

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
ESCOLA POLITÉCNICA

MURILLO AUGUSTO MULLER

**Análise e cálculo do valor da rede de cinemas Cinemark sob a perspectiva de um
investidor de longo prazo**

SÃO PAULO

2023

Murillo Augusto Muller

**Análise e cálculo do valor da rede de cinemas Cinemark sob a perspectiva de um
investidor de longo prazo**

Trabalho de Formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo –
USP, como requisito para obtenção do título de
bacharel em Engenharia de Produção

Orientador: Prof. Doutor Erik Eduardo Rego

SÃO PAULO

2023

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Erno e Cornélia, pelo amor, apoio e incentivo em toda minha trajetória acadêmica, e à minha irmã Nicolle pelo todo apoio na minha graduação.

Aos meus amigos pelo suporte e companheirismo durante todo o período de formação. Sem eles com certeza o meu período na Poli seria muito mais difícil.

À minha namorada, Amanda, pelo amor e grande apoio na fase final deste trabalho e da faculdade.

Ao Professor Dr. Erik Rego por sua dedicação e orientação no desenvolvimento deste trabalho, como também pela confiança em mim depositada. Sua orientação foi essencial para a elaboração deste presente Trabalho de Formatura.

RESUMO

O presente trabalho tem como principal tema a avaliação do Cinemark Holdings, Inc, administradora responsável pela operação de cinemas nos Estados Unidos e na América Latina, e que sofreu uma grande queda de receita durante o período da pandemia. O principal objetivo é avaliar o valor justo da empresa. Para isso, foi feita uma revisão dos fundamentos de contabilidade, análise de demonstrativos da empresa e dos principais métodos de avaliação de empresas. Após, foi feito um estudo sobre a empresa, primeiramente no que tange a análise da estratégica da empresa, seguido pelo portfólio de produtos, tamanho da operação, diferenciais competitivos e participação de mercado. Além disso, foi feita uma análise setorial da operação, trazendo números setoriais, principais dinâmicas da indústria de mídia e uma pesquisa sobre o comportamento do consumidor perante o produto do cinema. Por fim, foi feito um modelo econômico a fim de encontrar o valor justo da empresa através do Fluxo de Caixa Descontado e uma análise do valor justo da empresa via múltiplos de empresas comparáveis.

ABSTRACT

The present work has as its main theme the evaluation of Cinemark Holdings, Inc, the company responsible for operating cinemas in the United States and Latin America, which experienced a significant drop in revenue during the pandemic period. The main objective is to assess the fair value of the company. To achieve this, a review of accounting fundamentals, an analysis of the company's financial statements, and the main methods of company valuation were conducted. Subsequently, a study of the company was undertaken, initially focusing on the analysis of the company's strategy, followed by the product portfolio, scale of operations, competitive differentiators, and market share. Additionally, a sectorial analysis of the operation was conducted, presenting sectorial figures, the main dynamics of the media industry, and a survey on consumer behavior regarding the cinema product. Finally, an economic model was developed to determine the fair value of the company through Discounted Cash Flow, along with an analysis of the fair value of the company using multiples of comparable companies.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Balanço Patrimonial - Exemplo.....	16
Figura 2 - Demonstrativo dos Fluxos de Caixa	18
Figura 3 - Fluxo de Caixa Livre do Acionista.....	23
Figura 4 - Fluxo de Caixa Livre da Empresa	23
Figura 5 - Retorno do Título de 10 anos do EUA.....	27
Figura 6 - Cálculo do Beta.....	29
Figura 7- Cálculo do Kd.....	30
Figura 8 - Declaração de Renda (valores em milhões de USD).....	33
Figura 9 - Balanço Patrimonial (valores em milhares de USD).....	34
Figura 10 - Fluxo de Caixa	35
Figura 11 - Capital Circulante Líquido	36
Figura 12 - Necessidade de Investimento em Giro (NIG).....	36
Figura 13 - Saldo de Disponível no Investimento de Giro (SDIG)	37
Figura 14 - ROI.....	38
Figura 15 - RSPL	38
Figura 16 - ROA	39
Figura 17 - Histórico da Receita nos Estados Unidos	46
Figura 18 - Histórico da Receita Internacional	47
Figura 19 - Número de Tickets Vendidos	48
Figura 20 - Preço Médio do Ingresso	48
Figura 21 - Consumo por Ingresso Vendido.....	49
Figura 22 - Custos Diretos - Estados Unidos	50
Figura 23 - Custos Diretos - Internacional	50
Figura 24 - Salários e Remunerações.....	51
Figura 25 - Salários e Remunerações por Ingresso	52
Figura 26 - Custo de Arrendamento	53
Figura 27 - Custo de Arrendamento por Tela	53
Figura 28 - Serviços Públicos e Outros.....	54
Figura 29 - Custo de Serviços Públicos e Outros por Tela.....	54
Figura 30 - Margem Bruta	55
Figura 31 - Receita Total - Variação Sequencial.....	55
Figura 32 - Ingressos Vendidos - US & Can	60
Figura 33 - Ticket Médio - US & Can	61
Figura 34 - Venda de Consumíveis por Ingresso - Setorial.....	61
Figura 35 - - Número de Cinemas - US & Can - Setorial	62

Figura 36 - Divisão de Cinemas por País	64
Figura 37 - Participação no Mercado por Empresa - América do Norte	65
Figura 38 - Participação no Mercado por Empresa - Brasil	65
Figura 39 - Estrutura de Governança.....	66
Figura 40 - Número de Cinemas.....	67
Figura 41 - Box Office - US & Can	68
Figura 42 - Box Office Brasil.....	68
Figura 43 - Ticket Médio - US & Can	69
Figura 44 - # de Tickets - US & Can (milhões)	70
Figura 45 - Tabela de Preços - Streaming	71
Figura 46 - Breakdown por Distribuidor.....	72
Figura 47 - Ciclo vicioso da indústria de TV a cabo.....	72
Figura 48 - Número de Assinantes de TV a Cabo	74
Figura 49 - Gasto em Conteúdo.....	74
Figura 50 - Número de Lançamentos	75
Figura 51 - Pergunta 1 - Pesquisa	78
Figura 52 - Pergunta 2 - Pesquisa	78
Figura 53 - Pergunta 3 - Pesquisa	79
Figura 54 - Pergunta 4 - Pesquisa	80
Figura 55 - Pergunta 8 - Pesquisa	80
Figura 56 - Pergunta 5 - Pesquisa	82
Figura 57 - Pergunta 6 - Pesquisa	82
Figura 58 - Pergunta 7 - Pesquisa	83
Figura 59 - Pergunta 9 - Pesquisa	83
Figura 60 - Projeção de Ingressos por Pessoas – Estados Unidos	84
Figura 61 - Número de Ingressos Vendidos - Setorial - EUA & Brasil	85
Figura 62 - Projeção de Ingressos - Internacional	86
Figura 63 - # de Ingressos Vendidos - Cinemark - EUA	87
Figura 64 - Valor do Ingresso - US & Can.....	88
Figura 65 - Valor do Ingresso - Projeção	88
Figura 66 - Venda de Consumíveis por Ingresso.....	89
Figura 67 - Venda de Consumíveis por Ingresso - Projeção	90
Figura 68 - Receita - Outros - Projeção	91
Figura 69 - Receita Total - Projeção.....	91
Figura 70 - Custo de Aluguéis de Filmes e Anúncios - Projeção.....	93
Figura 71 - Custos dos Consumíveis	94
Figura 72 - Custos - EUA - Projeção.....	95
Figura 73 - Custos - Internacional - Projeção	95
Figura 74 - Margem Bruta por Mercado - Projeção.....	96

Figura 75 - Custos de G&A e D&A - Projeção.....	97
Figura 76 - Lucro Operacional e Margem Operacional - Projeção.....	97
Figura 77 - Capital de Giro	98
Figura 78 - Quantidade de Cinemas	99
Figura 79 - Número de Telas	100
Figura 80 - Custo por Cinema	101
Figura 81 - Despesas de Capital	101
Figura 82 - Juros da Dívida e do Caixa.....	102
Figura 83 - Lucro Líquido	103
Figura 84 - Fluxo de Caixa Descontado para a Firma	103
Figura 85 - Resumo da Avaliação do Cinemark.....	104
Figura 86 - Resumo dos Múltiplos do Setor	105
Figura 87 - Análise de Football Field	105
Figura 88 - Sensibilidade de g e WACC	106
Figura 89 - Preço da Ação (CNK)	106

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	13
1.1.	Justificativa de escolha do tema	13
1.2.	Objetivos	14
1.3.	Metodologia	14
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	15
2.1.	Contabilidade e demonstrativos contábeis.....	15
2.2.	Análise de Demonstrativos Financeiros	18
2.3.	Avaliação Desempenho Econômico	21
2.4.	Métodos de avaliação de empresa	22
3	CONHECIMENTO GERAL DA EMPRESA	32
3.1.	Dados da empresa	32
3.2.	Indicadores Econômicos.....	35
3.3.	Os objetivos da empresa	39
3.4.	Estratégia	40
3.5.	Missão, Visão e Valores	41
3.6.	Portifólio de Produtos e Serviços	41
3.7.	Distribuição por Essencialidade Econômica.....	44
3.8.	Distribuição por Faturamento e Rentabilidade	46
3.9.	Sazonalidade	55
3.10.	Diferenciais Competitivos.....	56
3.11.	A carteira de Clientes e de Fornecedores	58
3.12.	Principais concorrentes	60
3.13.	Participação no mercado.....	63
3.14.	Qualidade do quadro administrativo e funcional	65
3.15.	Capacidade instalada e ociosa.....	66

4	ANÁLISE DO SETOR DE CINEMAS	67
4.1.	Números Setoriais	67
4.2.	Principais dinâmicas da indústria de mídia	70
4.3.	Por que as pessoas vão ao cinema?	77
5	Projeção	83
5.1.	Projeção de Receita	84
5.2.	Projeção de Custos	91
5.3.	Capital de Giro.....	98
5.4.	Projeção das Despesas de Capital	98
5.5.	Endividamento.....	101
5.6.	Imposto de Renda e Lucro Líquido	102
5.7.	Depreciação e Amortização.....	103
5.8.	Avaliação da Companhia (Múltiplos e o DCF).....	103
5.9.	Análise de Sensibilidade.....	106
6	Conclusão.....	106
	REFERÊNCIAS	108
	APÊNDICE A – MODELAGEM FINANCEIRA.....	112
	APÊNDICE A MODELAGEM FINANCEIRA.....	112

1 INTRODUÇÃO

1.1. Justificativa de escolha do tema

A indústria de mídia pode ser compreendida como o conjunto de empresas que realizam a publicação, compartilhamento e produção de conteúdos de vídeos, imagens e sons. O setor do entretenimento e mídia experimenta suas próprias inovações disruptivas, procurando lucros em um mercado com ampla participação da concorrência, e de novas tendências tecnológicas, como, principalmente, o fornecimento de conteúdo via serviço de *streaming* pela internet. Os participantes do mercado competem entre si, pela atenção do público e pelos recursos dos investidores, mas também com as mídias sociais, que podem oferecer o mesmo conteúdo com menores custos.

Conforme estudo realizado pela Deloitte, as mídias sociais estão investindo seus recursos em "*user generated video content*", que funciona como uma espécie de televisão personalizada para cada usuário. Esse crescimento, e os constantes desenvolvimentos do setor, e a imprevisibilidade dos novos entrantes do mercado, pode causar reflexos significativos aos investidores a longo prazo.

Neste contexto emerge a motivação para este trabalho, a avaliação da empresa e do setor que verifique quais são os potenciais custos e possíveis retornos aos investidores de longo prazo. Com a análise dos impactos e expectativas de lucro de longo prazo, e com o amplo estudo do segmento e das empresas que o compõem, o investimento pode se tornar mais seguro, e revestido de mais elementos para pautar o direcionamento de capital para esse setor no futuro.

Além das dificuldades impostas pelas novas tendência tecnológicas, o setor de mídia sofreu significativo impacto durante a pandemia do Covid 19.

Especificamente o Grupo Cinemark, que sofreu impactos devido à queda de clientes durante este período, tendo sido observada importante redução da receita no ano de 2020, de 79%. Por isso, a empresa precisou entrar em modo de sobrevivência, reduzindo quadros de empregados e renegociando aluguéis, quedas de 65% e 19% do custo em 2020, respectivamente, além de precisar atrair mais capital através de dívidas, 1.88 bilhões entre 2020 e 2021.

O péssimo desempenho do valor dos ativos de cinema nas bolsas (CNK¹: -57% em relação ao período anterior à pandemia) mostra que o mercado tem questionamentos sobre a

¹ Código do ativo do Cinemark negociado na bolsa da Nasdaq

durabilidade e crescimento do setor, o que pode estar gerando uma ótima oportunidade de compra para esses ativos.

1.2. Objetivos

Este Trabalho tem por objetivo a análise do setor de mídia, com foco na empresa Cinemark Holdings, e suas ações listadas na bolsa de valores. O objetivo principal é o cálculo do valor do grupo e respectivo valor da ação (preço-alvo para o ativo CNK – listado na NYSE, ou seja, o valor da multinacional). Como objetivos secundários para atender ao principal, o trabalho irá fazer análise qualitativa que apoie a análise de pautar o direcionamento ou não de capital à essa indústria no longo prazo

Como a operação EUA representa quase 80% dos cinemas do grupo, a projeção da receita da empresa foi considerado em dois grupos EUA + demais países

Ainda como objetivos secundários, o Trabalho procurará compreender como o setor de mídia e o Grupo Cinemark tem se reerguido após o período de estresse gerado pela pandemia do Covid 19. Será analisada a forma por meio da qual o setor e as empresas que o integram procuraram novas fontes de receita, e novas formas de atender às necessidades do ambiente, impactado por casos fortuitos que dificilmente poderiam ter sido antecipados.

1.3. Metodologia

O primeiro procedimento técnico utilizado foi a pesquisa bibliográfica para o embasamento teórico das ferramentas de avaliação de investimento para as projeções e posterior avaliação da Companhia.

Adicionalmente foi feita a pesquisa documental: coleta de informações a respeito do setor de mídia nos EUA, de forma a capturar suas principais características, base para as projeções do modelo financeiro e avaliação do grupo Cinemark. Assim como procedimento de pesquisa experimental para levantamento de dados públicos específicos da empresa em análise, tais como: (i) histórico de informações financeiras e contábeis da companhia, além de orçamentos e projeção para o ano em curso; e (ii) relatórios de analistas de bancos de investimento: com ricas informações a respeito de empresas de capital aberto e seus setores de atuação, os relatórios de pesquisa servem como fonte importante de dados para guiar as premissas de avaliação de empresas similares.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Há um grande leque de opções de leituras acerca de metodologias para avaliação de empresas. Para o cálculo do Valor Justo de uma empresa será usado algumas metodologias, descritas neste capítulo, que se referem a obras, como o livro Avaliação de Empresas, de Aswath Damodaran, e Avaliação de Empresas - Valuation, de Tom Copeland, Tim Koller e Jack Murrin.

A maior parte dessas ferramentas utilizam dados consolidado em demonstrativos contábeis, por isso, é preciso realizar uma revisão dos mesmos.

2.1. Contabilidade e demonstrativos contábeis

Há três demonstrativos contábeis que resumem as informações financeiras necessárias para a avaliação de empresas (DAMODARAN, 2012).

- **Balanco Patrimonial:** forma resumida de mostrar os ativos da empresa, com respectivos valores e fontes de financiamento, acionistas (patrimônio líquido) ou terceiros (passivos).
- **Demonstração do Resultado do Exercício:** Revela as receitas e despesas da empresa ocorridas em um certo intervalo de tempo, assim, informando o resultado líquido.
- **Demonstração do Fluxo de Caixa:** Informa os fluxos e mudanças no saldo de caixa da empresa, separando entre fontes de entrada e os destinos de saída. A demonstração é dividida em três grupos referentes às atividades de operação, investimento e financiamento.

Balanco Patrimonial (BP)

O balanço patrimonial, segundo Marion (2012), é a principal demonstração contábil. Ele reflete o estado da posição financeira em um determinado período, normalmente dentro de um trimestre, ou um período de 12 meses. É uma forma simplificada de ver todos os bens, valores a receber e a pagar em um certo período. Esse balanço é dividido em três grupos:

- **Ativo:** informa os bens e direitos da empresa, e é dividido em dois grande subgrupos, ativo circulante, que possuem liquidação de até 12 meses, e ativo não circulantes, com prazo maior que 12 meses;

- **Passivo:** revela obrigações a pagar (incluindo empréstimos) ou a fazer (como adiantamentos de clientes). também é dividido em dois subgrupos, passivos circulantes, com liquidação de até 12 meses, e passivos não circulantes, com liquidação de mais de 12 meses.
- **Patrimônio Líquido:** Representa a diferença entre o Ativo e o Passivo, podendo ser considerado como uma dívida “não exigível” que a empresa possui com os sócios da companhia. Seu resultado é fruto dos aportes e lucros obtidos pela operação até então.

Esses três grupos são divididos em outros subgrupos. Na Figura 1 é apresentado um modelo simplificado do balanço patrimonial.

Figura 1 - Balanço Patrimonial - Exemplo

Balanço Patrimonial	
Ativo	Passivo + Patrimônio Líquido
Ativo circulante	Passivo Circulante
Caixa e equivalente de caixa	Fornecedores
Contas a receber	Contas a pagar
Estoques	Obrigações tributárias
Adiantamento de fornecedores	Obrigações sociais e trabalhistas
Impostos a recuperar	Adiantamento de clientes
Despesas antecipadas	Empréstimos de curto prazo
	Provisões
Ativo não circulante	Passivo não circulante
Realizável a longo prazo	Contas a pagar de longo prazo
Aplicações financeiras	Empréstimos de longo prazo
Impostos a recuperar	Provisões
Investimentos	
Imobilizado	Patrimônio líquido
Imóveis	Capital social
Máquinas e equipamentos	Reserva de capital
(-) Depreciação acumulada	Reserva de lucros
Intangível	Ajuste de avaliação patrimonial
Softwares	Lucros ou prejuízos acumulados
Marcas	
Patentes	
(-) Amortização acumulada	

Fonte: Marion (2012)

Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE)

O Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE) é um resumo das contas de faturamento, custos e despesas em um determinado intervalo de tempo, seja um trimestre, ou um intervalo de 12 meses. Com ele, é possível analisar o resultado líquido do exercício.

Segundo a Lei nº 6.404 de 1976, a demonstração de resultado de exercício (DRE) deve discriminar os itens descritos a seguir:

- **Receita Líquida:** resultado sobre a venda de produtos/serviços no período analisado, porém já subtraído as devoluções, vendas canceladas, e deduções, impostos sobre a

venda que não pertencem à empresa;

- **Lucro Bruto:** diferença entre a Receita Líquida e o Custo da Mercadoria Vendida, que é a despesa criada para a fabricação do produto ou do serviço colocado à disposição;
- **Lucro Operacional:** resultado que considera, além do custo da produção do produto/serviço, as despesas operacionais que se relacionam diretamente à atividade da empresa;
- **Lucro/Prejuízo Líquido:** resultado líquido após a subtração das despesas financeiras, imposto de renda e contribuição social pagas no período.

Entre os indicadores usados, o LAJIDA (Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) e a margem LAJIDA, sua razão pela receita líquida.

Esse indicador é muito usado para a comparação entre empresas do mesmo setor, pois o seu cálculo não apresenta linhas de juros, depreciação e impostos, custos que podem variar entre países e estágios de desenvolvimento das empresas.

Demonstrativo dos Fluxo de Caixa (DCF)

A Demonstração de Resultado (DRE) utiliza do Regime de Competência para o seu cálculo. Assim, a receita e despesas contabilizadas são exclusivas do período em que for gerada, mesmo que ainda não tenha sido gerada, ou recebida.

Por isso, é usado também o Demonstrativo dos Fluxo de Caixa (DCF), que é criado a partir de Regime de Caixa. As alterações nesse demonstrativo são feitas no momento em que há alguma alteração no caixa da empresa, seja positiva, entrada de receita, ou negativa, saída por conta de gastos.

Segundo a Lei nº 6.404 de 1976, as alterações contidas no saldo de caixa e seus equivalentes devem estar contidas no DCF. Para Marion (2012), a DCF é dividida em três segmentos: fluxo das operações, fluxo dos financiamentos e fluxo dos investimentos.

- **Fluxo das Operações (FCO):** revela as movimentações devidas ao exercício das atividades sociais da empresa, como o recebimento de receitas e pagamento de fornecedores. O FCO é usado para medir a capacidade de gerar caixa para o pagamento das despesas de investimento e de financiamento.
- **Fluxos de Investimento (FCI):** revela os gastos de caixa para manter as atividades futuras da empresa, o que inclui a aquisição de imobilizado e intangível e investimentos em outras empresas.

- **Fluxos de Financiamentos (FCF):** revela o uso de fontes de financiamento da empresa. Esse fluxo pode ser positivo, como a entrada de um financiamento, juros sobre o caixa ou recebimento na emissão de ações, ou negativo, como a amortização de dívida e pagamento.

A Figura 2 exibe o modelo padrão de DFC:

Figura 2 - Demonstrativo dos Fluxos de Caixa

Demonstrativo dos Fluxos de Caixa
Fluxo de Caixa Operacional (FCO)
(=) Lucro Líquido
(+) Depreciação e amortização
(+/-) Aumento/redução do ativo circulantes
(+/-) Aumento/redução do passivo circulante
(=) Fluxo de caixa operacional
Fluxo de caixa de investimentos (FCI)
(+/-) Redução/aumento do ativo imobilizado
(+/-) Redução/aumento do passivo circulante
(=) Fluxo de caixa de investimentos
Fluxo de caixa das atividades de financiamento (FCF)
(+/-) Emissão/amortização de dívida
(+/-) Aumento/redução de capital da companhia
(-) Dividendo pagos
(=) Fluxo de caixa de financiamentos
(=) Saldo líquido de caixa no período

Fonte: Marion (2012)

2.2. Análise de Demonstrativos Financeiros

Para que os demonstrativos financeiros possam gerar informações relevantes para a análise, é necessário também adotar algumas técnicas e métricas de análise de demonstrativos contábeis (ASSAF NETO, 2012).

Análise do Capital de Giro

Por conta da grande dívida (2.4 bilhões de dólares) que a Cinemark apresenta, é de extrema importância entender a dinâmica envolvendo seu Capital Circulante Líquido, tanto sobre a perspectiva da sua liquidez, quanto da sua posição de equilíbrio financeiro.

O CCL é o volume de recursos aplicado no ativo circulante que tem como objetivo criar as condições necessários para sustenta a operação do modelo de negócio.

Pode-se definir o Capital Circulante Líquido (CCL) como descrito na Equação 1.

Segundo Assaf Neto (2014), o CCL pode ser entendido como o excedente das aplicações e captações de curto prazo.

$$CCL = \textit{Ativo Circulante} - \textit{Passivo Circulante} \quad (1)$$

O CCL também pode ser entendido como o excedente de recursos a longo prazo, próprios ou de terceiros, em relação ao montante aplicado a longo prazo, representado pela Equação 2.

$$CCL = (\textit{Patrimônio Líquido} + \textit{Exigível a Longo Prazo}) - (\textit{Ativo Permanente} + \textit{Realizável a Longo Prazo}) \quad (2)$$

Para a análise, é necessário separar as contas entre contas cíclicas e financeiras, sendo que a conta primeira tem uma relação direta ao ciclo operacional da empresa, enquanto que a segunda não apresenta um vínculo direto com a operação.

Para tornar a diferença mais clara, segue a definição de cada grupo:

- **Ativo Financeiro (Circulante):** fundo fixo de caixa, aplicações financeiras, depósitos judiciais, créditos de empresas controladas, restituição de IR, etc.
- **Ativo Cíclico (Circulante):** duplicatas a receber, estoques, impostos indiretos a compensar, realizável a longo prazo, provisão para devedores duvidosos, etc.
- **Ativo Permanente (Não Circulante):** valores de investimentos, grupos imobilizados e realizáveis a longo prazo.
- **Passivo Financeiro (Circulante):** empréstimos e financiamentos bancários de curto prazo, duplicatas descontadas, dívidas, imposto de renda, contribuição social e etc.
- **Passivo Cíclico (Circulante):** adiantamento a clientes, fornecedores, provisões trabalhistas, salários, encargos sociais, participações de empregados, despesas operacionais, etc.
- **Passivo Permanente (Não Circulante):** contas exigível a longo prazo e patrimônio líquido.

A partir dessas definições, é possível chegar a alguns indicadores:

- **Necessidade de Investimento em Giro (NIG):** conforme a Equação 3, este indicador mostra o montante de capital a longo prazo necessário para financiar o Capital de Giro.

O CCL deve ser maior que o NIG, para que a empresa possua uma segurança financeira.

$$NIG = Ativo \text{ Cíclico} - Passivo \text{ Cíclico} \quad (3)$$

- **Saldo de Disponível no Investimento de Giro (SDIG):** o excesso de capital a longo prazo pode ser definido pela Equação 4. Em caso de um resultado negativo, demonstra que há ativos cíclicos sendo financiados por recursos não cíclicos.

$$SDIG = Ativo \text{ Financeiro} - Passivo \text{ Financeiro} \quad (4)$$

- **Necessidade Total de Financiamento Permanente (NTFP):** Caso haja a necessidade de mais capital para o Capital de Giro, deve se calcular esta necessidade através da NTFP (Equação 5). Caso o passivo permanente seja maior que o NTFP, o excedente se encontra nos ativos financeiros.

$$NTFP = NIG + Ativo \text{ Permanente} \quad (5)$$

- **Saldo de Disponível nos Ativos Financeiros (SDAF):** cálculo do excedente encontrado nos ativos financeiros (Equação 6).

$$SDAF = Passivo \text{ Permanente} - NTFP \quad (6)$$

Algumas métricas são utilizadas para estimar e projetar o NIG:

- **Prazo Médio de Cobrança (PMC):**

$$PMC = Valor \text{ a Receber Vendas} \times \text{números de dias} \quad (7)$$

- **Prazo Médio de Pagamento a Fornecedores (PMPF):**

$$PMPF = Fornecedores \text{ Compras} \times \text{número de dias} \quad (8)$$

- **Prazo Médio de Pagamento de Despesas Operacionais (PMPD):**

$$PMPD = \frac{Despesas\ a\ Pagar}{Despesas\ Incorridas} \times \text{número de dias} \quad (9)$$

2.3. Avaliação Desempenho Econômico

Há diversas técnicas abordadas para avaliar a atratividade dos investimentos em uma empresa.

Investimento é definido como a soma dos recursos de terceiros (passivo que gera despesas financeiras) com recursos aportados pelos proprietários.

O **ROI** tem como objetivo medir a remuneração gerada tanto aos acionistas, quanto aos credores, e é calculada pela Equação 10. As despesas financeiras são deduzidas dos impostos, pois elas geram benefícios fiscais.

$$ROI = \frac{\text{Lucro Líquido} + \text{Despesas Financeiras (líquidas)}}{\text{Investimento}} \quad (10)$$

O **Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL)** mede a rentabilidade gerada apenas ao acionistas, e é calculada pela Equação 11.

$$RSPL = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido} - \text{Lucro Líquido}} \quad (11)$$

O **Retorno Sobre o Ativo (ROA)** representa o retorno do capital próprio investido nos ativos da empresa. Calculado pela Equação 12.

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total} - \text{Lucro Líquido}} \quad (12)$$

Há também formas de se analisar as ações da empresa através de indicadores.

Valor Patrimonial é a parcela de capital próprio que cada ação detém (Equação 13).

$$\text{Valor Patrimonial} = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Nº de ações emitidas}} \quad (13)$$

Lucro por Ação (LPA) é a parcela do lucro líquido que compete a cada ação (Equação 14).

$$LPA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Nº de ações emitidas}} \quad (14)$$

O indicador **Preço/Líquido (P/L)** mostra o tempo teórico do retorno do investimento para o acionista (Equação 15).

$$\text{Preço Líquido} = \frac{\text{Valor de mercado da ação}}{\text{Lucro por ação (LPA)}} \quad (15)$$

2.4. Métodos de avaliação de empresa

Segundo Damodaran (2012), o valor de um ativo pode ser calculado a partir de diversas formas, sendo os três principais:

- **Avaliação pelo fluxo de caixa descontado:** cálculo do valor justo de uma empresa a partir da projeção dos fluxos de caixa, descontando o efeito do tempo no dinheiro.
- **Avaliação relativa:** cálculo do valor justo a partir da comparação com empresas similares.
- **Avaliação por direitos contingentes:** cálculo através dos modelos de precificações de opções.

Para o cálculo do valor justo do Cinemark, será utilizado apenas as duas primeiras opções.

Fluxo de caixa descontado

Segundo este método, o ativo é avaliado a partir dos fluxos de caixa projetados, descontados pelo efeito do tempo. a Equação 16, no qual FC_i é o fluxo de caixa projetado para o período i e t é a taxa de desconto

$$\text{Valor} = \sum \frac{FC_i}{(1+t)^i} \quad (16)$$

A fonte desses fluxos de caixa variam, e podem ser provenientes da operação da empresa, de dividendos ou de cupons, e são descontados utilizando uma taxa que leve em

consideração o risco do ativo.

Segundo o Damodaran (2012), há dois principais tipos de modelos de fluxo de caixa descontado:

- **Fluxo de caixa livre para o acionista (FCFE):** estimativa de quanto uma empresa pode transferir para os seus acionistas. O cálculo do FCFE é exemplificado na Tabela 3. O Valor do Patrimônio Líquido é calculado através do valor presente das projeções do FCFE, exemplificado pela Figura 3 (k_e é o custo do capital próprio do acionista, enquanto i é o período em que o fluxo de caixa é projetado.)

Figura 3 - Fluxo de Caixa Livre do Acionista

Quadro - Fluxo de Caixa Livre do Acionista	
(+) Lucro Líquido	
(-) Despesas de capital	
(+) Depreciação e Amortização	
(-) Mudanças no capital de giro	
(+) Emissões de dívida	
(-) Pagamentos de dívida	
(=) FCFE = Fluxo de Caixa do Acionista	

Fonte: Damodaran (2012)

$$Valor Patrimonial = \sum_{i=1} \left(\frac{Fluxo\ de\ caixa\ do\ acionista\ i}{(1+k_e)^i} \right) \quad (17)$$

- **Fluxo de caixa livre da empresa (FCFF):** Copeland *et al* (2010) afirma que esses fluxos se referem a todos os detentores de direitos da empresa, ou seja, acionista, e credores. O cálculo do FCFF é exemplificado na Tabela 4. O Valor da Empresa é calculado a partir do valor presente, que é calculado através da taxa de desconto WACC (do inglês *Weighted Average Capital Cost*), que é o custo médio ponderado de capital da empresa. O seu cálculo é exemplificado pela Figura 4.

Figura 4 - Fluxo de Caixa Livre da Empresa

Quadro - Fluxo de Caixa Livre da Empresa	
(+) Lucro Líquido	
(-) Investimentos de Capital	
(+) Depreciação e Amortização	
(-) Mudanças no capital de giro	
(=) FCFE = Fluxo de Caixa do Acionista	

Fonte: Damodaran (2012)

$$Valor da Empresa = \sum_{i=1}^n \left(\frac{Fluxo da empresa i}{(1+WACC)^i} \right) \quad (18)$$

Nota-se que há diferenças substanciais entre o FCFE e FCFF, descritas pela Equação 17 e Equação 18, respectivamente.

Ao se utilizar o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE), é necessário assumir projeções sobre o pagamento ou emissão de dívidas, seja via renegociações, amortizações, pré-pagamentos ou rolagens. Para fins de simplificação, é assumido que a empresa deve pagar todas as obrigações com o tempo.

O método via Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCFF) não necessita realizar essas suposições e incertezas sobre o perfil de dívida da empresa.

A equivalência entre os dois métodos pode ser realizada pela inclusão do valor da dívida no valor do capital social estimado pelo FCFE.

Por isso, com o objetivo de diminuir o nível de incertezas da projeção, será usado o FCFF.

Valor Terminal

Para Copeland *et al* (2010), há uma inviabilidade de se projetar os fluxos de caixa de uma empresa de uma forma infinda, pois em algum momento a taxa de crescimento deverá se manter em níveis baixos de crescimento devido à maturidade do negócio.

Por isso, usa-se um valor de fechamento, denominado Valor Terminal da empresa.

Segundo Damodaran (2012), o valor de uma empresa pode ser calculado através da soma do valor presente dos fluxos de caixa e o valor terminal do ativo. No qual, FC_t é o fluxo de caixa gerado no instante t e $WACC$ é o custo de capital da empresa.

$$Valor da Empresa = \sum_{t=1}^{t=n} \left(\frac{FC_t}{(1+WACC)^t} + \frac{Valor Final n}{(1+WACC)^n} \right) \quad (19)$$

Fonte: Damodaran (2012)

Há três principais formas de se calcular o valor terminal de um ativo: Valor por Liquidação, Múltiplos ou Modelo de Crescimento Estável.

O Valor por Liquidação consiste no princípio de que a empresa analisada encerrará as suas atividades e venderá os seus ativos. O valor desses ativos pode ser calculado tanto pelo valor contábil, corrigido pela inflação da vida útil estimada, quanto pela capacidade de geração

de caixa conforme a Equação 19, na qual FC_t é o fluxo de caixa gerado no instante t , $WACC$ é o custo de capital da empresa, e n é o período durante o qual espera-se que o ativo gerará fluxos de caixa.

A abordagem por Múltiplos é realizada a partir da comparação com múltiplos de receita e/ou lucro da empresa.

O Modelo de Crescimento Estável apresenta uma abordagem diferente, no qual a empresa pode continuar reinvestindo os lucros obtidos para continuar a operar até o fim da sua vida útil. O valor final é calculado a partir da Equação 20, no qual FC_{t+1} é fluxo de caixa gerado, $WACC$ é o custo de capital e g é uma taxa de crescimento constante.

$$Valor\ Terminal = \frac{FC_{t+1}}{WACC - g} \quad (20)$$

No mercado financeiro, é comum o uso da taxa de inflação de longo prazo para o valor de g .

CAPM (Capital Asset Pricing Model)

Segundo Damodaran (2011), o risco relativo às diferenças entre retornos reais e previstos pode ser dividido em dois grupos: risco relativos ao negócio estudado, e riscos que afetam o mercado como um todo.

Para medir o risco de mercado, um método muito usado é através do Modelo de Precificação de Ativo de Capital (CAPM), que parte de três principais premissas: não há custos transacionais, todos os ativos são negociados e infinitamente divisíveis.

Assume-se que todos investidores possuem uma carteira diversificada contendo todos os ativos do mercado, sendo chamada de *carteira de mercado*, e que a diferença entre eles é a proporção do investimento nessa carteira de mercado e um ativo livre de risco.

O retorno esperado de determinado ativo i (Ke), é calculado através de uma função do risco médio da carteira de mercado, onde Rf é a taxa de retorno do ativo livre de risco e β_i é a relação entre o risco do ativo i com o risco de mercado.

$$Ke = Rf + \beta_i \times ERP \quad (21)$$

Taxa Livre de Risco

Segundo Damodaran, (2012). A análise por meio do Modelo de Precificação de Ativo de Capital passa pela definição da taxa livre de risco, ou seja, o retorno que o investidor sabe que terá.

O autor define duas características fundamentais para a taxa: (i) não deve haver risco de inadimplência, e (ii) não deve haver risco de reinvestimento.

A primeira característica implica em títulos públicos, pois empresas privadas, independente do tamanho, sempre apresentam o risco de não pagarem as suas respectivas dívidas, enquanto que governo possuem o poder de controlar a cunhagem da moeda. Nem todos os governos podem ser considerados como base, visto o risco de gestão.

A segunda característica implica na necessidade de utilizar ativos com um prazo semelhante a sua projeção, sem fluxo intermediário, pois caso haja a necessidade de se reinvestir, não é garantido de qual será a taxa de retorno desse ativo seguro. A taxa de cupom deve ser zero.

Segundo Damodaran (2012), neste caso há duas possibilidades para estimar a taxa livre de risco:

- Caso o capital possa fluir livremente entre as economias, não haverá diferença nas taxas livres de risco reais nestes mercados, visto que o investidor pode acessá-los livremente.
- Caso haja restrição em relação ao fluxo de capital entre os mercados, o retorno real no longo prazo deverá ser adotado como a taxa esperada no modelo.

Adotaremos a taxa livre de risco do país detentor do poder de cunhagem do dólar, os Estados Unidos a partir da taxa de retorno do título soberano de 10 anos do governo norte-americano (*T-Bond*). No dia 16 de junho, a taxa era negociado a 3,7%, sendo que a média dos últimos 10 anos foi de 2.5%, conforme pode ser observado na Figura 5 (Índice USGG10YR):

Figura 5 - Retorno do Título de 10 anos do EUA



Fonte: U.S. Department of Treasury (2023)

Prêmio

De acordo com o Damodaran (2012), para que um investimento possua um nível de atratividade aceitável, é necessário que apresente um retorno esperado maior que investimentos mais seguros.

A melhor forma de mensurar o prêmio seria analisar o retorno de uma classe de ativos, normalmente ações em um índice, como o S&P 500, e comparar com o retorno de títulos do governo durante o mesmo período. A diferença entre os resultados é o prêmio de risco.

Essa análise é feita em países que tenham (i) mercado grande e diversificado, e (ii) longo histórico de retorno, como os Estados Unidos.

Há duas formas de se calcular:

- **Método da Dívida Soberana:** comparação do spread da dívida soberana de um país em particular com o de mercados maduros como os Estados Unidos.
- **Método do Risco de Ativo:** medido através da relação da volatilidade dos retornos do mercado de capitais entre o país em específico e o país desenvolvido.

Neste trabalho de formatura será usado o segundo método, já calculado pelo Damodaran (ERP = 5.00%).

O ajuste do prêmio de risco do mercado americano para o mercado brasileiro é feito

através do beta alavancado, que será explicado posteriormente.

Beta

Para Damodaran (2012), o beta de um investimento é o risco que ele adiciona ao seu portfólio. Existem formas de estimá-lo, entre elas são: beta baseado em dados históricos de mercado, e o beta fundamental.

Beta baseado em dados históricos

O método é normalmente utilizado em empresas de capital aberto, e utiliza o coeficiente linear da regressão entre os retornos do ativo contra os retornos de um índice de mercado (ROSENBAUM; PEARL, 2013)

O método não é recomendado para mercados com pouca liquidez, como o brasileiro.

Beta fundamental

Segundo Damodaran (2012), três fatores determinam o beta de uma empresa:

- **Tipo de negócio:** para modelos de negócio com uma maior sensibilidade ao mercado, o beta deve ser maior, pois o nível de risco da operação é maior
- **Alavancagem operacional:** empresas com maior alavancagem operacional, portanto, com maior proporção de custos fixos, possuem uma maior variabilidade de resultados, e, assim, merecem beta maiores.
- **Alavancagem financeira:** o pagamento de juros aumenta a variabilidade do resultado da companhia, por isso, a maior alavancagem financeira gera uma beta maior. Para diminuir esse efeito, uma forma é usar a Equação 23 para desalavancar o beta.

$$\beta L = \beta u [1 + (1 - t) \left(\frac{D}{E} \right)] \quad (23)$$

Fonte: Damodaran (2012)

Na equação 23, βL é o beta alavancado, βu é o beta não alavancado, t é a alíquota de impostos e D/E é a proporção da dívida entre dívida e valor de mercado da empresa.

Segundo a metodologia de Copeland (2010), o beta do setor é obtido através da identificação de empresas comparáveis que atuem no mesmo setor da empresa analisada.

A Equação 24 revela o beta não alavancado do setor, sendo β_u setor o beta não alavancado do setor, β_u comparáveis é a média dos betas das empresas comparáveis, ponderada pelo valor de mercado, t é a alíquota de impostos e (D/E) comparáveis é a média da proporção da dívida e valor de mercado da empresa

O setor de cinemas é pouco representado na bolsa americana, sendo que a maior parte das empresas são pequenas, e apresentam baixa liquidez, ou estão extremamente endividadas. Por isso, além de alguns dos maiores players do setor, será usado os papéis de empresas de entretenimento presencial, como parques e shows. A Figura 6 mostra a relação dessas empresas.

$$\beta_u \text{ setor} = \frac{\beta_u \text{ comparáveis}}{1 + (1-t) * \left(\frac{D}{E}\right) \text{ comparáveis}} \quad (24)$$

Fonte: Copeland (2010)

Após o cálculo do beta, é necessário alavancá-lo.

Figura 6 - Cálculo do Beta

Companhia	Ticker	Setor	Dívida/Capital Total	Alíquota de Imposto	Beta Alavancado	Beta Desalavancado
IMAX Corporation	IMAX	Cinema	0,28	24,5%	1,11	0,92
AMC Entertainment Holdings	AMC	Cinema	3,60	24,5%	1,689	0,45
Cineplex	CGX	Cinema	1,43	24,5%	0,941	0,45
SeaWorld Entertainment	SEAS	Parques	0,81	24,5%	1,122	0,69
Six Flag Entertainment Corpora	SIX	Parques	1,17	24,5%	1,365	0,72
Cedar Fair, L.P.	FUN	Parques	1,18	24,5%	0,848	0,45
FOX Corp	FOXA	Distribuidor/Produtor	0,69	24,5%	0,729	0,48
Disney	DIS	Parques/Distribuidor/Produtor	0,48	24,5%	1,134	0,83
Paramount	PARA	Distribuidor/Produtor	0,71	24,5%	1,446	0,94
Média			1,15		1,15	0,66
Cinemark	CNK	Cinema	1,39	24,5%	1,35	0,66

Fonte: Bloomberg (2023)

Para o cálculo do Cinemark, foi usado a estrutura de capital do terceiro trimestre de 2023 (Dívida: 2,4 bilhões de USD / Capital Social: 355 milhões de USD).

Custo de Capital (K_e)

O custo de capital representa o custo relacionado aos investidores.

A partir do *CAPM*, modelo já explicado anteriormente, o K_e é calculado pela taxa de risco mais um prêmio exigido pelo risco do investimento, como mostrado pela Equação 21.

$$K_e = 2,5\% + 1,35 * 5,0\% = 9,27\% \quad (25)$$

Custo da Dívida (Kd)

Segundo Copeland (2010), o custo de dívida pode ser estimado com base no custo médio dos empréstimos, financiamento e emissões a mercado. Para o Cinemark, o custo calculado será o do valor atual negociado pela dívidas da empresa em dólar (Kd), que é de 8,4%, Figura 7.

Figura 7- Cálculo do Kd

Dívidas	Tipo	Taxa efetiva	Valor
Cinemark Holdings, Inc. 4.50% convertible senior notes due 2025	Pré Fixado	8,2%	460
Cinemark USA, Inc. Term Loan due 2030	CPI + 3.75%	9,1%	648
Cinemark USA, Inc. 8.75% senior secured notes due 2025	Pré Fixado	8,3%	150
Cinemark USA, Inc. 5.875% senior notes due 2026	Pré Fixado	7,6%	405
Cinemark USA, Inc. 5.25% senior notes due 2028	Pré Fixado	8,4%	765
Kd		8,4%	

Fonte: Bloomberg (2023)

WACC

Segundo Copeland (2010), o custo da empresa é uma média ponderada do custo de cada uma das fontes.

A fórmula matemática é descrita pela Equação 25, no qual K_e é o custo de capital próprio, K_d é o custo da dívida, E é o patrimônio líquido contábil, D é a dívida bruta contábil e t é a alíquota de imposto, que será usada a taxa de 24,5%.

$$WACC = K_e * \frac{E}{D+E} + K_d * \frac{D}{D+E} * (1 - t) \quad (29)$$

Para o cálculo do Cinemark, foi usado a estrutura atual da empresa ((Dívida: 2,4 bilhões de USD / Valor de Mercado: 1,72 bilhões de USD).

$$\left(\frac{Dívida}{Dívida + Valor de Mercado} \right) = 58\% ; \left(\frac{Valor de Mercado}{Valor de Mercado + Dívida} \right) = 42\% \quad (30)$$

Por isso, o custo médio calculado para o Cinemark é 7,6%.

Múltiplos

Para Damodaran (2012), existem dois aspectos principais na avaliação relativa:

- Os ativos são comparáveis e similares em respeito a geração de caixa, risco e potencial de crescimento. A principal opção é comparar ativos do mesmo setor.
- A outra opção é dividir o valor da empresa por alguma medida, como por exemplo lucros, valores contábeis ou receitas.

Existem alguns múltiplos mais usados para gerar comparações.

- **VE/Vendas:** razão entre o valor de uma empresa e o valor de suas vendas. Normalmente só é usado quando a empresa analisada não apresenta um LAJIDA ou Lucro Líquido positivos ou grandes suficientes, como empresas em estágio de desenvolvimento.

$$\frac{VE}{Vendas} = \frac{\text{Valor de mercado da empresa}}{\text{Receita}} \quad (26)$$

- **VE/LAJIDA:** razão entre o valor da empresa e o LAJIDA. Comparação das empresas antes dos efeitos devidos a sua estrutura de capital e tributação.

$$\frac{VE}{LAJIDA} = \frac{\text{Valor de mercado da empresa}}{\text{Lucro antes de juros, impostos, Depreciação e Amortização}} \quad (27)$$

- **P / L:** múltiplo que relaciona o valor de mercado do Patrimônio Líquido da empresa com o lucro líquido por ela gerado.

$$\frac{P}{L} = \frac{\text{Valor de mercado do Patrimônio Líquido}}{\text{Lucro Líquido}} = \frac{\text{Preço por Ação}}{\text{Lucro Líquido por Ação}} \quad (28)$$

Os múltiplos são extremamente valiosos tanto para comparar as empresas, quanto para entender como o mercado está enxergando o momento da companhia, permitindo, em teoria, identificar pontos de entrada ou saída do ativo.

Há também algumas críticas desta técnica de avaliação. O primeiro é a possibilidade de comparar de forma errônea as empresas a serem analisadas, principalmente para cases no qual há um grande desconhecimento sobre o momento vivido pela operação.

A segunda crítica está no fato que a avaliação pode estar incorporando erros que o mercado possa estar cometendo. Como por exemplo o fato que o setor em análise estar supervalorizado.

Embora este trabalho calcule o valor da empresa pelo método do fluxo de caixa descontado, seu resultado será comparado a múltiplos pelo indicador VL / LAJIDA e LL / VA de empresas comparáveis, pois será possível entender se o mercado considera o Cinemark um ativo comparável aos seus similares.

3 CONHECIMENTO GERAL DA EMPRESA

3.1. Dados da empresa

Declaração de Renda

A Figura 8 mostra a Declaração de Renda do Cinemark (EUA + Internacional) em 2019 (último exercício antes da pandemia) e nos últimos 12 meses (segunda metade de 2022, e primeira metade de 2023).

Figura 8 - Declaração de Renda (valores em milhões de USD)

	2019	U12M
Receita	3.283	3.028
Ingressos	1.805	1.538
Consumíveis	1.161	1.175
Outros	317	315
Custos dos Produtos	2.441	2.267
Aluguel de Filmes e Anúncios	1.004	866
Custos dos Consumíveis	207	215
Salários e Remunerações	410	402
Custo de Arrendamento	346	328
Serviços Públicos e outros custos	475	456
Custos Administrativos	173	188
Imparidade	57	12
Depreciação e Amortização	261	217
Outros	0	-9
Receita Operacional	351	352
Despesas Financeiras	-79	-216
Impostos	80	27
Lucro Líquido	352	163

Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

A receita dos últimos 12 meses ainda se encontra 14,6% abaixo do nível pré-pandemia. Notavelmente, a receita proveniente da venda de ingressos é a única que ainda não recuperou totalmente os patamares anteriores à pandemia, demonstrando a capacidade do Cinemark de impulsionar o crescimento por meio de outras fontes de receita, seja pela geração de receita pela venda de consumíveis, ou seja pela venda de anúncios aos telespectadores, ou aluguéis para eventos.

Os custos dos produtos atuais estão 12% mais baixos, em consonância com a variação da receita. Porém, os custos administrativos aumentaram, mesmo diante da redução na receita, pois são custos considerados fixos na operação. Um ponto de destaque é o aumento nas despesas financeiras de 173%, devido ao aumento em 35% do endividamento durante a pandemia.

No fim das contas, o Lucro Líquido da operação ainda permanece 53% menor que os níveis de 2019, totalizando 163 milhões de dólares.

Balanco Patrimonial

A Figura 9 mostra o Balanco Patrimonial da operação do Cinemark do final de 2019, e segundo trimestre de 2023.

Na parte de ativos, destaca-se o aumento do caixa disponível, resultado de uma estrutura com uma quantidade de dívida maior, e menor valor dos ativos descritos em Propriedade e Equipamento, resultado de amortizações e um menor gasto da empresa nos últimos anos, devido às interrupções geradas pela pandemia.

Os ativos considerados *Goodwill* não apresentaram uma mudança relevante nos últimos 10 anos, e seguem sendo avaliados por volta dos 1,2 bilhões de dólares.

A seção de ativos intangíveis é constituída basicamente dos direitos dos nomes das marcas da empresa, e nos últimos 10 anos sempre foi avaliada em aproximadamente um pouco mais de 300 milhões.

Na parte de passivos, o destaque é o maior valor da dívida, que passou a ser 2.4 bilhões de dólares.

Figura 9 - Balanço Patrimonial (valores em milhares de USD)

	2019	3T23		2019	3T23
Ativos - Circulantes			Passivos - Circulantes		
Caixa e Equivalentes	488	805	Dívida	7	8
Inventário	22	27	Obrig. de arrendamento oper.	217	215
Contas a Receber	84	71	Obrig. de arrendamento finan.	15	15
Impostos a receber	4	49	Impostos a pagar	5	2
Gastos e outros pré pagos	37	58	Contas a pagar	464	413
Ativos - Não Circulantes			Passivos - Não Circulantes		
Propriedade e Equipamento	1.735	1.154	Dívida	1.771	2.391
Ativos de direito de uso	1.383	1.019	Obrig. de arrendamento oper.	1.223	886
Goodwill	1.283	1.249	Obrig. de arrendamento finan.	141	77
Ativos Intangíveis	322	303	Impostos a pagar def.	142	50
Invest. e Adiant. p/ Afiliadas	421	43	Impostos a pagar incertos	1	46
Gastos e outros ativos def.	48	31	Gastos com arrendamento def.	0	0
			Adiantamentos à NCM	348	331
			Outros	44	43
			Patrimônio Líquido	2019	3T23
			Capital integralizado adicional	1.170	1.238
			Ações na Tesouraria	-82	-98
			Déficit acumulado	687	-454
			Outras perdas abrangentes acum.	-340	-361
			Interesses não controlados	13	10

Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Fluxo de Caixa

A Figura 10 apresenta uma análise comparativa do fluxo de caixa da empresa Cinemark, abrangendo o período de 2019 até os últimos doze meses. Um aspecto de destaque é a redução do Lucro Líquido em relação ao período anterior, em grande parte devido ao aumento dos encargos financeiros associados à dívida operacional. Adicionalmente, observa-se uma queda

de 55% com investimentos, um ponto que será discutido com mais profundidade posteriormente.

No que se refere ao Fluxo de Caixa de Financiamentos, nota-se a ausência de pagamentos de dividendos, uma estratégia adotada pela empresa com o propósito de priorizar a redução do montante da dívida operacional.

Figura 10 - Fluxo de Caixa

	2019	UDM
(+) Lucro Líquido	192	110
(+) Depreciação e Amortização	261	217
(-) Diferença no Capital de Giro	-4	-20
(-) Diferença em outros ativos	-8	134
(=) Fluxo de Caixa das Operações	441	441
(-) Despesas de Capital	-304	-135
(=) Fluxo de Caixa de Investimentos	-304	-135
(+) Diferença das Dívidas	-3	-97
(-) Dividendos Pagos	-159	0
(+) Diferença em outros passivos e ativos	22	56
(=) Fluxo de Caixa de Financiamentos	-140	-41
(=) Fluxo de Caixa Total	-2	265

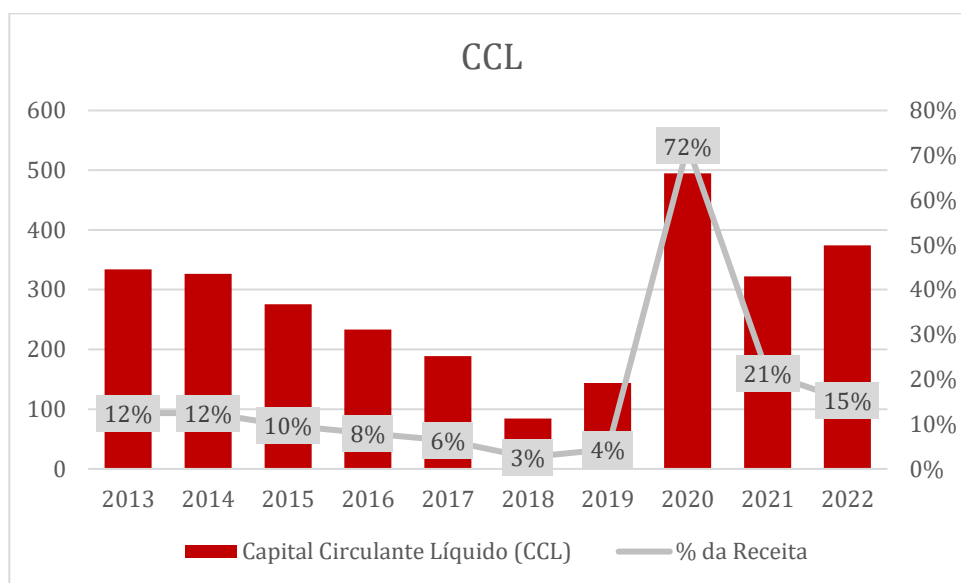
Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

3.2. Indicadores Econômicos

Capital Circulante Líquido

A Figura 11 ilustra a dinâmica do Capital Circulante Líquido (CCL), um indicador projetado para quantificar o montante de recursos investidos em ativos de curto prazo que sustentam as operações do modelo de negócio. No período que antecedeu a pandemia, observou-se uma notável redução no CCL. Entretanto, com o advento da crise sanitária e a subsequente queda acentuada nas receitas, a empresa foi compelida a assumir dívidas adicionais, o que resultou em um aumento do caixa em 34%, aumenta o índice CCL.

Figura 11 - Capital Circulante Líquido

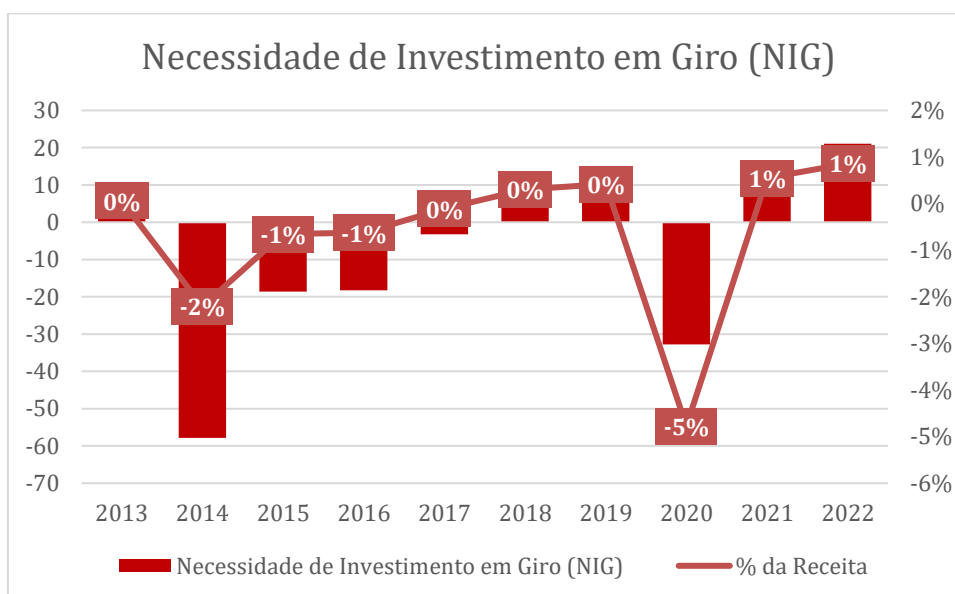


Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Necessidade de Investimento em Giro (NIG)

A Figura 12 ilustra a demanda por capital de longo prazo destinado ao financiamento do capital de giro. Durante o ano de 2020, em meio à pandemia de COVID-19, observou-se um aumento acentuado na necessidade de recursos financeiros. Essa carência foi atendida predominantemente por meio da emissão de títulos de dívida.

Figura 12 - Necessidade de Investimento em Giro (NIG)

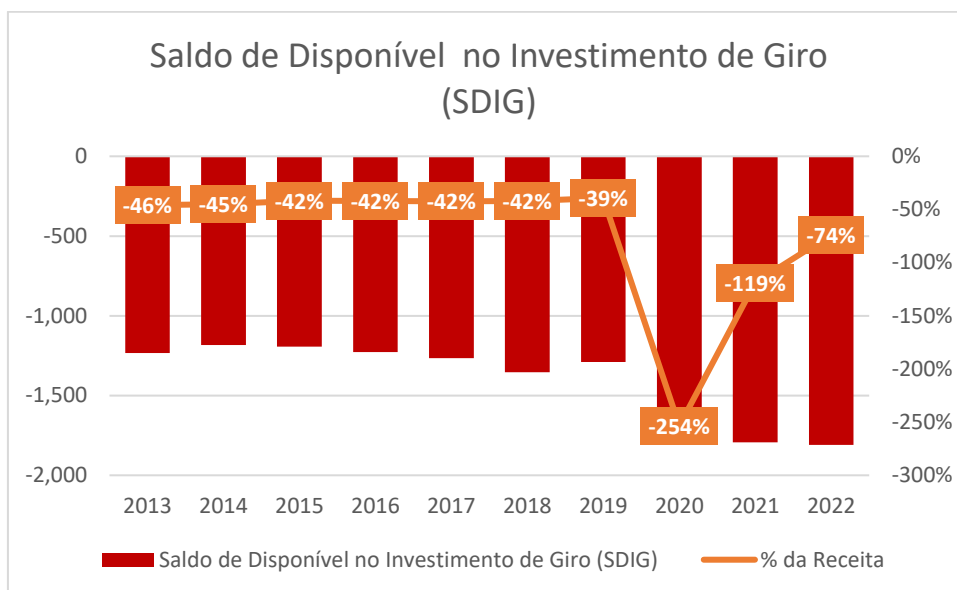


Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Saldo de Disponível no Investimento de Giro (SDIG)

A Figura 13 evidencia que a operação do Cinemark sempre foi financiada por dívidas.

Figura 13 - Saldo de Disponível no Investimento de Giro (SDIG)



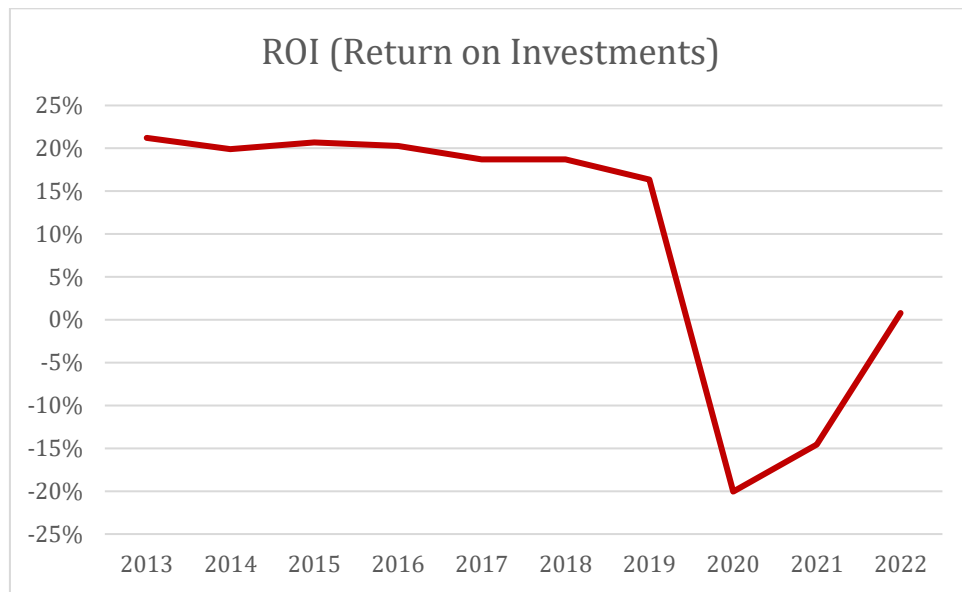
Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

ROI

A Figura 14 apresenta a trajetória da métrica Retorno sobre o Investimento (ROI), cuja finalidade é quantificar o rendimento gerado tanto para os acionistas quanto para os credores.

Antes do advento da pandemia de COVID-19, o ROI demonstrava uma tendência decrescente; no entanto, a operação ainda mantinha um ROI superior a 15%, um ótimo patamar. A retração nesse índice de retorno pode ser atribuída aos impactos financeiros negativos ocasionados pela crise sanitária global.

Figura 14 - ROI

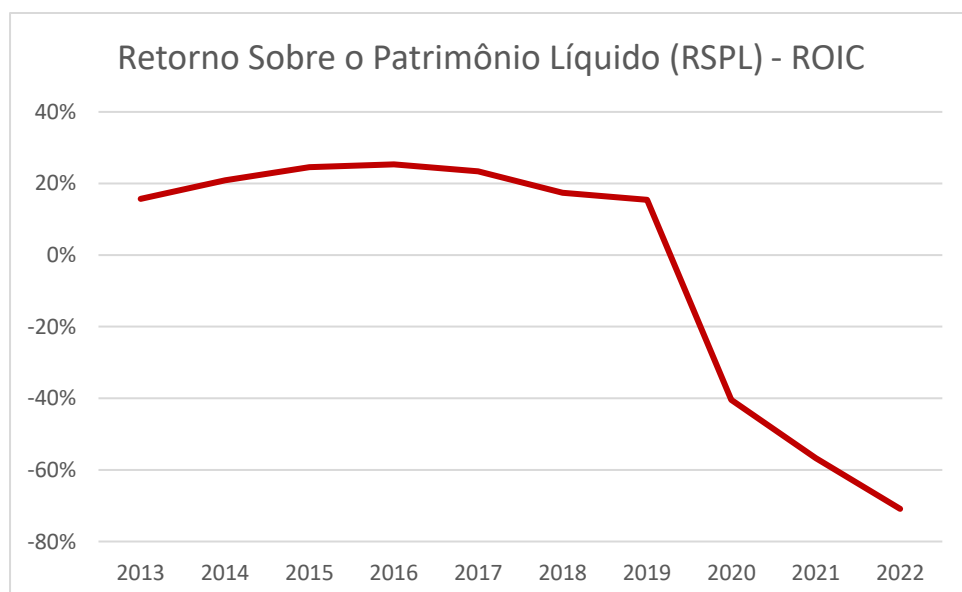


Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

ROIC

O ROIC mede a rentabilidade gerada apenas aos acionistas., que assim como o ROI, se mantinha em patamares elevados antes da pandemia, mostrado pela Figura 15.

Figura 15 - RSPL



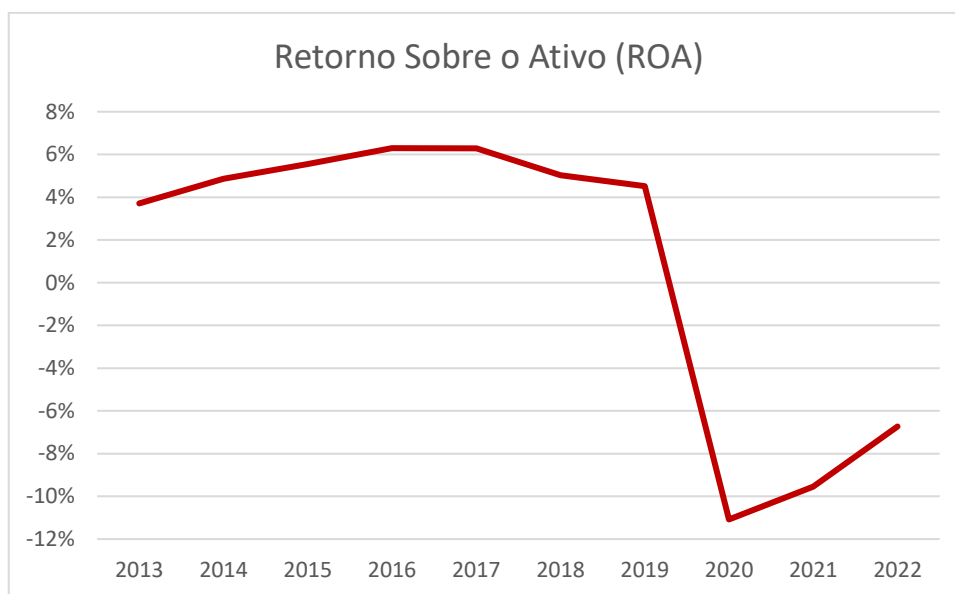
Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

ROA

O ROA representa o retorno alcançado pelo investimento do capital próprio da empresa em seus ativos.

A Figura 16 mostra que antes da pandemia essa métrica variava por volta de 4% a 6%, um pouco baixo devido aos altos custos dos equipamentos e estrutura dos cinemas do Cinemark.

Figura 16 - ROA



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

3.3. Os objetivos da empresa

Fundada no dia 6 de fevereiro de 1984, a Cinemark Holdings é uma empresa que atua na indústria de exibição de filmes, operando 318 cinemas e 4.399 telas nos Estados Unidos, e 200 cinemas e 1,448 telas na América Latina, sendo 618 no Brasil.

A rede de cinemas do Cinemark é um canal importante de distribuição para estúdios de filmes e outros provedores de conteúdo, sendo o primeiro canal de contato com o público para muitas produções.

A principal fonte de receita para a operação da empresa é a disponibilização de um espaço seguro e confortável para a exibição de filmes. Este modelo de negócios representa não apenas uma fonte de renda crucial para a empresa, mas também um elemento essencial na experiência do cliente e na construção de sua reputação no mercado.

Através de investimentos em infraestrutura, design de interiores e tecnologia, a empresa

cria um ambiente convidativo para que os clientes desfrutem de uma experiência cinematográfica. Isso inclui assentos ergonômicos, sistemas de som de alta qualidade e projeção de última geração, todos com o objetivo de proporcionar o máximo de conforto e imersão.

A receita gerada por meio da disponibilização deste espaço para exibições de filmes não se limita apenas à venda de ingressos. A operação também inclui a venda de alimentos e bebidas, produtos de merchandising relacionados aos filmes em exibição e parcerias com empresas de entretenimento para eventos especiais. Essas estratégias não apenas aumentam a receita, mas também enriquecem a experiência do cliente.

3.4. Estratégia

Segundo o relatório anual da empresa do ano de 2022 (10-K, divulgado no site: www.ir.cinemark.com), estas são as principais estratégias da operação:

Criar uma Experiência Extraordinária para o Cliente:

A empresa busca diferenciar seus cinemas através de uma ótima experiência de entretenimento cinematográfico. Isso inclui serviço de alta qualidade, tecnologia de som e imagem de última geração, ampla oferta de comida e bebida, além de comodidades premium, como telas de grande formato, poltronas de luxo e assentos com movimento.

Construir Audiências

A empresa está concentrada em atrair uma grande variedade de clientes, expandindo a variedade de conteúdo e experiências oferecidas, utilizando estratégias de marketing sofisticadas para aumentar o interesse e a conversão do consumidor, assim como otimizando os horários da programação para atender uma maior quantidade de usuários interessados.

Expandir Fontes de Receita:

Além do crescimento das audiências, a empresa procura expandir a geração de receita criando novas oportunidades de receita, como a introdução de novas opções de comida e bebida, o aprimoramento de iniciativas de comércio eletrônico, otimização de preços, implementação de novos conceitos de entretenimento e expandindo parcerias e colaborações com a marca

Cinemark, além de expandir canais de vendas.

Simplificar Processos:

A empresa busca aumentar a produtividade por meio da simplificação de processos, otimizando operações e eliminando ineficiências. Isso inclui iniciativas de gerenciamento de força de trabalho, automação e o uso de ferramentas avançadas para reduzir o tempo gasto em tarefas administrativas, permitindo que mais tempo seja dedicado aos clientes e funcionários.

Otimizar a Presença Geográfica:

Para garantir retornos a longo prazo, a empresa avalia continuamente sua rede global de cinemas, levando em consideração as tendências de mercado doméstico e internacional. Com base nessa análise, eles decidem onde investir, que tipo de investimento fazer e o grau apropriado de investimento em cada mercado e cinema.

3.5. Missão, Visão e Valores

Na declaração de Missão, Visão e Valores da Cinemark fornecido no 10-K, os funcionários ocupam um papel central, sendo a base dos Valores da empresa.

A Cinemark se esforça para promover um ambiente de trabalho onde os princípios de honestidade e integridade, respeito e cuidado mútuo, tanto entre os colaboradores quanto em relação aos clientes, comunidades e parceiros, são fundamentais. Além disso, a empresa busca proporcionar um ambiente seguro tanto para seus funcionários quanto para seus clientes.

Outro ponto importante é o compromisso da Cinemark em buscar a excelência em suas operações e em capacitar seus colaboradores para tomar decisões e assumir responsabilidades.

Tudo isso é guiado pelos Valores da empresa, que também incluem a criação de uma cultura inclusiva e de respeito, onde todos são apoiados em seu desenvolvimento máximo.

A Cinemark também se orgulha do fato de muitos de seus funcionários, incluindo membros da alta administração, gerentes gerais internacionais e funcionários de campo, terem longos anos de serviço dedicados à empresa. Essa dedicação demonstra o comprometimento de longo prazo dos colaboradores com a missão e os valores da Cinemark.

3.6. Portifólio de Produtos e Serviços

Estes são os principais produtos e serviços oferecidos pelo Cinemark:

Venda de Tickets

O produto principal oferecido por um cinema é o ingresso para as exibições de filmes. Um dos grandes diferenciais da rede Cinemark reside nas suas salas especiais, conhecidas como "salas VIPs".

Nos Estados Unidos, a Cinemark oferece quatro opções distintas para o público, dependendo da disponibilidade da sala na localização específica:

Cinemark XD: Esta sala é projetada para oferecer qualidade superior de imagem e som. Equipada com a mais avançada tecnologia de projeção e um sistema de som sete vezes mais potente, a sala também possui uma tela 40% maior do que o padrão. Devido a essas características premium, o ingresso para esta sala tem um custo adicional.

Assentos D-BOX: Esses assentos são projetados para proporcionar uma experiência sensorial intensificada ao espectador. As poltronas são programadas para vibrar e se mover de acordo com a ação exibida no filme. Embora geralmente disponíveis em salas convencionais, esses assentos possuem um preço mais elevado.

Wall-To-Wall: O destaque dessa sala é a presença de três grandes telas dispostas de forma a envolver o espectador, criando uma sensação de maior imersão durante a exibição. O valor do ingresso também é maior.

Assentos de Luxo: Essa sala é voltada para quem busca uma experiência mais confortável. Os assentos são organizados em pares, assemelhando-se a sofás amplos. Além disso, um cardápio premium está disponível, com opções de alto valor, como champagne, e um atendente faz a entrega dos pedidos diretamente na sala durante a sessão. O valor do ingresso também é superior.

Adicionalmente, a Cinemark oferece o "Cinemark Club" nos Estados Unidos, um programa de fidelidade que garante um ingresso gratuito por mês e descontos de 20% em alimentos e bebidas. Mais detalhes sobre este produto serão fornecidos em uma seção subsequente.

Licenciamento de Filmes

O Cinemark disponibiliza as produções através de um serviço de licenciamento para os

distribuidores de conteúdo.

O contrato de exibição é negociado com base em uma fórmula de escala variável, na qual a taxa é determinada de acordo com uma matriz de tarifas padrão estabelecida com cada provedor de conteúdo antes do lançamento teatral de um filme. Outras taxas de aluguel são negociadas com base em uma fórmula de termos fixos, uma porcentagem das receitas de bilheteria acordadas antes do lançamento teatral do filme ou uma taxa que é acordada após o lançamento teatral do filme. Ou seja, a negociação é realizada de forma individual para cada lançamento, no qual as taxas de aluguel são calculadas com base na receita de bilheteria gerada pelos filmes.

Cabe aos distribuidores de filmes determinar as datas de lançamento e as estratégias de marketing dos filmes, enquanto que o Cinemark é responsável por agendar as exibições dos filmes em seus cinemas, escolhendo os horários ideais para seus clientes.

Venda de Comidas e Bebidas

As vendas de alimentos e bebidas representam a segunda maior fonte de receita para a empresa.

Os produtos de concessão essenciais oferecidos incluem diversas opções de tamanhos e tipos de pipoca, refrigerantes, cafés, bebidas não carbonatadas, doces e alimentos prontos ou pré-preparados, como cachorros-quentes, pizzas, pedaços de pretzel, nachos e sorvetes. A oferta de alimentos e bebidas pode variar de acordo com as preferências dos consumidores em um mercado específico.

Os sistemas de ponto de venda e inventário permitem que os gerentes monitorem as vendas de produtos e façam ajustes no mix de produtos com base em cinemas específicos ou em mercados individuais. Essa flexibilidade de programa permite o lançamento de produtos nacionais ou regionais e iniciativas promocionais

Os teatros são projetados para aprimorar a experiência com comidas e bebidas. Essa otimização concentra-se principalmente nos balcões de concessão, que são distribuídos estrategicamente por todo o teatro para agilizar o atendimento aos convidados. Esta disposição serve a um duplo propósito: aumentar sua visibilidade, reduzindo assim o tamanho das filas de concessão, e contribuir para um fluxo mais suave de tráfego ao redor dessas áreas.

Essa abordagem visa proporcionar comodidade aos nossos convidados, estimular compras por impulso e aumentar a visibilidade dos produtos nessas duas categorias principais.

Também há a disponibilidade de bares no saguão e lounges VIP em muitos teatros.

Anúncios na tela

Durante cada exibição, é disponibilizado trailers e anúncios aos expectadores por um tempo aproximado de 10 minutos.

Visando rentabilizar esses espaço, o Cinemark passou a vender anúncios para grandes empresas.

Os cinemas do Cinemark nos Estados Unidos fazem parte de uma rede digital operada pela National CineMedia, LLC, ou NCM. A NCM fornece publicidade de um programa de entretenimento pré-show “Noovie” e também lida com certas promoções e exibições no lobby. Em contra partida, é pago uma taxa mensal de acesso aos cinemas pela participação na rede da NCM e também é gerado receita com a locação de tela com base no número de espectadores, ou na participação na receita, dependendo da colocação do anúncio.

Em 31 de dezembro de 2022, o Cinemark tinha uma participação de aproximadamente 25,4% na NCM.

Nos mercados internacionais, o Cinemark estabeleceu a marca Flix Media, que gerencia as funções de publicidade na tela no Brasil, Argentina, Chile, América Central, Colômbia, Paraguai, Bolívia, Equador e Curaçao. A Flix Media trabalha com agências locais e anunciantes para coordenar a publicidade na tela dos cinemas tanto do Cinemark, quanto em outros cinemas.

Além da publicidade na tela, inclui-se entre outras coisas, conteúdo alternativo, mídia digital e outras oportunidades de publicidade sinérgica.

Em nossos outros mercados internacionais, a publicidade na tela é terceirizada para empresas locais.

Os termos de nossos contratos de publicidade na tela internacional variam de país para país; no entanto, geralmente geramos receita com publicidade na tela com base na participação na receita.

3.7. Distribuição por Essencialidade Econômica

A demanda pelos serviços oferecidos pelo Cinemark deve ser analisado de forma individual com o seu produto: venda de bilhetes, comidas e bebidas e de anúncios.

Venda de Bilhetes

No caso da venda de ingressos de cinema em períodos de crise econômica, a elasticidade da demanda pode variar dependendo de vários fatores.

a) Natureza dos Filmes: Durante uma crise econômica, as pessoas podem ser mais sensíveis aos preços dos ingressos de cinema a depender da qualidade do filme. Se os cinemas exibirem filmes populares e aguardados, a demanda pode ser menos elástica, já que as pessoas podem estar dispostas a consumir o serviço, apesar da menor reserva de capital.

b) Alternativas de Entretenimento: A elasticidade da demanda também depende das alternativas de entretenimento disponíveis. Se as pessoas tiverem acesso a opções mais baratas de entretenimento, como streaming de filmes em casa, videogames ou atividades ao ar livre, a demanda por ingressos de cinema pode ser mais elástica, pois os consumidores podem optar por gastar seu dinheiro de forma mais econômica.

c) Renda das Pessoas: A elasticidade da demanda geralmente aumenta quando a renda das pessoas diminui durante uma crise econômica. Se as pessoas estão enfrentando dificuldades financeiras, podem reduzir seus gastos em entretenimento, incluindo idas ao cinema, tornando a demanda por ingressos de cinema mais elástica.

Venda de Comidas e Bebidas

Em períodos de crise econômica, a elasticidade da demanda pode variar por conta de diversos fatores.

a) Natureza do Produto: O hábito de consumir pipoca e bebidas durante uma sessão de cinema, e a proibição de entrada com consumíveis que não foram adquiridos nas lojas do cinema, tornam as comidas e bebidas oferecidas pelo cinema menos elásticas. Os consumidores muitas vezes associam esses produtos a uma experiência específica de cinema, o que pode tornar a demanda menos sensível a variações de preço.

b) Preços Relativos: Durante uma crise econômica, os consumidores podem ser mais sensíveis aos preços em geral. No entanto, os preços das comidas e bebidas em cinemas costumam ser mais altos em comparação com produtos semelhantes vendidos em outros lugares, como supermercados. Isso pode tornar a demanda por esses produtos mais elástica, pois os consumidores podem optar por não comprar ou reduzir o consumo no cinema.

c) Ofertas e Promoções: Cinemas frequentemente oferecem combos e promoções que podem influenciar a elasticidade da demanda. Durante uma crise, os cinemas podem ajustar suas estratégias de preços, oferecendo descontos ou pacotes especiais para atrair clientes e tornar a demanda menos elástica.

Anúncios nas telas

Em períodos de crise econômica, é comum que as empresas passem a investir menos em anúncios que não retornem receita no curto prazo, visto que em muitos casos ela prefere cortar gastos para compensar a queda de receita. Por isso, anúncios que tenham apenas o objetivo de alavancar uma marca apresentam uma menor demanda.

Este tipo de anúncio é o mais vendido pelas telas de cinema, e por isso esse produto tem um caráter mais elástico em relação à economia.

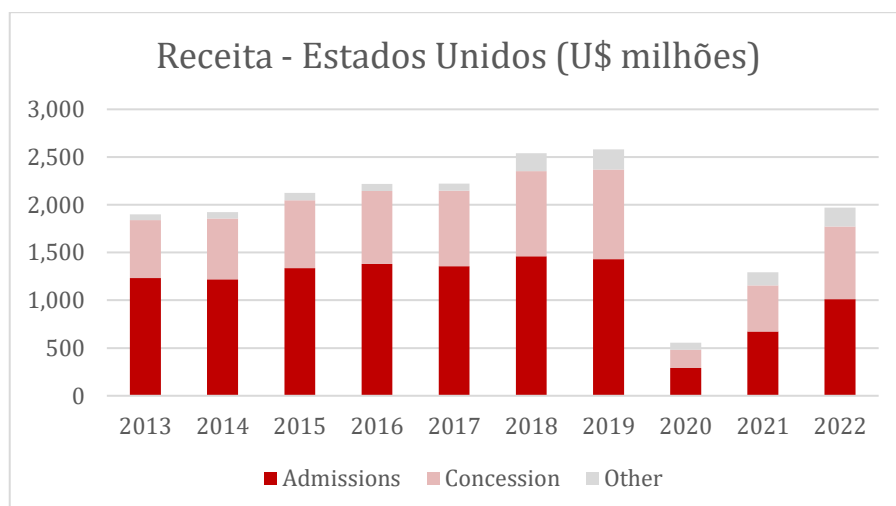
3.8. Distribuição por Faturamento e Rentabilidade

A operação do Cinemark é dividida em dois grupos pela companhia: Estados Unidos e Internacional.

Receita

Em 2022, a operação em solo norte-americano gerou 1,97 bilhões de dólares em receita, sendo que 1 bilhão de dólares foi gerado pela venda de ingressos (admissions), 763 milhões de dólares por concessões (Concessions), venda de consumíveis, e 197 milhões de dólares em outros produtos, como anúncios e aluguéis para eventos. A Figura 17 representa o histórico da receita da região entre 2013 e 2022, que crescer 4% durante o período.

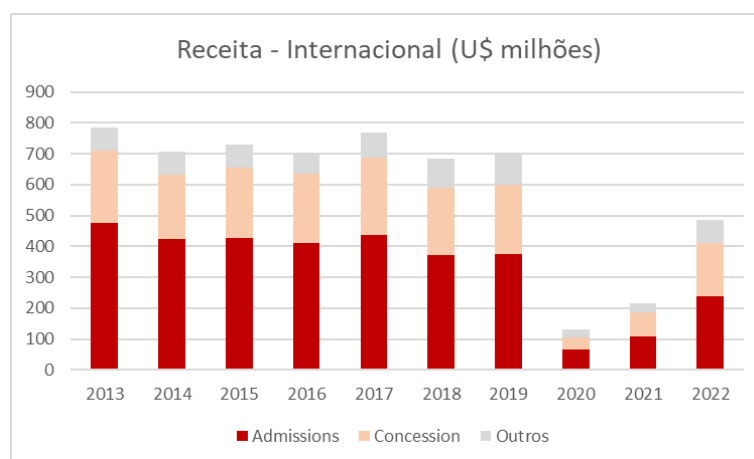
Figura 17 - Histórico da Receita nos Estados Unidos



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Nos outros mercados, em 2022, a operação gerou 840 milhões de dólares em receita, sendo que 237 milhões de dólares na venda de ingressos (admissions), 175 milhões de dólares em receita e 73 milhões de dólares em outros produtos, como anúncios e aluguéis para eventos. A Figura 18 representa o histórico da receita da região entre 2013 e 2022, que caiu 38% no período.

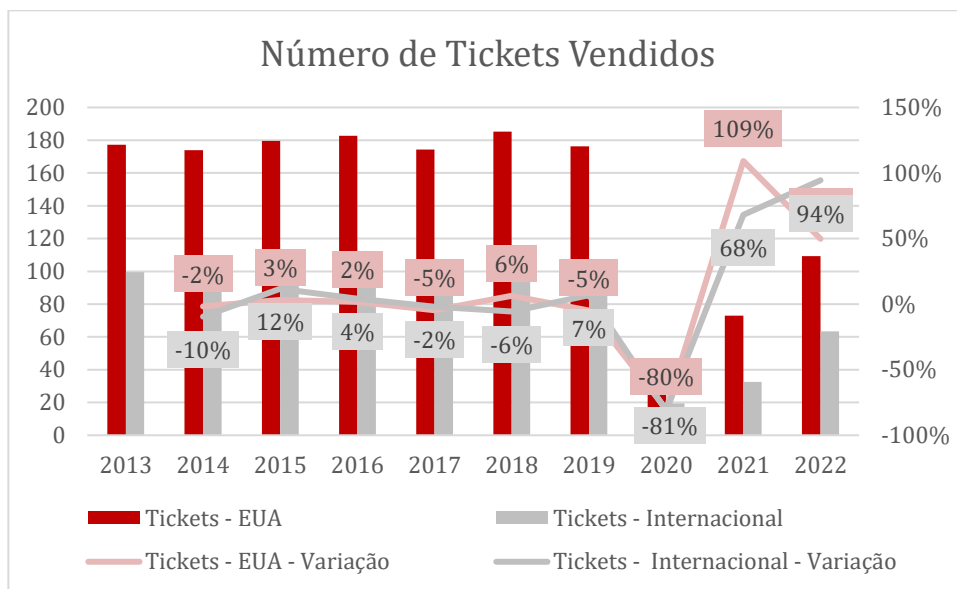
Figura 18 - Histórico da Receita Internacional



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Na Figura 19, é mostrado o número de tickets vendidos anualmente por mercado, seguido pela variação anual. Por meio dele, é possível afirmar que nos anos anteriores à pandemia, a quantidade de ingressos vendidos era aproximadamente a mesma, em ambos mercados.

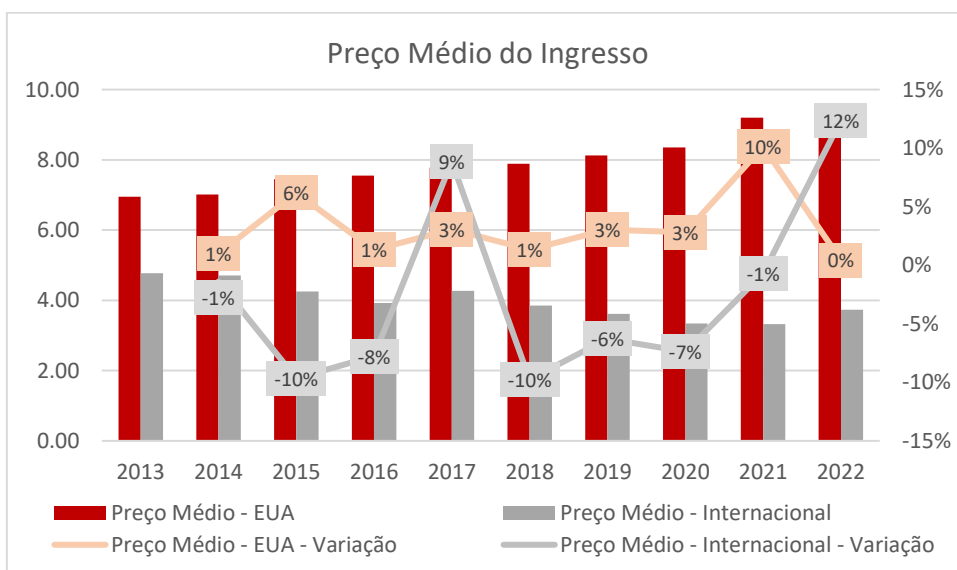
Figura 19 - Número de Tickets Vendidos



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Na Figura 20, mostra o preço médio dos ingressos, por região. Nos Estados Unidos, é possível perceber que a empresa sempre conseguiu crescer o valor do ticket médio do ingresso, seja por meio de aumentos de preços, ou pela venda de assentos mais caros, como em salas VIP. O mesmo não acontece no mercado internacional, que sofreu contínuas quedas.

Figura 20 - Preço Médio do Ingresso

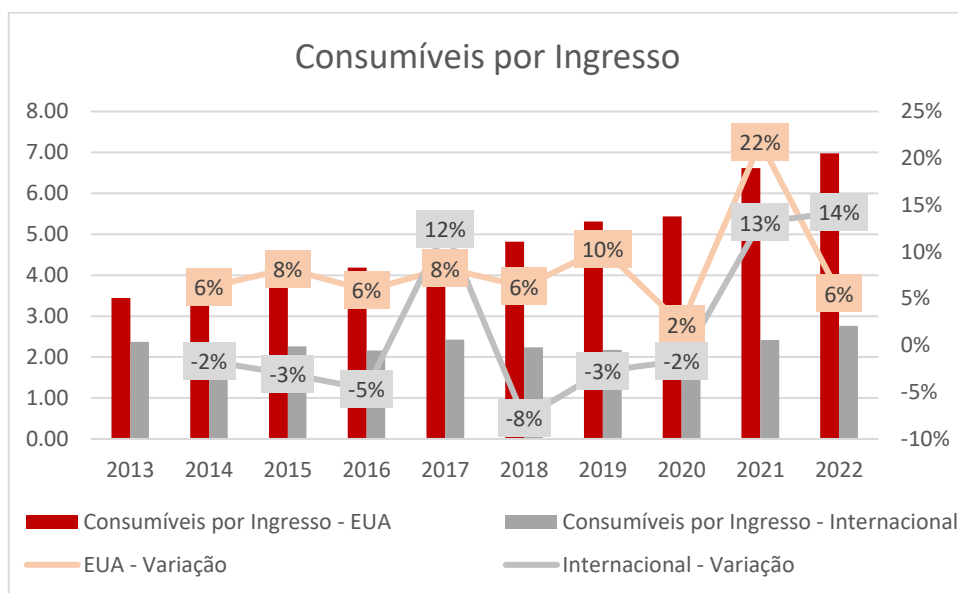


Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Na Figura 21, mostra a receita de concession por ingresso, que é basicamente a venda nas lojas de comidas e bebidas. Nos Estados Unidos, o Cinemark conseguiu crescer

consistentemente, o que demonstra que os consumidores passaram a gastar mais com comidas e bebidas. Nos mercados internacionais, o mesmo não pode ser dito, visto a desvalorização das moedas desses países frente ao dólar.

Figura 21 - Consumo por Ingresso Vendido

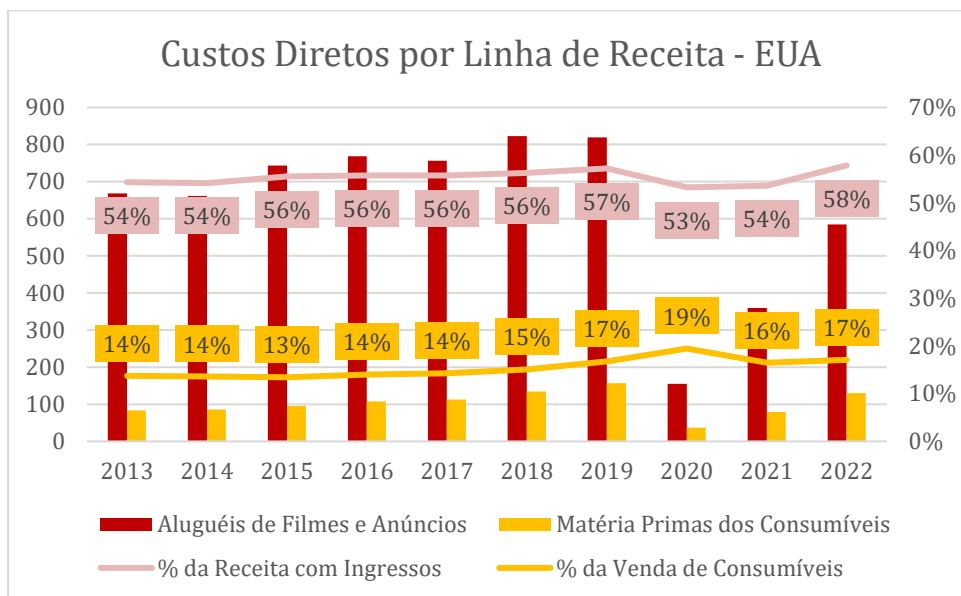


Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Custos Diretos por Linha de Receita

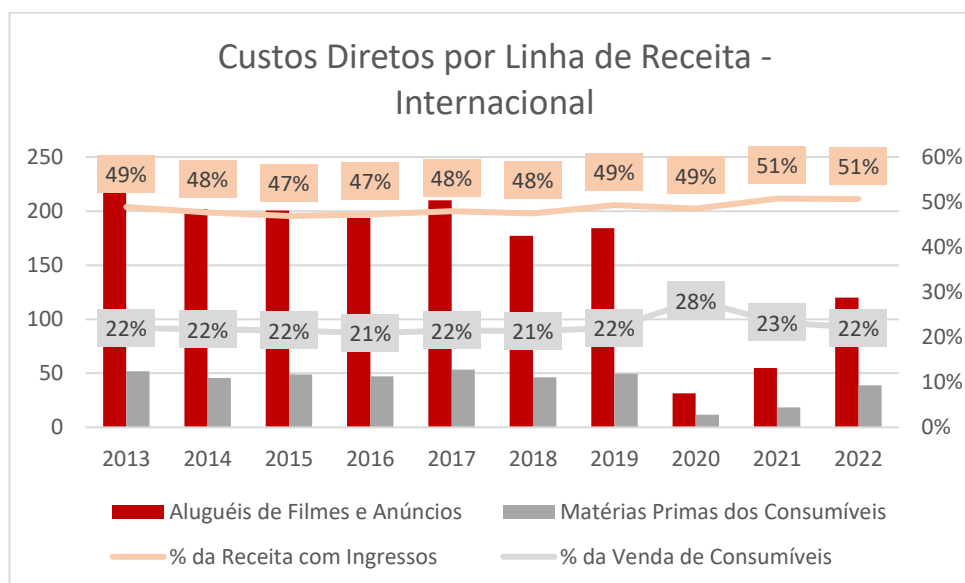
Essas duas linhas de custos precisam ser analisadas em relação às respectivas receitas geradas. Por isso, a variável Film rentals and advertising, que representa o custo que é pago aos distribuidores dos filmes, deve ser analisada em relação a receita gerada pela venda de tickets (admissions), e a variável Concessions Supplies, que representa o custo das matérias primas das concessões, em sua maioria comidas e bebidas, e será analisada a partir da receita gerada pelas concessões. A Figura 22 representa essas variáveis para a operação dos Estados Unidos, e a Figura 23, para os mercados internacionais.

Figura 22 - Custos Diretos - Estados Unidos



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Figura 23 - Custos Diretos - Internacional



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Custos Diretos que Abrangem toda a operação

O Cinemark também divulga outras linhas de custos importantes para a análise por mercado. Essas linhas são:

a) Salários e remunerações

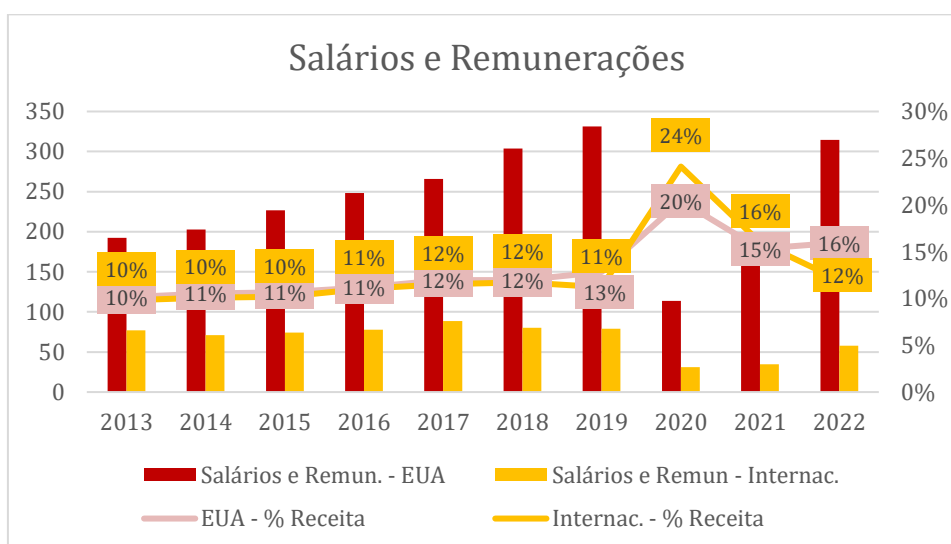
Embora os salários e os vencimentos incluam um componente de custo fixo (ou seja, os custos mínimos de pessoal para operar uma instalação teatral durante os períodos de menor movimento), os salários e vencimentos tendem a variar em relação à receita, uma vez que o quadro de funcionários do teatro é ajustado para responder às mudanças na frequência.

Os níveis de pessoal podem variar com base nas comodidades oferecidas em cada local, como restaurantes de serviço completo, bares ou opções expandidas de alimentos e bebidas.

Em determinados locais internacionais, os níveis de pessoal também estão sujeitos a regulamentações locais, incluindo requisitos mínimos de horas.

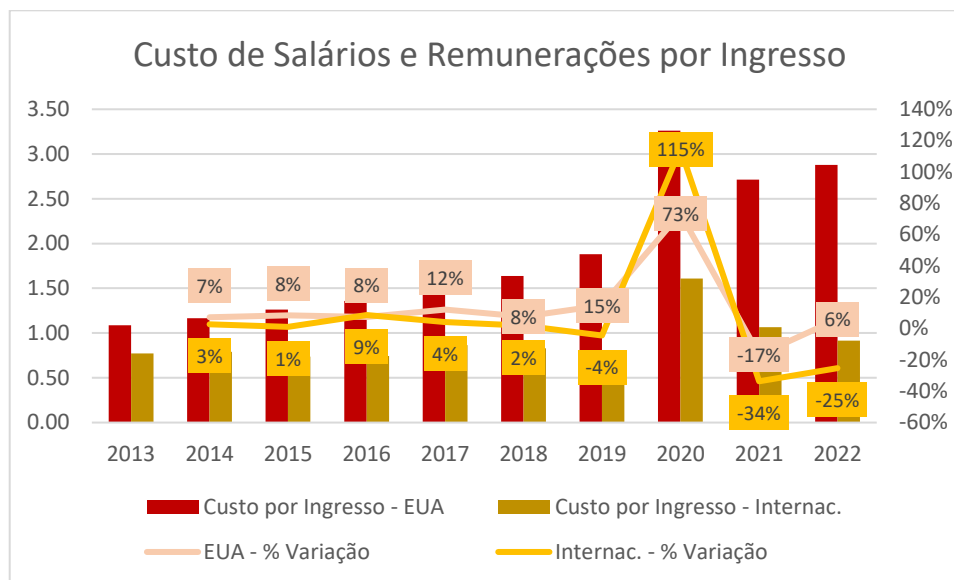
Antes da pandemia, esses custos representavam um pouco mais de 10% da receita, tanto nos EUA, quanto nos mercados internacionais, como é possível ver nas Figuras 24 e 25.

Figura 24 - Salários e Remunerações



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Figura 25 - Salários e Remunerações por Ingresso



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

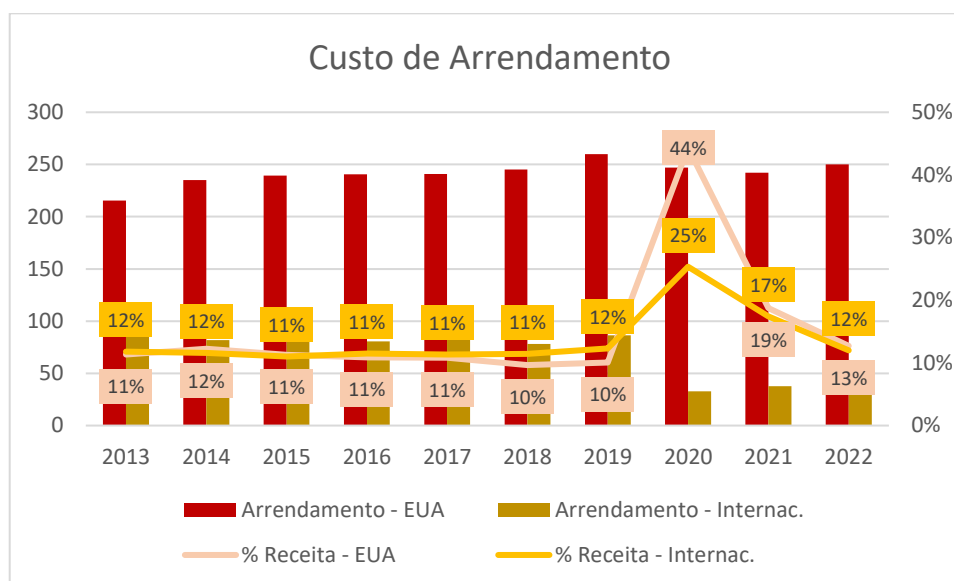
b) Custo de Arrendamento

Dos 315 cinemas nos Estados Unidos, apenas 41 são de propriedade do Cinemark, o outros são alugados. No mercado internacional, todos os 199 cinemas são alugados.

A despesa com aluguel de instalações é principalmente um custo fixo no nível do teatro, uma vez que a maioria de nossos contratos de aluguel de instalações exige um pagamento mínimo mensal fixo. Alguns contratos de aluguel estão sujeitos apenas ao aluguel com base em porcentagem, enquanto outros estão sujeitos ao aluguel com base em porcentagem, além do aluguel mensal fixo, caso um nível de desempenho anual alvo seja alcançado.

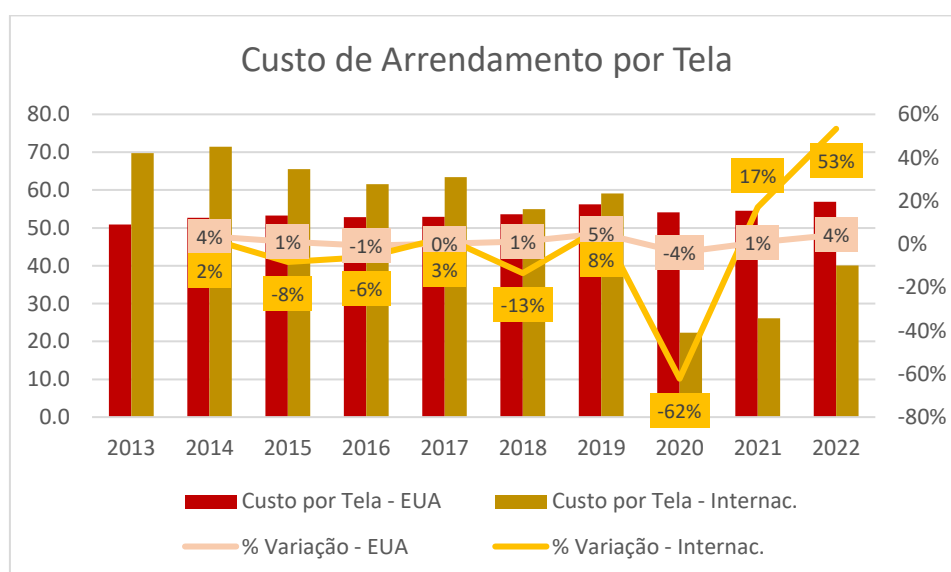
No período anterior à pandemia, esse custos representavam aproximadamente 10% da receita. As Figuras 26 e 27 mostram o histórico dessas linhas de custo.

Figura 26 - Custo de Arrendamento



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Figura 27 - Custo de Arrendamento por Tela



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

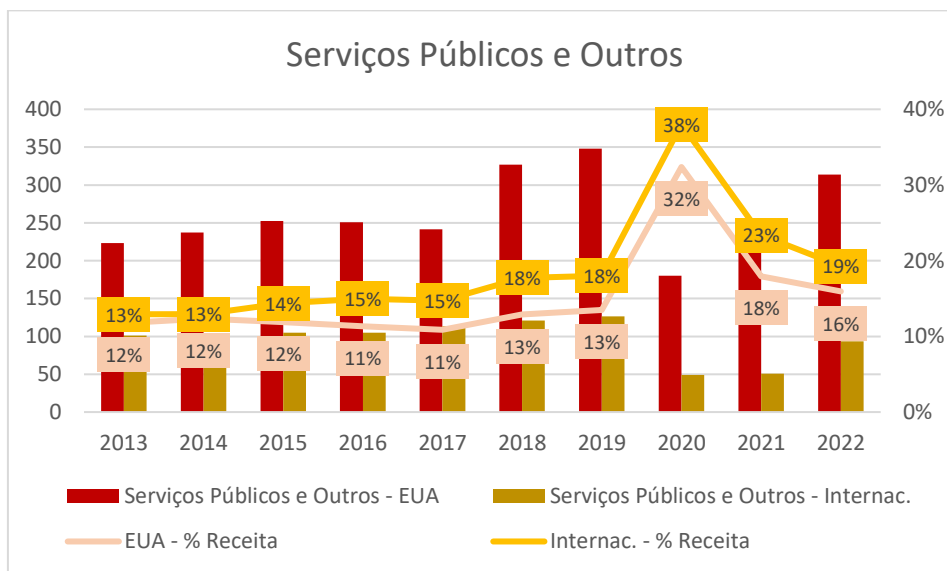
c) Serviços públicos e outros custos

Os serviços públicos e outros custos incluem tanto custos fixos quanto variáveis e consistem principalmente em serviços públicos, impostos sobre a propriedade, custos de limpeza, taxas de cartão de crédito, comissões de vendas de ingressos de terceiros, despesas de reparos e manutenção, serviços de segurança e despesas de manutenção de equipamentos de projeção e som.

A Figura 28 mostra que o custo no mercado internacional é um pouco maior, de 18%, enquanto que no mercado americano o custo é de 13%.

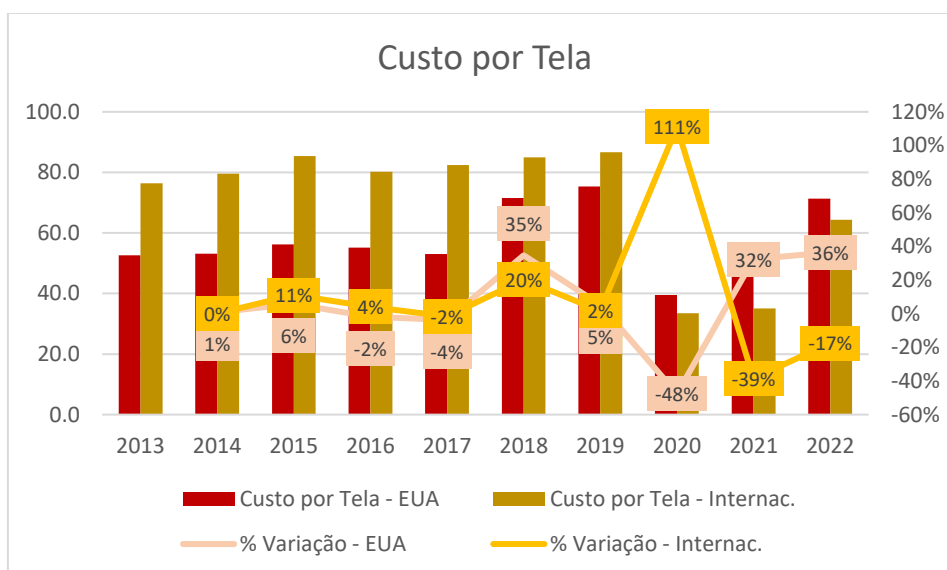
A Figura 29 mostra que o custo por tela no mercado internacional é maior que o americano.

Figura 28 - Serviços Públicos e Outros



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Figura 29 - Custo de Serviços Públicos e Outros por Tela

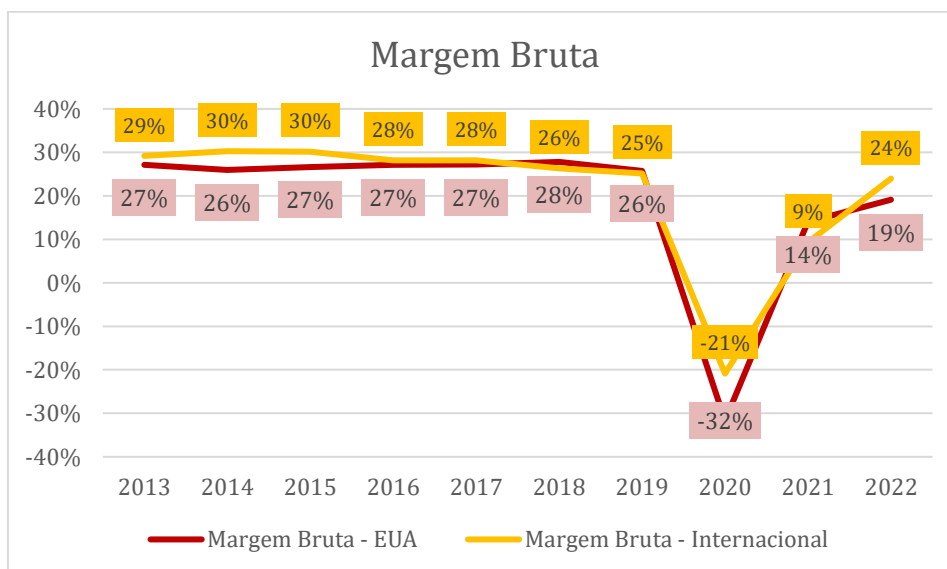


Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

d) Margem Bruta

A margem bruta de ambas operações são parecidas, sendo que antes da pandemia era de aproximadamente 26%. A Figura 30 mostra o histórico da margem bruta.

Figura 30 - Margem Bruta

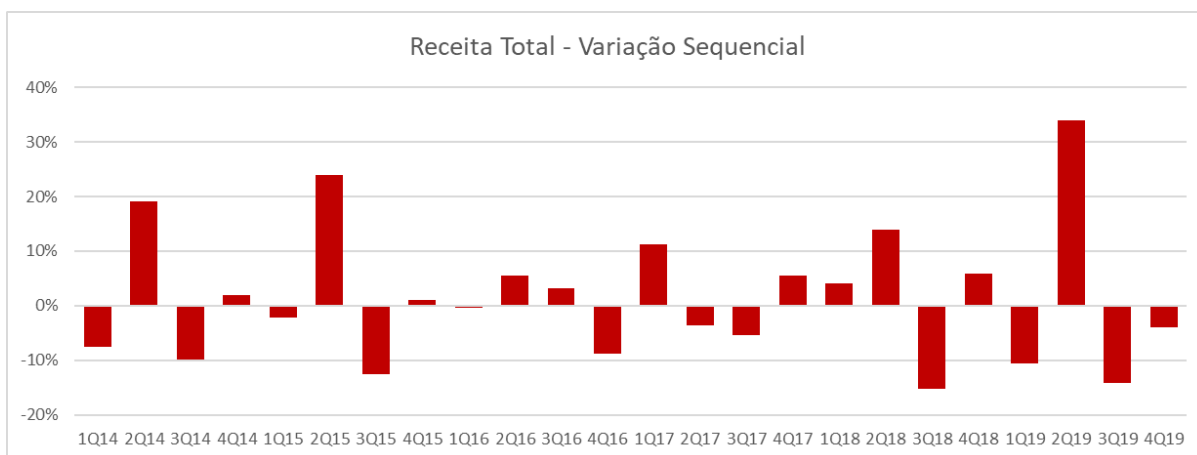


Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

3.9. Sazonalidade

Ao analisar o desempenho da receita do Cinemark por trimestres, não é possível atribuir que há uma clara concentração de receita em determinado período do ano, como é mostrado pela Figura 31.

Figura 31 - Receita Total - Variação Sequencial



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Porém, é perceptível de que a operação do Cinemark é impactada por vários fatores sazonais. Dentre os principais aspectos, temos:

a) Lançamentos de filmes

A indústria cinematográfica é altamente afetada pelos lançamentos de filmes. Os estúdios de cinema geralmente planejam seus principais lançamentos para épocas do ano em que a demanda por entretenimento é maior. Isso inclui as férias, feriados importantes, como o Natal, e períodos de férias de verão. Portanto, a sazonalidade é evidente com picos de atividade durante esses períodos de lançamento de filmes.

e) Férias escolares

Durante as férias escolares, especialmente as férias de verão, há um claro aumento na demanda pelo cinema, principalmente por conteúdo infanto-juvenil, uma vez que famílias e crianças possuem um maior tempo livre para ir ao cinema. O mesmo também ocorre em feriados.

f) Tendências climáticas

O clima também pode influenciar a sazonalidade nas empresas de cinema. Em dias chuvosos ou extremamente quentes, as pessoas podem ser mais propensas a procurar entretenimento em ambientes fechados, como cinemas.

g) Streaming e Vídeo Sob Demanda (VOD)

Com a ascensão das plataformas de streaming e de VOD, a sazonalidade das empresas de cinema pode ter sido atenuada. As pessoas agora possuem um acesso facilitado a lançamentos de filmes e séries em suas respectivas casas durante o ano todo, o que reduz a dependência dos cinemas em datas específicas.

3.10. Diferenciais Competitivos

Segundo Bruce Greenwald, no livro “Competition Demystified: A Radically Simplified Approach to Business Strategy” (2005), a competição refere-se à batalha entre empresas pelo acesso a recursos limitados em um mercado. Isso inclui recursos como clientes, receitas, lucros e participação de mercado. Greenwald enfatiza a importância de entender as dinâmicas

competitivas de um setor para formular estratégias de negócios eficazes. Ele argumenta que compreender a estrutura da indústria e as forças competitivas, como poder de barganha dos fornecedores, poder de barganha dos compradores, ameaça de produtos substitutos e ameaça de novos entrantes, é fundamental para o sucesso empresarial.

Bruce Greenwald define vantagem competitiva como a capacidade de uma empresa superar seus concorrentes e obter lucros sustentáveis a longo prazo. Ele acredita que essa vantagem pode ser alcançada através do domínio de uma ou mais das seguintes fontes de vantagem competitiva:

1) Recursos únicos: Ter acesso a recursos exclusivos, como tecnologia patenteada, marcas fortes, ou ativos de produção eficientes, que os concorrentes não possuem.

2) Economias de escala: Produzir em grande escala para reduzir os custos unitários, tornando os produtos ou serviços mais acessíveis ou mais lucrativos.

3) Diferenciação: Oferecer produtos ou serviços que sejam percebidos como únicos ou superiores pelos clientes, permitindo que a empresa cobre preços premium.

4) Barreiras à entrada: Criar obstáculos significativos para novas empresas entrarem no mercado, como altos investimentos iniciais, regulamentações complexas ou tecnologia patenteada.

5) Vantagem de custo: Ter uma estrutura de custos mais eficiente em comparação com os concorrentes, permitindo que a empresa ofereça preços mais competitivos ou margens de lucro mais altas.

Em resumo, a vantagem competitiva, de acordo com Greenwald, reside na capacidade de uma empresa se destacar em relação aos concorrentes por meio de recursos, estratégias ou características distintivas que a tornam mais bem-sucedida no mercado.

Com base nesses quesitos, o Cinemark só se encaixa na vantagem competitiva de Economia de escala, devida a grande escala da sua operação, que gera oportunidades únicas de negócio:

Negociação com distribuidores de filmes

O Cinemark é uma das maiores cadeias de cinemas do mundo, com um grande número de salas de cinema em todo o país. Isso lhe dá um grande poder de negociação devido ao grande canal de distribuição que detém. Não é vantajoso para os distribuidores não exibirem os seus filmes nos cinemas do Cinemark. Assim, os distribuidores podem estar mais dispostos a oferecer termos favoráveis ao Cinemark.

Negociação com os locatários

Existem dois principais locatários para o Cinemark, grande empreendimentos de lojas (shoppings), e empreendimentos de rua, que não fazem parte de um conjunto de lojas. A negociação dos aluguéis é normalmente realizada por períodos longos, mais de 10 anos de duração do contrato.

Para o primeiro grupo de locatários, a negociação é mais fácil, pois os cinemas são vistos pelos shoppings como lojas que atraem clientes para as outras o empreendimento e receita com serviços do shopping, como estacionamento. Por outro lado, há uma concorrência pelo lugar com outros cinemas, visto que normalmente só há demanda por apenas um cinema por shopping.

Para as lojas de rua, a negociação é diferente. O fato de que os contratos de aluguel são longos, e o Cinemark é uma empresa conhecida e bem estruturada, ou seja, mo risco de calote é menor, são fatores que ajudam a empresa a negociar contratos. Porém, boas localizações também são alvos de outras empresas, e, principalmente, não há, na maioria dos casos, sinergias com o empreendimento de rua. Por isso, a negociação com esse tipo de locatário parece ser um pouco mais difícil.

Custos com produtos

Grandes redes de cinema têm o poder de comprar produtos em grande escala, o que geralmente permite obter descontos significativos dos fornecedores. Além disso, Em muitos cinemas, existem produtos que são exclusivos ou preparados de uma maneira específica, como pipoca com determinados temperos ou bebidas com combinações exclusivas. Essa exclusividade pode permitir que eles cobrem preços mais altos.

Os clientes estão dispostos a pagar um prêmio por conveniência. Dentro de um cinema, a facilidade de adquirir alimentos e bebidas sem ter que sair do local muitas vezes justifica preços mais altos para os consumidores.

3.11. A carteira de Clientes e de Fornecedores

Clientes

Os clientes do Cinemark abrange praticamente todo mundo, desde crianças até pessoas idosas. Qualquer um que deseje ter a experiência de assistir um filme no cinema é passível de ser cliente da empresa.

O poder de barganha do Cinemark com esses clientes é baixo por duas principais razões:

h) Competição entre os cinemas

A competição com outros cinemas da região costuma ser alta, principalmente em grandes centros urbanos. Esse fato incentiva os cinemas a cobrarem um valor parecido com os seus concorrentes, devido a pouca variabilidade do produto.

i) Competição com outras formas de entretenimento

Os consumidores possuem uma ampla gama de opções de entretenimento à disposição, desde plataformas de streaming até outras formas de lazer. Isso dá aos clientes um maior poder de barganha, pois podem facilmente escolher alternativas ao cinema.

A competição com os streamings se destaca por conta da similaridade dos serviços: a experiência de assistir um filme. Com a ascensão das plataformas de streaming como Netflix, Amazon Prime e Disney+, muitos filmes estão disponíveis para os consumidores sem que eles precisem sair de casa. Isso dá aos clientes um poder de barganha significativo, pois eles podem optar por esperar que um filme esteja disponível online em vez de assistir no cinema.

O caráter de exclusividade ajuda a balancear um pouco o poder de barganha do Cinemark, visto que a maior parte dos grandes lançamentos é exclusiva para os cinemas. O mesmo ocorre com as plataformas de streaming, que também fornecem filmes de forma exclusiva em seus respectivos streamings, como o Netflix.

Fornecedores

Os fornecedores do Cinemark são aqueles que fornecem alimentos e bebidas, estúdios de cinema, distribuidoras de filmes e empresas de tecnologia relacionadas à projeção e som.

Para cada um deles é necessário analisar seu poder de barganha:

a) Estúdios de Cinema e Distribuidoras

Grandes estúdios de cinema, como Warner Bros., Disney, Universal, entre outros, detêm os direitos dos filmes mais populares e esperados. O sucesso de uma cadeia de cinemas depende, em grande parte, dos filmes que exhibe. Assim, se um estúdio decide alterar suas estratégias de distribuição (por exemplo, lançando primeiro em plataformas de streaming), isso pode impactar significativamente a receita do Cinemark. Por outro lado, o Cinemark detém um

grande canal de distribuição que o deseja atingir. Esse relacionamento confere um alto poder de barganha aos estúdios, principalmente para filmes com alta demanda.

b) Fornecedores de Alimentos e Bebidas

Para produtos e serviços nos quais há uma ampla gama de fornecedores, o Cinemark tem um poder de negociação maior, pois pode facilmente mudar para um fornecedor alternativo

c) Tecnologia de Projeção e Som

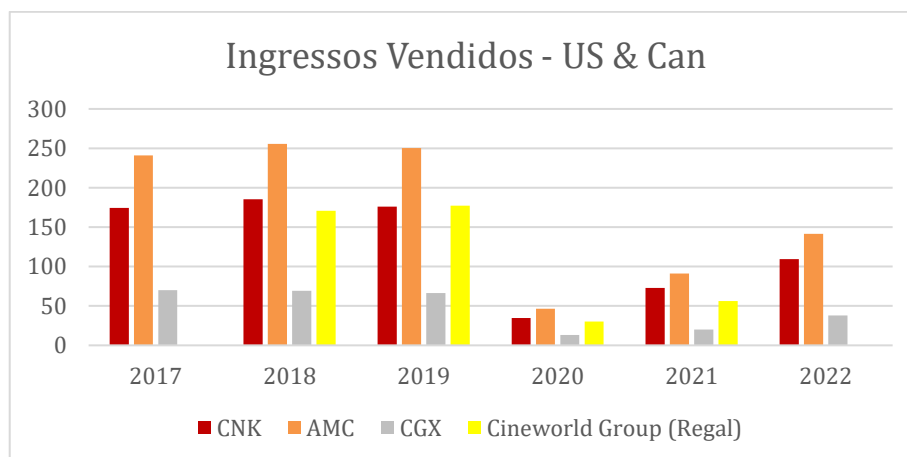
O avanço da tecnologia tem levado a melhorias constantes em sistemas de projeção e som. Empresas especializadas que fornecem essa tecnologia podem ter poder de barganha, especialmente se suas soluções forem proprietárias ou amplamente reconhecidas como padrão de qualidade, como o iMax.

3.12. Principais concorrentes

O mercado de cinemas é altamente fragmentado, portanto, vamos focar nossa análise nas principais franquias do mercado norte-americano: AMC, Cineworld (Regal) e Cineplex.

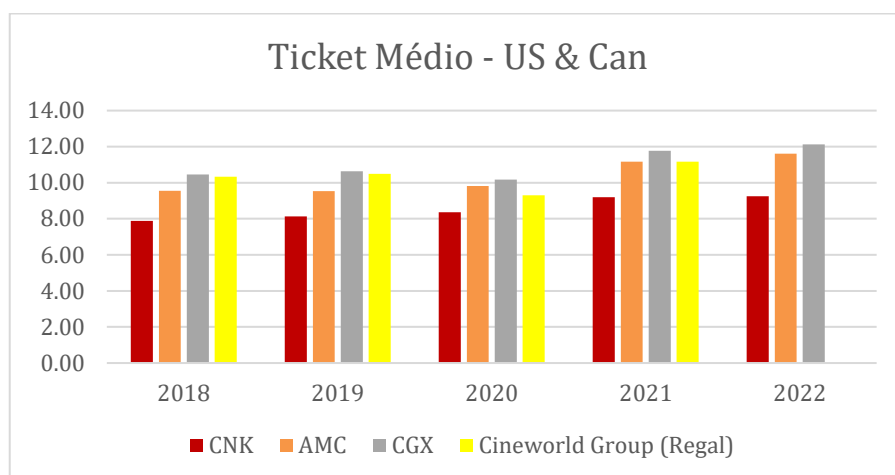
A seguir, por meio de gráficos será possível visualizar a magnitude e a extensão das operações de cada uma dessas empresas. Vale ressaltar que não dispomos de informações para o Cineworld Group em 2022, e é importante observar que a operação da Cineplex é exclusiva para o Canadá.

Figura 32 - Ingressos Vendidos - US & Can



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Figura 33 - Ticket Médio - US & Can

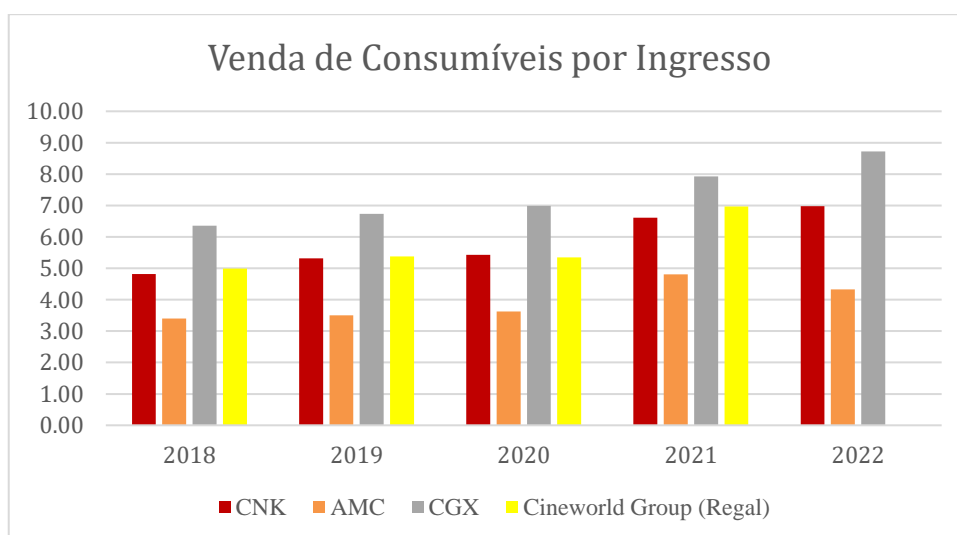


Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

A Figura 32 ilustra a progressão das vendas de ingressos nos Estados Unidos e Canadá por empresa.

Além disso, A Figura 33 representa a variação no preço médio dos ingressos por empresa. Observa-se que a Cinemark tem um preço médio mais baixo em comparação com as demais empresas. Isso pode ser atribuído à sua menor proporção de ingressos vendidos para salas e assentos "premium", bem como à sua natureza regional.

Figura 34 - Venda de Consumíveis por Ingresso - Setorial



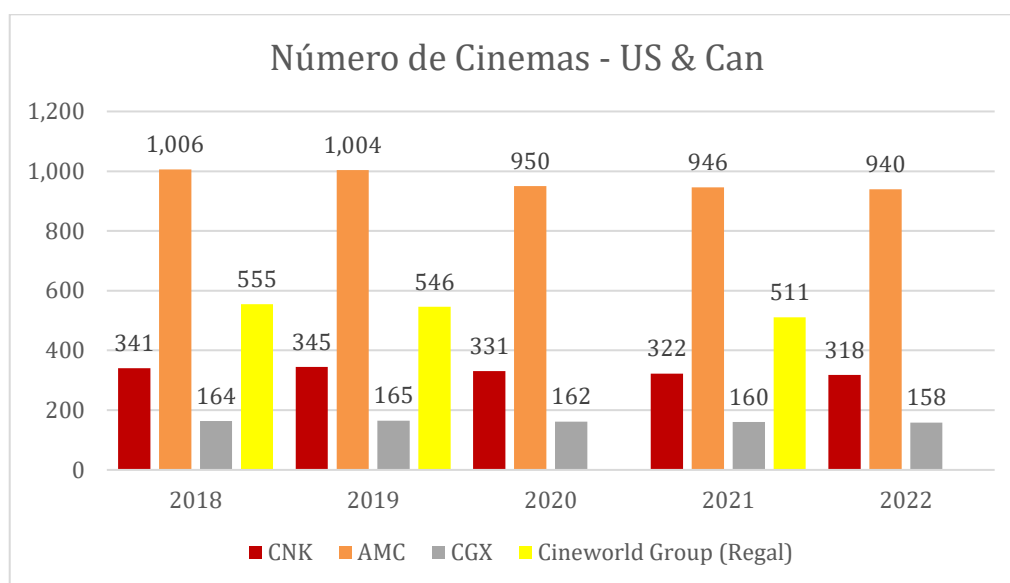
Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

A Figura 34 exibe a receita proveniente da venda de consumíveis por ingresso vendido. O que torna esse gráfico particularmente intrigante é a notável discrepância entre o valor médio

do ingresso e a receita gerada por consumíveis por ingresso, especialmente no caso da Cinemark. Anteriormente, mesmo com um valor médio de ingresso mais baixo, a receita obtida por consumíveis por ingresso vendido é substancialmente maior.

É importante ressaltar uma tendência desfavorável na operação da AMC, possivelmente associada a uma estratégia de preços agressiva em seu programa de ingressos, que será explicado posteriormente.

Figura 35 - - Número de Cinemas - US & Can - Setorial



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

A Figura 35 apresenta a trajetória da quantidade de cinemas nos Estados Unidos e no Canadá, segmentada por empresa. Em todos os cenários, houve uma redução no número de cinemas de todas as empresas no período pós-pandemia. Esse declínio se deve, em parte, ao aumento das dívidas, que exigiu que as operações justificassem um retorno mais significativo, levando ao fechamento das unidades menos lucrativas.

AMC

A AMC é a maior cadeia de cinemas do mundo, contando com 586 cinemas nos Estados Unidos e mais 354 espalhados pelo mercado europeu. De acordo com a empresa, aproximadamente 50% da população norte-americana reside a uma distância de até 10 milhas de um cinema da AMC, evidenciando a ampla abrangência de sua operação.

Semelhante à Cinemark, a AMC também oferece um programa de benefícios para seus membros, chamado AMC Stubs, o qual discutiremos em detalhes mais adiante. Até o final de

2022, o programa contava com 28,2 milhões de inscritos e representou 43% das vendas de ingressos da empresa nos Estados Unidos.

Cineworld (Regal)

A Cineworld surgiu como resultado da aquisição da Regal Cinemas em 2017, um negócio avaliado em 3.6 bilhões de dólares. No entanto, após um processo de falência em 2022, a empresa se encontra em um período de reestruturação.

Com uma nova estrutura de capital e uma dívida renegociada, a Cineworld está em uma posição mais favorável para competir com outras redes de cinema. Importante notar que a empresa não está mais listada no mercado aberto, e que os dados financeiros mais recentes disponíveis são do ano de 2021.

Cineplex

A Cineplex é uma empresa que opera exclusivamente no mercado canadense, gerenciando um total de 158 cinemas.

Em dezembro de 2019, a Cineworld apresentou uma proposta de aquisição da Cineplex. Contudo, em junho de 2020, antes que a transação pudesse ser concluída, a Cineworld alegou que a Cineplex havia violado os termos do contrato e que a pandemia havia tido um impacto significativo em suas operações. Portanto, a Cineworld optou por cancelar a negociação.

Em dezembro de 2021, a Suprema Corte de Ontario emitiu uma decisão a favor da Cineplex, determinando que a Cineworld deveria pagar um bilhão de dólares em danos pela quebra do contrato. No entanto, devido ao pedido de falência da Cineworld, esse valor não foi efetivamente pago.

3.13. Participação no mercado

Atualmente, o Cinemark concentra sua operação principal nos Estados Unidos, mas também mantém uma presença significativa na América Latina, abrangendo cerca de 38% do total de cinemas da empresa, ou 25% das telas, conforme evidenciado na Figura 34.

Figura 36 - Divisão de Cinemas por País

País	Cinemas	Telas
Estados Unidos	318	4.399
Brasil	84	618
Argentina	23	199
Colômbia	30	177
Chile	20	142
América Central	17	114
Peru	14	113
Equador	8	51
Bolívia	1	13
Paraguai	2	15
Curaçao	1	6
Total	518	5.847

Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

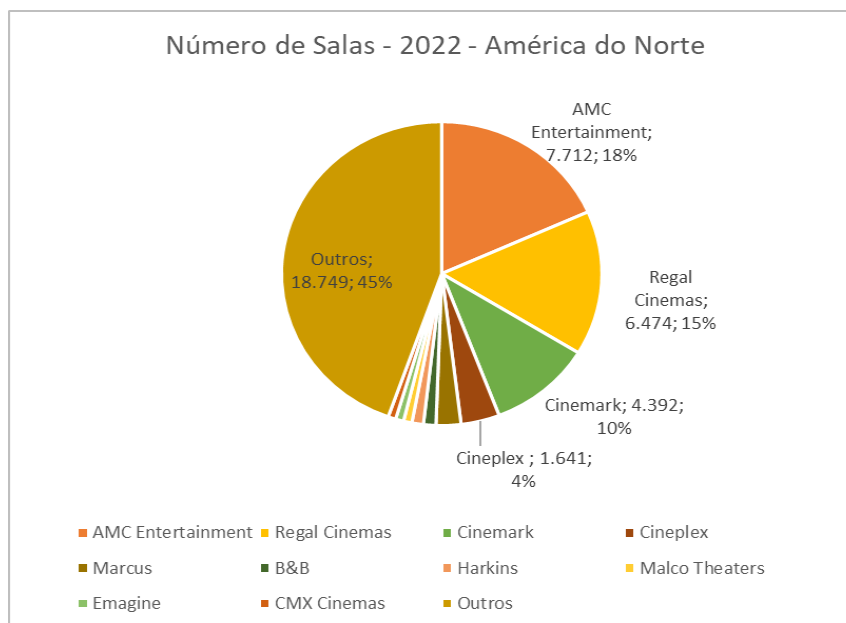
Neste trabalho, iremos analisar apenas a operação dos Estados Unidos e a do Brasil, que representa 43% das telas da operação Internacional, situada na América Latina.

a) Estados Unidos

Para facilitar o entendimento do mercado, iremos analisar o mercado norte americano como um todo, visto que a maior parte dos dados se referem ao sub continente, e não aos Estados Unidos, porém é importante ressaltar que o Cinemark não opera nenhum cinema no Canadá.

A Figura 37 mostra a participação dos principais atores do mercado. As três maiores empresas possuem 43% do total de salas de cinemas na América do Norte.

Figura 37 - Participação no Mercado por Empresa - América do Norte

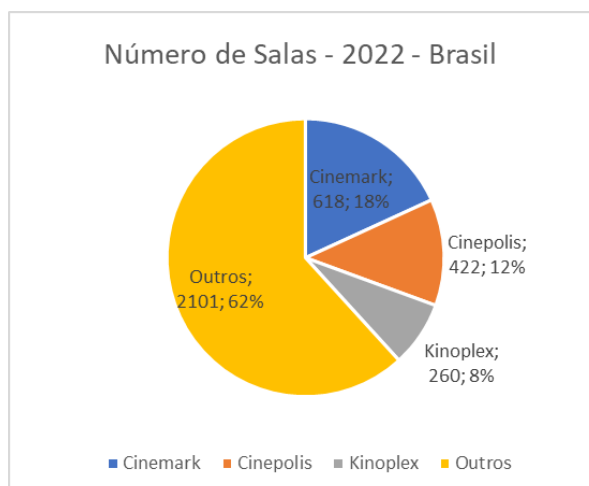


Fonte: Statista

b) Brasil

A Figura 38 mostra a participação de mercado baseado no número de salas. As três maiores empresas possuem 38% do total de salas de cinemas no Brasil.

Figura 38 - Participação no Mercado por Empresa - Brasil



Fonte: Statista

3.14. Qualidade do quadro administrativo e funcional

Como mostrado pela Figura 39, as estruturas de governança Cinemark Holdings podem ser divididas em:

- Conselho de Auditoria
- Conselho de Compensação
- Conselho de Administração
- Conselho de Planejamento Estratégico

Figura 39 - Estrutura de Governança

Governance at a Glance

▲ Chair ● Member ★ Chairman of the board 🏠 Financial expert

BOARD MEMBERS	AUDIT	COMPENSATION	NOMINATING AND CORPORATE GOVERNANCE	STRATEGIC PLANNING
Carlos Sepulveda ★ 🏠	●	●		●
Darcy Antonellis	●	●		▲
Benjamin Chereskin		●		●
Sean Gamble				
Nancy Loewe 🏠	▲		●	
Kevin Mitchell				●
Steven Rosenberg	●		▲	
Enrique Senior				●
Ray Syufy				●
Nina Vaca		▲	●	
Mark Zoradi				●

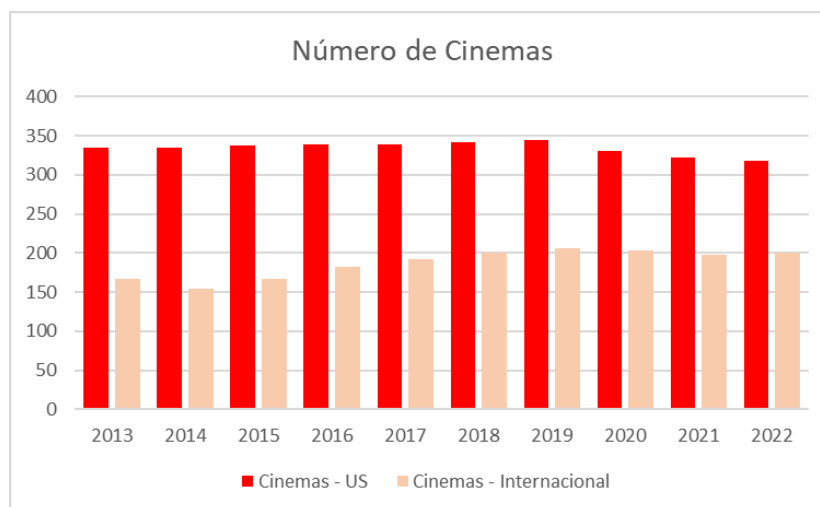
Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

3.15. Capacidade instalada e ociosa

Por conta da grande infraestrutura da operação e estabilidade do setor de cinemas, não há uma demanda estrutural pela construção de novos cinemas. Como mostra a Figura 40, a quantidade de cinemas em ambos mercado pouco variou nos últimos anos.

Durante a reunião com acionistas realizada no segundo trimestre de 2023, o CEO do Cinemark ressaltou que não pretende realizar grandes investimentos para a expansão da sua rede de cinemas, tanto nos Estados Unidos, quanto na operação Internacional. Ao invés disso, a ênfase será colocada em investimentos mais pontuais e direcionados. Uma área que se destacou nesse plano estratégico foi a das salas premium, porém os investimentos não devem ser significativos.

Figura 40 - Número de Cinemas



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

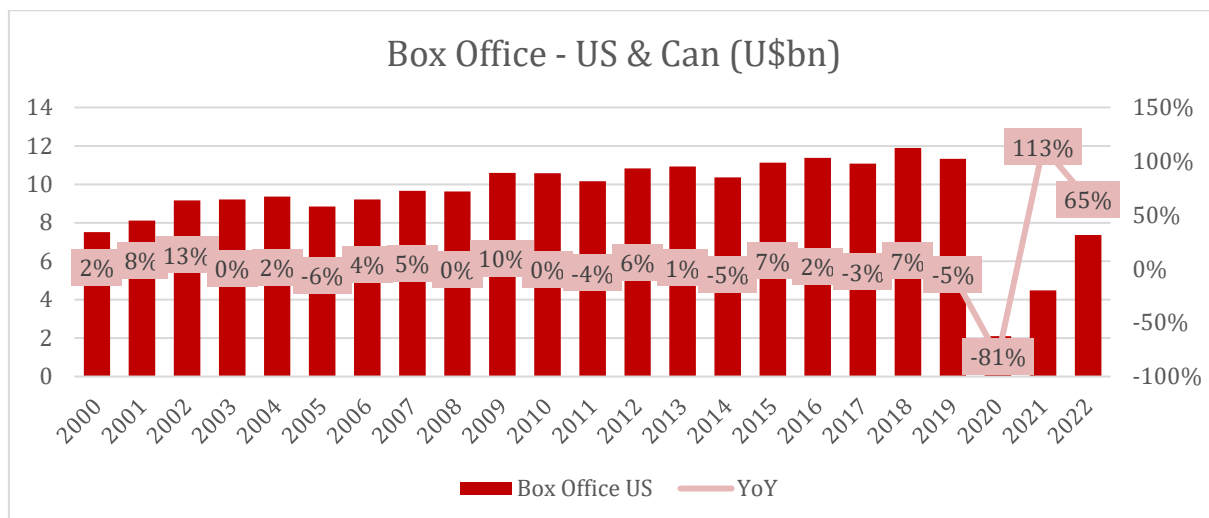
4 ANÁLISE DO SETOR DE CINEMAS

4.1. Números Setorias

Receita total dos Cinemas

A Figura 41 mostra a receita total (Box Office) dos cinemas nos Estados Unidos e no Canadá. Em 2022, a receita do setor foi de U\$ 7,37bn, 35% menor do que em 2019, o que indica que o setor ainda não recuperou. Para 2023, o Cinemark espera que a receita do setor ainda seja 20% menor do que em 2019.

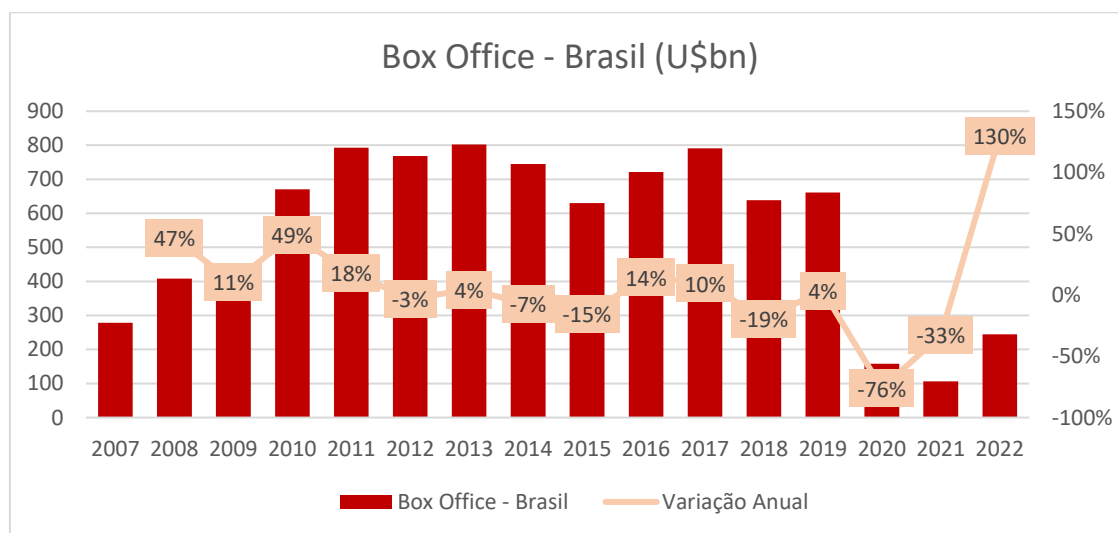
Figura 41 - Box Office - US & Can



Fonte: Box Office

A Figura 42 mostra a receita total (Box Office) dos cinemas no Brasil em dólar. Em 2022, a receita do setor foi de U\$ 245 milhões, 63% menor do que em 2019. Antes da pandemia o setor apresentava um declínio constante, o que era impulsionado pela queda do valor do real em frente ao dólar.

Figura 42 - Box Office Brasil



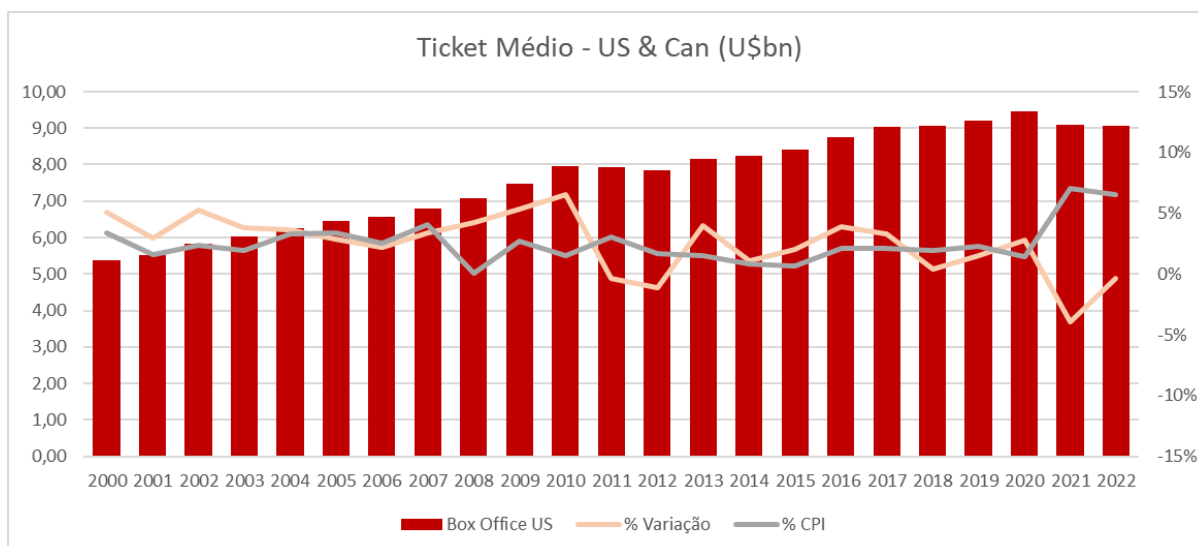
Fonte: Box Office

Ticket Médio

A Figura 43 mostra a evolução do valor do ticket médio no mercado dos Estados Unidos e no Canadá. A evolução mostra que o aumento de preço está aproximadamente em linha com

a inflação americana, o que mostra que há uma grande dificuldade em aumentar o valor do ingresso além da inflação.

Figura 43 - Ticket Médio - US & Can

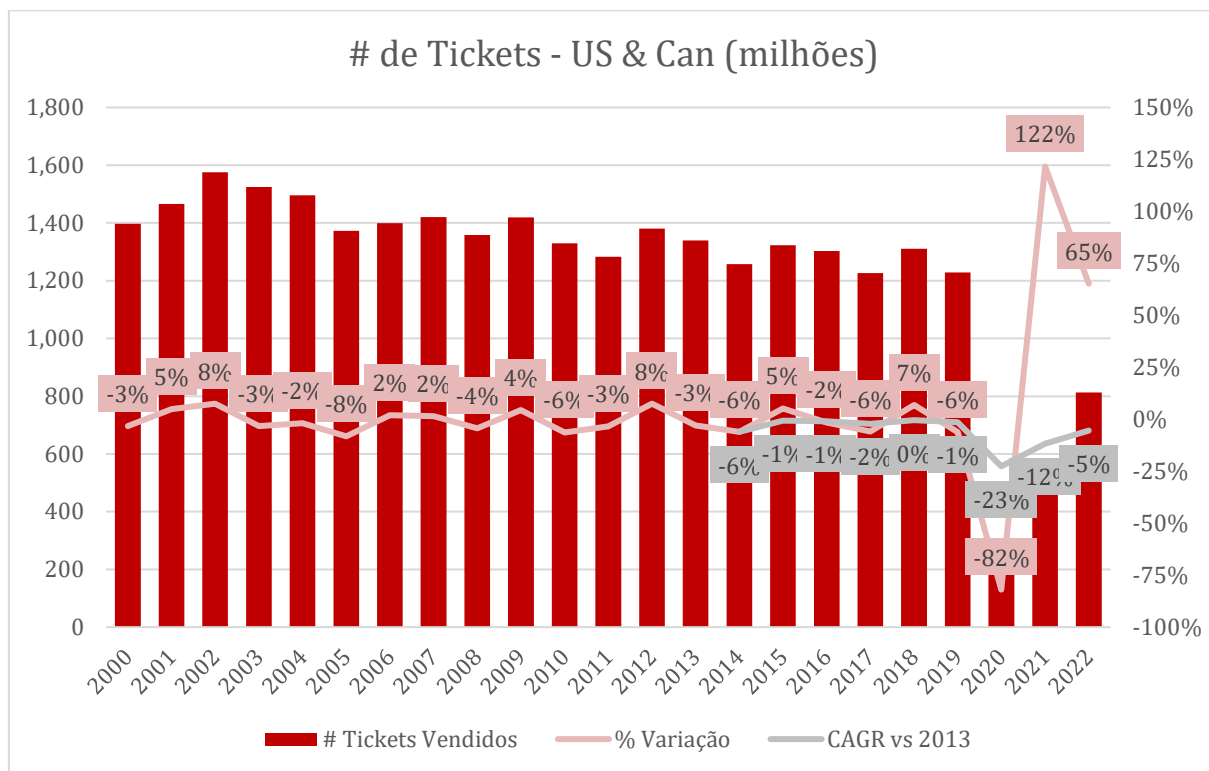


Fonte: Statista

Número de Tickets Vendidos

A Figura 44 mostra a quantidade de tickets vendidos nos Estados Unidos e no Canadá. Antes da pandemia, eram vendidos um pouco mais de 1.2 bilhões de tickets, o que é aproximadamente 3.3x vezes a população desses dois países. O CAGR em relação a 2013 mostra que o setor estava em pleno declínio na venda de ingressos no período anterior à pandemia.

Figura 44 - # de Tickets - US & Can (milhões)



Fonte: Statista

4.2. Principais dinâmicas da indústria de mídia

A derrocada do serviço de TV a cabo

Durante décadas, a indústria de televisão a cabo sustentou níveis de rentabilidade impressionantes. Entre elas, as principais são a Comcast, Charter e AT&T. Essa grande lucratividade emanava principalmente do monopólio de distribuição de conteúdo mantido pelas operadoras de TV a cabo. Tal monopólio era fortalecido pelos elevados investimentos requeridos para ingressar no segmento, uma vez que toda a infraestrutura de cabos necessitava ser custeada com capital privado.

Contudo, com a popularização da internet e a evolução nas tecnologias de conectividade, como 4G e 5G, emergiram novos modelos de distribuição online. Startups, com destaque para Netflix e Hulu, cresceram a partir da disrupção do modelo da tv a cabo.

A consequente erosão das barreiras de entrada para a distribuição de conteúdo, somada à ascensão das plataformas de streaming, proporcionou aos usuários uma diversidade inédita de opções. No paradigma antigo, era comum o consumidor ser compelido a adquirir pacotes abrangentes de conteúdo, dos quais frequentemente só consumiam uma fração. Além disso, o processo de desligamento não era facilitado, sobretudo porque muitas vezes as empresas de TV

a cabo também eram os provedores de internet, vendendo ambos os serviços em pacotes combinados.

Contrastando, o modelo de streaming confere ao usuário um controle sem precedentes. A flexibilidade para cancelar é acentuada, e as plataformas disponibilizam um vasto leque de conteúdo a um custo significativamente reduzido. Atualmente, o consumidor tem acesso a uma ampla variedade de programas e filmes por um valor mais acessível.

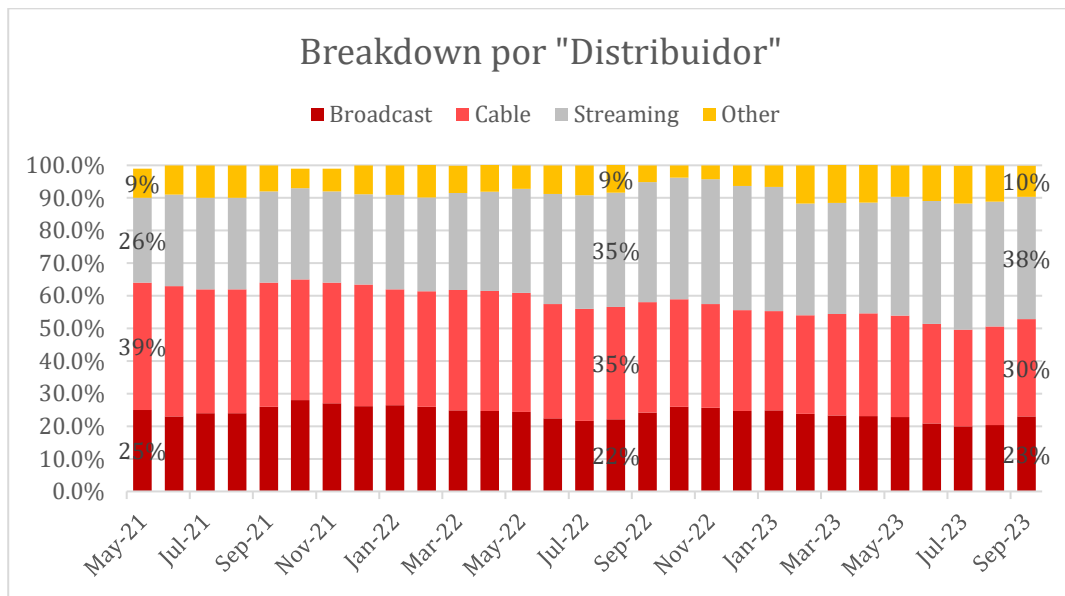
A Figura 45 ilustra uma comparação entre os preços dos principais pacotes de TV a cabo e os serviços de streaming disponíveis no mercado. O preço dos serviços de streaming rivaliza com o preço de uma sessão de cinema.

Figura 45 - Tabela de Preços - Streaming

Serviço	Produto Básico com Anúncios	Produto Básico	Produto Premium
Netflix	6.99	15.49	22.99
Disney +	7.99	13.99	-
Hulu	7.99	17.99	
Max	9.99	15.99	19.99
Apple TV+	-	6.99	-
Paramount +	5.99	11.99	
Peacock	5.99	11.99	-
Cinemark Movie Club	9.99	-	-
Ingresso - CNK	-	9,24	-
Ingresso + Consumo - CNK	-	16,22	-

Fonte: Elaboração própria

Segundo dados da consultoria Nielsen, divulgados mensalmente no site: www.nielsen.com, representados pela Figura 46, os serviços de streaming já ocupam quase 40% do tempo total de visualizações televisivas nos Estados Unidos. A tendência sugere que essa transição siga acelerando.

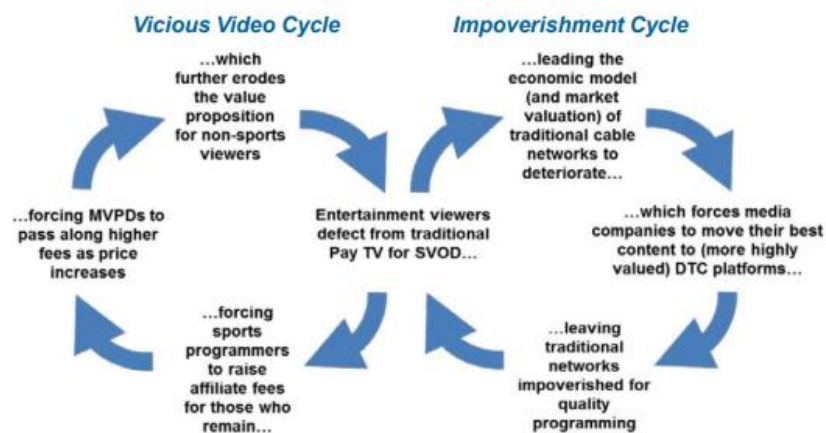
Figura 46 - *Breakdown por Distribuidor*

Fonte: Nielsen (2023 e www.nielsen.com)

Ciclo “mortal” do Streaming

Conforme detalhado pela consultoria SVB Moffett Nathanson na Figura 47, o avanço do streaming representa uma ameaça significativa à indústria de TV a cabo.

Figura 47 - Ciclo vicioso da indústria de TV a cabo



Fonte: SVB Moffett Nathanson (2023 - The Future of Multichannel Video - Moving Forward Or Moving On – Charter)

O modelo tradicional de receita para os produtores de conteúdo na TV a cabo baseia-se em uma taxa cobrada por assinante. Para ilustrar, a ESPN cobra cerca de U\$15 por assinante de TV a cabo nos EUA.

Quando um assinante opta por cancelar sua assinatura, preferindo os serviços de streaming, isso afeta diretamente as receitas de distribuidores, como a AT&T, e dos produtores, como a ESPN. Em resposta à redução das receitas, os produtores de conteúdo têm exigido taxas mais altas, o que eleva o custo do pacote de TV a cabo. Isso, por sua vez, resulta em preços mais altos para os consumidores do sistema tradicional, o que os incentiva a cancelarem o serviço.

Antecipando os desafios do modelo tradicional, muitos produtores de conteúdo estão se voltando para suas próprias plataformas de distribuição. Esse movimento cria uma nova pressão competitiva no setor, pois as empresas agora disputam diretamente os usuários e se veem compelidas a oferecer conteúdo premium em suas plataformas, frequentemente a um preço mais competitivo que os pacotes de TV a cabo.

Os efeitos dessas dinâmicas já são evidentes, conforme demonstrado pela figura X: o streaming agora já representa quase 40% do tempo total de visualização de TV nos Estados Unidos.

Impacto da “Guerra dos Streamings” na produção de conteúdo

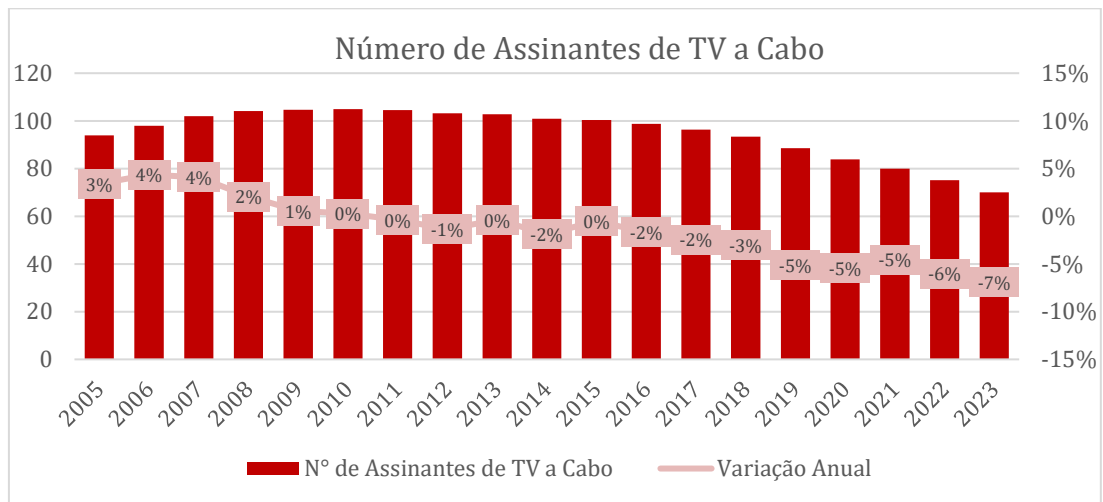
Originalmente focada no aluguel de DVDs pela internet, a Netflix revolucionou o mercado ao lançar, em 16 de Janeiro de 2007, sua pioneira plataforma de streaming, proporcionando aos usuários acesso remoto a conteúdos com preços acessíveis.

Menos de um ano depois, em 12 de março de 2008, um grupo de gigantes da indústria, incluindo NBC Universal, News Corporation e, mais tarde, a Disney, introduziu o Hulu ao mercado.

Durante anos, Netflix e Hulu dominaram como as únicas plataformas de streaming. Devido à sua escala limitada e base de usuários modesta, o modelo inicialmente não se mostrou lucrativo, gerando consistentes prejuízos. Este cenário não parecia convidativo para novos entrantes.

Entretanto, com a expansão desses serviços, observou-se um declínio contínuo nos assinantes de TV a cabo, ilustrado pela Figura 48. Em resposta a essa mudança de paradigma, diversas empresas decidiram investir em suas próprias soluções de streaming.

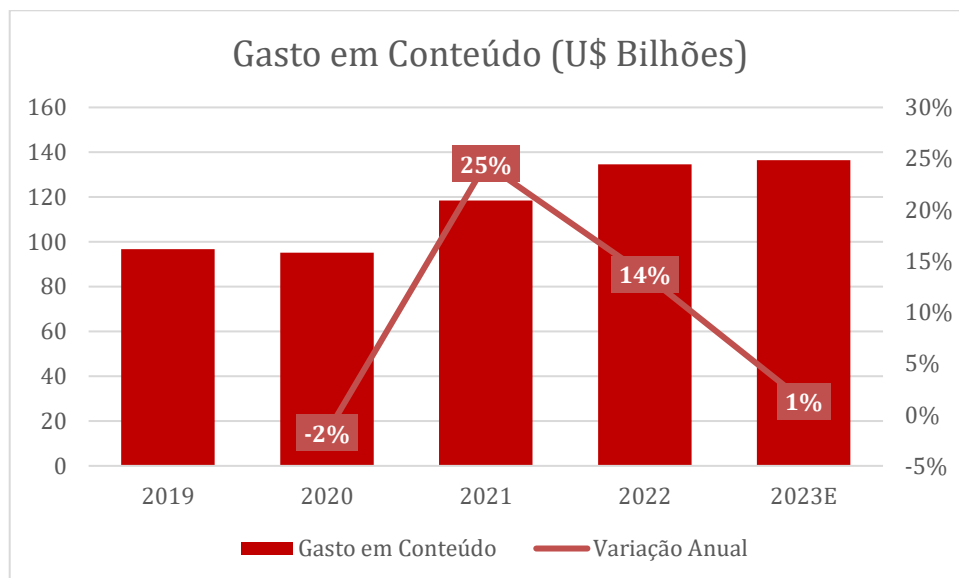
Figura 48 - Número de Assinantes de TV a Cabo



Fonte: IbisWorld (2023)

O intenso embate pela conquista de novos assinantes culminou em um aumento exponencial nos gastos com produção de conteúdo, conforme indicado pela Figura 46. Esta corrida pelo topo, no entanto, resultou em perdas substanciais para várias dessas plataformas, conforme evidenciado pela Figura 49.

Figura 49 - Gasto em Conteúdo

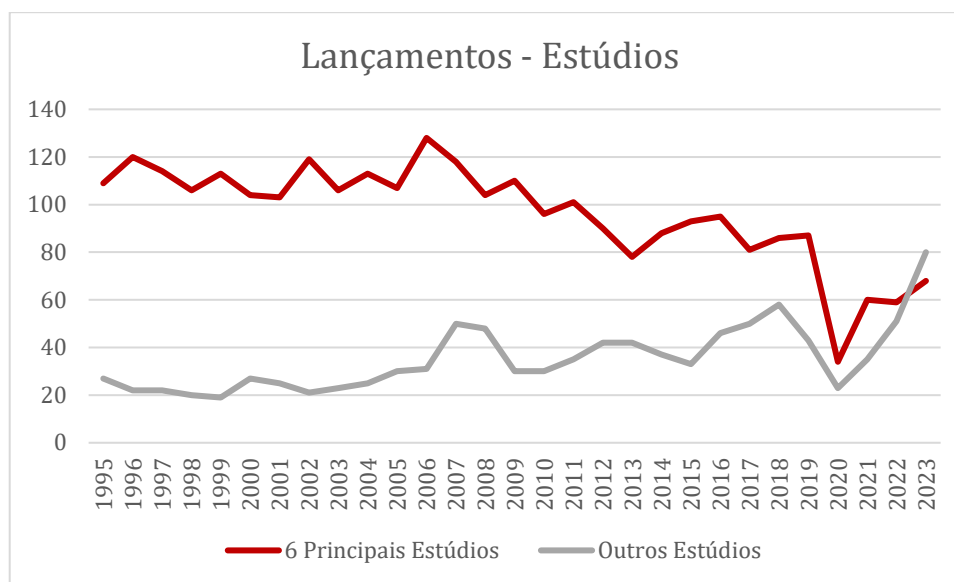


Fonte: SVB Moffett Nathanson

Quantidade de Grandes Lançamentos Cinematográficos

A despeito dos robustos investimentos em produção de conteúdo nos últimos anos, não observamos um aumento correspondente no número de filmes lançados nas salas de cinema, conforme ilustrado pela Figura 50 (2023 apresenta apenas os lançamentos até o mês de outubro)

Figura 50 - Número de Lançamentos



Fonte: The-Numbers

Embora a pandemia tenha contribuído para a retração nos lançamentos, as plataformas de streaming amplificaram esse efeito ao priorizarem conteúdos exclusivos, que ficaram de fora das telonas. Entretanto, em 2023, diante da necessidade de mitigar prejuízos, o setor de streaming começou a reavaliar essa abordagem.

Salas de cinema são potentes ferramentas de distribuição, capazes de fomentar o engajamento, apresentar obras para milhões de espectadores e valorizar a propriedade intelectual. Reconhecendo isso, atualmente, todas as principais plataformas de streaming têm direcionado seus lançamentos mais aguardados para os cinemas.

Para o ano de 2024, antecipa-se que a quantidade de lançamentos seja impactada pelas greves de escritores e atores ocorridas em 2023, as quais perduraram por 148 e 120 dias, respectivamente.

A paralisação resultante dessas greves já provocou atrasos significativos na indústria cinematográfica, afetando o cronograma de lançamentos originalmente planejado para o final de 2023 e o início de 2024.

Estes atrasos exercem impactos diretos na operação do Cinemark em 2024, tema que será aprofundado posteriormente durante a análise da projeção de receita do setor.

Serviços de Inscrição de Cinemas

Nos Estados Unidos, é comum entre as redes de cinemas oferecer programas de assinatura mensal que proporcionam diversos benefícios aos consumidores. Em geral, esses programas reduzem significativamente o custo dos ingressos para os clientes que frequentam o cinema com maior regularidade. O principal objetivo por trás dessa iniciativa é estimular o aumento da frequência dos usuários nas salas de cinema.

A viabilidade econômica desses programas está ancorada na alta lucratividade das vendas de produtos consumíveis e bebidas. Um exemplo notável é o Cinemark, que registrou uma margem bruta de aproximadamente 85% nesses produtos nos últimos anos.

Embora os diferentes programas ofereçam benefícios semelhantes, existem diferenças que impactam tanto a popularidade entre os consumidores quanto as margens de lucro das empresas. De maneira geral, os clientes são atraídos pelos programas que incluem cinemas mais próximos de suas residências, locais de trabalho ou estudo, e que oferecem uma gama mais ampla de benefícios.

É importante observar que, na América Latina, a presença desse tipo de programa de fidelidade é quase inexistente e não exerce um papel significativo na dinâmica do setor cinematográfico na região.

A seguir, serão apresentados os três principais programas disponíveis nos Estados Unidos:

a) AMC Stubs A-List

O AMC Stubs A-List, com uma mensalidade de US\$19.95, aproximadamente o preço de três ingressos, oferece aos clientes a oportunidade de assistir até 3 filmes por semana, ou seja, 12 ingressos por mês. Além disso, os assinantes desfrutam de um desconto de 10% em alimentos e bebidas. Este serviço é responsável por aproximadamente 50% da receita de vendas de ingressos.

Uma característica distintiva do programa é a capacidade de garantir assentos "VIP" mais confortáveis e acesso a salas "premium" com qualidade superior de tela e som. Em outros planos esses benefícios normalmente incorrem em taxas adicionais.

b) Regal Unlimited

O Regal Unlimited oferece três planos distintos: o primeiro, por US\$18.99 mensais, proporciona acesso a 200 cinemas da empresa; o segundo, por US\$21.99 mensais, concede

acesso a 400 cinemas da empresa; e o terceiro plano, por US\$23.50 mensais, oferece acesso a qualquer cinema da rede. Adicionalmente, os clientes são cobrados com uma taxa de 50 centavos para a reserva de assentos através do aplicativo.

Uma das principais vantagens deste programa é a ausência de limite para as sessões, permitindo que os clientes assistam quantos filmes desejarem. No entanto, para salas e assentos "premium", há uma taxa adicional além da mensalidade.

c) Cinemark Movie Club

O Cinemark Movie Club é um serviço com custo de US\$11.99 por mês, ou US\$131.89 por ano, com algumas distinções em relação aos outros serviços mencionados. Os clientes têm direito a apenas um ingresso por mês, com a possibilidade de acumular ingressos não utilizados. Além disso, o programa oferece descontos de 20% em produtos consumíveis e não impõe taxas para reservas online. Da mesma forma, salas e assentos "premium" estão sujeitos a taxas adicionais.

Este serviço é especialmente vantajoso para os clientes que frequentam o cinema apenas uma vez por mês, pois o custo do ingresso é menor. De modo geral, os clientes do Cinemark Movie Club representam cerca de um quarto das vendas de ingressos. Para o Cinemark, esse modelo é vantajoso, pois além de incentivar a frequência dos usuários, não é necessário subsidiar o valor elevado dos ingressos, o que beneficia suas margens operacionais.

4.3. Por que as pessoas vão ao cinema?

Para obter um entendimento mais aprofundado sobre as atitudes e percepções dos consumidores de cinema, conduzimos um estudo empregando um questionário online, que foi disseminado por meio de redes sociais e grupos de WhatsApp.

A predominância das respostas originou-se de indivíduos residentes na cidade de São Paulo.

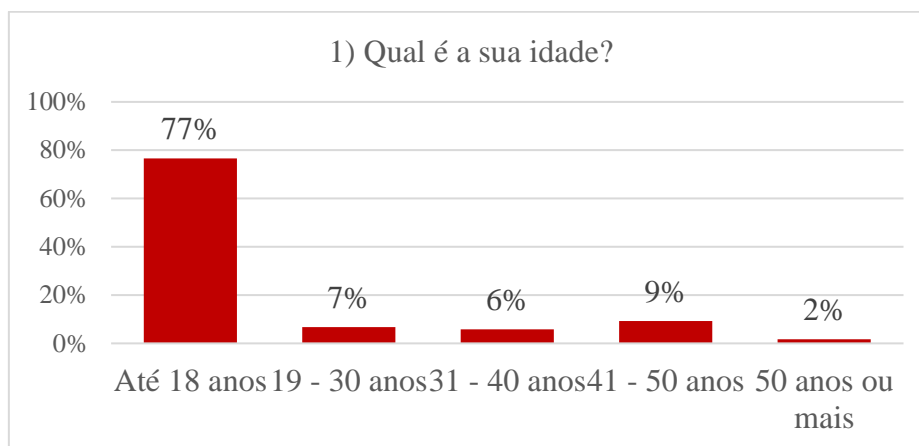
A seguir, apresentamos os resultados desta pesquisa:

Quantidade de Grandes Lançamentos Cinematográficos

Devido à predominância de universitários entre os entrevistados, a faixa etária da população avaliada é majoritariamente jovem, conforme evidenciado na Pergunta 1 (Figura 51). Este fator etário deve ser considerado nas análises das perguntas subsequentes.

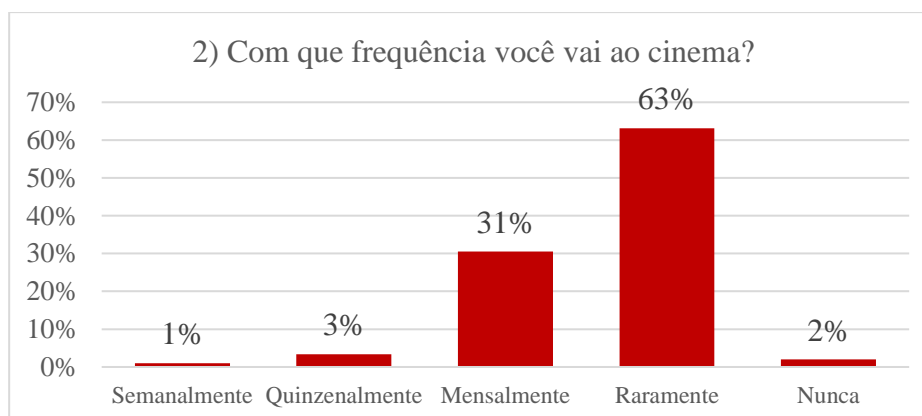
De acordo com os dados da Pergunta 2 (Figura 52), 34,9% dos entrevistados frequentam o cinema em intervalos que variam de semanal a mensal.

Figura 51 - Pergunta 1 - Pesquisa



Fonte: Elaboração própria

Figura 52 - Pergunta 2 - Pesquisa



Fonte: Elaboração própria

Perfil de gasto de cinema

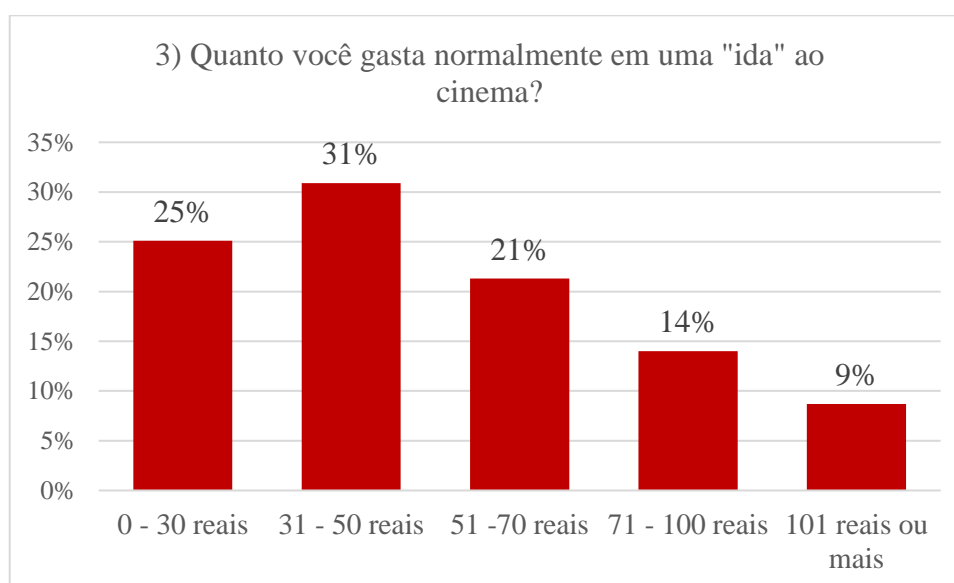
Para uma compreensão mais detalhada da dinâmica de preços de ingressos em São Paulo, é importante observar que o custo de um ingresso comum varia entre 30 e 50 reais, dependendo de variáveis como dia, horário e localização do cinema. Salas VIP, por sua vez, podem ter ingressos com valores de até 80 reais. Em todos os casos, a Lei nº 12.933 de 2013, que regulamenta o direito à meia-entrada, é aplicável. Essa lei proporciona um desconto de 50% para estudantes, idosos, pessoas com deficiência e jovens de 15 a 29 anos comprovadamente carentes em eventos artístico-culturais e esportivos.

De acordo com os dados da Pergunta 3 (Figura 53), 56,6% dos entrevistados normalmente desembolsam entre 0 e 50 reais por pessoa ao frequentar o cinema.

A Pergunta 4 (Figura 54) destaca que uma significativa parcela do público tende a adquirir comidas e bebidas durante a experiência cinematográfica. Especificamente, 33,9% afirmam sempre fazer compras desse tipo, enquanto 29,0% o fazem na maior parte das vezes. Este alto índice de consumidores que adquirem alimentos e bebidas sugere que a penetração de compradores nessa categoria já está saturada, limitando o potencial para um aumento significativo no número de compradores.

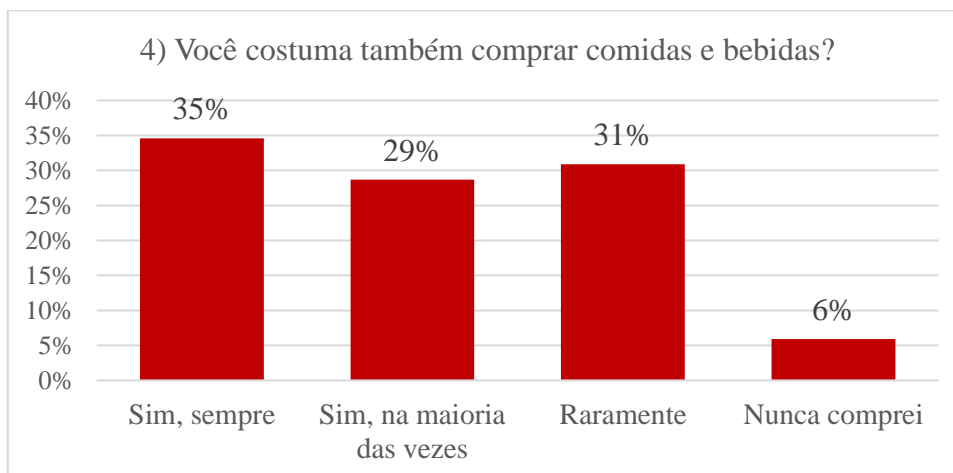
Quanto à Pergunta 8 (Figura 55), foi revelado que 62,1% dos respondentes geralmente compram seus ingressos antecipadamente. Embora isso possa melhorar a experiência do usuário ao garantir assentos de sua preferência sem a necessidade de chegar mais cedo, essa prática acarreta um custo adicional, já que plataformas de venda online costumam cobrar uma taxa de serviço aproximada de 5% sobre o valor do ingresso.

Figura 53 - Pergunta 3 - Pesquisa



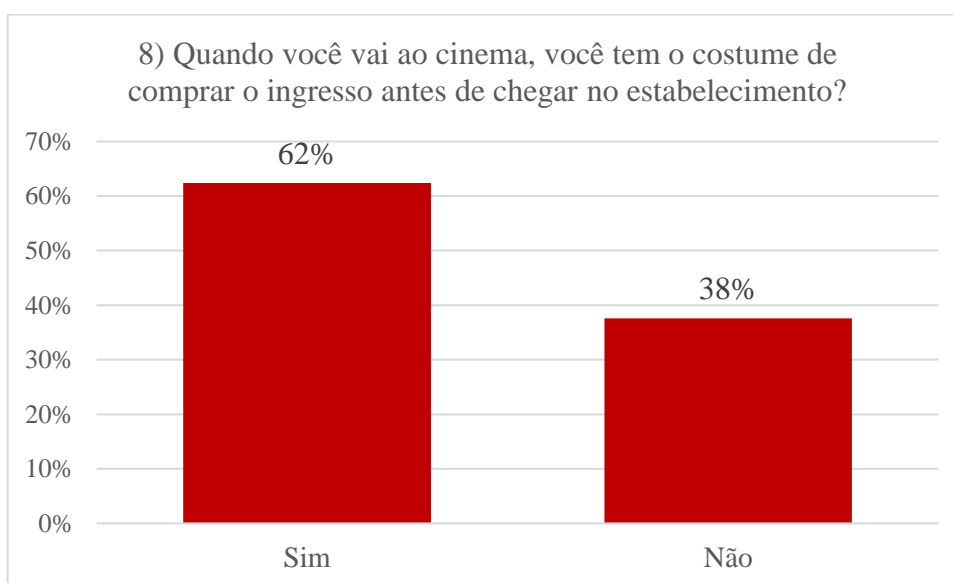
Fonte: Elaboração própria

Figura 54 - Pergunta 4 - Pesquisa



Fonte: Elaboração própria

Figura 55 - Pergunta 8 - Pesquisa



Fonte: Elaboração própria

Perfil de gasto de cinema

O entendimento das razões que levam as pessoas a frequentarem ou evitarem o Cinemark oferece insights valiosos sobre vários aspectos setoriais relacionados ao seu produto. Para garantir uma análise abrangente, disponibilizamos um espaço para respostas adicionais em todas as questões, resultando em uma gama diversificada de respostas individuais.

A Pergunta 5 (Figura 56) indica que a principal motivação para a ida ao cinema é a experiência social com familiares e amigos. Essa forma de entretenimento enfrenta forte concorrência de outras atividades, como visitas a parques ou jantares em restaurantes.

Outros motivos destacados incluem fatores intrinsecamente relacionados à experiência cinematográfica, como lançamentos exclusivos, alta qualidade de imagem e som, e a atmosfera agradável do cinema.

A Pergunta 6 (Figura 57) fornece insights interessantes sobre os obstáculos que desestimulam uma visita mais frequente ao cinema. O custo total da experiência (ingresso, transporte, alimentação e estacionamento) foi o motivo predominante, citado por 37,9% dos entrevistados. Dado que o cinema raramente é uma experiência isolada e frequentemente inclui custos adicionais, esse fator limita o potencial para aumentar o preço do ingresso básico. Alternativas podem incluir o aumento da penetração de vendas de comidas e bebidas ou ajustes nos preços desses itens.

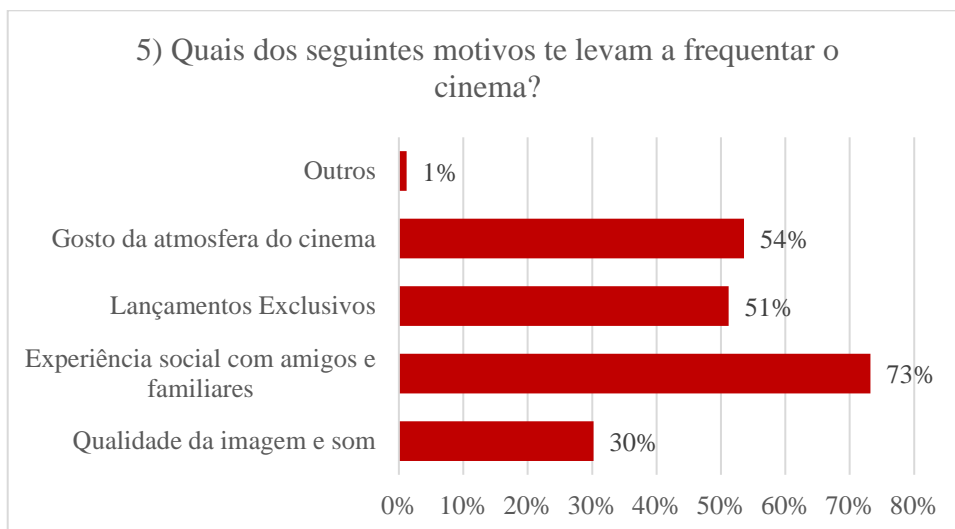
O segundo motivo mais citado foi a diminuição do hábito de ir ao cinema devido à pandemia (15,4%), indicando um potencial de recuperação para o setor. Já a falta de interesse nos filmes atuais (14,7%) aponta para a necessidade de diversificação nas ofertas de gênero.

Outros fatores que desincentivam a ida ao cinema são a preferência por outras atividades de lazer (13,0%) e o consumo de filmes em casa (9,2%), evidenciando a concorrência com plataformas de streaming.

Segundo a Pergunta 7 (Figura 58), trailers e publicidade em geral são os principais influenciadores na escolha de um filme, respondendo por 63,9% das decisões. Indicações de amigos e familiares (48,3%) e críticas online (47,3%) também têm um impacto significativo. Esses dados reforçam a importância do marketing e do engajamento da base de espectadores para o sucesso de um filme.

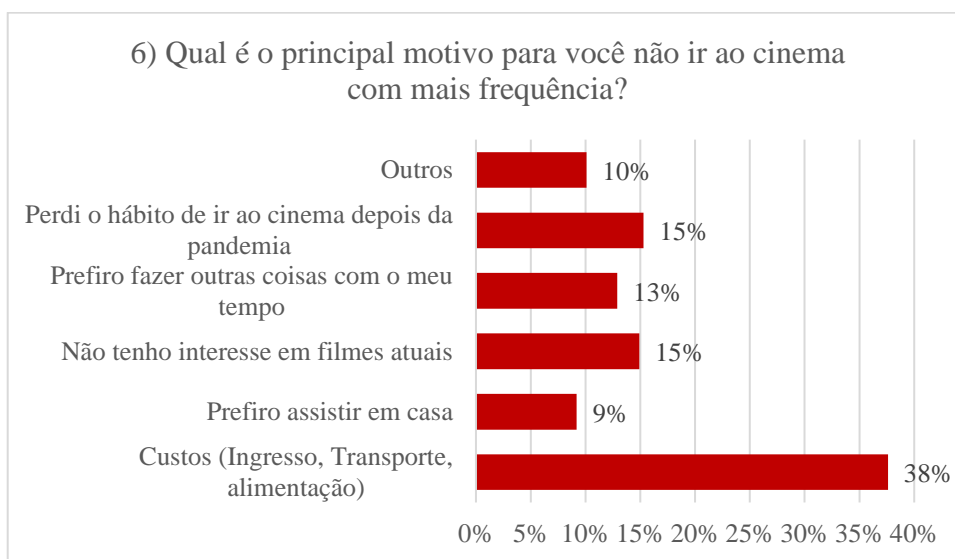
A Pergunta 8 reitera que a maioria dos clientes do Cinemark planeja suas visitas ao cinema com antecedência, o que sugere que um aumento na diversidade e frequência de lançamentos pode impactar positivamente a receita do setor.

Figura 56 - Pergunta 5 - Pesquisa



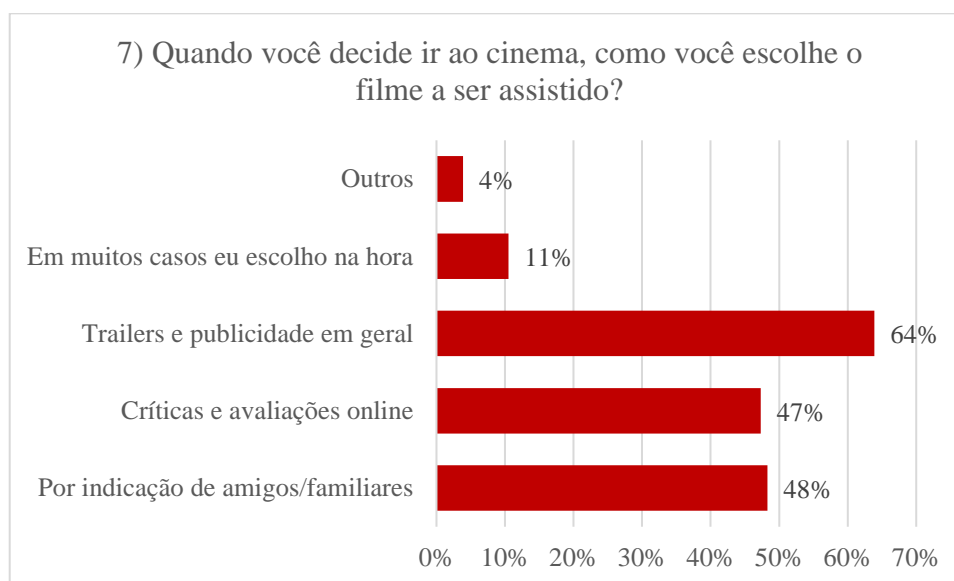
Fonte: Elaboração própria

Figura 57 - Pergunta 6 - Pesquisa



Fonte: Elaboração própria

Figura 58 - Pergunta 7 - Pesquisa

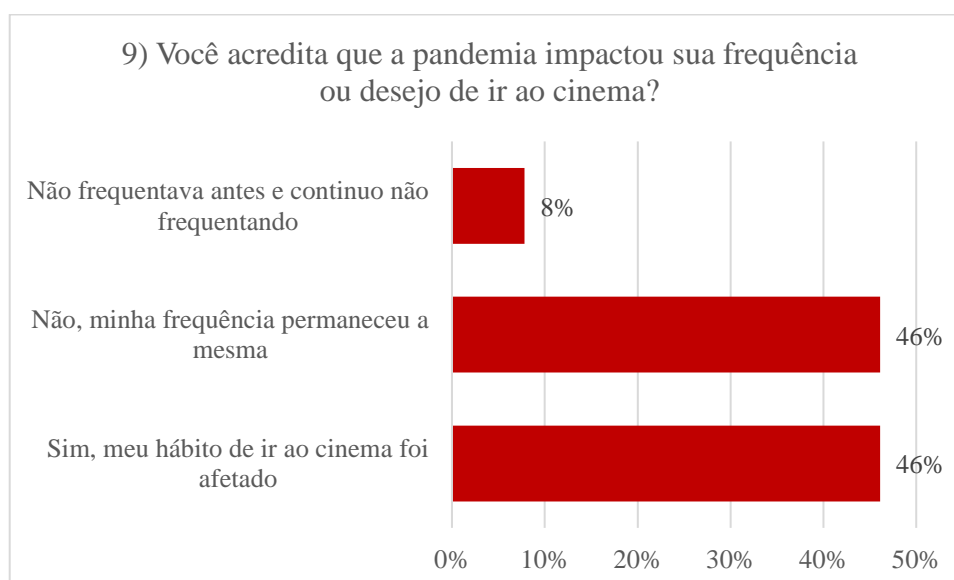


Fonte: Elaboração própria

Impactos da pandemia na demanda por cinemas

Segundo a Pergunta 9 (Figura 59), 46,4% dos entrevistados disseram que o hábito de ir ao cinema foi afetado pelo período da pandemia, o que mostra que há ainda espaço para o setor recuperar para os níveis de 2016 – 2019.

Figura 59 - Pergunta 9 - Pesquisa



Fonte: Elaboração própria

5 Projeção

5.1. Projeção de Receita

Número de Tickets Vendidos

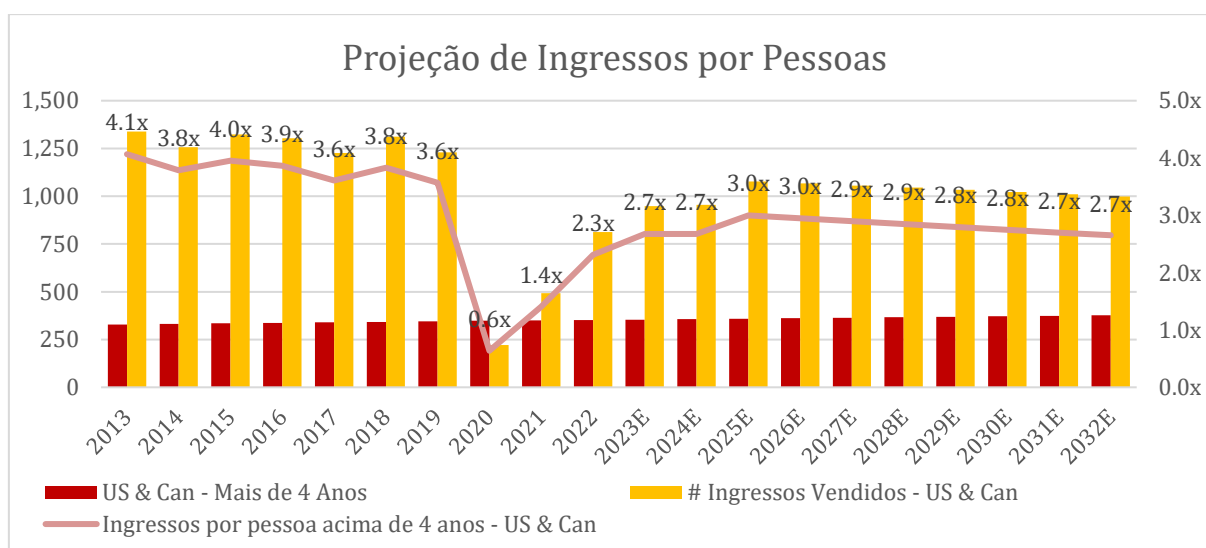
a) Estados Unidos

Para estimar o volume total de ingressos comercializados nos Estados Unidos e no Canadá, consideramos duas variáveis essenciais: o total de indivíduos com idade superior a 4 anos e a média de ingressos adquiridos por essas pessoas. A Figura 60 mostra a projeção criada.

1) Total de indivíduos com mais de 4 anos: aplicou-se aumento médio de 0,7%, correspondente à variação observada no período de 2016 a 2019, antes da pandemia.

2) Média de ingressos por indivíduo acima de 4 anos: constatou-se tendência decrescente anterior à pandemia. Em 2013, essa média era de 4,1x e, em 2019, reduziu-se para 3,6x. Com base nesse padrão, previmos um declínio contínuo para o período pós recuperação da indústria, atingindo 3,0x em 2025 (uma queda projetada em relação ao cenário sem pandemia) e 2,7x em 2032. Em 2023, considerou-se um nível 15% reduzido em decorrência dos impactos da pandemia, com 2,7x. Já em 2024, devido às paralisações ocasionadas por greves de roteiristas e atores em 2023, antecipou-se uma oferta menor de lançamentos cinematográficos. Assim, nossa projeção para este ano foi estabelecida em um patamar parecido com 2023, em 2,7x ingressos por pessoa.

Figura 60 - Projeção de Ingressos por Pessoas – Estados Unidos



Fonte: World Bank / Statista

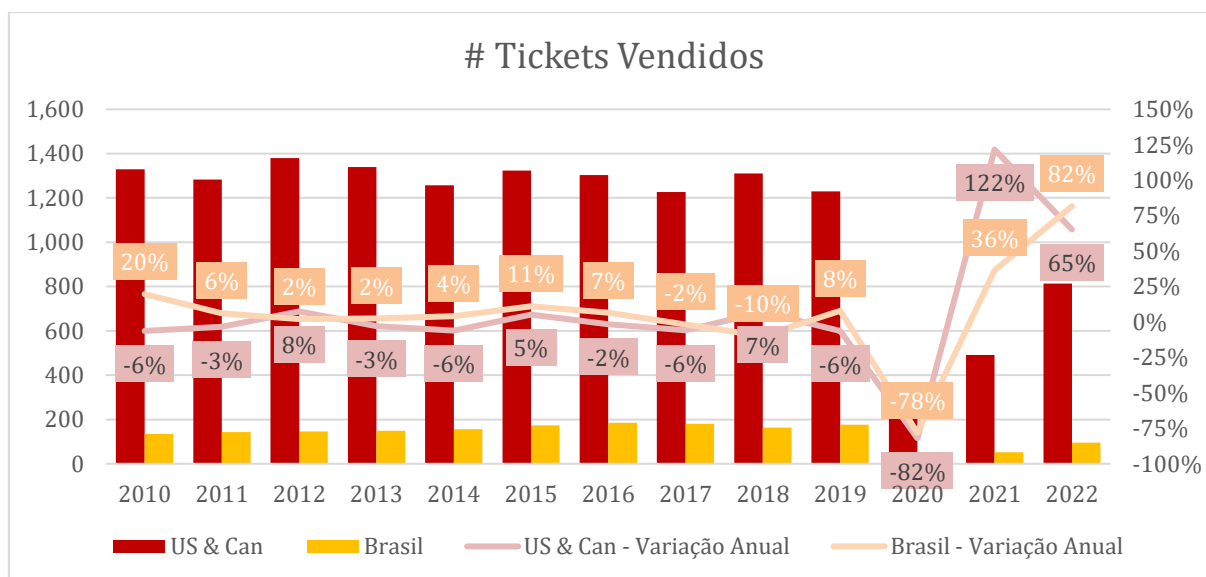
b) Internacional

A Figura 61 ilustra a trajetória da venda de ingressos nos Estados Unidos e no Brasil, destacando suas respectivas taxas de variação anual. A análise do gráfico permite concluir que o Brasil registrou uma taxa de crescimento substancialmente superior à dos Estados Unidos durante o período estudado.

No intervalo entre 2013 e 2019, o Brasil alcançou uma Taxa Composta Anual de Crescimento (CAGR) na venda de ingressos de 2,8%. Em contrapartida, os Estados Unidos exibiram um CAGR negativo de 1,4% no mesmo período.

Várias razões podem explicar essa discrepância nas taxas de crescimento. Primeiramente, é importante considerar que o Brasil é uma economia emergente e, teoricamente, tem um maior potencial para crescimento em comparação a economias já desenvolvidas, como a dos Estados Unidos. Adicionalmente, o Brasil experimentou um expressivo crescimento de sua classe média durante esses anos. Isso resultou na elevação do poder de compra de uma parcela significativa da população, que transitou do estado de pobreza para um patamar econômico em que o consumo de serviços diversos, incluindo o cinema, tornou-se mais acessível.

Figura 61 - Número de Ingressos Vendidos - Setorial - EUA & Brasil



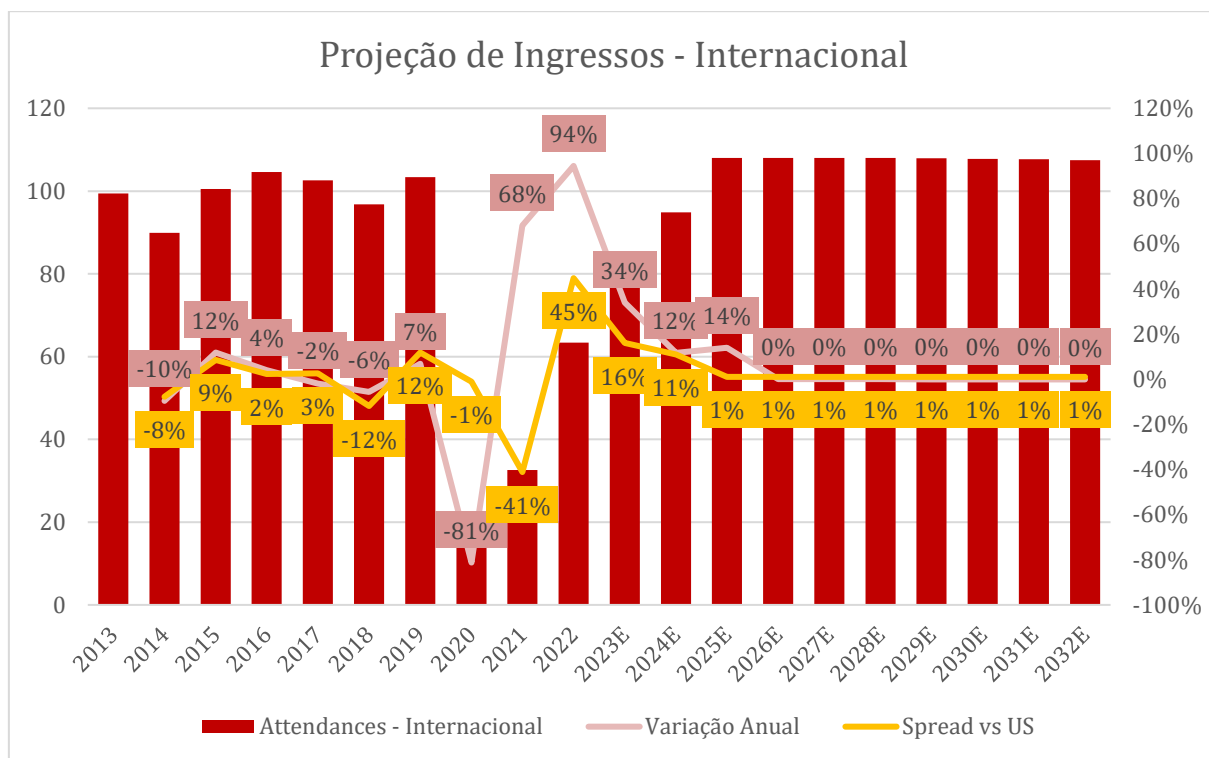
Fonte: The-Numbers e Statista, elaborado pelo autor

Devido à relevância significativa do Brasil na operação internacional da Cinemark — que compreende 43% das telas no cenário global — e considerando que outros países também experimentaram tendências socioeconômicas similares, sobretudo o ascenso da classe média,

optou-se por uma abordagem simplificada para projetar a receita internacional. Especificamente, foi adicionado um incremento de 1% ao crescimento observado nos Estados Unidos para estimar a evolução das vendas globais de ingressos.

A Figura 62 apresenta a projeção relativa ao número de ingressos vendidos nas operações internacionais da Cinemark, corroborando a metodologia adotada para a análise.

Figura 62 - Projeção de Ingressos - Internacional



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Participação do Cinemark

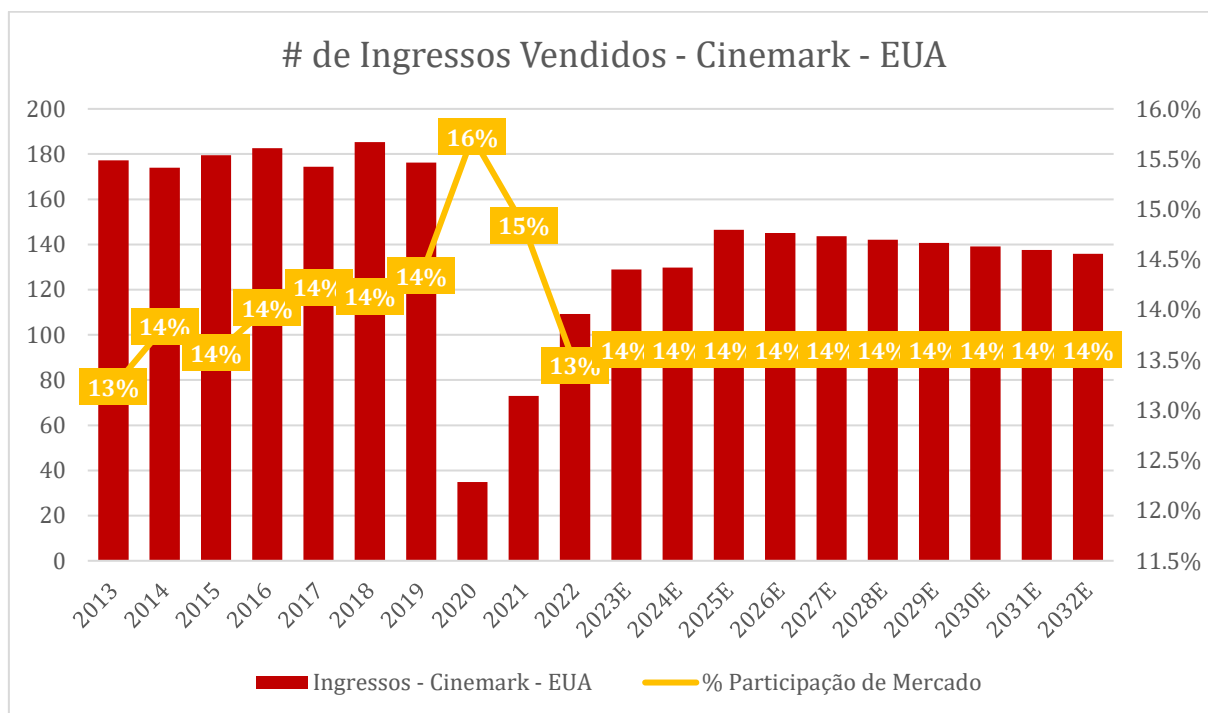
A Figura 63 ilustra a presença de mercado da Cinemark na comercialização de ingressos no setor cinematográfico. Esta análise quantitativa foi conduzida com base nos dados de venda de ingressos divulgados pela própria empresa, comparando-os com as vendas totais de ingressos do setor como um todo.

No intervalo temporal entre 2013 e 2019, a Cinemark expandiu modestamente sua participação no volume de ingressos vendidos, passando de uma fatia de mercado de 13,2% em 2013 para 14,3% em 2019.

Para as projeções futuras, assumimos que a Cinemark manterá a sua participação no mercado americano de 13,6%. Essa previsão é sustentada pela escala considerável das

operações da empresa, que lhe confere a capacidade de proporcionar uma experiência ao cliente superior à média do mercado.

Figura 63 - # de Ingressos Vendidos - Cinemark - EUA



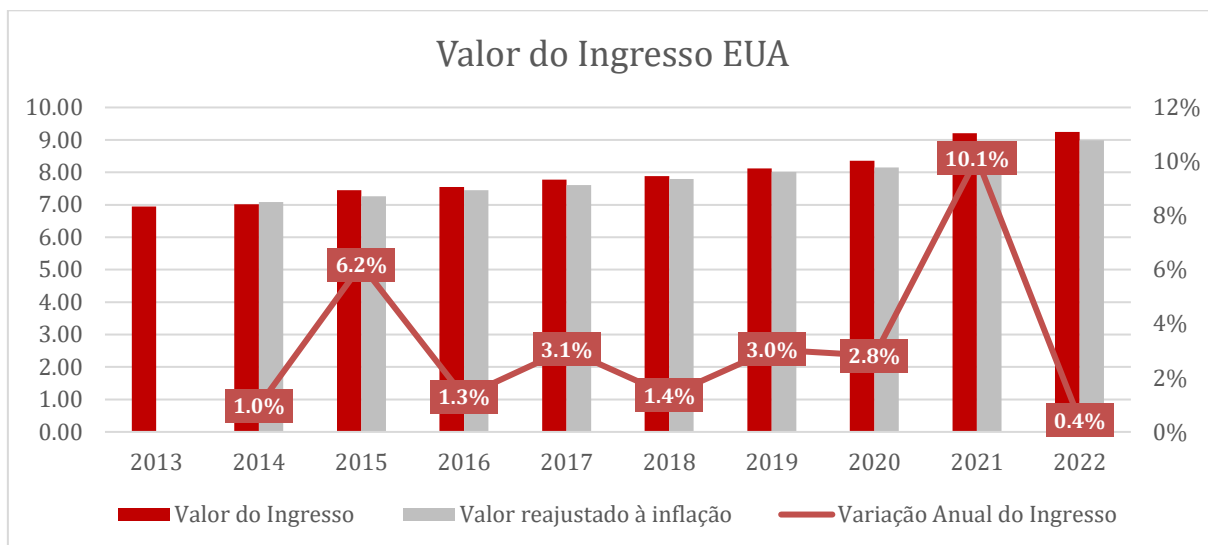
Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Preço do Ingresso Vendido

Estados Unidos

A Figura 64 ilustra a evolução do preço dos ingressos no mercado norte-americano, bem como os valores ajustados pela inflação, utilizando o Índice de Preços ao Consumidor (CPI) dos Estados Unidos como referência, para o período de 2013 a 2022. Durante essa janela de tempo, o Crescimento Anual Composto (CAGR) do preço nominal dos ingressos registrou um aumento de 3,50%. Em contrapartida, quando ajustado pela inflação, o valor dos ingressos exibiu uma taxa de crescimento de 3,01% ao longo do mesmo período.

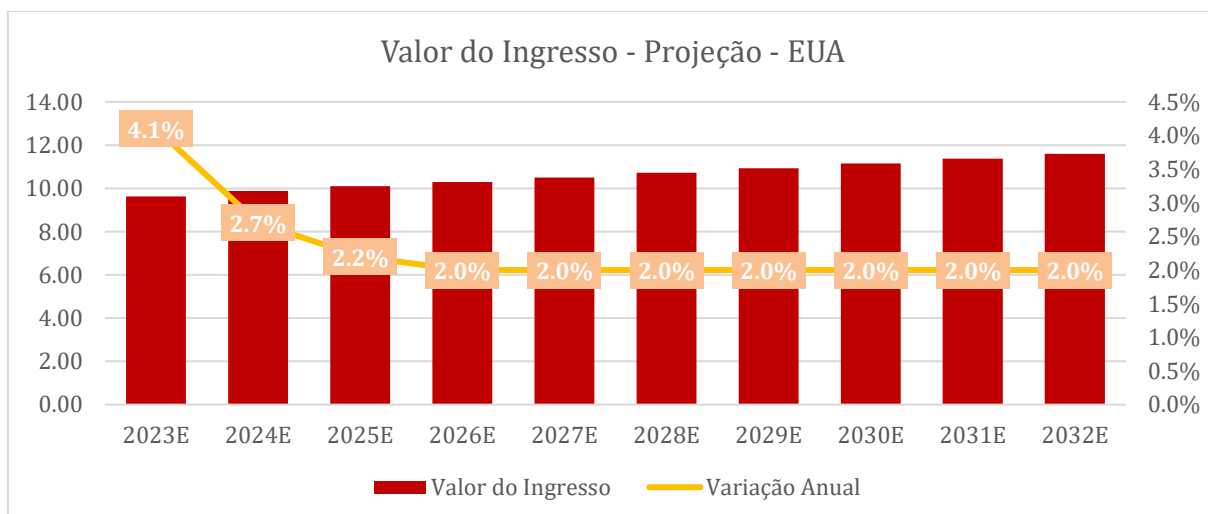
Figura 64 - Valor do Ingresso - US & Can



Fonte: Bureau of Labor Statistics, elaborado pelo autor

O fato de a Cinemark ser capaz de ajustar o preço dos ingressos ao menos em conformidade com a inflação representa um elemento positivo para a sustentabilidade de suas margens operacionais. Na projeção financeira para a empresa, optamos por ajustar o valor dos ingressos exclusivamente com base nas expectativas de inflação do consenso da plataforma Bloomberg para o período futuro (Figura 65). A razão para essa abordagem cautelosa é dupla: primeiro, o crescimento do valor dos ingressos acima da inflação no período de 2013 a 2022 foi marginalmente superior ao índice inflacionário; segundo, a indústria cinematográfica ainda está em processo de recuperação da fase pré-pandêmica, limitando assim o espaço para elevações significativas de preço.

Figura 65 - Valor do Ingresso - Projeção



Fonte: Bloomberg, e elaborado pelo autor

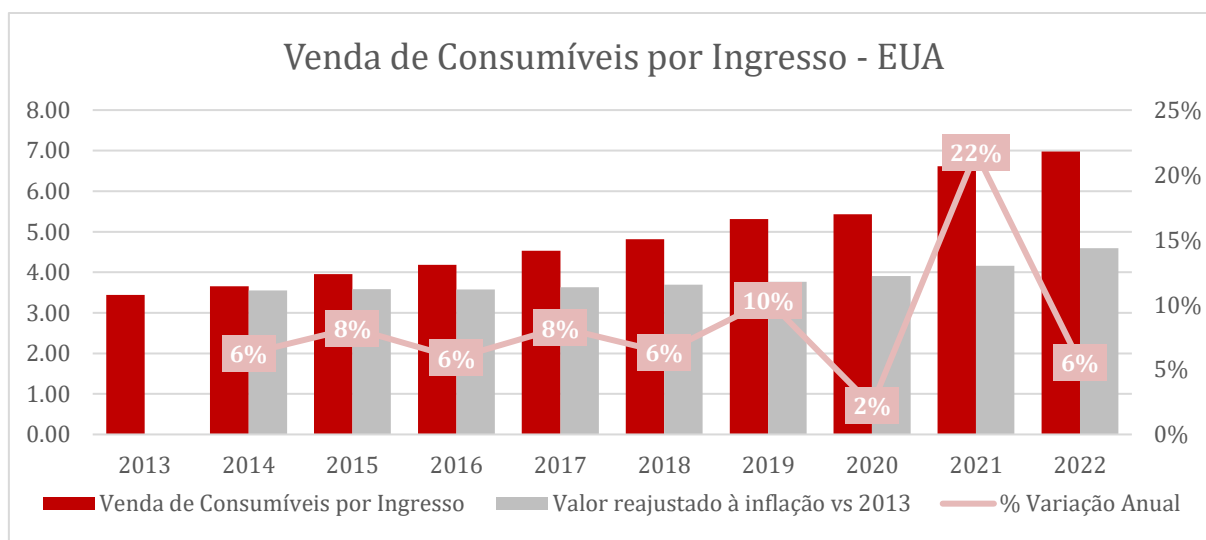
Venda de Consumíveis

Estados Unidos

A Figura 66 destaca o valor médio de consumíveis vendidos por ingresso relacionado à operação da Cinemark na América do Norte. No período compreendido entre 2013 e 2022, a receita proveniente de consumíveis por ingresso registrou um CAGR (Taxa Composta Anual de Crescimento) de 12,5%. Em contraste, a taxa de inflação nos Estados Unidos para o mesmo período ficou em um CAGR de 4,9%.

É importante notar que o desempenho notável da operação da Cinemark deve-se primariamente ao aumento de preço dos produtos comercializados, ao invés de uma mudança significativa no comportamento de compra do consumidor.

Figura 66 - Venda de Consumíveis por Ingresso



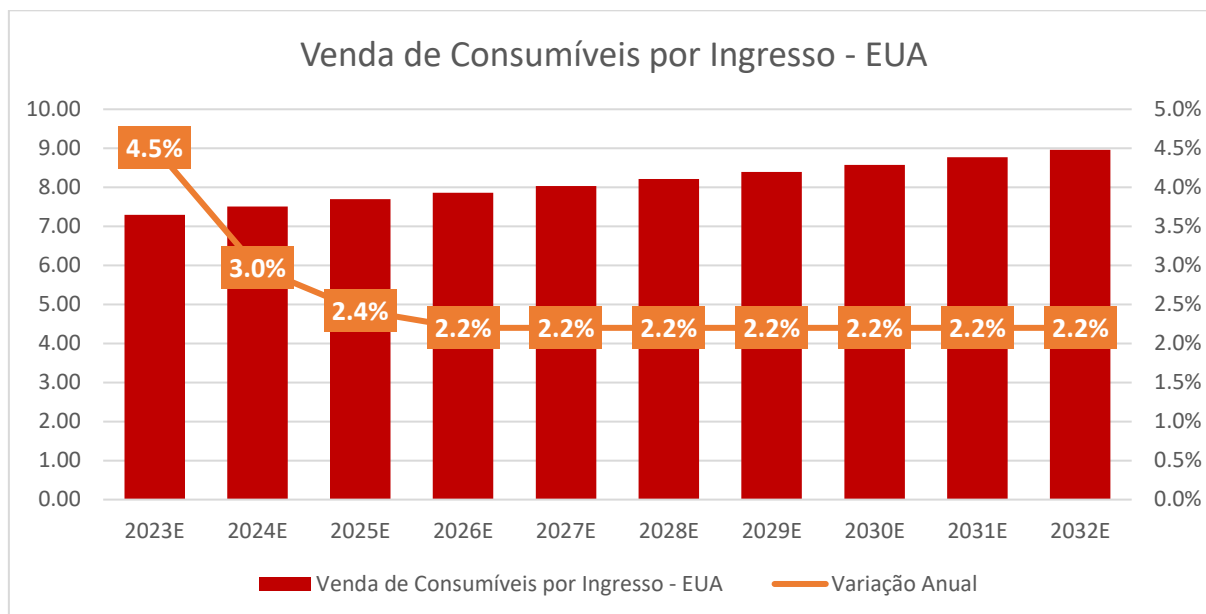
Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Para a modelagem financeira da operação da Cinemark na América do Norte, utilizamos como base a média das projeções fornecidas pelos bancos americanos e disponibilizadas na plataforma Bloomberg, ajustada por um fator de 1,1x.

O multiplicador de 1,1x foi empregado com o objetivo de refletir a continuidade do crescimento do valor dos produtos acima da taxa de inflação nos Estados Unidos, embora de maneira conservadora.

A Figura 67 apresenta de forma elucidativa o resultado dessa projeção financeira.

Figura 67 - Venda de Consumíveis por Ingresso - Projeção



Fonte: Elaborado pelo autor

Venda de Outros Produtos

No contexto da receita, o Cinemark diversifica suas fontes de renda além da venda de ingressos e produtos consumíveis, englobando dois principais grupos:

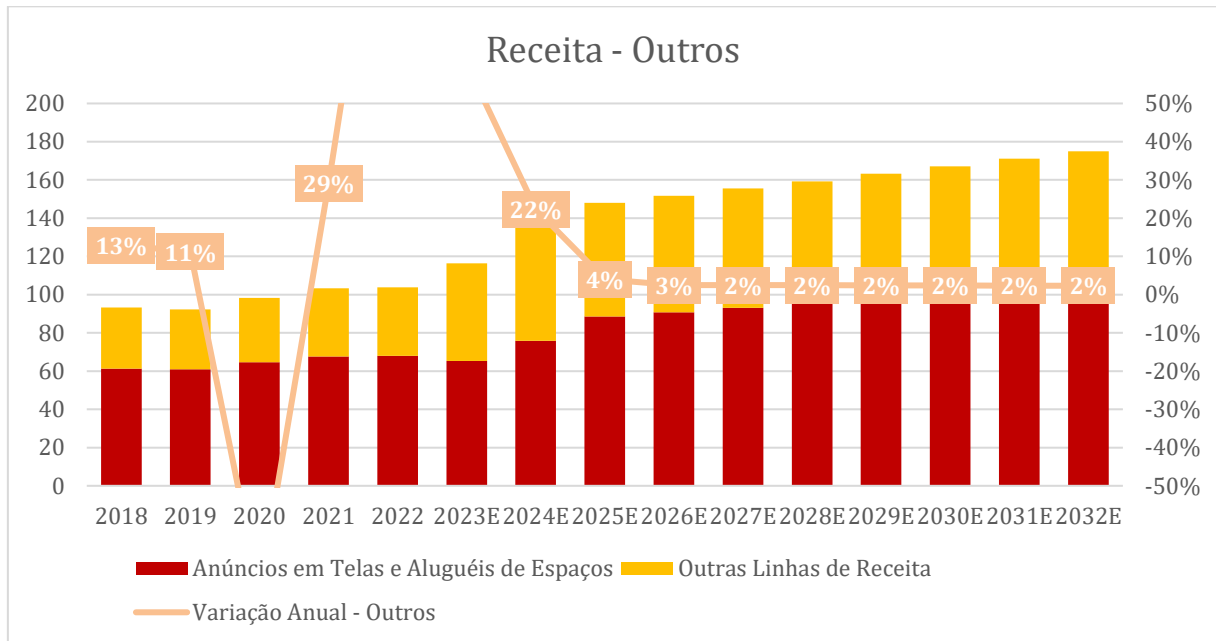
Anúncios em Telas e Aluguéis de Espaços: Neste segmento, anúncios são exibidos perante a projeção dos filmes, proporcionando visibilidade a anunciantes. Adicionalmente, a empresa disponibiliza espaços para locação, utilizados por empresas na realização de eventos.

Outras Fontes de Receita: Esta categoria engloba todas as fontes de renda que não foram previamente classificadas, incluindo taxas de transações, estratégias de marketing promocional, exibição de trailers e vendas oriundas dos fliperamas localizados em algumas unidades.

Para ambos os grupos, a projeção de receita é calculada com base na receita por ingresso, uma vez que variáveis como a receita advinda de anúncios, promoções de marketing e exibição de trailers estão diretamente relacionadas à quantidade de espectadores expostos a essas iniciativas.

A Figura 68 apresenta a evolução histórica e uma projeção das receitas provenientes destas fontes de renda.

Figura 68 - Receita - Outros - Projeção

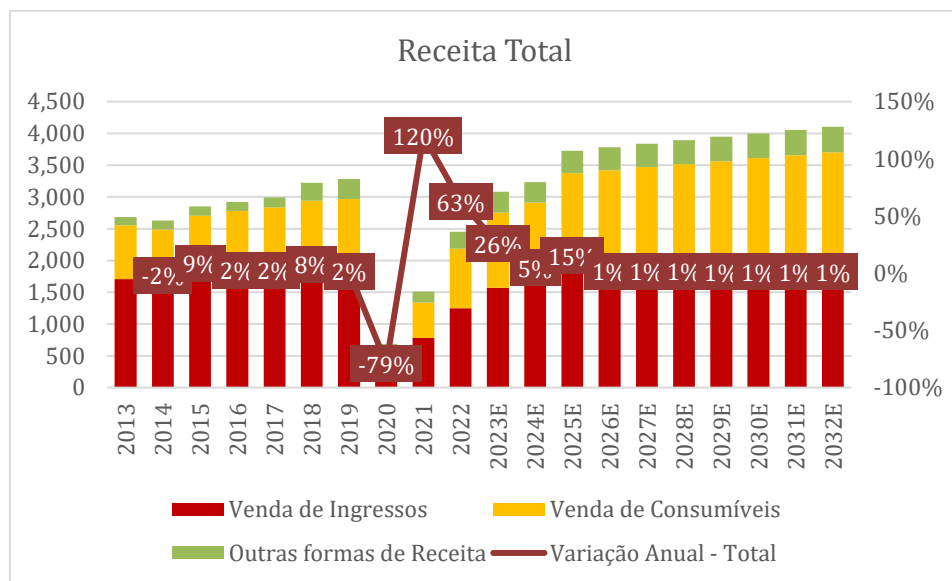


Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Projeção Final da Receita

A Figura 69 mostra o histórico e a evolução da receita do Cinemark.

Figura 69 - Receita Total - Projeção



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

5.2. Projeção de Custos

A estrutura de custos do Cinemark é dividida entre custos operacionais para cada mercado, e custos que abrangem as duas operações (salários de funcionários e aluguéis com escritórios).

Custos com Aluguéis de Filmes e Anúncios

Para a efetiva distribuição de filmes nas salas de cinema, é imperativo estabelecer um acordo entre a entidade proprietária dos cinemas, neste caso, a Cinemark, e a empresa distribuidora dos filmes, como a Warner, por exemplo.

Este acordo é negociado individualmente para cada filme que está previsto para ser lançado nos cinemas. Contudo, a estrutura do acordo tende a seguir um modelo comum na maioria dos casos, onde os cinemas concordam em compartilhar uma determinada parcela da receita obtida com a venda de ingressos com a distribuidora.

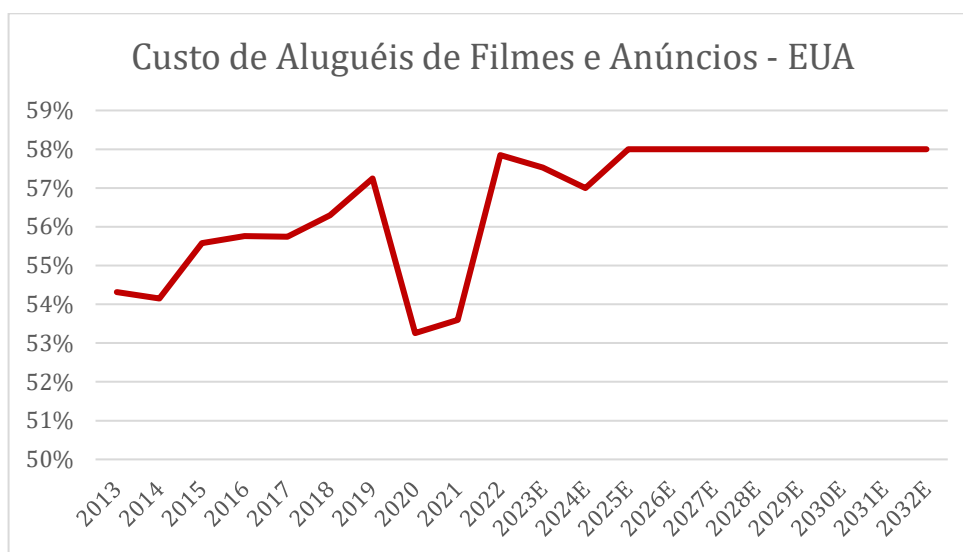
Durante as primeiras semanas de exibição, é comum que as distribuidoras recebam uma parcela maior da receita. Este cenário é justificado pela promoção intensiva e pelo interesse inicial elevado que geralmente acompanham os lançamentos de novos filmes. No entanto, à medida que o tempo avança, a proporção da receita compartilhada tende a inclinar-se favoravelmente em direção aos cinemas, o que se torna um incentivo positivo para os cinemas continuarem a exibir o filme, visto que a ocupação das sessões tende a diminuir.

A Figura 70 ilustra a média de custos relacionados ao aluguel de filmes no intervalo temporal entre 2013 e 2022, período durante o qual se observou uma variação mínima nos valores. Na análise projetada, foi adotada a taxa média atual de 58%, que é um pouco acima do período observado anterior à pandemia.

Na análise da expansão internacional, emprega-se a mesma metodologia de projeção, no entanto, observa-se historicamente um custo reduzido, o que resulta em uma parcela maior da receita retida pelo Cinemark. Uma possível explicação para o menor custo reside no fato de que nos mercados internacionais não há um programa de fidelidade disponível (Cinemark Club), conferindo ao Cinemark um menor custo de ingressos.

É fundamental mencionar que os termos do acordo podem ser influenciados por diversos fatores, incluindo a antecipação do público, a reputação dos atores e diretores envolvidos, bem como o histórico de desempenho tanto da distribuidora quanto da rede de cinemas.

Figura 70 - Custo de Aluguéis de Filmes e Anúncios - Projeção



Fonte: Bloomberg, e elaborado pelo autor

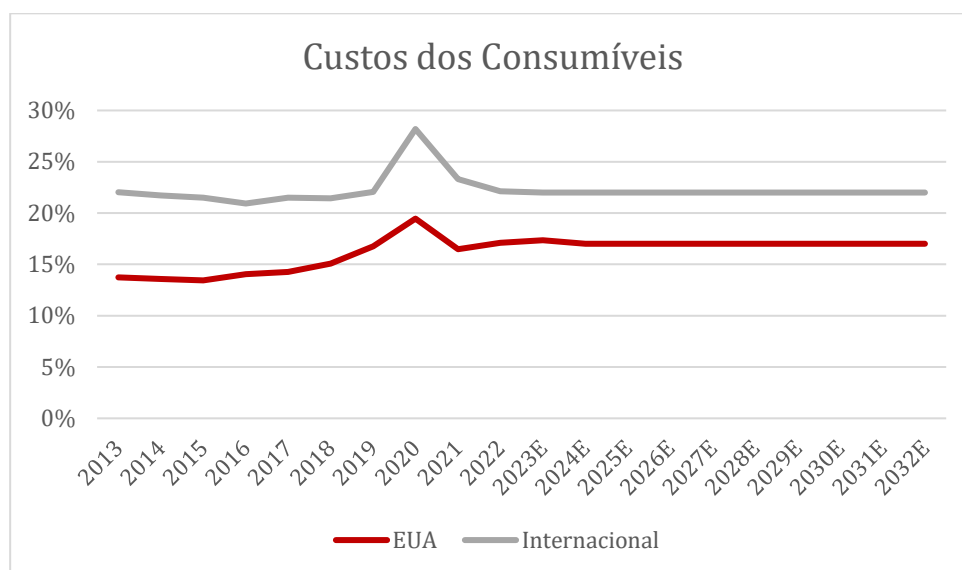
Custos dos Consumíveis

O custo com consumíveis para o Cinemark é extremamente baixo quando comparado com a receita, o que torna a sua receita extremamente valiosa para a operação.

Como revelado pela Figura 71, entre 2013 e 2019, a operação americana tinha um custo de aproximadamente 14% - 17% da receita de consumíveis. No caso da operação internacional, o custo foi um pouco maior, de 22%.

Tanto na operação dos Estados Unidos, quanto na Internacional foram mantidos os custos do período anterior à pandemia, pois não haverá um grande ganho de nível de escala para justificar um menor custo.

Figura 71 - Custos dos Consumíveis



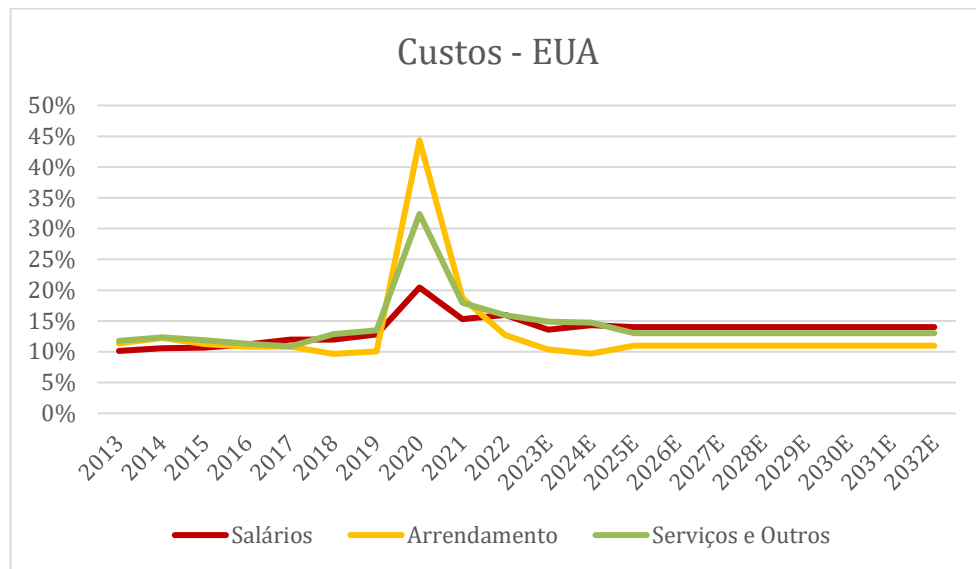
Fonte: Bloomberg, e elaborado pelo autor

Outros Custos da Operação

O Cinemark reporta diversas categorias de custos que integram a margem bruta de suas operações, incluindo salários de colaboradores, despesas de arrendamento e custos com serviços terceirizados, entre outros. As figuras 72 e 73 ilustram a distribuição dessas categorias de custos, nas quais não se observa uma tendência clara para o aumento da eficiência operacional. Tal comportamento é coerente com o fato de que, no período entre 2013 e 2019, a empresa não experimentou um crescimento substancial que permitisse ganhos de escala significativos.

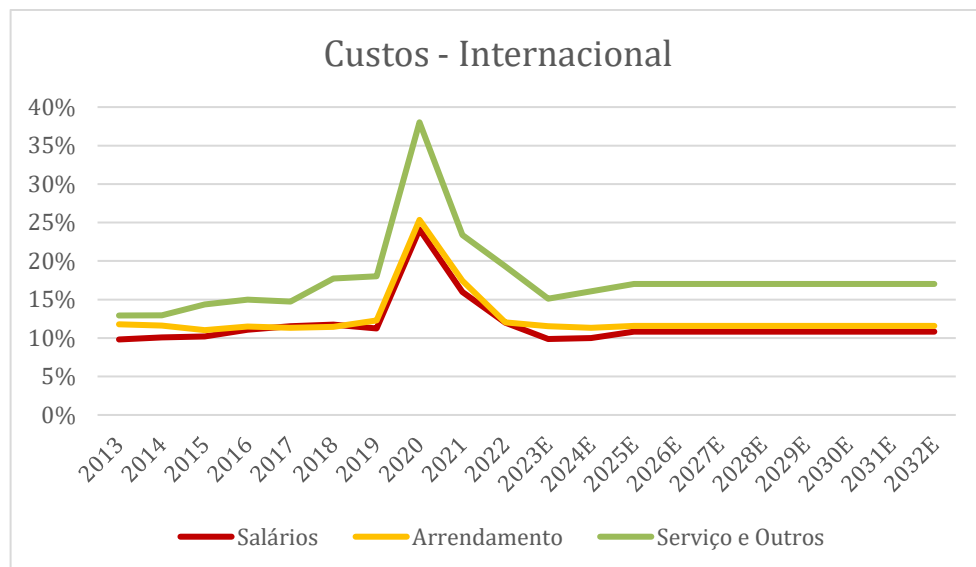
Quanto às projeções financeiras, foi estimado que os anos de 2023 e 2024 atuarão como um período de transição para a recuperação das margens que antecede o impacto da pandemia. A partir de 2025, espera-se que as margens de custo se estabilizem.

Figura 72 - Custos - EUA - Projeção



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Figura 73 - Custos - Internacional - Projeção



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

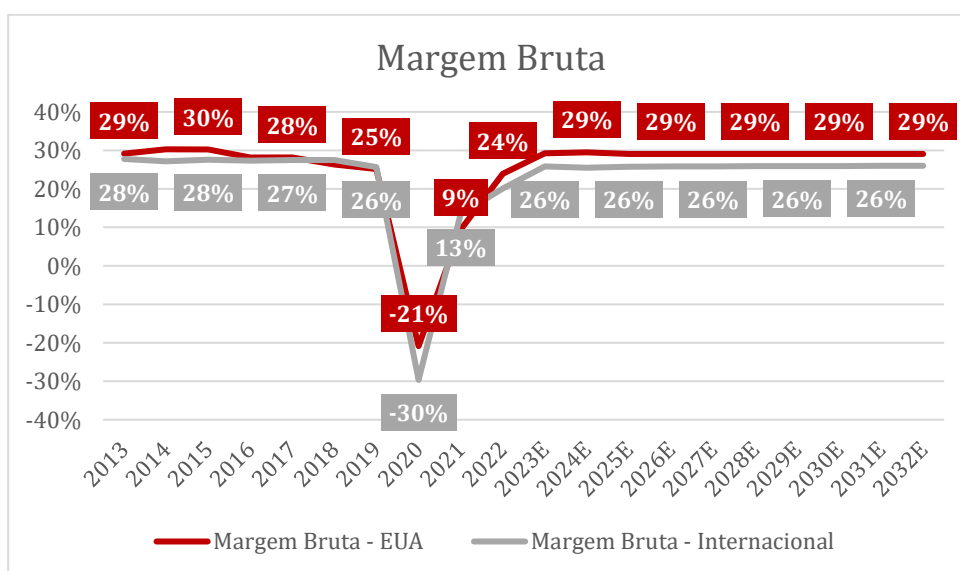
Margem Bruta

A Figura 74 ilustra a evolução da margem bruta das operações da Cinemark nos mercados norte-americano e internacional. No período anterior à pandemia de COVID-19, observa-se uma tendência de leve declínio na margem bruta, com 2019 se destacando como um ano particularmente desafiador devido a uma safra menos expressiva de lançamentos

cinematográficos. Esse cenário contribuiu para um rendimento aquém do esperado no setor de cinema como um todo.

Em relação às projeções futuras, a principal alavanca para o incremento da margem bruta reside no aumento da participação das vendas de produtos consumíveis e outras fontes de receita no faturamento global. Isso se deve ao fato de que esses produtos e serviços possuem margens mais elevadas, conforme discutido anteriormente. Para contextualizar, em 2019, a receita proveniente de ingressos constituía 55% do faturamento total. Contudo, as estimativas para o ano de 2032 sugerem que essa proporção diminuirá para 51%, indicando uma diversificação nas fontes de receita.

Figura 74 - Margem Bruta por Mercado - Projeção



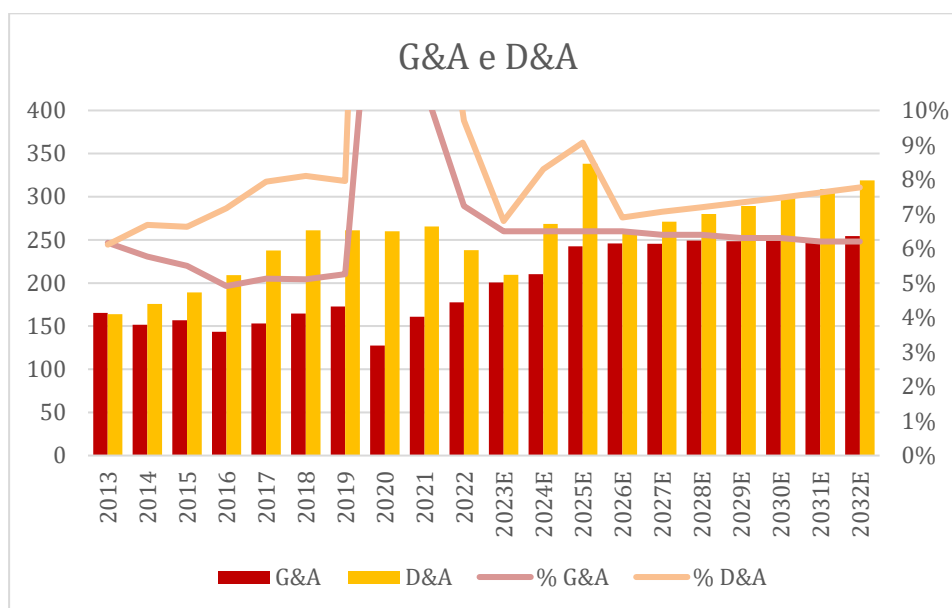
Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Custos e Margens Operacionais

A categoria de despesas denominada G&A (que engloba os gastos com salários de funcionários administrativos, infraestrutura e outros custos operacionais) é pertinente às duas operações conduzidas pelo Cinemark.

A Figura 75 ilustra tanto o histórico quanto a projeção futura das despesas de G&A e D&A (a última será elucidada na seção de Despesas de Capital). Nos anos recentes, as despesas de G&A demonstraram uma variação mínima, exibindo um crescimento marginal. Para a elaboração da projeção, foi considerado o novo patamar de custos estabelecido durante o período pandêmico, o qual provocou uma escalada inflacionária nos salários.

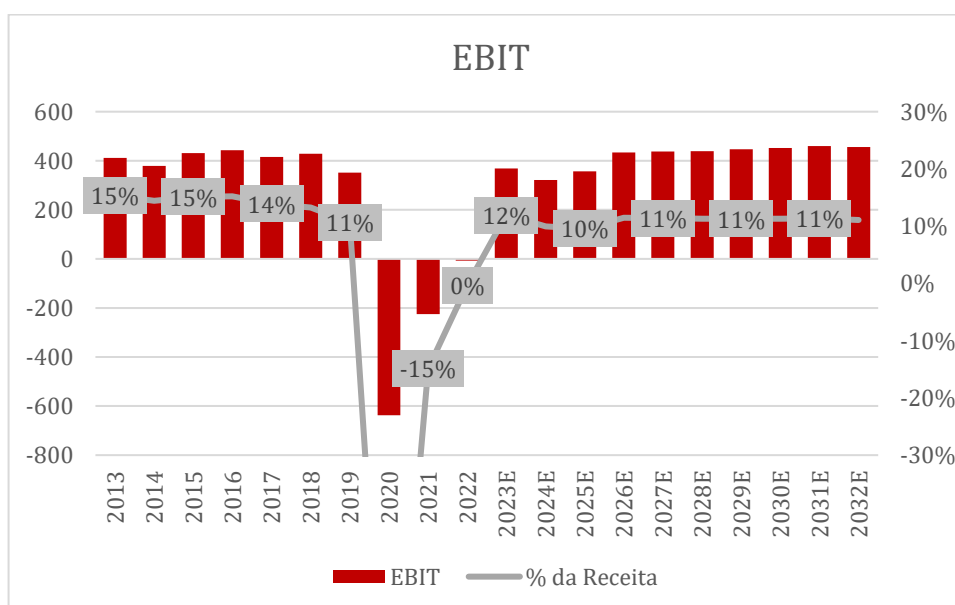
Figura 75 - Custos de G&A e D&A - Projeção



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

A Figura 76 ilustra a evolução histórica e as projeções futuras da margem operacional da Cinemark. A expansão prevista na margem nos próximos anos será atribuída majoritariamente ao crescimento da receita oriunda de consumíveis e de outras fontes de receita diversificadas. É importante ressaltar que a margem bruta desses segmentos é significativamente superior à obtida através da venda de ingressos, conforme detalhado anteriormente.

Figura 76 - Lucro Operacional e Margem Operacional - Projeção

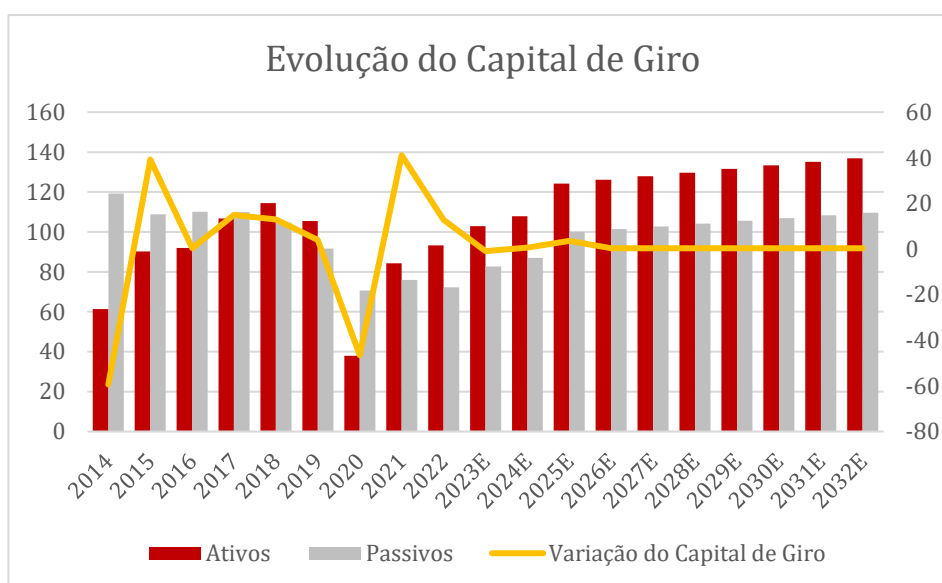


Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

5.3. Capital de Giro

A Figura 77 mostra a evolução do Capital de Giro da operação do Cinemark. Para o cálculo dos Ativos foi usado as linhas de Contas a Receber e Inventário, enquanto para os passivos foi usado a linha de Contas a Pagar.

Figura 77 - Capital de Giro



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

5.4. Projeção das Despesas de Capital

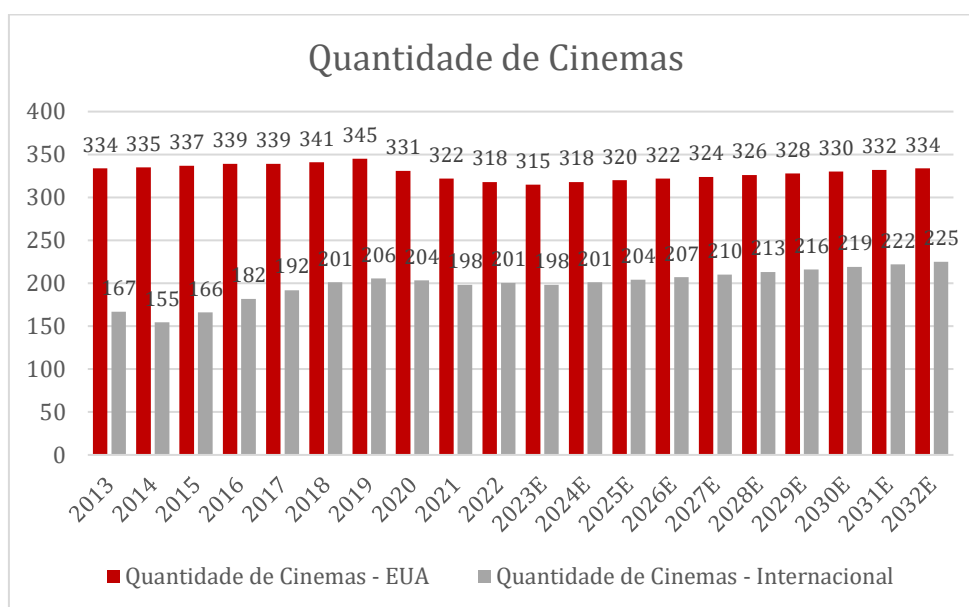
A Figura 78 delinea tanto a trajetória histórica quanto as projeções futuras relativas ao número de cinemas da Cinemark em diferentes mercados.

No período pré-pandemia, observa-se uma expansão modesta no número de cinemas nos Estados Unidos, com um acréscimo de apenas 11 unidades de 2013 a 2019. Esse dado sugere uma estratégia cautelosa de crescimento no mercado norte-americano. Contrariamente, o cenário internacional mostrou um aumento mais robusto, de 167 unidades em 2013 para 206 em 2019.

Em relação às perspectivas futuras, as projeções indicam que, no mercado norte-americano, a Cinemark tem planos de uma expansão incremental anual. Esta estratégia aparenta focar em capitalizar sobre redes de cinema que possam estar enfrentando desafios financeiros devido ao impacto da pandemia. No entanto, não há evidências concretas que apontem para uma tendência significativa de consolidação no setor de cinemas atualmente.

No contexto internacional, a empresa também adota uma postura conservadora quanto à adição de novas unidades. Atualmente, não há manifestação explícita por parte dos executivos da Cinemark de que haverá uma expansão agressiva nas operações no mercado latino-americano. Esta cautela parece estar atrelada ao objetivo de reduzir o nível de endividamento da operação. Contudo, dada a expectativa de desenvolvimento sustentado no mercado latino-americano nos anos vindouros, existe a possibilidade de que a Cinemark venha a expandir sua presença de forma mais significativa.

Figura 78 - Quantidade de Cinemas



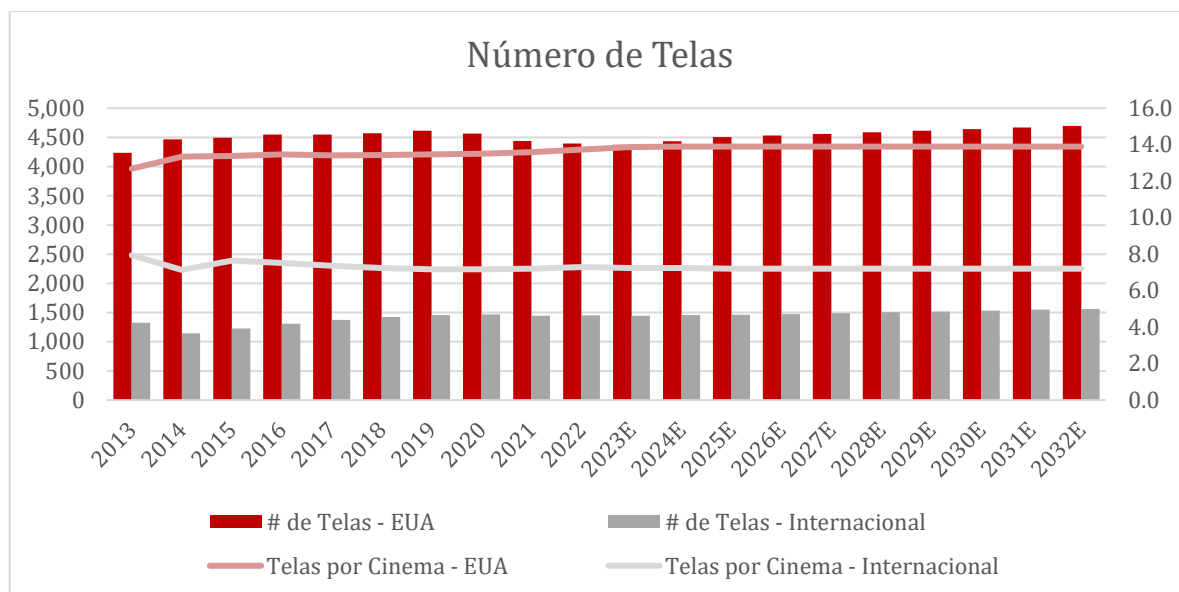
Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

A Figura 79 oferece uma análise detalhada tanto do histórico quanto das projeções futuras relacionadas ao número de telas nas instalações do Cinemark. Este estudo utiliza uma métrica específica, "Telas por Cinema", para antecipar a quantidade de telas que a rede Cinemark possivelmente disporá nos anos vindouros.

Em relação à operação da empresa nos Estados Unidos, os dados de 2019 apontam para uma média de 13,5 telas por cinema. Atualmente, essa média aumentou ligeiramente para 13,9 telas por estabelecimento. Este incremento sugere que cinemas com um menor número de telas podem ter encerrado suas atividades durante o período da pandemia. Para as projeções futuras, adotou-se o valor atualizado de 13,9 como novo padrão para o número de telas por cinema.

No cenário internacional, a pandemia parece não ter exercido impacto significativo sobre a métrica, que se mantém estável em 7,2 telas por cinema. Este número é estruturalmente inferior ao observado nas operações estadunidenses da rede. Para as projeções futuras em mercados internacionais, a métrica de 7,2 telas por cinema foi mantida como constante.

Figura 79 - Número de Telas



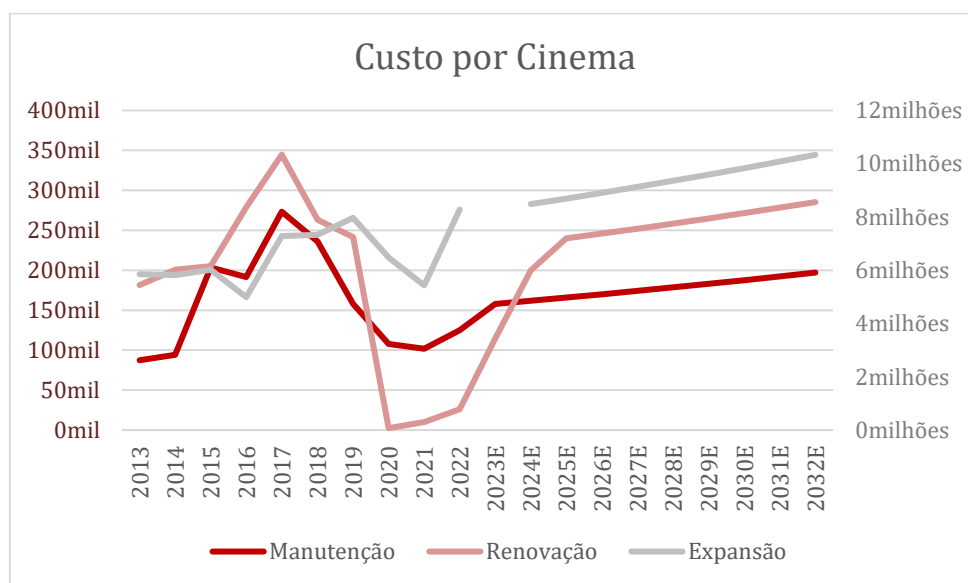
Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

A análise da projeção das despesas de capital foi categorizada em três segmentos distintos: Manutenção, Renovação e Expansão. Utilizando dados históricos fornecidos pela empresa em relatórios de resultados e apresentações, conseguimos fazer estimativas para cada um desses segmentos. Essas estimativas foram baseadas na projeção do número de cinemas que estarão em operação ou que serão inaugurados.

A Figura 80 ilustra o custo por cinema para cada um dos três segmentos. Enquanto os custos de Manutenção e Renovação são representados no eixo esquerdo, o de Expansão é mostrado no eixo direito. A análise do gráfico revela que, antes da pandemia, os custos associados à Manutenção e Renovação eram elevados devido à adoção de novas tecnologias nas salas de cinema. No entanto, esses custos diminuíram em 2019.

Para as projeções futuras, os custos foram ajustados para refletir os níveis observados em 2019, levando em consideração o impacto da inflação e a queda de custo que estava acontecendo.

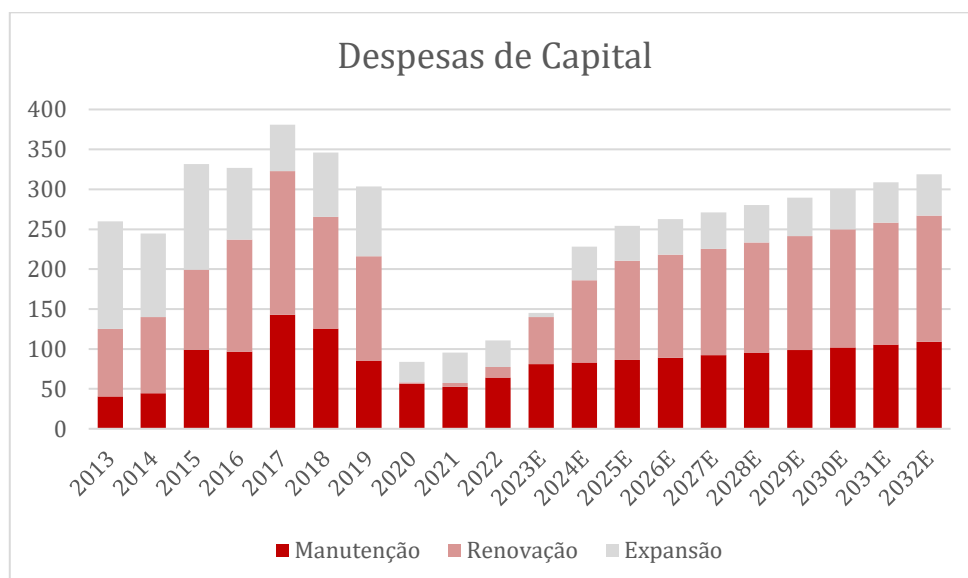
Figura 80 - Custo por Cinema



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

A Figura 81 mostra as Despesas de Capital tanto no histórico, quanto na projeção. Para 2023, a equipe de executivos indicou que o gasto seria de 150 milhões, valor muito menor em relação a 2019, que foi 304 milhões.

Figura 81 - Despesas de Capital



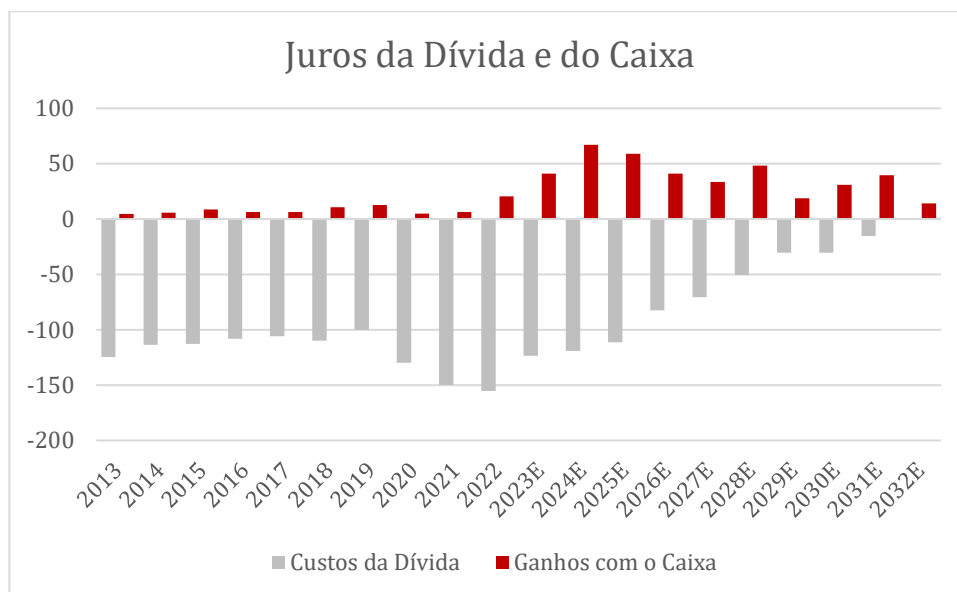
Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

5.5. Endividamento

Para projetar os impactos da dívida do Cinemark, foi assumido de que a empresa irá pagar todas as dívidas em suas respectivas datas de vencimento. Além disso, para calcular os custos dos juros das dívidas, foi utilizado as suas respectivas taxas de juros.

A Figura 82 mostra os custos com os juros da dívida e o rendimento a partir do caixa da empresa.

Figura 82 - Juros da Dívida e do Caixa

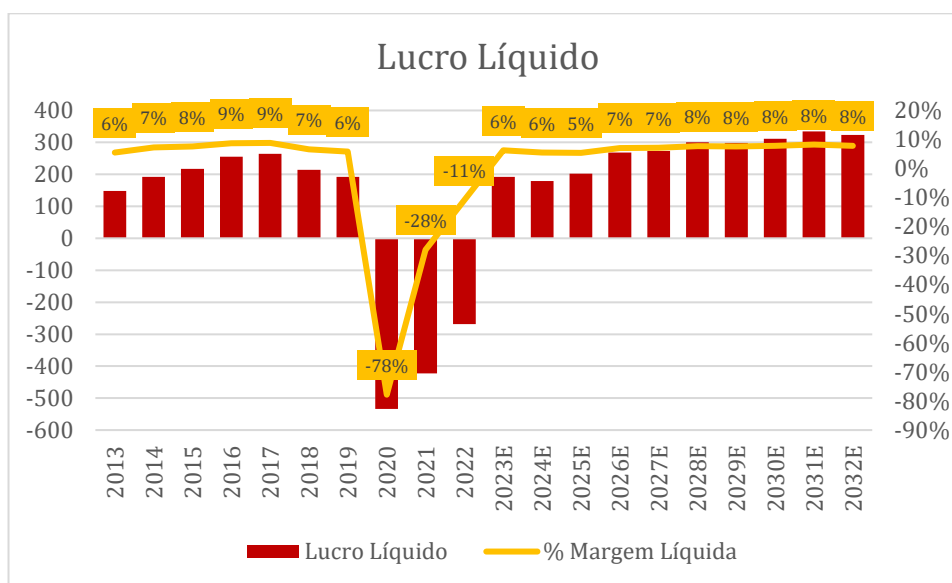


Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

5.6. Imposto de Renda e Lucro Líquido

A Figura 83 mostra o histórico e a projeção do lucro líquido da operação. O aumento de margem líquida projetada se deve a melhor margem operacional e menor estrutura de dívida, que será zerada em 2031. Para o cálculo da taxa de imposto, foi adotado 24,5%.

Figura 83 - Lucro Líquido



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

5.7. Depreciação e Amortização

Para a projeção da Depreciação foi adotado níveis semelhantes ao histórico para o período entre 2024 e 2026, e depois ela passa a igualar o valor das Despesas de Capital.

5.8. Avaliação da Companhia (Múltiplos e o DCF)

A partir das premissas abordadas na seção anterior, e das projeções resultantes, é possível avaliar o valor teórico do Cinemark a partir do método de fluxo de caixa descontado para a firma, conforme a Figura 84.

Figura 84 - Fluxo de Caixa Descontado para a Firma

		31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031	31/12/2032	
Free Cash Flow to Firm	Unid.	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Perpetuidade
(=) EBIT	[U\$mm]	369	322	357	434	437	439	447	452	459	456	7.008
% Aliquota Efetiva	[%]	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%
(=) NOPAT	[U\$mm]	278	243	270	328	330	331	337	341	347	344	5.291
(+) D&A	[U\$mm]	209	269	338	261	271	280	289	299	309	319	4.906
(+/-) WC	[U\$mm]	1	(1)	(4)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(6)
(-) Capex	[U\$mm]	(145)	(228)	(254)	(263)	(271)	(280)	(289)	(299)	(309)	(319)	(4.906)
(=) Free Cash Flow to Firm	[U\$mm]	344	283	350	326	330	331	337	341	347	344	5.285

Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Descontando o fluxo, a partir do WACC calculado na seção 2 é possível chegar ao valor presente do fluxo em um horizonte de 10 anos. O valor do ativo na perpetuidade foi calculado a partir do método explicado na seção 2.

O resumo da avaliação do Cinemark está na Figura 85 que mostra o preço por ação por meio da avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado, U\$28,24.

Figura 85 - Resumo da Avaliação do Cinemark

RESUMO	Unid.	
Valor Presente do Fluxo de Caixa	[U\$'mm]	2.411
Crescimento Perpetuidade ("g")	[%]	1%
Valor da Perpetuidade	[U\$'mm]	2.694
Valor da Firma	[U\$'mm]	5.105
(-) Dívida Líquida	[U\$'mm]	-1.670
Valor das Ações	[U\$'mm]	3.435
Número de Ações		121.613
Preço por Ação	[U\$]	28,24
Múltiplos Implícitos		
VF / LAJIDA 24E	[x]	8,6x
VF / LAJIDA 25E	[x]	7,3x
VA / LL 24E	[x]	19,1x
VA / LL 25E	[x]	17,0x

Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

A Figura 86 apresenta os múltiplos das empresas cinematográficas, incluindo aquelas com operações similares à Cinemark, com o propósito de comparar as projeções futuras relacionadas ao preço por tela do ativo. As abreviações PDM e PVM representam, respectivamente, Próximos Doze Meses e Próximos Vinte e Quatro Meses. Esses múltiplos refletem as estimativas para os próximos quatro trimestres ou para o período entre o oitavo trimestre e o quinto.

Para contextualizar o valor da Cinemark em relação ao setor de mídia e entretenimento, foram selecionados ativos de empresas competidoras de cinema (AMC Entertainment, Cineplex e iMAX), produtores de conteúdo (Disney, Fox Corporation e Paramount) e empresas centradas em parques (SeaWorld Parks & Entertainment, Six Flags e Cedar Fair), cujo entretenimento também é presencial.

Entre os ativos cinematográficos (AMC, IMAX, NCMI, CGX), a Cinemark e o Cineplex se destacam ao exibir múltiplos menores em relação à AMC e ao IMAX.

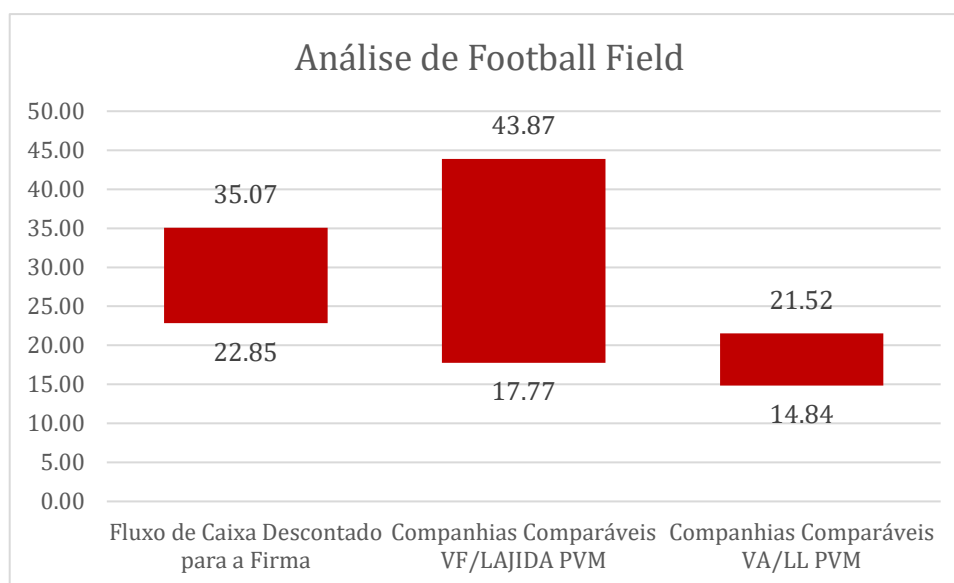
Figura 86 - Resumo dos Múltiplos do Setor

Empresa	Setor	VF / LAJIDA		VA / LL	
		PDM	PVM	PDM	PVM
CNK	Cinemas	5,9x	5,2x	11,7x	8,7x
AMC	Cinemas	11,4x	8,3x	-	-
CGX	Cinemas	6,1x	6,0x	9,0x	8,3x
IMAX	Cinemas	8,1x	7,4x	16,7x	13,8x
DIS	Distribuidor/Produtor	12,0x	10,8x	20,1x	16,9x
FOXA	Distribuidor/Produtor	6,3x	6,1x	9,0x	8,1x
PARA	Distribuidor/Produtor	8,6x	8,1x	11,8x	9,3x
SEAS	Parques	7,0x	6,8x	11,0x	10,2x
SIX	Parques	9,3x	8,6x	13,2x	10,3x
FUN	Parques	7,5x	7,0x	11,0x	9,5x

Grupo	VF / LAJIDA		VA / LL	
	PDM	PVM	PDM	PVM
Média Ex- CNK	8,5x	7,7x	12,7x	10,9x
Mediana Ex-CNK	8,1x	7,4x	11,4x	9,9x
Média Cinemas Ex-CNK	8,5x	7,9x	12,7x	10,8x
Mediana Cinemas Ex-CNK	8,0x	7,6x	11,4x	9,9x

Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Figura 87 - Análise de Football Field



Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

Conforme a Figura 87, foram feitos três intervalos de valor da ação da Cinemark:

- **Fluxo de Caixa Descontado para a Firma:** os valores compreendem o intervalo de valor da ação variando a taxa de desconto +/- 1,0%, mantendo fixo o crescimento da perpetuidade
- **Companhias Comparáveis (VF/LAJIDA PVM):** visto que os próximos doze meses os ativos irão ser prejudicados pelos efeitos da longa greve dos escritores e de atores, foi usado a métrica PVM. Os valores compreendem o intervalo do valor da ação variando o múltiplo em +/- 2,0%.
- **Companhias Comparáveis (VA/LL PVM):** visto que os próximos doze meses os ativos irão ser prejudicados pelos efeitos da longa greve dos escritores e de atores, foi usado a métrica PVM. Os valores compreendem o intervalo do valor da ação variando o múltiplo em +/- 2,0%.

5.9. Análise de Sensibilidade

A Figura 88 mostra a sensibilidade da análise realizada pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, variando a taxa de crescimento na perpetuidade g entre -2% e 3%, e a taxa média do custo de capital entre 5,6% e 10,6%.

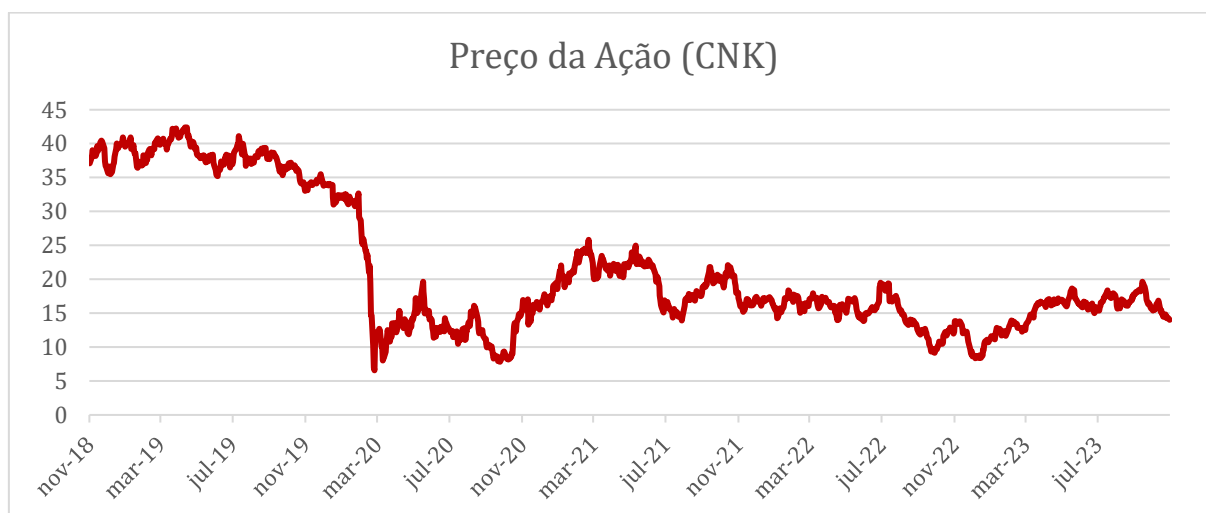
Figura 88 - Sensibilidade de g e WACC

Preço Atual		Taxa de Crescimento na Perpetuidade (g)					
R\$	28,24	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%
WACC	5,6%	29,70	33,30	38,18	45,17	56,06	75,32
	6,6%	24,68	27,23	30,56	35,07	41,55	51,62
	7,6%	20,72	22,59	24,95	28,03	32,21	38,21
	8,6%	17,52	18,92	20,66	22,85	25,70	29,57
	9,6%	14,87	15,95	17,26	18,86	20,90	23,54
	10,6%	12,66	13,50	14,50	15,71	17,20	19,09

Fonte: RI do Cinemark (2023) - www.ir.cinemark.com, elaborado pelo autor

A Figura 89 mostra o histórico do preço da ação do Cinemark até o dia 21 de Novembro (\$14,02).

Figura 89 - Preço da Ação (CNK)



Fonte: Yahoo Finance

6 Conclusão

O presente trabalho teve como objetivo obter, através da modelagem financeira, uma estimativa para o valor justo do Cinemark. Como objetivo secundário, destaca-se o estudo do mercado de cinemas e de mídia, principalmente nos Estados Unidos.

Para o desenvolvimento do trabalho, foi preciso pesquisar sobre os diversos métodos de avaliação de empresa, sendo o Fluxo de Caixa Descontado o escolhido. Depois, foi feita uma avaliação do ativo do Cinemark, procurando entender as suas principais características, tanto qualitativas, quanto quantitativas. Após esta coleta de dados, foi feita uma análise setorial do setor de Cinemas e do setor de mídia, sendo realizado também uma pesquisa sobre o comportamento dos consumidores.

Depois foi realizado uma projeção de receita e custos do Cinemark até 2032. Com o objetivo de entender qual seria o nível de queda de receita para o setor norte americano, foi realizado uma projeção a partir do número de ingressos por adulto e projetado um nível pequeno de queda até 2032. Com isso, e com a projeção do preço do ingresso seguindo a inflação projetada para o período, chegou-se à receita total do mercado de cinemas.

Com este número, foi projetado de que o Cinemark manteneria a mesma participação no mercado nos próximos anos, o que resultou na receita com ingressos para o Cinemark nos Estados Unidos. Para a operação internacional, foi adicionado 1% ao nível de crescimento por questões socio-demográficas desses países menos desenvolvidos, que devem crescer mais que o Estados Unidos nos próximos anos.

Para o produto de consumíveis, foi projetado um crescimento de 10% acima da inflação para o gasto de consumíveis por ingresso vendido, visto que historicamente essa linha de receita cresce acima da inflação.

Para a linha de custos de produção dos produtos, foi projetado uma volta para os níveis anteriores da pandemia em relação aos custos, porém, o maior crescimento da linha de consumíveis favoreceu a margem bruta da operação.

O resultado final foi da projeção levou a um preço alvo de \$28,24, uma valorização de 103% em relação ao preço de fechamento do dia 23 de Novembro.

Por fim, foi realizado uma comparação com os múltiplos atuais do Cinemark (CNK) com empresas comparáveis, o que mostrou que a empresa apresenta um múltiplos menor em relação a eles. Por fim, foi feita uma análise de sensibilidade entre o WACC e a Taxa de Crescimento na Perpetuidade (g), o que mostrou que mesmo em cenários de maiores estresses dessas variáveis, ainda há possibilidade de valorização em relação ao preço atual do ativo.

Entre os possíveis motivos para a atual grande desvalorização do ativo do Cinemark estão: (i) Falta de confiança na longevidade do modelo de cinemas após o período da pandemia, (ii) Atual cenário de juros altos, o que penaliza ativos mais alavancados, (iii) Longevidade das

greves de atores e dos escritores de Hollywood, que gerou um atraso de quase um ano na produção de novos filmes, comprometendo o calendário de lançamentos em 2024.

Em relação ao primeiro motivo, a divergência do autor em relação a essa afirmação reside na ideia de que o hábito de ir ao cinema não parece estar ameaçado no momento, principalmente pelo fato de que a propagação dos serviços de *streaming* já aconteceu, e que nem mesmo um evento como a pandemia, que fechou todos os cinemas, conseguiu acabar com o hábito, apesar de ter prejudicado. O hábito de ir ao cinema é também um evento social, que permite ter acesso a um filme lançamento exclusivo aos cinemas e um ótimo ambiente (poltronas confortáveis, telas grandes e ótimo som) por um preço acessível em relação a outros tipos de entretenimento presenciais. Por isso, o autor acredita que o setor de cinemas não irá acabar, e deve se manter “vivo” por décadas.

Para o segundo motivo, o autor entende que a empresa é uma ótima geradora de caixa, e as dívidas apresentam um prazo maior de vencimento, o que permitirá o pagamento sem grandes problemas nos próximos anos.

O terceiro motivo é na opinião do autor um grande impedimento para a valorização do ativo, visto que as greves comprometeram os lançamentos a quantidade de lançamentos parra 2024. Porém, mesmo que ainda ocorra dificuldades em 2024, quando é analisado o longo prazo da operação, esse obstáculo se mostra como uma oportunidade para o investidor de longo prazo.

Com base nas análises descritas, chegou-se a conclusão de que o ativo negociado em bolsa do Cinemark se apresenta como uma ótima oportunidade de investimento em relação aos níveis atuais de preço (23 de Novembro de 2023).

REFERÊNCIAS

BOXOFFICE COMPANY. **Cinema News Intl.** Disponível em: <https://www.boxofficepro.com/>. Acesso em 27 de maio de 2023

BLOOMBERG. **Plataforma Bloomberg.** Disponível em: . Acesso em: 11 de novembro

de 2023

CINEMARK - **Form 10K** - SEC. [S. l.], 31 dez. 2022. Disponível em: <https://ir.cinemark.com/sec-filings/all-sec-filings/content/0000950170-23-004235/0000950170-23-004235.pdf>. Acesso em: 27 maio 2023.

Cinemark Holdings, Inc. (CNK) Stock Historical Prices & Data - Yahoo Finance.

Disponível em:

<<https://finance.yahoo.com/quote/CNK/history?period1=1542844800&period2=1700611200&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>>. Acesso em: 23 nov. 2023.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Measuring and Managing the Value of Companies**. 5th ed. New York: Wiley, 2010. 840 p.

DAMODARAN, A. **Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran**.

Disponível em: <<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 3rd ed. New York: Wiley, 2012. 992 p.

DELOITTE. **2023 media & entertainment industry outlook**. Disponível em: <<https://www2.deloitte.com/us/en/pages/technology-media-and-telecommunications/articles/media-and-entertainment-industry-outlook-trends.html>>. Acesso em: 18 de novembro de 2023.

FINANCIAL **Information - Cinemark Holdings, Inc.** [S. l.], 31 mar. 2023. Disponível em: <https://ir.cinemark.com/financial-information>. Acesso em: 27 maio 2023.

GREENWALD, B. C.; JUDD KAHN. **Competition demystified: a radically simplified approach to business strategy**. New York: Portfolio, 2005.

IBISWorld - **Industry Market Research, Reports, and Statistics**. Disponível em: <<https://www.ibisworld.com/us/bed/number-of-cable-tv-subscriptions/4625/>>. Acesso em 19 de Novembro de 2023.

IMAX - **Stock Information: Investors Relations**. [S. l.], 26 maio 2023. Disponível em: <https://www.imax.com/content/stock-information>. Acesso em: 27 maio 2023.

INFRONT ANALYTICS. **Market multiple valuation of IMAX Corp.** (IMAX | CAN). [S. l.], 27 maio de 2023. Disponível em: <https://www.infrontanalytics.com/fe-EN/30240NC/Imax-Corp-/market-valuation>. Acesso em: 27 maio 2023.

Investors. Disponível em: <https://ir.cinemark.com/>. Acesso em: 18 de novembro de 2023

The Future of Multichannel Video: Moving Forward, Or Moving On. Disponível em: <https://ir.charter.com/>. Acesso em 19 de Novembro de 2023.

LAMBERT, Connor. **The Conundrum of Media valuations in the storm.** BDO Industry Global, 21 jul. 2021. Disponível em: <https://www.bdo.global/en-gb/blogs/tech-media-watch-blog/july-2021/the-conundrum-of-media-valuations-in-the-storm>. Acesso em: 27 maio 2023.

Leading cinema circuits in North America by number of screens 2020. Disponível em: <https://www.statista.com/statistics/188565/north-american-movie-theater-circuits-by-number-of-screens>.

MOUZI, Nadia. **MEDIA - Communication - Transaction Multiples.** Epsilon Research, 14 dez. 2022. Disponível em: <https://www.epsilon-research.com/valuation-multiples/media-communication?sectorId=15470>. Acesso em: 27 maio 2023.

MORNINGSTAR **Ratings - Valuation - Cinemark Holdings, Inc.** [S. l.], 27 maio 2023. Disponível em: <https://www.morningstar.com/stocks/xnys/cnk/valuation>. Acesso em: 27 maio 2023.

PWC. **Global Entertainment & Media Outlook 2019–2023: Media: Technology, Media & Telecommunications (TMT): Industries: PwC.** Disponível em: <https://www.pwc.com/gx/en/industries/tmt/media/outlook.html>.

ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua. **Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions.** 2nd ed. New York: Wiley, 2013. 449 p.

THE NUMBERS. **The Numbers - Movie Market Summary 1995 to 2019.** Disponível

em: <<https://www.the-numbers.com/market/>>. Acesso em: 11 novembro 2023.

THOMSON, Sam. **The Tricky Art of Valiant Next-Gen Media Companies**. World Economic Forum - Fortune, 13 out. 2021. Disponível em: <https://fortune.com/2021/10/13/the-tricky-art-of-valuing-next-gen-media-companies/>. Acesso em: 27 maio 2023.

APÊNDICE A – MODELAGEM FINANCEIRA

I. Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Receita Total	2.683	2.628	2.853	2.919	2.992	3.222	3.283	686	1.511	2.455	3.084	3.235	3.723	3.783	3.838	3.932	3.946	3.953	4.052	4.105
Variação Anual	-2%	9%	2%	2%	2%	8%	2%	-79%	120%	63%	26%	5%	15%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Film rentals and advertising	901	863	944	963	967	1.000	1.004	187	415	704	879	917	1.076	1.090	1.104	1.118	1.132	1.145	1.159	1.172
% de Bilhetes	53%	52%	53%	54%	54%	55%	56%	52%	53%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%
% da Receita	34%	33%	33%	33%	32%	31%	31%	27%	27%	29%	29%	28%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
Concession supplies	136	132	144	155	166	181	207	49	98	169	216	226	262	266	271	275	279	283	287	291
% de Consumíveis	16%	16%	15%	16%	16%	16%	16%	21%	17%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
% da Receita	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	7%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Salários e Encargos	269	274	301	326	355	384	410	145	233	373	397	426	493	500	507	513	520	527	534	540
Salários e encargos por Bilhete	0,37	1,04	1,08	1,13	1,28	1,36	1,47	2,67	2,21	2,16	1,86	1,89	1,34	1,37	2,01	2,05	2,09	2,13	2,18	2,22
% da Receita	10%	10%	11%	11%	12%	12%	12%	21%	15%	15%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Custo de Aluguel	308	317	320	321	328	323	346	280	280	308	348	364	415	422	428	434	440	446	452	458
% da Receita	11%	12%	11%	11%	11%	10%	11%	41%	19%	13%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Custo por Cinema																				
Outros Custos	324	328	357	356	355	448	475	230	283	407	446	477	521	529	537	545	553	561	569	577
Per Average Screen (US mil)	58	59	62	61	60	75	78	38	48	70	76	82	88	89	90	90	91	91	92	92
% da Receita	12%	12%	13%	12%	12%	14%	14%	33%	19%	17%	14%	15%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
COGS	1.338	1.315	2.067	2.120	2.171	2.336	2.441	890	1.309	1.962	2.268	2.410	2.768	2.807	2.846	2.885	2.923	2.962	3.000	3.037
Lucro Bruto	745	713	786	799	821	886	842	-203	202	493	797	825	961	976	992	1.007	1.022	1.037	1.052	1.067
% Margem Bruta	28%	27%	28%	27%	27%	27%	26%	-30%	13%	20%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
G&A	165	151	157	143	153	164	173	128	161	178	200	210	242	246	246	249	249	252	251	254
Variação Anual	-8%	3%	-3%	-3%	7%	7%	5%	-26%	26%	10%	13%	5%	15%	1%	0%	1%	0%	1%	0%	1%
% da Receita	6,2%	5,8%	5,5%	4,9%	5,1%	5,1%	5,3%	18,6%	10,7%	7,2%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%
D&A	164	176	189	209	238	261	261	260	285	238	209	269	338	261	271	280	289	299	309	319
% da Receita	6%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	38%	18%	10%	7%	8%	9%	7%	7%	7%	7%	7%	8%	8%
Impairment of long-lived assets	4	7	9	3	15	32	57	47	0	92	18	24	23	35	37	39	37	34	33	38

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Financial Expenses	-125	-114	-113	-108	-106	-110	-100	-130	-150	-155	-123	-119	-111	-83	-71	-51	-30	-30	-15	0
Interest Income	5	6	9	6	6	11	13	5	6	20	41	67	59	41	33	48	19	31	39	14
Interests and expenses	-120	-108	-104	-102	-100	-99	-87	-125	-143	-135	-82	-52	-52	-42	-37	-2	-12	0	24	14
% da Receita	-4%	-4%	-4%	-3%	-3%	-3%	-3%	-18%	-9%	-5%	-3%	-2%	-1%	-1%	-1%	0%	0%	0%	1%	0%
Outros	-30	17	19	17	28	-19	8	-80	-71	-123	-31	-32	-37	-38	-38	-39	-39	-40	-41	-41
EBT	262	289	346	359	344	310	272	-843	-439	-285	255	238	267	355	362	398	395	413	443	429
% da Receita	10%	11%	12%	12%	11%	10%	8%	-123%	-29%	-11%	8%	7%	7%	9%	9%	10%	10%	10%	11%	10%
Impostos	113	96	129	104	79	96	80	-309	-17	3	63	58	66	87	89	97	97	101	109	105
% do EBT (Take Rate)	43%	33%	37%	29%	23%	31%	29%	37%	4%	-1%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
Lucro Líquido - Continuing Operations	148	193	217	255	264	214	192	-534	-422	-288	193	179	202	268	273	300	299	312	335	324
% da Receita	6%	7%	8%	9%	9%	7%	6%	-78%	-28%	-10%	6%	6%	5%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	8%

II. Balanço Patrimonial (BP)

Balanced Sheet		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Assets		4,144	4,152	4,126	4,307	4,471	4,482	5,828	5,563	5,231	4,918	4,942	5,126	4,731	4,595	4,870	4,331	4,557	4,714	4,256	4,419	
Current Assets		600	639	589	561	523	426	488	655	707	675	854	1,073	745	606	879	339	562	718	258	420	
Cash and Equivalents		14	13	16	17	18	19	22	13	15	24	26	27	31	32	32	32	33	33	34	34	
Inventário		82	48	74	75	89	85	84	25	69	70	77	81	93	95	96	97	99	100	101	103	
Contas a receber		19	30	23	7	12	3	4	165	47	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	
Current Income Tax Receivable		15	11	13	16	17	15	37	34	36	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	
Prepaid expenses and other		730	741	715	676	658	559	635	893	874	864	1,052	1,276	965	828	1,103	564	790	947	489	652	
Total Current Assets		2,403	2,549	2,687	3,060	3,329	3,404	3,348	3,403	3,369	3,398	3,543	3,771	4,025	4,288	4,559	4,839	5,129	5,428	5,736	6,055	
Gross Theatre properties and equipment		-976	-1,098	-1,182	-1,355	-1,501	-1,571	-1,613	-1,788	-1,966	-2,166	-2,375	-2,644	-2,962	-3,243	-3,514	-3,794	-4,084	-4,383	-4,691	-5,010	
Accumulated Depreciation		1,427	1,451	1,505	1,705	1,828	1,833	1,735	1,615	1,383	1,232	1,168	1,128	1,043	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045	
Net Theatre properties and equipment		0	0	0	0	0	0	1,383	1,278	1,231	1,103	1,103	1,103	1,103	1,103	1,103	1,103	1,103	1,103	1,103	1,103	
Operating lease right-of-use assets, net																						
Other assets		1,288	1,277	1,248	1,263	1,284	1,276	1,283	1,254	1,249	1,251	1,251	1,251	1,251	1,251	1,251	1,251	1,251	1,251	1,251	1,251	
Goodwill		356	348	340	335	337	331	322	314	311	305	305	305	305	305	305	305	305	305	305	305	
Intangible assets, net		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Investments in MCM/INCM		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Investments in affiliates		239	257	279	288	321	432	421	176	161	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	
Investments & Advances to Affiliates		105	78	40	40	44	50	48	33	22	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	
Deferred charges and other assets, net		1,987	1,960	1,906	1,926	1,985	2,090	2,075	1,777	1,743	1,619	1,619	1,619	1,619	1,619	1,619	1,619	1,619	1,619	1,619	1,619	
Total other assets		3,042	3,029	3,016	3,034	3,065	3,026	4,380	4,764	4,896	4,698	4,630	4,635	4,038	3,634	3,636	2,872	2,873	2,875	2,250	2,251	
Liabilities																						
Current liabilities		10	8	8	6	7	8	7	18	24	11	10	10	8	6	6	3	3	3	0	0	
Current portion of long-term debt		0	0	0	0	0	0	0	217	209	217	219	219	219	219	219	219	219	219	219	219	
Current portion of operating lease obligations		14	16	19	21	26	27	15	16	15	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	
Current portion of finance lease obligations		22	6	7	5	5	12	5	6	0	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
Current income tax payable		94	119	109	110	110	105	92	71	76	72	83	87	100	101	103	104	106	107	108	110	
Accounts payable		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Accrued interest		79	86	97	98	107	96	94	11	86	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	
Accrued film rentals		42	37	46	50	50	47	55	23	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	
Accrued Payroll		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Accrued property taxes		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Accrued other current liabilities (see Note 13)		135	110	122	121	132	149	189	217	225	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	
Accounts payable and accrued expenses		350	383	405	411	431	427	464	358	513	461	471	476	489	490	491	493	494	496	497	498	
Total current liabilities		396	414	440	443	469	475	709	606	769	709	719	723	733	733	734	732	734	736	734	735	

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Long-term liabilities																				
Long-term debt, less current portion	1,823	1,815	1,773	1,782	1,780	1,773	1,771	2,377	2,476	2,474	2,396	2,396	1,789	1,386	1,386	624	624	624	0	0
Operating lease obligations	0	0	0	0	0	0	1,223	1,138	1,078	971	971	971	971	971	971	971	971	971	971	971
Financial lease	203	202	209	234	251	232	141	125	103	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88
Long-term deferred tax liability	149	141	140	135	122	156	142	80	40	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34
Long-term liability for uncertain tax positions	19	8	8	8	8	13	1	19	46	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48
Deferred lease expenses	44	46	43	42	41	39	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NCM screen advertising advances	334	335	342	344	352	287	348	344	346	338	338	338	338	338	338	338	338	338	338	338
Other long-term liabilities	75	67	61	44	42	50	44	75	38	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
Total long-term liabilities	2,646	2,614	2,576	2,590	2,596	2,551	3,671	4,158	4,127	3,990	3,912	3,912	3,304	2,901	2,901	2,140	2,140	2,140	1,516	1,516
Equity																				
Additional paid-in-capital	1,079	1,095	1,113	1,128	1,141	1,155	1,170	1,246	1,198	1,219	1,077	1,077	1,077	1,077	1,077	1,077	1,077	1,077	1,077	1,077
Treasury stock, 5,934,374 and 5,678,354 shares, at cost, at June 30, 2023 and December 31, 2022, respectively	-52	-62	-67	-73	-76	-79	-82	-87	-91	-95	-95	-95	-95	-95	-95	-95	-95	-95	-95	-95
Accumulated deficit	148	224	325	454	582	686	687	28	-389	-661	-326	-147	55	323	597	822	1,046	1,202	1,369	1,531
Accumulated other comprehensive loss	-82	-145	-272	-247	-253	-319	-340	-399	-395	-353	-353	-353	-353	-353	-353	-353	-353	-353	-353	-353
Total Cinemark Holdings, Inc.'s stockholders' equity	1,093	1,113	1,100	1,262	1,394	1,444	1,436	788	323	110	303	482	684	952	1,225	1,451	1,674	1,830	1,998	2,159
Noncontrolling interest	9	10	11	11	12	12	13	11	12	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Total Equity	1,102	1,123	1,111	1,273	1,406	1,456	1,448	799	334	119	312	491	693	961	1,235	1,460	1,684	1,840	2,007	2,169
Total liabilities and equity	4,144	4,152	4,126	4,307	4,471	4,482	5,828	5,563	5,231	4,818	4,943	5,126	4,731	4,596	4,870	4,332	4,557	4,714	4,256	4,420

III. Demonstrativo dos Fluxos de Caixa (DCF)

CF	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
(+) Net Income	148	193	217	255	284	214	192	-534	-422	-268	193	179	202	268	273	300	299	312	335	324
(+) Depreciation and amortization	164	176	189	209	238	261	261	260	265	238	209	269	338	281	271	280	289	299	309	319
(-) Change in Working Capital	-7	59	-39	0	-15	-13	-4	47	-41	-13	1	-1	-4	0	0	0	0	0	0	0
(-) Change in other assets	-262	21	58	-6	-65	-95	-8	244	198	238	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) CFO	43	448	425	458	422	368	441	17	1	196	403	447	537	528	544	580	588	610	643	642
(-) Capex	-260	-245	-332	-327	-381	-346	-304	-84	-90	-112	-145	-228	-254	-263	-271	-280	-289	-299	-309	-319
(=) CFI	-260	-245	-332	-327	-381	-346	-304	-84	-90	-112	-145	-228	-254	-263	-271	-280	-289	-299	-309	-319
(+) Change in debts	71	-10	-42	7	-1	-7	-3	617	105	-16	-78	0	-610	-405	0	-765	0	0	-627	0
(-) Dividends Paid	0	0	0	0	-135	-149	-159	0	0	0	0	0	0	0	0	-75	-75	-156	-167	-162
(+) Change in other liabilities/equity	-163	84	74	-43	-37	81	22	202	26	122	142	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) CFF	-92	75	32	-36	-37	74	-140	819	131	106	64	0	-610	-405	0	-840	-75	-156	-794	-162
Cash EOP	563	533	533	584	584	474	425	479	513	565	532	854	1073	745	606	879	339	562	718	258
(+/-) Additions	39	-50	-50	-27	-39	-96	62	167	52	-33	322	219	-327	-139	273	-540	224	155	-460	161
Cash EOP	639	589	589	561	523	426	488	655	565	532	854	1073	745	606	879	339	562	718	258	420