger King Brasil na segunda e experiências profissionais anteriores de cada um dos indivíduos na terceira.

Management Team	Experience at BKB	Other Experiences
Iuri Miranda CEO	 7 years	ExxonMobil (LatAm COO of Gas stations and convenience stores - 20 years)
Clayton Malheiros CFO	 6 years	Equatorial Energia (Procurement and Supply Chain - 7 years)
Ariel Grunkraut CMO	 6 years	Ambev (Marketing Manager - 11 years)
Gustavo Fehlber Development	 6 years	Outback (Directors and Partner - 8 years); BR Malls (Portfolio Manager - 3 years)
Rafael Espírito Santo COO	 2 years	BTG Pactual (7 years); Vinci Partners (4 years)
Marcelo Cintra Investors Relations	 1 year	Goldman Sachs (4 years); Deutsche Bank (4 years)

Fonte: Banco BTG Pactual e dados da companhia

Figura 5: Time de administração.

Na figura à seguir segue a estrutura de acionistas antes e depois do IPO. Podemos ver que todos os principais acionistas continuam.



Fonte: Banco BTG Pactual e dados da companhia

Figura 6: Estrutura de acionistas antes do IPO.



Fonte: Banco BTG Pactual e dados da companhia
Figura 7: Estrutura de acionistas depois do IPO.

3.9 – Comitês

A companhia tem uma forte estrutura de processos, com muitos comitês para acompanhamento de KPIs¹⁹, diagnósticos dos diferentes setores e desenvolvimento de planos de ação para os diferentes tipos de loja e alocação de recursos em geral. O sistema de controle desenvolvido é bastante eficiente, onde existe um forte e constante monitoramento da base de dados de lojas que servem como estrutura de discussão nos comitês.

Nos comitês são decididas as metas dos restaurantes que incluem: vendas, EBITDA²⁰, redução de rotatividade de funcionários, controle de estoque e certificado de excelência.

Existem três tipos principais de comitês e estes são:

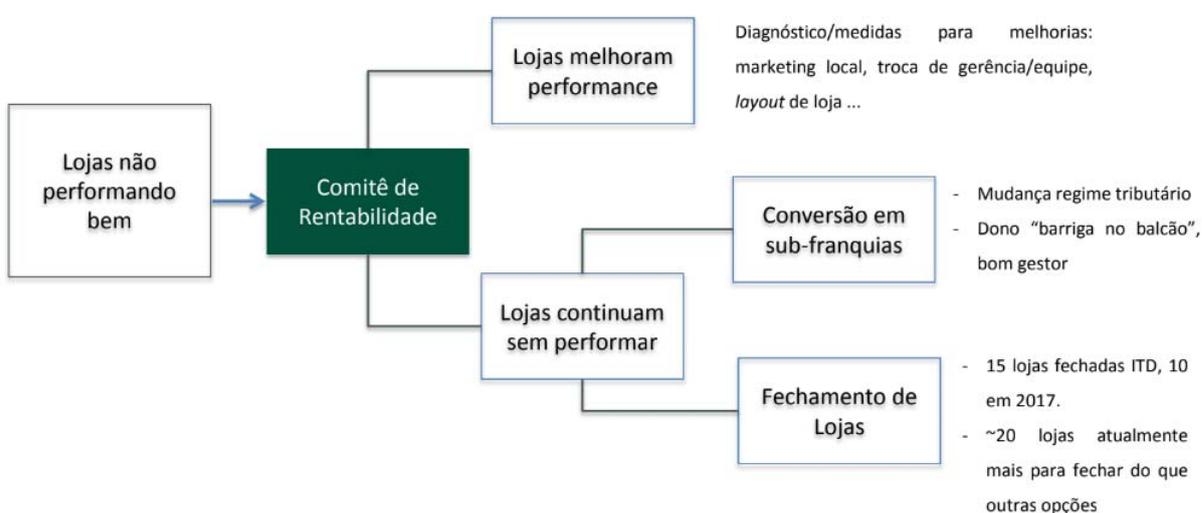
Comitê de investimentos – Nele o mercado é mapeado e o setor monta um processo criterioso para a escolha de um novo local e aprova os tais novos restaurantes. Um dos requisitos para um novo restaurante ser aberto é que o mesmo tem que conseguir pagar o investimento inicial em 5 anos.

¹⁹ Sigla em inglês para key performance indicator ou indicadores chave de desempenho, eles são as métricas escolhidas como essenciais para avaliar os processos de uma empresa.

²⁰ Sigla em inglês para Earnings before Interest, taxes, Depreciation and Amortization ou Lucros antes dos juros, impostos, depreciação e amortização.

Comitê “Berçário” – Acompanhamento das novas lojas por até três meses. Recentemente a empresa informou que as novas lojas estão tendo mais sucesso que as antigas nas vendas.

Comitê Rentabilidade – Lojas que não estão performando bem são avaliadas com base nos KPIs e assim planos de ação para as lojas são traçados. Não melhorando, empresa decide franquear ou fechar loja.



Fonte: Dados e informações da companhia

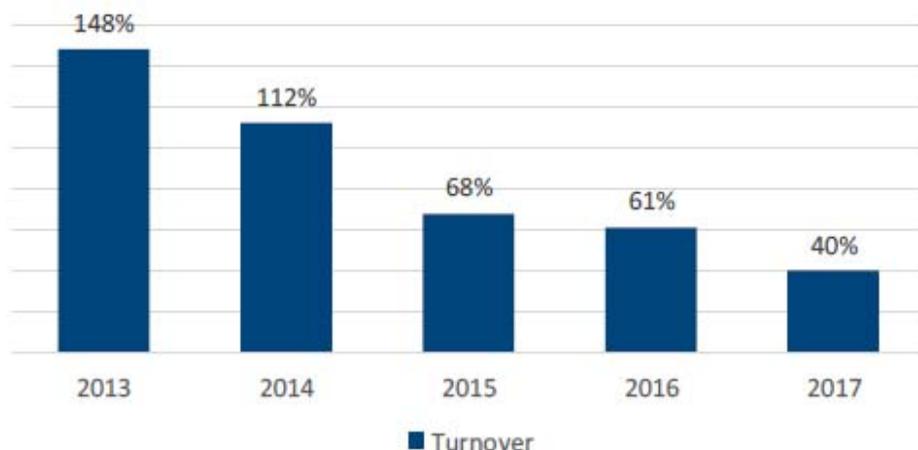
Figura 8: Processo de sucesso/insucesso de uma loja.

3.10 – Remuneração

Para que os funcionários estejam alinhados com os resultados da companhia, a BKB oferece uma estrutura de remuneração extremamente meritocrática e guiada por geração de resultados.

A média do mercado hoje é de que 81% da remuneração dos funcionários seja fixa e 19% seja variável. No caso do BKB, 69% da remuneração é variável enquanto 31% é fixa. Fora este tipo de estrutura, a companhia investe em treinamento e tecnologia fazendo

com que um funcionário de sucesso possa traçar sua trajetória de carreira na empresa. Tais medidas têm sido essenciais para abaixar a rotatividade de funcionários ao longo dos anos, como mostra o seguinte gráfico.



Fonte: Banco BTG Pactual e dados da companhia

Figura 9: % de rotatividade de funcionários na companhia .

3.11 - Aquisição da Popeye's

No dia 21 de Março de 2017 a BKB anunciou que fechou mais um acordo de franquia master, dessa vez com a marca Popeyes Louisiana Kitchen que também pertence ao grupo Restaurant Brands International (RBI). A Burger King Brasil foi dada com o acordo o direito de desenvolver, operar e franquear restaurantes com o nome da Popeyes no Brasil por um período de 20 anos. A BKB também será responsável por disponibilizar marketing, treinamento, monitoramento entre outros serviços para a marca no Brasil e assim vai ter a capacidade de cobrar uma taxa dos franqueados.

Ainda não foi divulgado o valor do negócio mas a companhia já informou que tem a meta de abrir 300 restaurantes nos próximos 10 anos. A contribuição de royalties da nova marca segue os mesmos passos da estrutura feita para o Burger King no Brasil.

A marca Popeyes foi fundada em 1972 em New Orleans e hoje é um dos maiores restaurantes de *fast food* focados em frango no mundo com mais de 2.800 lojas nos EUA e 25 outros países (das quais são 98% franqueadas). Em fevereiro do ano passado a Restaurant Brands International decidiu adquirir a marca em uma transação de R\$ 1.6 bi. No Brasil, a marca irá competir com nomes como KFC, que possui 47 restaurantes no país (dados do segundo trimestre de 2017).

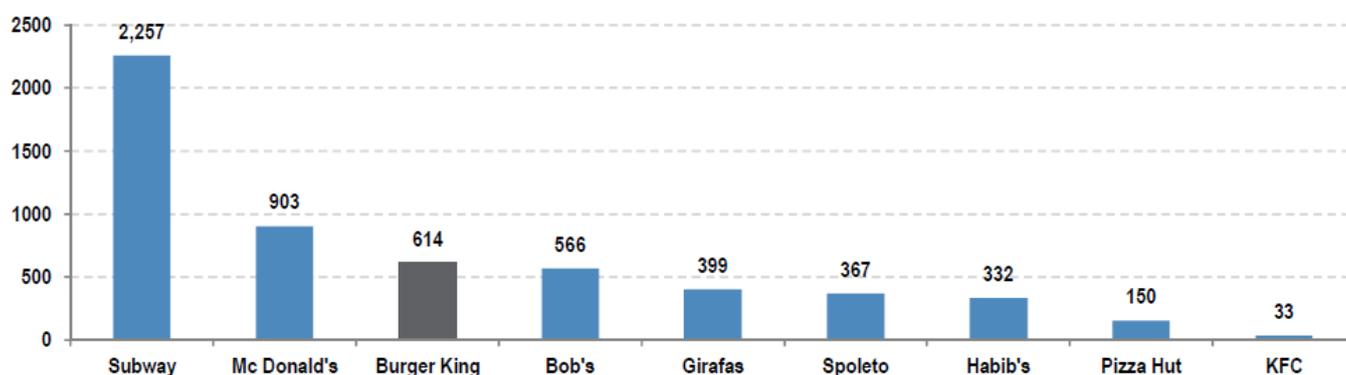
Tal movimento da BKB de adquirir e representar uma nova marca no Brasil era esperado (em especial uma controlada pela RBI) mas não no curto prazo e tão perto do seu IPO. A BKB pode usufruir do seu eficiente time de administração e forte crescimento do país com a nova marca, enquanto traz diversificação ao seu leque de produtos oferecidos no mercado de hambúrgueres extremamente competitivo no Brasil. Pelo outro lado, embora 300 restaurantes em 10 anos seja um número plausível, a Burger King Brasil terá que operar uma marca ainda desconhecida no país.

Capítulo 4 - Setor

4.1 – A Burger King no Setor de *fast food* do Brasil

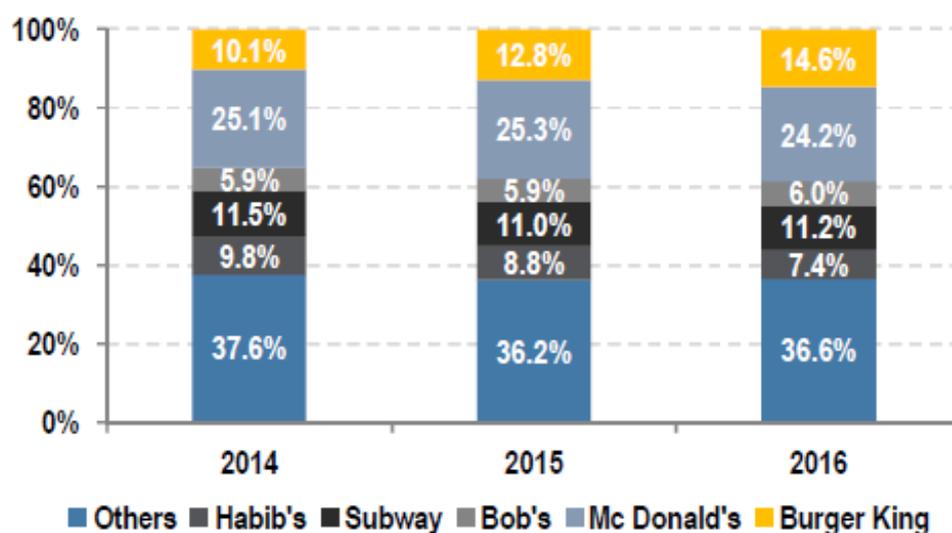
Desde 2011 o número de restaurantes subiu de 139 para 614 e seu *market share*²¹ subiu de 8% para 32% no segmento de *fast food* de hambúrgueres no país. Hoje a empresa é no Brasil a segunda maior em receita e terceira maior em número de lojas.

de restaurantes no 2T17



Fonte: Dados da companhia

Figura 10: Número de restaurantes no segmento.



Fonte: Dados da companhia e Banco JP Morgan
Figura 11: % de receita no segmento.

²¹ Market share é a parcela do mercado na qual a companhia serve ou atende

Como pode-se ver na Figura 11 é preciso ressaltar que o Burger King Brasil foi a companhia com maior sucesso em ganho de *market share* no setor. Todas outras comparadas perderam ou mantiveram seu *market share* constante.

Fora o aumento de *market share*, o reconhecimento da marca melhorou significativamente. Em 2015 a taxa de reconhecimento era de 91% contra 100% do McDonalds. Hoje, o reconhecimento da Burger King no Brasil é de 93% enquanto o do McDonalds caiu para 96%. A marca não só ficou mais conhecida como também ficou mais preferida com o tempo. Em 2015, 18% das pessoas interrogadas a respeito preferiam o Burger King contra o McDonalds enquanto 44% responderam que sua preferência era o McDonalds. Já em 2017, os números mudaram para 25% e 30% respectivamente. Estes dados são disponibilizados pela empresa depois de promover diversas pesquisas.

4.2 – Presença no País

Com exceção dos estados de Rondônia e Mato Grosso do Sul a Burger King Brasil está presente em todos os estados do país. Os restaurantes são uma mistura de lojas pertencentes à Burger King Brasil, sub-franquias e franquias pertencentes à Burger King Corporation. A maior concentração de restaurantes está no sudeste do país nos estados de Rio de Janeiro e São Paulo. O foco da companhia foi a expansão das lojas em praças de alimentação por possuírem maior fluxo de pessoas e menor custo de construção.



Fonte: Dados da companhia e Banco JP Morgan

Figura 12: Presença de restaurantes no Brasil.

-Azul: próprios da Burger King Brasil

-Vermelho: franquias Burger King Corporation

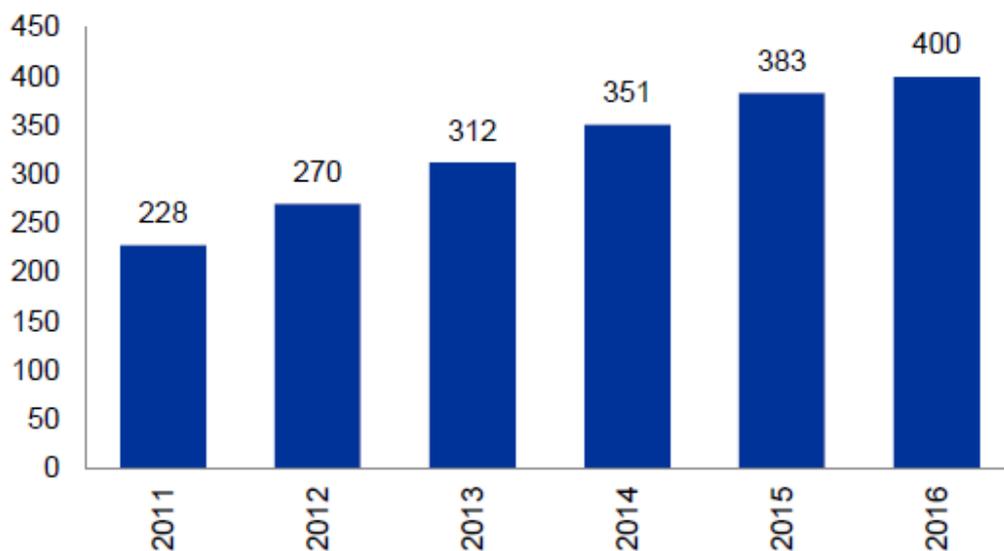
-Verde: Sub-franquias

4.3 – Um resumo do segmento de *fast food* no Brasil

Considerando apenas as cadeias de restaurantes (sem contar com os independentes) o segmento de *fast food* representou 74% do serviço de alimentação no Brasil no ano de 2016, o que mostra a relevância do setor.

O consumo médio per-capita de comida *fast food* tem crescido constantemente no Brasil durante os últimos anos. Fatores que são diretamente relacionados com tal medida é a

parcela da população que vive em centros urbanos e o número de indivíduos solteiros na população (ambas as medidas tem também crescido nos últimos anos).



Fonte: Banco Itaú

Figura 13: Consumo per capita de fast food no Brasil em Reais

Dentro do segmento de *fast food* no Brasil, apenas 9% dos restaurantes pertencem à cadeias, sendo todo o resto independentes (mercado ainda bastante disperso).

Segundo informações do Banco Itaú, o consumo per capita de *fast food* no Brasil atingiu R\$ 400,00 por ano em 2016, número abaixo da média de outros países como EUA, Austrália e Canadá. Diferente da maioria dos outros países, o mercado brasileiro de *fast food* é extremamente fragmentado, tendo ainda uma presença muito forte dos restaurantes *fast food* independentes. Como % de unidades de restaurantes *fast food* que pertencem a cadeias nos outros países na América Latina o Brasil é o menor da lista:

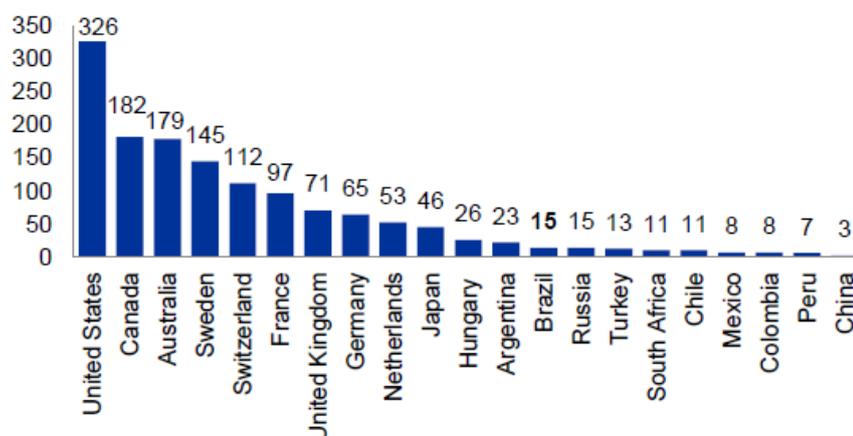
País	Penetração de restaurantes fast food de cadeias
Argentina	38%
Colômbia	32%
Chile	23%
México	12%
Brasil	9%

Fonte: Banco Itaú

Tabela 3: Penetração de restaurantes *fast food* pertencentes à cadeias

4.4 – Hambúrgueres no Brasil

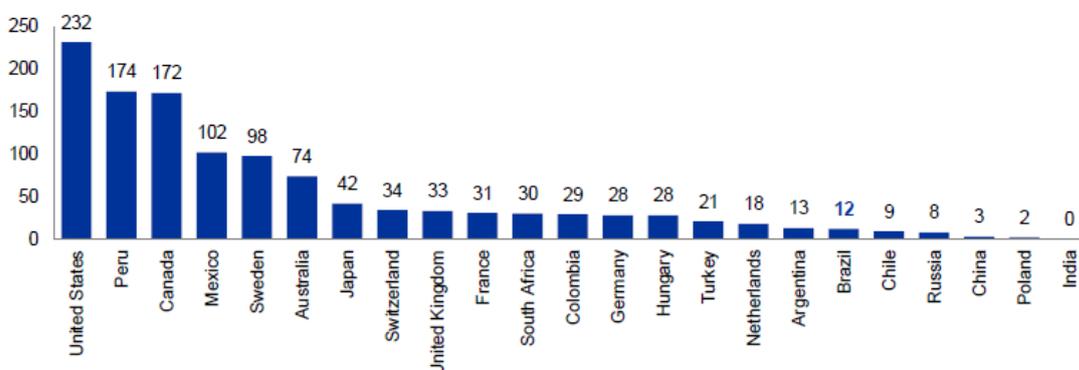
Hambúrgueres representam 13% do total das vendas de *fast food* no país, com um CAGR²² de 14% de 2011 até 2016. O consumo per capita deste segmento foi de US\$15,00 por ano em 2016, consideravelmente menor que em outros países como EUA com US\$326,00 por ano, Canadá com US\$ 182,00 por ano e Austrália com US\$ 179,00 por ano.



Fonte: Banco Itau

Figura 14: Consumo per capita de hambúrgueres em USD em 2016

Mais um índice que mostra que o mercado de hambúrgueres no Brasil é pouco penetrado e ainda existe muito espaço para expansão é o número de restaurantes por milhões de habitantes. No gráfico à seguir podemos ter uma ideia no Brasil em comparação com os outros países no mundo:



²² CAGR- Compound Annual Growth Rate , em português, Taxa Composta Anual de Crescimento é a taxa de retorno de um investimento em determinado período de tempo.

Fonte: Banco Itau

Figura 15: Numero de restaurantes fast food de hamburger por milhões de habitantes

4.5 – Perfil do Cliente

O consumidor alvo da companhia é da classe A, B e C1 que representam cerca de 50% da população no Brasil (vs. 25% em 2005) e como dito, proporção de pessoas morando sozinhas e mulheres no mercado de trabalho são grandes catalisadores macro de resultado para a empresa.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014	2015
Classe A	1,4%	1,5%	1,7%	1,8%	2,0%	2,2%	2,9%	2,8%
Classe B1	2,7%	3,0%	3,2%	3,5%	3,7%	4,0%	4,9%	5,0%
Classe B2	9,1%	9,7%	11,0%	11,8%	13,0%	14,3%	17,8%	18,1%
Classe C1	11,5%	12,7%	14,2%	15,2%	16,0%	17,7%	23,0%	22,9%
Classe C2	21,6%	22,5%	23,6%	24,8%	25,8%	25,1%	23,2%	24,6%
Classes DE	53,7%	50,6%	46,3%	42,9%	39,5%	36,7%	28,2%	26,6%

Fonte: PNAD IBGE

Figura 16: Divisão de classes por faixa de rendimentos.



Fonte: Euromonitor International

Figura 17: % da população morando sozinha

4.6 – Fast Food no Mundo

Segundo uma pesquisa feita pelo Zion Market²³, o mercado global de *fast food* tinha um valor de US\$ 540 bi em 2016 e é esperado atingir um valor de US\$ 691bi em 2022 (entregando um CAGR de aproximadamente 4.2%).

Este mercado é basicamente conduzido por um ritmo de vida cada vez mais rápido da população urbana crescente que procura uma alimentação rápida e barata. Ao redor do mundo, serviços de alimentação não tem entregado resultados muito bons ultimamente pelos crescentes aumentos de preço levando a frequências menores nos restaurantes, menos lealdade dos consumidores e margens de lucro mais apertadas.

Muito tem se falado de como a indústria pode voltar aos altos lucros e dar uma volta por cima. Hoje, acredita-se que tudo se resume à experiência do cliente e conveniência. Neste âmbito, a tecnologia seria uma ótima aliada para o futuro da indústria, sendo possível com ela administrar melhor as filas de espera e pedidos fazendo com que o restaurante ganhe eficiência e corte seus custos no longo prazo.

²³ Companhia especializada em desenvolver estudos de mercados, empresas e economia em geral ao redor do mundo.

Capítulo 5 – Valuation

Como base para promover a análise de fluxo de caixa descontado serão utilizados os demonstrativo de resultados (DRE) e o Balanço Patrimonial (BP) da empresa para que, a partir deles, o fluxo de caixa da companhia possa ser projetado. Nas tabelas abaixo segue: o DRE, o BP e uma tabela com os principais indicadores da empresa.

em milhões	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Receita operacional bruta	276.735	487.494	727.067	1.058.323	1.512.033	1.932.761
(-) Deduções	- 26.476	- 45.168	- 66.488	- 108.644	- 118.749	- 148.923
Receita operacional líq	250.259	442.326	660.579	949.679	1.393.284	1.783.838
(-) COGS	- 81.766	- 150.201	- 235.649	- 338.415	- 526.302	- 687.871
Lucro Bruto	168.493	292.125	424.930	611.264	866.982	1.095.967
(-) Despesas Operacionais Venda	- 142.749	- 265.767	- 386.260	- 560.489	- 776.163	- 935.209
(-) G&A	- 31.956	- 35.273	- 49.153	- 56.397	- 75.999	- 95.450
Depreciação e Amortização	- 13.343	- 31.555	- 54.670	- 75.602	- 103.396	- 119.697
EBIT	- 6.212	- 8.915	- 10.483	- 5.622	14.820	65.308
EBITDA	7.131	22.640	44.187	69.980	118.216	185.005
EBITDA Ajustado *	14.405	35.643	60.818	86.170	133.553	211.735
(-) Resultado Financeiro	- 3.656	- 2.922	- 20.148	- 20.147	- 100.539	- 56.264
EBT	- 9.868	- 11.837	- 30.631	- 25.769	- 85.719	- 9.044
IR e CS	2.347	3.792	5.303	10.988	7.737	5.225
Lucro Líquido	- 7.521	- 8.045	- 35.934	- 36.757	- 93.456	- 3.819
Margem Bruta	67%	66%	64%	64%	62%	61%
Margem Líquida	-3%	-2%	-5%	-4%	-7%	0%
Margem EBITDA	3%	5%	7%	7%	8%	10%

* A companhia divulga um EBITDA Ajustado que é " uma medição não contábil elaborada pela Companhia, que corresponde a um EBITDA ajustado por despesas pré-operacionais, despesas com aquisições e incorporações e outras despesas.

Fonte: Relação com investidores da Burger king Brasil e Modelo
Figura 18: Demonstrativo de Resultados

em milhões	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ativo Total	417.681	674.209	965.878	1.196.555	1.428.462	2.415.555
Ativo Circulante	105.672	204.148	364.607	325.669	429.000	1.338.448
Caixa e Títulos mob.	64.210	154.891	305.382	222.233	322.261	1.178.729
Clientes	11.931	11.953	23.058	26.366	33.658	60.958
Estoques	8.541	7.831	9.382	18.546	30.846	39.743
Impostos a Recuperar	3.396	4.323	5.256	19.843	28.566	24.993
Pag Antecipados	13.745	20.092	14.509	13.963	8.712	24.762
Outros	3.849	5.058	7.020	24.718	4.957	9.263
Ativo Não Circulante	312.009	470.061	601.271	870.886	999.462	1.077.107
Ativos de Longo Prazo	9.486	9.043	5.445	17.880	39.481	61.351
Títulos e Val. Mob.	-	-	-	5.623	10.415	13.285
Impostos a Recuperar	231	274	274	274	11.694	17.282
Outros	9.255	8.769	5.171	11.983	17.372	30.784
Permanente	302.523	461.018	595.826	853.006	959.981	1.015.756
Investimentos	-	-	-	-	-	-
Imobilizado	170.535	321.269	421.771	597.639	650.975	-
Intangível	131.988	139.749	174.055	255.367	309.006	-
Passivo Total	417.681	674.209	965.878	1.196.555	1.428.462	2.415.555
Passivo Circulante	77.797	146.130	226.275	392.838	799.616	472.998
Empréstimos e Financ.	15.732	39.631	119.193	198.868	607.973	209.987
Fornecedores	33.139	65.045	40.717	83.894	80.406	138.997
Salários e Encargos Sociais	18.313	21.174	33.364	52.482	56.028	69.830
Obrigações Corporativas	1.877	6.912	14.908	24.585	20.598	13.966
Impostos	6.044	8.174	8.781	23.300	15.717	20.272
Diferido	398	341	390	246	9.000	-
Outros	2.294	4.853	8.922	9.463	9.894	19.946
Passivo Não-Circulante	111.765	228.255	265.644	365.282	88.526	325.363
Empréstimos e Financ.	106.534	226.774	247.990	334.939	45.983	275.720
Impostos	751	-	1.737	4.763	9.225	5.113
Diferido	3.793	536	10.873	21.413	28.789	38.309
Outros	687	945	5.044	4.167	4.529	6.221
Patrimônio Líquido	228.119	299.824	473.959	438.435	540.320	1.617.194
Capital de Giro (R\$)	- 12.667	- 45.261	- 8.277	- 38.982	- 15.902	- 38.296
CAPEX	-	-	-	-	-	202.186
DÍVIDA Líquida	58.056	111.514	61.801	311.574	331.695	693.022

Fonte: Relação com investidores da Burger King Brasil e Modelo
Figura 19: balanço de pagamentos

	2014	2015	2016	2017
SSS (%)	3%	5%	10%	14%
SSS (R\$ milhões) próprias	494.065	755.774	1.151.061	1.706.990
Outras lojas (R\$ milhões) próprias	223.669	291.597	348.930	253.960
Abertura de Lojas	108	129	61	61
Vendas por loja madura (R\$ milhões média)			2.852	2.852

Fonte: Relação com investidores da Burger king Brasil e Modelo
Figura 20: Principais Indicadores

Em seguida serão apresentados os cálculos que serão utilizados para chegar ao fluxo de caixa descontado e para fundamentar as premissas para as projeções e taxa de desconto utilizada para chegar ao valor presente da empresa. Durante toda a análise será levado em conta não só a parte quantitativa mas também todo o plano qualitativo por trás das premissas.

5.1 – Chegando ao FCFE

FCFE = Lucro líquido

(+) Depreciação e Amortização

(-) Desembolsos de Capital

(-) Variação de Necessidade de Capital de Giro (NCG)

(+) Novas Emissões de Dívida

(-) Amortização de Dívida

Fonte: Damodaran (2012)

Tabela 1: Definição de FCFE

Como explicado no segundo capítulo, os seguintes cálculos acima são utilizados para chegar ao FCFE à partir do Lucro Líquido.

5.2 – Receita

A receita da empresa é obtida principalmente através das duas maneiras; pela venda de lanches nas lojas próprias da companhia (vendas) e pelo recebimento de *royalties* das lojas sub-franqueadas (serviço) como descrito acima. Portanto, todas as projeções de receita vão partir principalmente destes dois pontos.

A receita bruta de vendas é determinada, portanto, pelas vendas de lojas próprias da BKB e pelas de novas lojas abertas no período.

Para projetar o aumento de receita das lojas próprias utilizamos o indicador de SSS²⁴ que mede qual foi exatamente o aumento de venda nas lojas entre dois períodos. Desta forma, esse indicador só serve para lojas que possuem mais de um ano de vida.

O número é expresso em um porcentagem (%) e essa porcentagem é o número que indica o aumento das vendas. O SSS vem de 4 altas consecutivas desde 2014 onde foi de 2,9% até o ano de 2017 que foi de 13,8%.

Atribui-se isto primeiramente ao efeito “novidade” que teve a empresa com suas consecutivas aberturas de restaurantes desde a entrada no Brasil. Junto com a sólida administração, plano de marketing de sucesso e políticas de expansão a empresa obteve os rápidos e expressivos aumentos no indicador.

Acredita-se então, que com o progresso do processo de maturação de lojas, o indicador de agora para frente irá atingir um número mais sustentável e constante para o longo prazo até chegar ao crescimento igual à inflação (4,5%). Para o ano de 2018 projeta-se um SSS de 7%, para 2019 de 6%, para 2020 de 4,5% e que ficará para o longo prazo. Considera-se tal número saudável para a companhia e factível com o processo de maturação e estabelecimento da marca no Brasil. Desta maneira, o pico do nível do indicador foi atingido em 2017 (13,8%) e à partir daí converge para o crescimento de longo prazo igual a inflação.

²⁴ SSS – Same store sales, que se traduz para vendas nas mesmas lojas.

Ainda sobre a receita bruta de vendas, é preciso também fazer projeções de vendas para novas lojas abertas no período (que ainda não possuem um ano de idade). Para isso, tem-se que obter o número de abertura de novas lojas de cada segmento no período e também a média de vendas por lojas maduras de cada segmento. Ambas estas medidas são obtidas pela análise dos documentos disponibilizados pelo RI da empresa assim como por conversas com seus representantes. Com isso, pode-se obter um intervalo em que os números vão ficar nos próximos anos. O número de novas lojas abertas no ano de 2017 foi de 61 e este número permanece marginalmente constante para os próximos anos. À respeito das vendas por loja madura, o aumento do número é equivalente ao IPCA do período (cuja projeção para o longo prazo é de 4,5% segundo as médias históricas do Boletim Focus²⁵).

A receita bruta de serviços é advinda das franquias que pagam royalties de 3% sobre as vendas líquidas (como descrito no capítulo 3) e das taxas de abertura de US\$ 15.000,00 por loja aberta. Desta forma, para a projeção, é preciso partir do número de abertura de lojas para os próximos anos. A empresa divulgou também sua própria projeção indicativa para este número que em 2017 foi de 35 e que para o longo prazo é projetado para ser de 25 lojas abertas por ano. À partir deste número, multiplica-se pelo número de vendas por lojas maduras do tipo de *Food-court*, que representam a maioria das lojas desse segmento, para chegar nas vendas líquidas e ser aplicado a taxa de 3% de royalties. Também sobre o número de aberturas de lojas multiplica-se o valor de US\$ 15.000,00, que representa a taxa paga pelo dono da franquia ao abrir aquela loja.

Na tabela a seguir segue os números para os principais determinantes da receita e suas projeções à partir de 2016 e até o ano de 2022.

²⁵ O Boletim Focus é uma publicação online, divulgada todas as segundas-feiras pelo Banco Central do Brasil contendo resumo das expectativas de mercado a respeito de alguns indicadores da economia brasileira

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Receita bruta vendas	1.499.991	1.917.672	2.373.769	3.139.861	3.665.158	4.191.661	4.744.296
Receita bruta serviços	12.042	15.089	21.104	26.633	32.231	38.224	44.634
Receita bruta Total	1.512.033	1.932.761	2.646.873	3.166.495	3.697.389	4.229.885	4.788.930
Taxa de sub-franquia			1.479	1.233	1.233	1.233	1.233
SSS (%)	9,9%	13,8%	7,0%	6,0%	4,5%	4,5%	4,5%
SSS (R\$) próprias	1.151.061	1.706.990	2.051.909	2.783.315	3.281.155	3.830.090	4.380.286
SSS (R\$) sub-franquias	12.036	13.704	16.145	22.370	27.832	33.682	39.944
Outras lojas (R\$) próprias	348.930	253.960	321.860	356.546	384.002	361.572	364.010
Outras lojas (R\$) sub-franqui	6	3.885	3.480	3.030	3.167	3.309	3.458
Abertura de Lojas							
Food court	34	37	25	22	23	15	12
Freestanding	14	19	35	35	35	35	35
In Line	8	4	-	8	11	10	10
Express	5	1	5	5	2	2	2
Quiosque		21	100	100	100	100	100
Total	61	61	65	70	71	62	59
Vendas por loja madura							
Food-court	3.700	3.700	3.867	4.040	4.222	4.412	4.611
Freestanding	4.900	4.900	5.121	5.351	5.592	5.843	6.106
In-line	3.700	3.700	3.867	4.040	4.222	4.412	4.611
Express	1.600	1.600	1.672	1.747	1.826	1.908	1.994
Quiosque	360	360	376	393	411	429	449
Total	14.260	14.260	14.902	15.572	16.273	17.005	17.771

Fonte: Relação com investidores da Burger king Brasil e Modelo
Figura 21: Receita e suas projeções

5.3 – Custos de produtos vendidos (COGS²⁶)

Os custos de produtos vendidos são os custos que são relacionados à produção dos principais produtos, como mão de obra e as matérias primas (insumos para fazer os

²⁶ COGS – Cost of Goods Sold, que se traduz para custo de produtos vendidos.

lanches) utilizadas para chegar ao produto final. Esses custos são fundamentais para a empresa chegar a um valor que será cobrado pelos seus produtos.

No caso da Burger King este tipo de custo é bastante previsível já que o salário da mão de obra empregada é bastante previsível dado a sua baixa qualificação. A respeito dos insumos, estes são também previsíveis já que a empresa não muda seu cardápio drasticamente e pode planejar com antecedência a estrutura de compra dos insumos.

Como a fonte geradora destes custos é a parte de vendas da empresa, este número é projetado como um percentual da receita líquida de vendas. Através do histórico desse percentual, que desde 2012 apresenta uma média de 37,3%, a projeção gira em torno do mesmo, sendo de 36,3% da receita no longo prazo. Para servir de exemplo, a receita líquida de vendas projetada para o ano de 2018 é de R\$ 2.2 bi e os COGS projetados para o mesmo ano são de R\$ 830 mi.

5.4 – Despesas Operacionais e SG&A

Estas despesas são todas as despesas que uma companhia precisa incorrer para manter seu dia-a-dia funcionando. Dentro das mesmas, as principais contribuintes são, por exemplo: salários, benefícios e encargos sociais, *royalties*, fundo de marketing, aluguéis e condomínios, energia elétrica, gás, água e telefone e serviços de terceiros.

As projeções para a despesa operacional líquida são feitas como percentual da receita operacional líquida. Desta forma, avalia-se os histórico dos indicadores e é definido como os mesmos irão se comportar para a frente. Na tabela abaixo pode-se observar que eles não mudam de forma expressiva.

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Despesas c/ vendas - % RL							
Salários, benefícios e encargos sociais	18,1%	18,1%	17,8%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Royalties	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Fundo de marketing	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Aluguéis e condomínios	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Energia elétrica, gás, água e telefone	5,3%	5,3%	5,5%	5,2%	5,0%	4,7%	4,7%
Depreciação e amortização	6,1%	6,1%	9,0%	11,1%	12,1%	13,2%	14,1%
Serviços de terceiros	3,2%	3,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Transporte de valores	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Administradora de cartões de crédito	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Materiais de copa e limpeza	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Manutenção e reparos	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Material de escritório	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Uniforme e vestuário	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Aluguel de equipamentos	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Impostos e taxas	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Despesas pré-operacionais (*)	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Outras	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Total	55,7%	55,7%	57,4%	59,0%	59,7%	60,5%	61,5%

Fonte: Relação com investidores da Burger king Brasil e Modelo

Figura 22: Despesas com vendas como % da Receita Operacional Líquida

Já as projeções para as despesas de SG&A²⁷ são feitas de forma mais simples. Nestas despesas entram principalmente despesas com pessoal e despesas com ocupação, que são projetadas dando diretamente um percentual de aumento entre os anos que se seguem. No modelo estão crescendo as despesas com pessoal em 15% até 2019, em 12,5% em 2020 e 2021 e 10% daí para frente. As despesas de ocupação estão crescendo de acordo com o IPCA (4,5% como mencionado anteriormente) no longo prazo.

²⁷ SG&A – Selling, General and Administrative expenses. São despesas relacionadas com a venda e administração dos produtos e da companhia.

5.5 – EBITDA

O EBITDA, que em inglês tem o significado de “*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*” é uma medida que é calculado à partir do DRE da empresa. A fórmula para calcular este indicador é a seguinte:

$$\text{EBITDA} = \text{Receita líquida} - \text{COGS} - \text{Despesas Operacionais de Vendas} - \text{SG\&A} + \text{Depreciação e Amortização.}$$

Este indicador é muito utilizado por analistas para ter noção da quantidade de recursos gerados no processo operacional da empresa, já que ele fornece um parâmetro “limpo” de despesas que não representam a saúde operacional da companhia.

Fora o EBITDA, a margem EBITDA também é muito analisada por mostrar um boa forma de margem operacional da empresa e quanto que o número representa em relação ao total ganho como receita.

Em 2017 a Burger King Brasil atingiu um EBITDA de R\$ 212 mi e margem de 11,9%. O EBITDA representou um crescimento de 59% em relação a 2016 devido ao aumento de margem de 9,6% para 11,9%, aumento de SSS de 9,9% para 13,8% e aumento de receita bruta de 28%.

5.6 – Depreciação e Amortização

A depreciação é a desvalorização por obsolescência ou desgaste natural anual dos ativos imobilizados de uma companhia. Na ótica do DRE, a medida é colocada entre as despesas e o pagamento de impostos e juros, já que a mesma é dedutível do lucro tributável.

A amortização refere-se aos pagamentos periódicos para quitação da dívida, as parcelas da amortização são sempre referentes ao valor total da dívida que inclui juros, impostos e outros encargos.

5.7 – Capex

O Capex é uma abreviação em inglês para *capital expenditures*, que nada mais é do que o montante de recursos gastos com manutenção e aquisição de bens de capital para manter a companhia em bom funcionamento.

No caso da Burger King o *Capex* é distribuído entre abertura de lojas, aquisições e manutenção. Como as lojas seguem uma forte tendência de padronização neste segmento, o Capex por tipo de loja é muito previsível. Por exemplo, o Capex de uma loja de *Food Court* em dois shoppings diferentes não deveria ter grandes variações, salve algum evento não recorrente. Desta forma, no modelo é apresentado os números de *Capex* por tipo de lojas historicamente indicado pela empresa e à partir deles é agregado um aumento pela inflação em cada ano. Para a projeção de capex por loja só deve-se multiplicar este número pelo descrito anteriormente de abertura de novas lojas no período.

O *Capex* de manutenção segue a mesma tendência, porém, sua projeção é feita através de um aumento fixo ao ano para já incorporar a inflação e aumento orgânico de custos de manutenção. Já o *Capex* de aquisição pode ser considerado como não recorrente, já que aquisição não entram nos projetos da empresa de forma programada. Neste caso, no modelo pode-se ver um capex de aquisição de R\$326,4 mi em 2018 que é referente à compra de uma rede de franqueados pela Burger King Brasil.

À seguir seguem tabelas que indicam os principais números presentes no cálculo e projeção do *Capex*:

em milhões	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Capex por loja (R\$)							
Food court	2.100	2.184	2.282	2.385	2.492	2.604	2.722
Freestanding	3.200	3.328	3.478	3.634	3.798	3.969	4.147
In Line	3.000	3.120	3.260	3.407	3.560	3.721	3.888
Express	1.500	1.560	1.630	1.704	1.780	1.860	1.944
Quiosque	300	312	326	341	356	372	389
Total	10.100	10.504	10.977	11.471	11.987	12.526	13.090
Capex Abertura de Lojas (R\$)							
Food court		80.808	57.057	52.470	57.323	39.067	32.660
Freestanding		63.232	121.722	127.199	132.923	138.905	145.155
In Line		12.480	-	27.257	39.165	37.207	38.881
Express		1.560	8.151	8.518	3.560	3.721	3.888
Quiosque		-	-	-	-	-	-
Total		158.080	186.930	215.443	232.971	218.899	220.584
Capex Aquisição (R\$)		-	326.400	-	-	-	-
Capex Manutenção (R\$)		24.930	30.859	40.818	47.647	54.492	61.676
Capex Manutenção (% RB)		1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Outros (Sistemas/Projetos) - R\$		19.177	35.607	47.098	54.977	62.875	71.164
Outros (Sistemas/Projetos) - % RB		1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CAPEX Total - R\$		202.186	579.795	303.360	335.596	336.265	353.424

Fonte: Relação com investidores da Burger king Brasil e Modelo
Figura 23: Estrutura do Capex

5.8 – Despesas e Receitas Financeiras

As despesas financeiras são despesas que a empresa incorre como; juros sobre empréstimo, despesas bancárias, variação cambial e despesas com derivativos. Pelo outro lado, as receitas financeiras incluem linhas como; juros e rendimentos de aplicações financeiras, variação cambial e receita com derivativos. Com isso é calculado o resultado financeiro que será mais um número que será abatido/somado para atingir o lucro líquido.

5.9 – Impostos

Para a projeção dos impostos foi assumido uma alíquota de 34% de tributos em cima do lucro auferido no período. Essa alíquota e suas projeções foram baseadas na conjuntura política e macroeconômica do Brasil.

5.10 – Capital de Giro

O capital de giro são os recursos necessários para o funcionamento do dia-a-dia da companhia, por exemplo, o dinheiro para manter estoques, para pagar fornecedores, pagar impostos, salários e financiamento aos clientes.

Para chegar até tal número é preciso levar em conta três principais linhas do balanço, a linha de clientes (ou recebíveis), estoques e fornecedores. À partir da projeção destas três linhas é possível chegar na variação de capital de giro entre períodos, número que será de suma importância para o cálculo do fluxo de caixa. Para seguir com as projeções é preciso estabelecer uma conexão entre cada uma dessas três linhas com linhas correspondentes do DRE.

A conta dos clientes (ou recebíveis) “conversa” com a receita operacional líquida e para projetar este valor é preciso descobrir o número de dias que irá levar para a companhia receber os recursos advindos das vendas de suas mercadorias. Para tal, basta dividir a linha de recebíveis no balanço patrimonial pela linha de receita operacional líquida do DRE e multiplicar este valor por 365. Assim, chega-se ao prazo médio de demora para a empresa ter seus recebíveis (em dias). Para a linha de estoques e fornecedores faz-se a mesma conta, porém, é preciso dividir as linhas do balanço pelos COGS ou custo dos produtos vendidos.

Na tabela a seguir são expostos todos indicadores que levam ao cálculo do capital de giro da empresa e sua variação:

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ativo Total									
Ativo Circulante									
Clientes	23.058	26.366	33.658	60.958	61.545	81.375	95.018	108.704	123.071
Clientes (% of Sales)	3%	3%	2%	3%					
# dias	13	10	9	9	10	10	10	10	10
Estoques	9.382	18.546	30.846	39.743	46.110	59.782	68.370	78.192	88.501
Estoque (% of COGS)	4%	5%	6%	4%					
# dias	14	20	21	16	20	20	20	20	20
Receita operacional líq	660.579	949.679	1.393.284	1.783.838	2.215.638	2.929.487	3.420.665	3.913.332	4.430.564
Passivo Total									
Passivo Circulante									
Fornecedores	40.717	83.894	80.406	138.997	115.276	149.454	170.926	195.480	221.252
Fornecedores (% of COGS)	17%	25%	15%	15%					
# dias	62	89	55	55	50	50	50	50	50
COGS	-235.649	-338.415	-526.302	-687.871	-829.988	-1.076.070	-1.230.668	-1.407.455	-1.593.016
Capital de Giro (R\$)	-8.277	-38.982	-15.902	-38.296	-7.620	-8.298	-7.537	-8.584	-9.680
+/- Δ Capital de Giro	-36.984	30.705	-23.080	22.394	-30.676	678	-761	1.047	1.096

Fonte: Relação com investidores da Burger king Brasil e Modelo
Figura 24: Cálculo do capital de giro e sua variação

Para fazer as projeções, é escolhido um número de dias constante que faça algum tipo de sentido com a média histórica dada a imprevisibilidade da boa vontade dos recebedores e pagadores. Para projetar as linhas do balanço patrimonial portanto, é feita a conta inversa, multiplicando o número de dias pela receita operacional líquida projetada e pelos COGS projetados e depois dividindo por 365. Com isso, para chegar ao capital de giro, são adicionadas as contas de recebíveis de clientes e estoques e subtraída a conta de fornecedores. Para sua variação, basta subtrair o capital de giro do período atual pelo do período passado.

5.11 – Fluxo de caixa da firma

À partir das premissas e cálculos feitos anteriormente, todo o DRE foi projetado. Com isso obteve-se o lucro líquido, depreciação, variação do capital de giro e *Capex* até o ano de 2028 e depois até a perpetuidade. Com tais números é calculado o fluxo de caixa livre seguindo o arcabouço teórico apresentado no capítulo 2.

Na tabela a seguir é exposta a estrutura do fluxo de caixa:

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Perpetuidade	
+ Lucro Líquido	3.819	69.158	134.370	193.441	237.494	277.812	321.523	367.481	416.233	468.301	523.676	551.455		
+ Depreciação	81.554	138.478	170.625	186.413	202.271	217.392	233.451	250.853	269.179	288.594	309.410	315.871		
+/- Δ Capital de Giro	22.394	- 30.676	678	- 761	1.047	1.096	1.190	1.265	1.348	1.447	1.551	742		
- Capex	- 202.186	- 579.795	- 303.360	- 335.596	- 336.265	- 353.424	- 384.177	- 410.878	- 436.415	- 468.054	- 501.657	- 315.871		
FCF	- 94.419	- 402.834	2.314	43.497	104.547	142.875	171.986	208.721	250.346	290.288	332.980	552.197	585.329	
T	0	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	12.118.608	
Net Present Value	413.313	- 94.419	- 402.834	2.088	35.412	76.796	94.695	102.850	112.622	121.882	127.518	131.978	197.479	4.333.905

Fonte: Relação com investidores da Burger king Brasil e Modelo

Figura 25: Cálculo do FCF

5.12 – Estimando o custo de capital próprio

Como também foi mencionado no capítulo 2, para chegar ao custo de capital deve-se levar em consideração a relação entre a taxa livre de risco e a taxa de retorno esperada sobre o índice de mercado. Assim, o retorno esperado daquele investimento vai ser constituído pela soma da taxa livre de risco e de um prêmio por aquele risco. Tal prêmio pelo risco será igual ao produto do coeficiente de volatilidade (β) pela diferença entre o retorno esperado do mercado em relação à taxa livre de risco. Em forma simples, o modelo pode ser explicado da seguinte forma, como dito no capítulo 2:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Onde:

K_e = Custo do capital próprio

R_f = 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

Fonte: Damodaran (2012)

Equação 3: O custo do capital próprio

5.12.1 – Taxa livre de risco

À partir do modelo de CAPM também mencionado no capítulo 2, será utilizado a taxa do CDI vigente hoje na economia para representar a taxa livre de risco que hoje se encontra em 6,4%. Este número é o retorno que um investidor pode esperar caso aplique recursos em um investimento de risco zero.

5.12.2 – Beta

O beta é utilizado para medir o comportamento da volatilidade do ativo em relação ao mercado. Assim, é feita uma correlação entre o retorno diário médio do mercado e o retorno diário médio da ação em questão. De acordo com dados da Bloomberg, o beta da Burger King Brasil é de 0,521.

5.12.3 – Prêmio de risco

O prêmio de risco é adquirido calculando o delta do retorno de um investimento no mercado de ações e o retorno de um investimento em um ativo livre de risco. Como dito anteriormente, o retorno de um ativo livre de risco é considerado fixo, enquanto o retorno histórico anual da Burger King Brasil precisa ser calculado. Segundo a base de dados do *Bloomberg* esse retorno é de 11,87%.

Deste modo, seguindo a conta demonstrada na Equação 3, a taxa de desconto que será utilizada será de 10,83%:

Retorno do Ativo livre de risco	6,40%
Retorno esperado sobre o índice de mercado	14,90%
Beta	0,521
Ke	10,83%

Fonte: Relação com investidores da Burger king Brasil e Bloomberg
Figura 26: O Ke

5.13 – Preço alvo da Burger King Brasil

Com o fluxo de caixa estruturado, é obtido o valor presente de todos os fluxos de caixa até o ano de 2028 e depois na perpetuidade. Tais valores são descontados pela taxa de desconto (Ke). Para o valor da empresa na perpetuidade é preciso assumir uma taxa de crescimento de longo prazo de 6% (g) que é obtida pela base de dados do Bloomberg e por estudos de relatórios de bancos de investimento. Após somados os valores presentes entre os anos de 2018 e 2028 e até a perpetuidade é preciso adicionar o ágio em que a empresa terá que incorrer para assim chegar ao valor da empresa. Obtido o valor da empresa, basta dividir pelo número de ações no mercado para atingir o preço alvo, que neste caso é de R\$ 22,60.

Valuation	
Ke	10,83%
g	6%
Σ Valores Presentes entre 2018-2028 (R\$ milhões)	600.485
Valor Presente na perpetuidade (R\$ milhões)	4.333.905
Ágio (R\$ milhões)	91.050
Valor da Empresa (R\$ milhões)	5.025.440
# ações	222.278
Preço Alvo R\$	22,60
Preço da ação hoje (21/06/2018) R\$	15,98
Upside (%)	41%

Fonte: Relação com investidores da Burger king Brasil e Modelo
Figura 27: Preço alvo da Burger King Brasil

Capítulo 6 - Conclusão

Neste trabalho foi apresentado um estudo sobre o verdadeiro valor da empresa Burger King Brasil. Através de uma série de ferramentas e instrumentos contábeis e financeiros foi possível apresentar e justificar tal resultado e compará-lo com o preço atual da ação no mercado.

Para tal, foi utilizado o método de análise fundamentalista de fluxo de caixa descontado, método muito difundido para avaliação de negócios no mercado financeiro, como fusões e aquisições e gestão de portfólios.

Em primeiro lugar, foi descrita toda a estrutura e organização da empresa e depois fez-se o mesmo com o setor em que ela atua. Com isso, foi possível agregar à análise quantitativa do fluxo de caixa descontado ideias e premissas com bases qualitativas, que junto com os números explicam e fundamentam as premissas utilizadas.

O resultado do estudo foi de que as ações da Burger King Brasil possuem um valor justo de R\$22,60. Hoje o preço das ações negociadas no mercado é de R\$ 15,98 e portanto está subvalorizado. Existe, desta forma, uma possibilidade de retorno positivo ou *upside* de 41% caso um investidor resolvesse comprar as ações hoje.

Em suma, neste trabalho foram apresentados argumentos de caráter quantitativo e qualitativo que comprovam uma possível e provável valorização do preço das ações da Burger King Brasil. Vale ressaltar que, com tantas variáveis em questão, a análise está sujeita a riscos e falhas e pode alterar dado um movimento brusco no panorama político e econômico do país.

Agradecimentos

Agradeço principalmente à minha professora orientadora, Maria Elena Gava, pela ajuda, paciência e orientação durante o trabalho.

Também, por todas lições e conhecimentos transmitidos durante o processo de graduação pelos professores com quem tive o prazer de assistir às aulas.

E claro, aos meus companheiros de curso com quem juntos conseguimos superar diversos desafios. Em especial aos amigos de longa data Andreas Ferreira, Gabriel Dias, Pedro Henrique Ramos, Gabriel Bastos e João Romulo Lima. É uma extrema honra concluir esta trajetória com vocês.

E por último, à toda minha família que sempre me apoiou e incentivou nos períodos desafiadores que tive que enfrentar nos últimos anos.

Referências bibliográficas:

ASSAF NETO, A. (1998) – “**Estrutura e Análise de Balanços**” – 5ª edição. Atlas - Brasil

DAMODARAN, A., (2012), “**Investment Valuation** – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”. 3rd edition. Wiley & Sons.

DAMODARAN, A., (2006), “**Applied Corporate Finance** – A user’s manual”. 6th edition. Wiley & Sons.

MCKINSEY & COMPANY “**Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies**” 6th edition

PAUL PIGNATARO “**Financial Modeling & Valuation**” A practical Guide to Investment Banking and Private Equity

Relatórios financeiros e institucionais da empresa no seu site de ri - www.burgerking.riweb.com.br

IBGE - www.ibge.gov.br

Bloomberg - www.bloomberg.com

Zion Market Research – Apresenta relatórios e informações sobre mercados e economia global. Neste trabalho utilizei uma informação de um relatório do Banco BTG Pactual que citava a Zion Market como fonte. - <https://www.zionmarketresearch.com>

Relatórios de Mercado do Banco BTG Pactual – www.btgpactual.com/research

Relatórios de Mercado do Banco JP Morgan – www.morganmarkets.com

Relatórios de Mercado do Banco Itau – www.itaubaresearch.com

Euromonitor International

Banco Central do Brasil – www.bcb.gov.br

