

LARISSA TYEMI OISHI

DETERMINAÇÃO DO VALOR ECONÔMICO DE UMA HAMBURGUERIA E
ANÁLISE DE SUA FRANQUEABILIDADE

São Paulo

2019

LARISSA TYEMI OISHI

DETERMINAÇÃO DO VALOR ECONÔMICO DE UMA HAMBURGUERIA E
ANÁLISE DE SUA FRANQUEABILIDADE

Trabalho de Formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo
para obtenção do Diploma de Engenheira de
Produção

São Paulo

2019

LARISSA TYEMI OISHI

DETERMINAÇÃO DO VALOR ECONÔMICO DE UMA HAMBURGUERIA
E ANÁLISE DE SUA FRANQUEABILIDADE

Trabalho de Formatura apresentado à
Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo para obtenção do Diploma de
Engenheira de Produção

Orientador: Prof. Dr. Álvaro Euzébio
Hernandez

São Paulo

2019

FICHA CATALOGRÁFICA

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Kátia e Lauriberto, pelo apoio incondicional em todas as etapas da minha vida e por terem feito de tudo para que nunca me faltasse nada.

Agradeço o meu orientador, o Professor Doutor Álvaro Hernandez, por sua orientação diligente e pelo seu empenho em me desenvolver como engenheira. As reuniões de orientação semanais que tivemos e as recomendações que decorreram delas foram extremamente valiosas para este trabalho. Aprecio também a paciência que ele teve ao lidar comigo nesse período extenso.

Ao Centro Acadêmico da Engenharia de Produção (CAEP), como entidade e, também, como grupo de pessoas. Minha graduação e minhas atividades como membro da entidade estiveram intimamente relacionadas e sou eternamente grata pelas oportunidades de desenvolvimento que me foram proporcionadas e pelas pessoas que pude conhecer.

Aos meus amigos da Poli, pelo companheirismo sem limites e pelos ótimos momentos que tivemos ao longo de toda a graduação. Com certeza foram os responsáveis por tornar essa experiência uma das melhores da minha vida. São incontáveis pessoas que merecem créditos, mas agradeço especialmente ao João Rocha, Gabriela Oeda, Rafael Peduto, Fernando Stephan, Gustavo Mansur, Nathalia Sadocco, Giovanna Huszar, Ruben Piestun, Rafael Hesse, Isabella Genova, Fernando Renosto, Mateus Chedid, Nayane Naamy, Talita Lancha, Eduardo Villaça, Mariana Arbex e Eduardo Nabhan.

Aos meus amigos da época de colégio, alguns que estão comigo há quase 20 anos e outros com pouco mais de 10 por continuarem ao meu lado. Mesmo com a distância a nossa amizade também foi parte essencial da minha graduação.

A todos da Polycopy, por tornarem o CAEP uma segunda casa e uma segunda família para mim. Obrigada por todo o carinho e agradeço especialmente a Cris e o Osni por nunca me deixarem desistir dos meus objetivos.

Por fim, a todos os professores e funcionários da Escola Politécnica e da USP, pelo papel em minha formação acadêmica, pessoal e profissional. Espero, um dia, retribuir seu investimento.

“Dream,

Though your beginnings may be humble,

May the end be prosperous”

- Agust D

RESUMO

O presente trabalho de formatura tem como principais temas a determinação do valor econômico da Hamburgueria, estabelecimento especializado em hamburgueres localizado na zona sul de São Paulo, e a análise de sua franqueabilidade. Para tanto, foi feita uma revisão de conceitos de contabilidade, métodos de avaliação de empresas, estratégia e análise de franquias.

De forma a contextualizar o trabalho foi feita uma revisão do setor de alimentação fora do lar no Brasil e do setor de franquias. Posteriormente os conceitos revisados foram utilizados para criar um modelo econômico financeiro que auxiliaria na determinação do valor econômico da Hamburgueria e na análise da viabilidade financeira da franquia.

Além disso o trabalho inclui uma avaliação da empresa (sua imagem e cultura), do seu modelo de negócios, dos riscos envolvidos na expansão por franquias, seu potencial de escalabilidade e seus padrões e sistemas.

Por fim, os resultados do modelo econômico financeiro são confrontados para averiguar a qualidade do valor encontrado e possíveis justificativas quanto as divergências nos resultados. Na parte de franquias foi elaborado uma matriz para quantificar a capacidade da Hamburgueria em se tornar uma franqueadora incluindo os pontos fortes, oportunidades e desafios do empreendimento.

Palavras-chave: Avaliação de empresas, Análise de franqueabilidade, Avaliação por fluxos de caixa descontados, Avaliação relativa.

ABSTRACT

This study has as its main themes the valuation of the Hamburgueria, establishment specialized in hamburgers located in the south region of São Paulo, and a franchise analysis. For this purpose, a review was made of accounting concepts, business valuation methods, strategy and franchise analysis.

In order to contextualize the work, a review was made of the foodservice sector in Brazil and the franchising sector. Later, the revised concepts were used to create an economic model that would help in determining the economic value of the Hamburgueria and in the analysis of the financial viability of the franchise.

In addition, the work includes an assessment of the company (its image and culture), its business model, the risk involved in franchising expansion, its scalability potential, and its standards and systems.

Finally, the results of the economic model are confronted to ascertain the quality of the value found and possible clarifications regarding the divergences in the results. In the franchise part, a matrix was developed to quantify the Hamburgueria's ability to become a franchisor including the strengths, opportunities and challenges of the venture.

Keywords: Assets valuation, franchising, discounted cash flows method, comparable companies' method.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Tipos de Risco	28
Figura 2: Retorno diário e média do retorno do T-Bond nos últimos 15 anos.....	30
Figura 3: Cotação diária do índice S&P 500 nos últimos 15 anos	35
Figura 4: Ilustração de um Business Model Canvas.....	61
Figura 5: Exemplo de um Service Blueprint	63
Figura 6: Evolução do faturamento do setor de foodservice	67
Figura 7: Ranking de Participação de gastos no Foodservice por país.....	68
Figura 8: Comparação do gasto mensal familiar entre o Sudeste e o Brasil.....	69
Figura 9: Preferência dos brasileiros na alimentação fora do lar	69
Figura 10: Faturamento do Franchising de 2002-2013	71
Figura 11: Faturamento do terceiro trimestre de 2017 e 2018	72
Figura 12: Service Blueprint do restaurante.....	77
Figura 13: Módulo Balcão do Sistema Colibri.....	78
Figura 14: Service Blueprint e pontos de dor do consumidor	98
Figura 15: Business Model Canvas da Hamburgueria.....	99

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Estrutura do Balanço Patrimonial	41
Quadro 2: Avaliação de Franqueabilidade	59
Quadro 3: Riscos do Negócio	106

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Retorno médio do IBOV e do GEBR10Y nos últimos 15 anos	30
Tabela 2: Beta das empresas comparáveis e cálculo do beta não alavancado médio	33
Tabela 3: Valores utilizados para o cálculo do índice D/PL	34
Tabela 4: Abertura e fechamento de lojas	72
Tabela 5: Desempenho dos diversos setores do franchising brasileiro em 2018	73
Tabela 6: Cálculo dos múltiplos de empresas semelhantes.....	80
Tabela 7: Cálculo de múltiplos média e mediana	80
Tabela 8: Avaliação relativa da Hambúrgueria	80
Tabela 9: Taxas a serem aplicadas nas franquias	84
Tabela 10: Benchmark de taxas aplicadas a franquias.....	85
Tabela 11: Resultados esperados para o franqueado	85
Tabela 12: DRE das projeções para expansão por lojas próprias	86
Tabela 13: Número de franquias no período	86
Tabela 14: DRE na expansão por franquias	88
Tabela 15: Fluxos financeiros para expansão com lojas próprias	89
Tabela 16: Fluxos financeiros com expansão por franquias	90
Tabela 17: Fluxos financeiros sem expansão	91
Tabela 18: Comparação dos valores encontrados na aplicação dos métodos	93
Tabela 19: Resumo de EVs	94
Tabela 20: Comparação entre seguidores e notas do Facebook e Instagram	96
Tabela 21: Ticket Médio por Categoria no Brasil e na cidade de São Paulo	100
Tabela 22: Lista de franquias	101
Tabela 23: Resumo de Notas e Observações dos Critérios Modelo de Negócio, Produtos e Serviços, Concorrência e Acessibilidade	102
Tabela 24: Resumo de Nota e Observação do Critério Viabilidade Financeira.....	103
Tabela 25: Resumo de Notas e Observações dos Critérios Padrões e Sistemas e Know-how	105
Tabela 26: Resumo de Nota e Observação do Critério Potencial de Escalabilidade.....	106
Tabela 28: Resumo de Notas e Observações dos Critérios Riscos de Negócio, Barreiras de Saída e Riscos para a Empresa.....	108
Tabela 29: Análise de franqueabilidade	109

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABBT	Associação Brasileiro das Empresas de Benefício ao Trabalhador
ABF	Associação Brasileira de Franchising
ABIA	Associação Brasileira da Indústria de Alimentos
ABNT	Associação Brasileira de Normas Técnicas
Abrasel	Associação Brasileira de Bares e Restaurantes
BACEN	Banco Central do Brasil
BP	Balanço Patrimonial
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CMPC	Custo Médio Ponderado de Capital
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DASN	Declaração Anual do Simples Nacional
DFC	Demonstrativo dos Fluxos de Caixa
DRE	Demonstrativo do Resultado do Exercício
EPP	Empresa de Pequeno Porte
EV	<i>Entreprise Value</i>
FCLA	Fluxo de Caixa Livre para o Acionista
FCLE	Fluxo de Caixa Livre para a Empresa
Fiesp	Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibope	Instituto Brasileiro de Opinião Pública e Estatística
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias

IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IRPJ	Imposto de Renda – Pessoa Jurídica
LAJIDA	Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
NTN-F	Nota do Tesouro Nacional série F
OPA	Oferta Pública de Ações
PIB	Produto Interno Bruto
POF	Pesquisa de Orçamentos Familiares
S&P 500	<i>Standard & Poor's 50</i>
Sebrae	Serviço Brasileira de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
VE	Valor da Empresa
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	15
1.1	SELEÇÃO DO TEMA	15
1.2	OBJETIVO DO TRABALHO	16
1.3	BREVE DESCRIÇÃO DA EMPRESA	16
1.4	ESTRUTURA DO TRABALHO	16
2	REVISÃO DA LITERATURA	19
2.1	CONCEITO E DEFINIÇÃO DO VALOR	19
2.2	AVALIAÇÃO DE EMPRESA	20
2.2.1	Legislação Brasileira e a avaliação de empresas	21
2.2.2	Preço médio ponderado de cotação das ações.....	22
2.2.3	Valor do patrimônio líquido por ação (VPLA).....	22
2.2.4	Método de avaliação relativa.....	22
2.2.5	Método dos fluxos de caixa descontados.....	24
2.2.6	Método de avaliação por direitos contingentes.....	39
2.2.7	Escolha dos métodos	39
2.2.8	Considerações adicionais sobre os métodos escolhidos	40
2.3	CONTABILIDADE.....	40
2.3.1	Relatórios contábeis	41
2.3.2	Balanço patrimonial	41
2.3.3	Demonstração do resultado do exercício (DRE)	43
2.3.4	Demonstração dos fluxos de caixa (DFC).....	45
2.4	FRANCHISING	45
2.4.1	Empresa	46
2.4.2	O Negócio.....	49
2.4.3	Modelo de gestão	54
2.4.4	Potencial de escalabilidade ou expansibilidade	55
2.4.5	Riscos	56
2.4.6	Avaliação de franqueabilidade	58
2.4.7	Ferramentas para análise da franqueabilidade	59

3 SETOR DE ALIMENTAÇÃO FORA DO LAR E SETOR DE FRANQUIAS	67
3.1 SETOR DE ALIMENTAÇÃO FORA DO LAR	67
3.2 SETOR DE FRANQUIAS	70
4 A EMPRESA	75
4.1 ESPAÇO	75
4.2 EQUIPE	75
4.3 PRODUTOS E SERVIÇOS	76
4.4 SISTEMAS	77
4.5 IMAGEM	78
5 APLICAÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO RELATIVA	79
5.1 DETERMINAÇÃO DE MÚLTIPLOS E TESTE DESCRIPTIVO	79
5.2 DETERMINAÇÃO DO VALOR DA HAMBURGUERIA	80
6 APLICAÇÃO DO MÉTODO DOS FLUXOS DE CAIXA DESCONTADOS.....	81
6.1 MECANISMO GERAL	81
6.2 HORIZONTE DE PROJEÇÃO	82
6.3 PROJEÇÃO DE FATURAMENTO	82
6.4 LOJA PRÓPRIA	83
6.5 FRANQUIAS	84
6.6 PREMISSAS	85
6.7 PERPETUIDADE	88
6.8 AVALIAÇÃO	89
7 CONFRONTANDO OS RESULTADOS OBTIDOS.....	93
8 ANÁLISE DE FRANQUEABILIDADE.....	95
8.1 EMPRESA	95
8.2 NEGÓCIO	97
8.3 VIABILIDADE FINANCEIRA	102

8.4	GESTÃO	104
8.5	POTENCIAL DE ESCALABILIDADE	105
8.6	RISCOS DO NEGÓCIO.....	106
8.7	AVALIAÇÃO DE FRANQUEABILIDADE	109
9	CONCLUSÃO	111
10	REFERÊNCIAS	113
ANEXO A – LIVRO CAIXA 2015 E 2016.....		115
ANEXO B – LIVRO CAIXA 2017 E 2018		116

1 INTRODUÇÃO

Antes de iniciar este trabalho será feita uma breve introdução contendo a seleção do tema, objetivo do trabalho, descrição da empresa escolhida para realizar o estudo, situação do setor em que está inserida e o roteiro no qual o trabalho se baseará.

1.1 SELEÇÃO DO TEMA

A autora deste trabalho realizou seu estágio supervisionado em um grande banco de varejo durante o ano de 2017. Na empresa, atuou no setor de planejamento estratégico de seguros, auxiliando na criação de modelos de incentivos a serem aplicados nas diversas agências da organização, além de ser responsável por toda a gestão de projetos da área. No entanto, a autora não trabalha mais na empresa e no momento está procurando estágio em outra área.

Dessa forma, a autora, em comum acordo com o orientador, optou por realizar o trabalho em uma empresa sem relação com o estágio. A aluna buscou alternativas com amigos e parentes que possuíam algum negócio próprio, oferecendo ajuda na resolução de algum problema relevante no cotidiano da empresa e para o qual ainda não possuíssem solução. Algumas opções interessantes surgiram, dentre elas: uma fábrica de aromas, um cabeleireiro, uma startup de alimentos congelados e uma hamburgueria. No caso da hamburgueria, a aluna conhece os donos do estabelecimento e conseguiu identificar alguns tópicos que poderiam ser mais bem trabalhados. Devido à relevância do problema e o maior interesse pelo tema abordado, foi escolhida a hamburgueria para a elaboração do trabalho de formatura tendo como foco a determinação do valor econômico do empreendimento e seu potencial de se replicar como franquia.

1.2 OBJETIVO DO TRABALHO

O objetivo deste trabalho é avaliar a empresa e determinar seu valor econômico, utilizando os métodos de avaliação mais adequados, além de verificar a existência de características que propiciem a replicação dos padrões adotados na organização em futuras franquias, auxiliando seu proprietário nas tomadas de decisão.

1.3 BREVE DESCRIÇÃO DA EMPRESA

Este estudo será realizado em uma empresa do segmento de alimentação fora de casa, localizada na região sul de São Paulo. A empresa possui um único dono e por determinação deste, o nome real da empresa não será divulgado. Sendo assim, será utilizado o nome genérico de Hamburgueria para se referir ao estabelecimento. A Hamburgueria foi fundada em 2015 e, atualmente, conta com uma equipe de 9 pessoas em seu quadro de funcionários. A empresa vende em média mais de 8.000 hambúrgueres por mês com faturamento de mais de R\$200 mil.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

O trabalho seguirá a estrutura do trabalho de formatura estabelecida nas Normas Gerais do Trabalho de Formatura e nas Diretrizes para Apresentação de Dissertações e Teses da Escola Politécnica. Todas as etapas do processo de avaliação do valor econômico e de franqueabilidade serão abordados e compreendidos ao longo dos 8 capítulos elaborados.

1. Introdução: apresentação do trabalho de formatura incluindo as motivações e o contexto por trás do tema selecionado. Breve descrição da empresa e do problema a ser solucionado, assim como a metodologia a ser seguida.
2. Revisão da literatura: será realizada uma pesquisa e revisão da literatura abordando assuntos como métodos, legislação, conceitos e ferramentas necessárias para auxiliar na determinação do valor econômico e a na análise de franqueabilidade.

3. O setor de comida fora do lar e o setor de franquias: descrição do mercado na qual a hamburgueria está inserida e do mercado de franquias em específico, o de alimentação.
4. A empresa: descrição da Hamburgueria e suas operações. Também serão analisados os desempenhos operacional e financeiro passados da empresa.
5. Aplicação do método de avaliação relativa: utilizando os conceitos apresentados na revisão da literatura, aplica-se o método na empresa em análise.
6. Aplicação do método dos fluxos de caixa descontados: descrição da modelagem utilizada para avaliar a empresa em questão, seguindo os conceitos apresentados no Capítulo 2.
7. Confrontando os resultados obtidos: a partir da modelagem do capítulo anterior verificaremos as estimativas de valor averiguando sua qualidade.
8. Análise de franqueabilidade: diagnóstico da capacidade da empresa em se tornar uma franquia, analisando o modelo de negócio existente a partir dos dados do Capítulo 4 e 6.
9. Conclusão: tratará se faz sentido investir em uma hamburgueria e no sistema de franquias no futuro.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Este capítulo tem por finalidade apresentar a pesquisa e revisão dos conceitos teóricos que serão utilizados na elaboração deste estudo. Vale ressaltar que a grande maioria dos conceitos foi visto ao longo da graduação, porém algumas pesquisas foram realizadas exclusivamente para a realização desse trabalho.

2.1 CONCEITO E DEFINIÇÃO DO VALOR

Segundo o dicionário Michaelis (2018), a palavra “valor” vem do latim com um termo de mesmo nome, “*valor*”, e suas principais definições são: preço que se atribui a algo; qualidade pela qual se calcula o merecimento intrínseco ou extrínseco de algo ou alguém; importância de alguma coisa determinada previamente, de modo arbitrário; e número ou dígito que se obtém por meio de cálculo.

Ainda segundo o dicionário Michaelis (2018), termos como “valorar”, que significa avaliar a qualidade ou opinar sobre o valor de algo, “valorizar”, que significa atribuir o devido valor ou ter o valor de algo aumentado, e “avaliar”, que significa calcular ou determinar o valor, preço ou o merecimento de algo, estão intimamente relacionados com “valor”.

Segundo a obra de Max Scheler, “A Ética Material dos Valores” (1973), valores são como entidades completamente separadas da existência, ou seja, esses dados seriam nos dado intuitivamente e de maneira imediata.

Outra obra importante que aborda o assunto é o *Investment Valuation* de Damodaran (2002), em que o autor ressalta a diferença entre “valor”, obtido a partir do fluxo de caixa e suas características num período pré determinado, e “preço”, relacionado com a visão do mercado acerca da empresa levando em consideração aspectos como liquidez, projeções de mercado e da própria empresa, entre outros. Podemos citar, ainda, dois tipos de valores mencionados na obra de Damodaran provenientes dos métodos a serem estudos mais a fundo, o valor do patrimônio líquido e o valor da empresa, que levam em consideração a visão de quem está investindo na empresa.

- Valor da empresa (EV, de *Enterprise Value*): é valor das operações da empresa sem levar em conta as despesas com fontes de financiamento. Os acionistas representados pelo patrimônio líquido e os terceiros representados pela dívida são fontes de capital para a companhia. Portanto, esse valor é importante para ambas às partes. Além disso, o EV, teoricamente, independe da estrutura de capital de uma empresa se tornando útil para compararmos empresas com estruturas distintas.
- Valor para o acionista ou valor patrimonial (em inglês, *Equity Value*): é o valor residual após a dedução de todas as obrigações que a empresa tem com terceiros e que, portanto, diz respeito apenas aos acionistas da empresa. Basicamente, é a diferença entre todos os ativos menos os passivos. É um valor importante a medida que define o quanto uma empresa é capaz de pagar de dividendos a seus acionistas.

Os conceitos citados são de suma importância para esse trabalho e, portanto, torna-se essencial saber diferenciá-los. Como estamos analisando a Hamburgueria da ótica do proprietário que busca expandir seu empreendimento o objetivo desse trabalho passa a ser a determinação do EV da Hamburgueria.

A partir de todos os pontos citados anteriormente e dentro do escopo do trabalho, definiu-se que para determinar o valor econômico da empresa será realizada a avaliação da Hamburgueria.

2.2 AVALIAÇÃO DE EMPRESA

Segundo Damodaran (2002) qualquer ativo, financeiro ou real, possui um valor. A chave para um investimento de sucesso encontra-se em compreender não apenas o valor econômico desse ativo, mas também suas fontes geradoras de valor. O autor ainda afirma que a precisão de cada avaliação varia caso a caso.

Ainda do ponto de vista de Damodaran (2002), é essencial para uma avaliação precisa do valor econômico que se busque profundo entendimento do desempenho financeiro histórico

da empresa, suas demonstração financeiras e assim como o ambiente a qual a empresa está inserida.

Vale ressaltar ainda que sempre existirão incertezas associadas a essas avaliações, independentemente do método utilizado e da qualidade na execução. Podemos citar como fontes comuns de incerteza: macroeconômica (sempre sujeita a alterações do meio externo), estimativa (sujeita a erros e más avaliações) e específica da empresa (sujeita a erros na previsão do futuro operacional). Com isso é normal que o resultado das avaliações sejam intervalos de valores que computem essas incertezas.

No livro de Brigham e Ehrhardt (2015), os autores afirmam que o principal objetivo de uma empresa é maximizar o valor intrínseco e, para isso, a determinação do valor econômico se mostra importante no auxílio à tomada de decisão no dia a dia da gestão.

Assim como foi afirmado em ambos os livros, existem diversos métodos e modelos de avaliação de ativos que são mais adequados a cada tipo de empresa. Com o objetivo de identificar o melhor modelo para ser aplicado no trabalho verificaremos os métodos mais utilizados na determinação do valor econômico de ativos.

2.2.1 Legislação Brasileira e a avaliação de empresas

De forma a encontrar os métodos mais aceitos e confiáveis para o presente caso, buscou-se encontrar na legislação brasileira algum parâmetro a ser seguido. Na Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404 de 1976) foi criada com o objetivo de regular uma nova estrutura jurídica para esse tipo de societário, definindo-se nela, métodos para se determinar o valor econômico de uma empresa. Segundo a legislação, o preço justo (*fair value*) é apurado com base nos métodos, usados de forma isolada ou em conjunto, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação de ações no mercado de valores imobiliários, ou ainda, com base em outro método aceito pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O § 3º do art. 8º da Instrução CVM nº 361/02 dispõe acerca dos laudos de avaliação de OPAs (Ofertas Públicas de Ações) em que impõe que o valor da companhia deverá ser indicado segundo os seguintes critérios: preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado; valor do patrimônio líquido

por ação; valor econômico avaliado por meio dos métodos de fluxo de caixa descontado, múltiplos de mercado ou múltiplos de transação comparáveis ou ainda, outro critério de avaliação previsto em lei.

Por fim, a Associação Brasileira de Normas Técnicas, a ABNT, possui uma norma que aborda a avaliação de bens e que, portanto, é pertinente para esse estudo. A ABNT NBR 14653-4: 2001 – Avaliação de Bens parte 4 sobre Empreendimentos apresenta as diretrizes e métodos que devem ser seguidos nesse tipo de análise. Dessa forma, partindo dos métodos permitidos pela legislação brasileira buscaremos encontrar aqueles que melhor se encaixam no caso em questão.

2.2.2 Preço médio ponderado de cotação das ações

É o preço das ações ponderado pelo volume negociado na bolsa de valores.

2.2.3 Valor do patrimônio líquido por ação (VPLA)

É o resultado do valor do patrimônio líquido dividido pelo número de ações e é obtido a partir do Balanço Patrimonial.

2.2.4 Método de avaliação relativa

Na Avaliação Relativa existem dois componentes principais a serem considerados. Na avaliação de ativos devem-se padronizar preços, normalmente, ao converterem-se esses valores em múltiplos de ganhos, valor contábil ou receitas. Isso se torna necessário devido à arbitrariedade com que são definidos os preços das ações. O segundo aspecto está em encontrar empresas similares tendo em mente que não existem duas empresas idênticas mesmo que ambas atuem no mesmo setor, podendo variar em termos de risco, potencial de crescimento e fluxo de caixa. (DAMODARAN, 2001)

Os índices mais comuns utilizados estão dispostos a seguir:

- VE/Vendas: razão entre o valor da empresa e o valor das vendas.

$$\frac{VE}{Vendas} = \frac{\text{Valor de Mercado da Empresa}}{\text{Receita}} \quad (1)$$

- VE/LAJIDA: razão entre o valor da empresa e o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA). Essa métrica relaciona o valor da empresa com a sua capacidade operacional de geração de caixa já que considera o lucro da operação antes dos efeitos de tributações, estrutura de capital e outras despesas que não são efetivamente desembolsos (depreciação e amortização).

$$\frac{VE}{LAJIDA} = \frac{\text{Valor de Mercado da Empresa}}{\text{Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização}} \quad (2)$$

- P/L: múltiplo que relaciona o patrimônio líquido, seu capital primário, e o lucro da empresa (resultado líquido da empresa).

$$\frac{P}{L} = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Resultado Líquido da Empresa}} \quad (3)$$

Segundo Damodaran (2001), independente do índice utilizado, deve-se escolher um grupo de empresas comparáveis, calcular o índice médio para esse grupo, e tomar essa média como base para calcular o índice da empresa desejada. A partir desses múltiplos, aplica-se a mesma proporção aos índices financeiros e operacionais do ativo alvo para se determinar o valor deste.

Existem dois tipos de múltiplos utilizados: múltiplos de mercado e múltiplos de transações comparáveis, que veremos mais detalhadamente a seguir.

- Múltiplos de mercado

Esse tipo de abordagem estima o valor da empresa com base nos indicadores citados anteriormente e foca numa questão chave: a escolha de empresas comparáveis, normalmente 5.

O mix de negócio, perfis de crescimento, nível de risco e distribuição de dividendos devem ser semelhantes e a média ajustada para diminuir o efeito de possíveis diferenças nos aspectos mencionados.

De forma a facilitar a busca por essas empresas comparáveis, normalmente, procura-se por características operacionais e financeiras similares. Podemos citar como exemplos de características operacionais o setor de atuação da companhia, seus produtos, canais de distribuição, mercados e clientes. No caso das características financeiras, destacam-se o porte das empresas, suas margens, crescimento e alavancagem.

- Múltiplos de transações comparáveis

Ainda podemos considerar os múltiplos de transações comparáveis, que estimam o valor de uma empresa com base nos preços pagos em transações recentes de fusões e aquisições de empresas semelhantes à empresa a ser avaliada.

Calcula-se a média e/ou mediana entre Preço de aquisição/LAJIDA ou Preço de aquisição/Lucro Líquido, dentre outros. Posteriormente, deve-se multiplicar o valor do LAJIDA ou Lucro Líquido da empresa avaliada pelo múltiplo encontrado.

2.2.5 Método dos fluxos de caixa descontados

É um dos métodos mais utilizados para avaliação de ativos. Basicamente, projetam-se os fluxos de caixa livre futuros e os desconta a uma taxa específica o que resultaria no valor da empresa. Utiliza-se um grande número de informações, e até por isso acaba sendo muito mais preciso que o método de avaliação relativa, por exemplo. Segundo Damodaran (2012), o método dos fluxos de caixa descontados é a base para todos os outros métodos de avaliação e, consequentemente, seu profundo entendimento é necessário para o objetivo deste trabalho.

As projeções usadas devem levar em consideração o plano de negócio estabelecido pela empresa, assim como perspectivas do setor em que está inserida e aspectos macroeconômicos.

Ainda segundo Damodaran (2012), essa abordagem diz que o valor do ativo é igual ao valor presente dos fluxos de caixa por ele gerados como apresentado na fórmula descrita abaixo:

$$Valor\ do\ Ativo = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t} \quad (4)$$

Sendo:

n = Vida do ativo

FC_t = Fluxo de caixa previsto no período t

r = taxa de desconto que reflete o risco dos fluxos de caixa estimados

Brealey & Myers (2000) citam, também, que o valor da empresa equivale à soma do valor presente do fluxo de caixa com o valor presente da perpetuidade o que, quando considerado, altera a equação (4) para a equação (5) como vista a seguir:

$$Valor\ do\ Ativo = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t} + \frac{Valor\ Terminal_n}{(1+r)^n} \quad (5)$$

Damodaran (2012) afirma que esse método pode ser definido de duas maneiras: Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE) e Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCLA). Como mencionado anteriormente, o valor para o acionista refere-se ao valor do patrimônio líquido, enquanto o valor para a firma engloba o valor da empresa (capital de terceiros mais capital dos sócios).

Essas duas maneiras se relacionam entre si já que o valor da empresa deve ser igual ao valor do patrimônio líquido somado ao valor da dívida da empresa. Dessa forma, ambas devem fornecer informações do valor que uma parte interessada deveria pagar em uma participação.

2.2.5.1 Fluxo de caixa livre para o acionista

Nessa avaliação são descontados os Fluxos de Caixa Livres para o Acionista ou, ainda, os Fluxos de Caixa Livre para o Patrimônio Líquido.

$$Valor\ do\ Ativo = \sum_{t=1}^n \frac{FCLA_t}{(1+r)^t} \quad (6)$$

Na qual podemos definir o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCLA) em determinado período como:

(=) *Lucro Líquido*

(+) *Depreciação e Amortização*

(-) *Capex*

(-) *Variação do Capital de Giro*

(7)

(+) *Emissão de Novas Dívidas*

(-) *Pagamento de Dívidas Existentes*

= *Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCLA)*

No caso do FCLA a taxa de desconto utilizada é aquela que reflete o risco apenas do acionista, ou seja, é utilizado o custo do patrimônio líquido como veremos adiante.

2.2.5.2 Fluxo de caixa livre para a empresa

Nessa avaliação são descontados os Fluxos de Caixa Livres para a Empresa como visto na fórmula a seguir:

$$\text{Valor do Ativo} = \sum_{t=1}^n \frac{FCLE_t}{(1+r)^t} \quad (8)$$

Na qual podemos definir o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCLA) em determinado período como:

(=) *LAJI (Lucro Antes de Juros e Impostos)*

(-) *(Gastos de Capital – Depreciação)*

(9)

(-) *Alteração em capital de giro não monetário*

= *Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE)*

No caso desse tipo de avaliação a taxa de desconto utilizada é aquela que reflete o risco para a empresa, ou seja, que engloba os riscos para os sócios e terceiros. Dessa forma, utilizamos o custo médio ponderado de capital da empresa que reflete o custo de todas as fontes de financiamento.

2.2.5.3 Taxa de desconto

O método dos fluxos de caixa descontados requer uma taxa de desconto como foi possível observar anteriormente. Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), o custo de oportunidade do investimento relaciona o retorno esperado tanto pelos acionistas (capital próprio) quanto pelos credores (capital de terceiros) com o valor da empresa.

No caso do cálculo dos fluxos de caixa livre para o acionista, a taxa utilizada é o custo do patrimônio líquido (K_e). Segundo Damodaran (2011), o valor do custo do patrimônio líquido não pode ser medido e deve ser, portanto, estimado. A maneira mais utilizada de se fazer esta estimativa é por meio do Modelo de Precificação de Ativo de Capital (CAPM, *Capital Asset Pricing Model*) que mede o risco de determinado investimento relacionando-o com o retorno esperado pelos investidores.

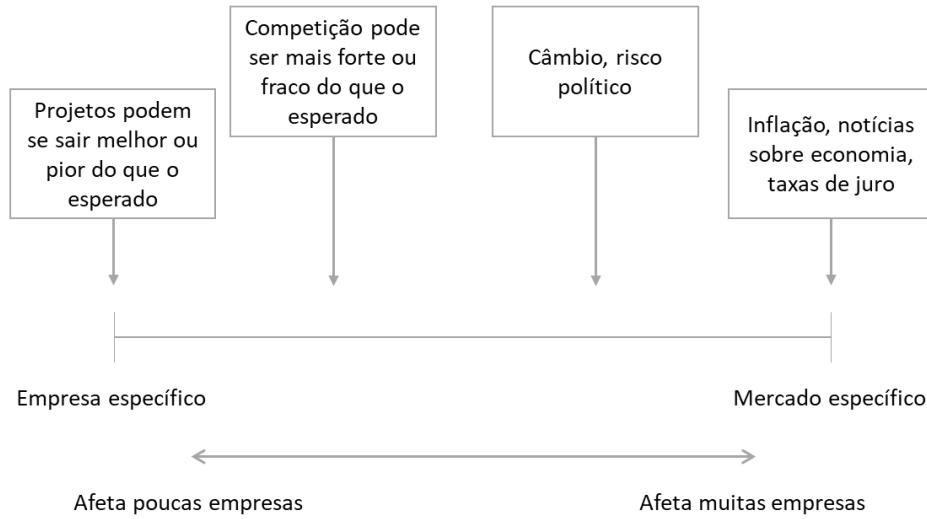
No entanto ao se tratar do cálculo dos fluxos de caixa livre para a empresa a taxa de desconto é o Custo Médio Ponderado do Capital, ou ainda, CMPC. Essa taxa representa a média ponderada dos custos de todas as fontes de financiamento, incluindo entre eles, o custo do patrimônio líquido que deve ser estimado.

Dessa forma, abordaremos com mais detalhes esse modelo na próxima seção.

2.2.5.3.1 *Modelo de precificação de ativo de capital*

O investidor que compra ativos espera receber uma remuneração após o horizonte de tempo em que o possui. O retorno real pode ser muito diferente do esperado e é essa diferença que representa a fonte de risco (DAMODARAN, 2011). Existem muitas razões que podem explicar essa diferença, porém iremos focar em dois grupos: riscos específicos do segmento que a empresa em questão atua e riscos que afetam o mercado como um todo. Dessa forma, podemos concluir que quanto maior o risco de determinado ativo comparado com outras modalidades do mercado, maior o retorno esperado pelos investidores.

Figura 1: Tipos de Risco



Fonte: Elaborado pela autora com base na obra de Damodaran (2011)

Segundo Damodaran (2011), o CAPM assume que não existem custos de transação, todos os ativos são transacionados e os investimentos são infinitamente divisíveis. Além disso, também assume que todos os investidores possuem as mesmas informações sobre os ativos. Dessa forma, podemos assumir que todos os investidores possuem uma carteira de investimentos diversificada. Esta carteira, também chamada de *carteira de mercado*, detém todos os ativos negociados no mercado e os investidores se diferenciam a partir do quanto destinam a essa carteira ou a ativos livres de risco. Dessa forma, segue a equação dada pelo CAPM abaixo:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times \text{Prêmio pelo risco da carteira de mercado} \quad (10)$$

Onde:

$E(R_i)$ = Retorno esperado do ativo i

R_f = Taxa livre de risco

β_i = Coeficiente beta do ativo i

Todos os termos da equação (10) são definidos por Damodaran (2010), conforme as próximas seções:

2.2.5.3.2 Taxa livre de risco

Segundo Damodaran (2010), o CAPM tem como ponto de partida um ativo livre de risco, ou seja, o retorno é conhecido e certo. Existem algumas condições para que um ativo seja considerado livre de risco como explicitado a seguir:

- Ausência de risco de inadimplência: implica que o título deve ser emitido pelo governo. Importante ressaltar que nem sempre os governos são capazes de honrar seus compromissos e, portanto, possuem risco de inadimplência o que torna necessário realizar alguns ajustes.
- Ausência de risco de reinvestimento: é necessário utilizar títulos do governo com taxa zero de cupom.

Vale ressaltar que, caso não existam entidades livres de risco no mercado em questão, deve-se estimar a taxa livre de risco a partir de uma das duas possibilidades a seguir:

- Desde que o capital consiga fluir livremente entre as economias com os maiores retornos reais, não haverá diferença entre as taxas livres de riscos reais desses mercados. A partir desse argumento, podemos considerar a taxa livre de risco para os Estados Unidos, estimada por meio do *US Treasury Note/Bond (T-note/T-Bond)*, como taxa livre de risco nominal em qualquer mercado.
- Se houver algum tipo de restrição quanto ao fluxo de capital, o retorno real esperado no longo prazo deve ser igual a taxa de crescimento real da economia no mercado em questão.

Num primeiro momento, decidiu-se considerar o governo brasileiro como uma entidade livre de inadimplência de forma que estimaríamos a taxa livre de risco a partir dos títulos emitido pelo Tesouro Direto como a Nota do Tesouro Nacional série F (Tesouro Prefixado NTN-F). No entanto, como podemos observar na tabela¹ a seguir, não é possível utilizar o título já que o valor do seu retorno histórico é maior do que o retorno histórico do Ibovespa, impossibilitando o cálculo do prêmio de mercado.

¹ Na tabela utilizamos o índice GEBR10Y para aproximar o valor do retorno médio de uma NTN-F de 10 anos. O horizonte de tempo utilizado é de 15 anos.

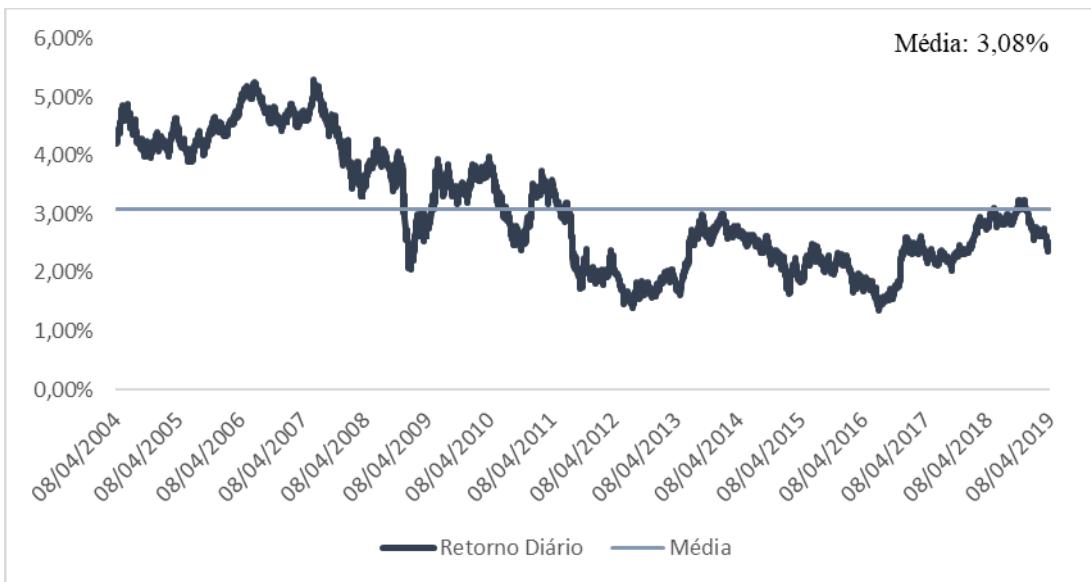
Tabela 1: Retorno médio do IBOV e do GEBR10Y nos últimos 15 anos

Retorno Histórico	
GEBR10Y	11,75%
IBOV	10,19%

Fonte: Bloomberg (08/04/2019)

Sendo assim, vamos considerar que o capital consiga fluir livremente entre as economias com os maiores retornos reais e que, então, a taxa livre de risco será igual a média do retorno nos últimos 15 anos do *T-Bond* (título soberano de 10 anos do governo americano).

Figura 2: Retorno diário e média do retorno do T-Bond nos últimos 15 anos



Fonte: Bloomberg (08/04/2019)

2.2.5.3.3 Coeficiente Beta

O coeficiente β (beta) reflete o grau de exposição de um ativo ao risco de mercado, ou seja, corresponde ao risco adicionado pelo ativo em relação a carteira de mercado, podendo ser calculado segundo a equação a seguir:

$$\beta_i = \frac{\text{Covariância de um ativo } i \text{ com a carteira de mercado}}{\text{Variância da carteira de mercado}} \quad (11)$$

Segundo Damodaran (2010), o coeficiente representa a volatilidade de uma empresa frente o mercado. O mercado possui um coeficiente Beta igual a 1, dessa forma uma empresa que oscila como o mercado também terá um Beta igual a 1.

Logo podemos observar que não é possível determinar um Beta para uma empresa de capital fechado como é o caso em questão. No entanto, Damodaran (2010) cita que existem 3 abordagens que podem ser utilizadas: por meio dos betas fundamentais, betas históricos do mercado ou betas de contabilidade.

Duas dessas alternativas, betas de contabilidade e betas históricos do mercado, não são adequadas para esse Trabalho de Formatura devido a suas limitações como: influência de fatores não-operacionais nos lucros contábeis, baixo número de observações, no caso da primeira; ausência de ações listadas na bolsa de valores da empresa em análise, no caso da segunda.

Sendo assim, utilizaremos a alternativa dos betas fundamentais que determina o coeficiente a partir de certos fundamentos da empresa:

- Grau de alavancagem financeira: refere-se ao nível de endividamento da empresa utilizado para maximizar o retorno do capital investido. Aumentar a dívida acarreta num aumento do coeficiente beta.
- Grau de alavancagem operacional: refere-se à proporção entre custos fixos e custos totais de uma empresa. Se uma empresa possui um alto percentual de custos fixos isso a torna mais sensível as mudanças no mercado.
- Setor do negócio: empresas que atuam em setores mais sensíveis às mudanças do mercado devem apresentar betas maiores que o de empresas de setores menos suscetíveis a essas condições.

Utilizando esses fundamentos, segue a fórmula a ser utilizada:

$$\beta_A = \beta_N \times [1 + (1 - t) \times \left(\frac{D}{PL} \right)] \quad (12)$$

Onde:

β_A = Beta alavancado

β_N = Beta não alavancado

$t =$ Alíquota de impostos

$D =$ Dívida

$PL =$ Patrimônio Líquido

O beta não alavancado presente na fórmula representa o beta que a empresa teria caso não tivesse dívidas. Segue a metodologia sugerida por Damodaran para calcular o beta fundamental da empresa:

- Identificar o setor em que a empresa atua. No caso da empresa analisada, é o de Alimentação Fora do Lar, mais especificamente de Lanchonetes.
- Identificar empresas negociadas publicamente que sejam comparáveis (atuem no mesmo setor) e obter seus betas de regressão. Considerando a nossa empresa de hamburgueria, as seguintes empresas² foram escolhidas:
 - McDonald's: empresa com foco em hambúrgueres, sediada em Chicago, EUA.
 - Yum! Brands: holding que controla, desenvolve e franquia globalmente as cadeias de fast-food KFC, Pizza Hut, Taco Bell e Wingstreet, sediada em Kentucky, EUA.
 - Starbucks: empresa famosa por seus cafés, sediada em Washington, EUA.
 - Restaurant Brands International: empresa multinacional formada pela fusão entre o Burher King e a rede canadense Tim Hortons, sediada em Toronto, Canadá.
 - Dunkin' Brands Group: holding que administra as duas cadeias de restaurantes fast food: Dunkin' Donuts e Baskin-Robbins, sediada em Massachusetts, EUA.
 - Domino's Pizza: uma das maiores redes de pizza do mundo, sediada em Michigan, EUA.
 - Wendy's: terceira maior cadeia de hamburgueria do mundo, sediada em Ohio, EUA.

² Existem poucas empresas focadas exclusivamente em hamburgueres com ações na bolsa de valores (2, McDonald's e Wendy's) e, portanto, mostrou-se necessário ampliar a lista de empresas comparáveis que agora contam com empresas do setor de alimentação fora do lar do tipo *fast-food* e *fast-casual* que mais se aproximam da Hamburgueria.

- Estimar o beta não alavancado do negócio. Existem duas abordagens para isso: (1) calcular o beta não alavancado a partir do beta alavancado de cada empresa e assim fazer uma média dos valores encontrados; (2) calculando o índice dívida/patrimônio líquido médio das empresas e, junto com a média dos betas alavancados, calcular o beta não alavancado médio do negócio. Adotando a primeira abordagem, obtemos:

Tabela 2: Beta das empresas comparáveis e cálculo do beta não alavancado médio

Empresa	Ticker	PL	D	D/PL	t	β_a	β_n
McDonald's	MCD	145.295,50	31.075,30	0,21	21%	0,55	0,47
YUM! Brands	YUM	30.464,58	10.072,00	0,33	21%	0,81	0,65
Starbucks	SBUX	93.518,72	9.130,70	0,10	21%	1,13	1,05
Restaurant Brands International	QSR	30.342,61	12.140,00	0,40	21%	0,95	0,72
Dunkin' Brands Group	DNKN	6.169,52	3.042,28	0,49	21%	0,65	0,47
Domino's Pizza	DPZ	10.163,15	3.531,58	0,35	21%	1,00	0,79
Wendy's	WEN	4.151,05	2.784,44	0,67	21%	0,92	0,60
Média							0,68

Fonte: Bloomberg (08/04/2019)

- Estimar os valores de dívida e do patrimônio líquido da empresa em análise para calcular o índice D/PL e, por fim, calcular o beta alavancado a partir da equação 12. No caso da Hambúrgueria, em que se busca verificar a possibilidade de expandir o negócio por meio de franquias, foi necessário estimar os valores previstos³ no processo de expansão da empresa. Na Tabela 2 encontram-se os valores nos casos de expansão por meio de lojas próprias e por meio de franquias.

³ No caso de expansão por meio de lojas próprias foram considerados gastos com imóvel, equipamentos, capital de giro e outros custos de operação. No caso das franquias foram considerados gastos com advogados para cuidarem dos aspectos jurídicos de abrir uma franquia, gastos com consultoria para auxiliarem nos aspectos operacionais e manual da franquia, gastos com capacitação, marketing e processo de seleção.

Tabela 3: Valores utilizados para o cálculo do índice D/PL

	Valor (R\$)
Loja Própria	
<i>Dívida total</i>	200.326,77
<i>Patrimônio líquido</i>	411.132,25
Razão D/PL	0,487
Franquia	
<i>Dívida total</i>	148.020,50
<i>Patrimônio líquido</i>	411.132,25
Razão D/PL	0,360

Legenda: Elaborada pela autora

De posse do índice, podemos calcular o beta alavancado para loja própria:

$$\beta_A = 0,678 \times [1 + (1 - 21\%) \times (0,487)] = 0,939 \quad (13)$$

De posse do índice, podemos calcular o beta alavancado para franquia:

$$\beta_A = 0,678 \times [1 + (1 - 21\%) \times (0,473)] = 0,871 \quad (14)$$

2.2.5.3.4 Prêmio de mercado

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), o prêmio de mercado é a diferença entre a taxa livre de risco e a estimativa de retorno do mercado, representando o retorno adicional que os investidores desejam obter para aceitar determinar risco de um investimento.

Damodaran (2010) cita que existem três tipos de abordagens para calcular o prêmio: (1) entrevistando investidores para avaliar o prêmio necessário para se investir no negócio; (2) utilizando o histórico para calcular a diferença entre os retornos reais de ações e de títulos livres de risco; e (3) por meio de prêmios de ações implícitos no mercado de ações do país.

No caso deste Trabalho de Formatura utilizaremos a segunda abordagem com algumas modificações para que se encaixem na realidade brasileira. Sendo assim, o prêmio de mercado pode ser calculado de acordo com a fórmula a seguir:

$$\begin{aligned}
 & \text{Prêmio de mercado}_{\text{mercado em análise}} \\
 & = \text{Prêmio de mercado}_{\text{EUA}} + \text{Prêmio do risco país}
 \end{aligned} \tag{15}$$

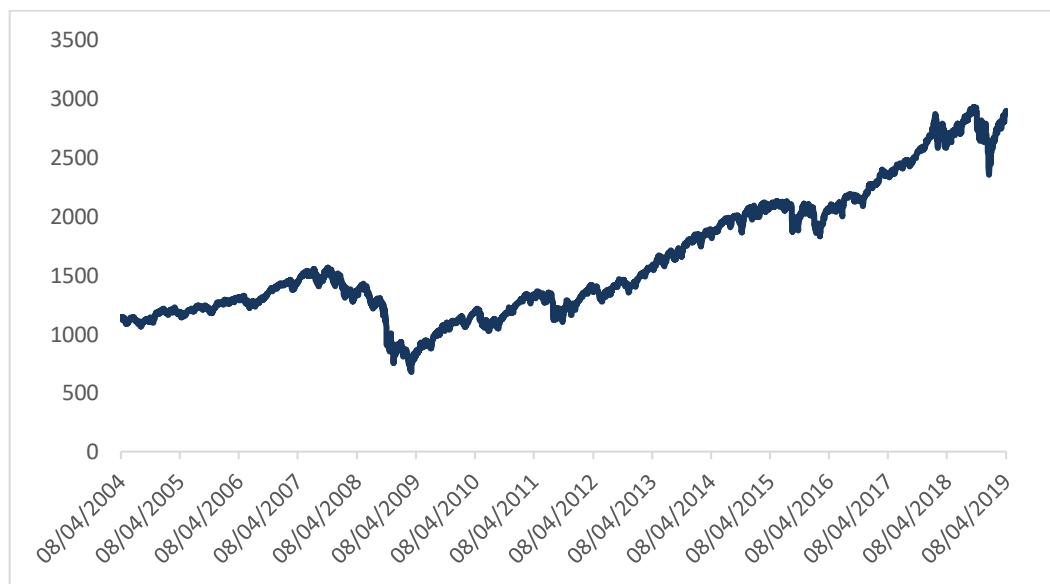
Onde o prêmio do risco país representa o prêmio extra exigido pelo investidor no mercado em análise. Vale ressaltar que utilizamos como referência o mercado norte americano por se tratar de um mercado maduro, diferente de países em desenvolvimento como o Brasil, e com dados históricos suficientes para se fazer uma estimativa adequada.

Segundo Damodaran (2010) existem duas abordagens para se calcular este prêmio:

- Utilizar *spreads* de risco de inadimplência que medem a diferença entre as taxas de emissões de títulos em dólar do país em questão e a taxa do título do Tesouro dos EUA.
- Utilizar os desvios-padrões relativos entre os mercados em questão, considerando que o risco país deve ser proporcional à volatilidade de seu mercado quando comparada com a de um mercado desenvolvido (EUA).

Dentre as particularidades e ressalvas de cada alternativa, a segunda foi escolhida como a mais adequada para este trabalho. Portanto, iremos primeiro calcular o prêmio de mercados dos Estados Unidos utilizando o índice *Standard & Poor's 500* (S&P 500). O retorno anual médio encontrado foi de 6,42%.

Figura 3: Cotação diária do índice S&P 500 nos últimos 15 anos



Fonte: Bloomberg (08/04/2019)

Dessa forma, podemos calcular o prêmio de mercado dos EUA a seguir:

$$\text{Prêmio de mercado}_{\text{EUA}} = 6,42\% - 3,08\% = 3,34\% \quad (16)$$

Posteriormente, precisamos calcular os desvios padrões dos retornos da bolsa de valores americana e brasileira, dados respectivamente pelo S&P 500 e o Ibovespa.

$$\frac{\text{Volatilidade}_{\text{Brasil}}}{\text{Volatilidade}_{\text{EUA}}} = \frac{0,0328}{0,0219} = 1,4973 \quad (17)$$

E, por fim, podemos calcular o prêmio do risco país do Brasil segundo a fórmula abaixo:

$$\text{Prêmio de mercado}_{\text{Brasil}} = 1,4973 \times 3,34\% = 5,0\% \quad (18)$$

$$\text{Prêmio do risco país}_{\text{Brasil}} = 5,0\% - 3,34\% = 1,66\% \quad (19)$$

Após o cálculo do prêmio do risco país, temos que incorporá-lo ao retorno esperado de um ativo da seguinte forma que considera que a exposição do ativo ao risco país é proporcional ao risco de mercado, medido pelo parâmetro β (beta):

$$\begin{aligned} E(R_i) = R_f + \beta_i \times & (\text{Prêmio pelo risco da carteira de mercado} \\ & + \text{Prêmio do risco país}) \end{aligned} \quad (20)$$

2.2.5.3.5 Cálculo do custo do patrimônio líquido

Para o cálculo do custo do patrimônio líquido iremos brevemente rever as premissas e métodos adotados para calcularmos os parâmetros: β (beta), taxa livre de risco e prêmio de mercado:

- Taxa livre de risco: assumimos que o capital flui livremente entre os mercados e, portanto, a taxa é igual ao retorno médio de títulos emitidos pelo governo dos EUA.
- Beta: utilizamos a metodologia do beta fundamental e, no final, estimamos por meio da média dos betas não alavancados de empresas comparáveis.

- Prêmio de mercado: usamos como referência o prêmio de mercado dos Estados Unidos e o prêmio do risco país para ajustar o valor. O prêmio do risco país é calculado por meio dos desvios-padrões relativos dos mercados norte-americanos e brasileiros.

No caso do custo do patrimônio líquido é utilizado o Modelo de Precificação de Ativo de Capital em conjunto com todas as premissas citadas acima. Com isso, a equação abaixo nos dá o valor de retorno esperado do patrimônio líquido da Hambúrgueria no caso de expansão por loja própria:

$$k_{pl} = E(R_i) = 3,08\% + 0,939 \times (3,34\% + 1,66\%) = 7,78\% \quad (21)$$

E para expansão por meio de franquias:

$$k_{pl} = E(R_i) = 3,08\% + 0,871 \times (3,34\% + 1,66\%) = 7,43\% \quad (22)$$

Importante ressaltar que os valores encontrados estão em moeda estrangeira (dólar) já que a economia americana foi utilizada como base para o cálculo do prêmio de mercado e a taxa livre de risco. Dessa forma, o ajuste para a moeda brasileira é necessário:

$$\begin{aligned} E(R_i)_{moeda\ local} \\ = (1 \\ + E(R_i)_{moeda\ estrangeira}) \times \frac{1 + Inflação\ projetada_{local}}{1 + Inflação\ projetada_{estrangeira}} \\ - 1 \end{aligned} \quad (23)$$

Segunda estimativas retiradas dos boletins de expectativa do Ipea e do Bacen (2019), as projeções para o Brasil e os Estados Unidos são, respectivamente, 4,35% a.a. e 2,16% a.a.. Logo o custo do patrimônio líquido para lojas próprias é:

$$\begin{aligned} k_{pl} = E(R_i)_{moeda\ local} = (1 + E(R_i)_{moeda\ estrangeira}) \times \frac{1 + 4,35\%}{1 + 2,16\%} - 1 \\ = 10,1\% \end{aligned} \quad (24)$$

E no caso de franquias:

$$\begin{aligned}
 k_{pl} &= E(R_i)_{moeda\ local} = (1 + E(R_i)_{moeda\ estrangeira}) \times \frac{1 + 4,35\%}{1 + 2,16\%} - 1 \\
 &= 9,7\%
 \end{aligned} \tag{25}$$

2.2.5.3.6 Custo médio ponderado de capital

Segundo Rosenbaum e Pearl (2013), o custo médio ponderado de capital (CMPC, ou ainda, WACC) representa a média ponderada do retorno esperado dos investimentos de fontes próprias (patrimônio) e de terceiros (dívida). É uma taxa amplamente utilizada como taxa de desconto para calcular o valor presente dos fluxos de caixa livres necessários para se obter o valor da empresa. Segue a equação abaixo:

$$CMPC = k_{pl} \times \frac{PL}{PL + D} + (1 - t) \times k_d \times \frac{D}{PL + D} \tag{26}$$

Onde:

k_{pl} = custo do patrimônio líquido

k_d = custo da dívida

t = alíquota do imposto de renda

PL = volume de capital próprio na empresa (patrimônio líquido)

D = volume de capital de terceiros na empresa (dívida)

Para estimar o custo da dívida têm-se duas alternativas: aplicar uma taxa dada pelo *rating* da empresa pela razão de cobertura de juros ou calcular a taxa média de juros que a empresa paga em seus passivos onerosos. No caso da Hamburgueria, um empréstimo pessoal foi feito no começo de 2014 e quitado no começo de 2018, o que possibilitaria o uso da taxa desse tipo de empréstimo como custo da dívida. No entanto, posteriores planos com expansão tanto com lojas próprias quanto com franquias poderiam utilizar outros tipos de empréstimo ou financiamento com taxas significativamente menores do que a do empréstimo pessoal. Dessa forma foi decidido, em conjunto com o proprietário da Hamburgueria, que utilizaríamos a taxa de 2,05% a.m. obtida por meio de simulação com uma empresa de financiamento de sua confiança. Obtemos, por fim, uma taxa de 27,6% a.a. e, considerando a alíquota média de 34%

de Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) tem-se como custo de capital para lojas próprias:

$$CMPC = 10,1\% \times 67,23\% + (1 - 34\%) \times 27,6\% \times 32,76\% = 12,75\% \text{ a. a.} \quad (27)$$

E considerando expansão por franquia:

$$CMPC = 10,0\% \times 67,88\% + (1 - 34\%) \times 27,6\% \times 32,11\% = 11,99\% \text{ a. a.} \quad (28)$$

2.2.6 Método de avaliação por direitos contingentes

É o tipo de avaliação aplicada para contratos como opções de compra (*call*) e venda (*put*). Esse método é conhecido também como teoria de precificação de opções ou modelo de avaliação por opções. Segundo Damodaran (2001), as opções são valores mobiliários derivativos e o investidor opta por exercer seu direito de comprar ou vender uma quantidade predeterminada de um ativo subjacente a um preço fixo antes ou na data de vencimento da opção.

Segundo o modelo Black&Scholes o valor das opções varia em função do prazo do vencimento, o preço do direito, a volatilidade do ativo objeto e da própria opção, e das taxas de juros. Devido a abordagem mais específica desse método, iremos optar por não discorrer a fundo.

2.2.7 Escolha dos métodos

Dado o objeto de análise ser uma empresa de pequeno porte (EPP) de capital fechado e, considerando os métodos apresentados anteriormente e a legislação brasileira, conclui-se que os métodos mais adequados para esse trabalho sejam: Método de Fluxos de Caixa Descontados e Método de Avaliação Relativa. Demais métodos são menos precisos ou aplicáveis apenas a empresas de capital aberto.

2.2.8 Considerações adicionais sobre os métodos escolhidos

Com base nos métodos escolhidos será determinado o valor econômico da Hamburgueria em estudo. Apesar dos métodos aplicados serem diferentes é esperado que apresentem valores relativamente próximos, dentro da mesma grandeza, de maneira que garantam a eficácia de cada um. Grandes diferenças de valor podem significar que um dos métodos não é adequado para a avaliação.

O método de fluxo de caixa descontados tem como principais vantagens a maior precisão do resultado, pois captura todos os elementos que afetam o valor da empresa, e a contabilização de uma visão de longo prazo do empreendimento. Em contrapartida, esse nível de detalhe só é possível com um levantamento de dados extenso o que pode dificultar e/ou restringir a análise.

No caso do método de avaliação relativa a vantagem está na necessidade de poucas informações que costumam ser de mais fácil acesso e ressalta tendências de preços de mercado e resultados de empresas similares. Entretanto, o valor obtido também se mostra menos preciso por se tratar de um método mais amplo e que necessita de “empresas comparáveis”.

2.3 CONTABILIDADE

Segundo Marion (2012) que a define como um grande instrumento que auxilia agentes internos (administradores, funcionários no geral) e externos (acionistas, mercado, governos, sindicatos, entre outros) a empresa na tomada de decisão a partir da coleta de dados econômicos.

O autor ainda complementa que o objetivo da contabilidade está em permitir que seus usuários façam a avaliação da situação econômica e financeira de uma entidade, além de fazer inferências sobre suas tendências futuras.

Por fim, Marion afirma que a contabilidade é uma ciência social que estuda o comportamento das riquezas que se integram no patrimônio em face das ações humanas e, portanto, não pode ser confundida com as ciências matemáticas e as quantidades são consideradas abstratas e independem das ações humanas.

2.3.1 Relatórios contábeis

Segundo Marion (2012), relatório contábil descreve os principais fatos registrados pela contabilidade em determinado período, expondo de forma resumida e ordenadas os dados colhidos.

Dentro de todos os relatórios contábeis existem três que resumem as informações financeiras necessárias à avaliação de empresas (DAMODARAN 2002), que é o escopo deste trabalho. Sendo assim, estudaremos mais a fundo os conceitos que envolvem o Balanço Patrimonial, a Demonstração de Resultados do Exercício e o Demonstrativo de Fluxos de Caixa.

2.3.2 Balanço patrimonial

Segundo Marion (2012) o Balanço Patrimonial (BP) é a principal demonstração contábil e reflete a posição financeira da empresa em determinado momento, resumindo todos os bens, valores a receber e valores a pagar. Normalmente, realiza-se o BP ao final do ano ou de um período prefixado, chamado de exercício.

Quadro 1: Estrutura do Balanço Patrimonial

Balanço Patrimonial		
Ativo	Passivo	
	Obrigações com terceiros	
Bens e Direitos	Patrimônio Líquido	
	Obrigações com a empresa (acionistas)	
Σ Ativo	\$	Σ Passivo
		\$

Fonte: elaborada pela autora com base na obra de Marion (2012)

Este relatório contábil é dividido em duas colunas denominadas Ativo, e Passivo e Patrimônio Líquido.

2.3.2.1 Ativo

Segundo Marion (2012) ativos são bens e direitos de propriedade da empresa que representem benefícios presentes e futuros, além de serem mensuráveis monetariamente. Com base na Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404 de 1976), os ativos devem ser listados por ordem de liquidez, ou seja, pela rapidez com que podem ser convertidos em dinheiro, e divididos em grupos de contas.

- **Ativo Circulante:** valores e direitos que a empresa possui disponível no curto prazo, isto é, que irá se realizar até o final do exercício social seguinte.
- **Ativo Não Circulante:** é ainda composto dos seguintes subgrupos:
 - **Ativo Realizável a Longo Prazo:** direitos realizáveis após o término do exercício seguinte.
 - **Investimentos:** direitos que não se destinam a manutenção da atividade da empresa, como por exemplo, participações acionárias permanentes em outras sociedades.
 - **Imobilizado:** bens tangíveis necessários à manutenção das atividades da empresa.
 - **Intangível:** bens incorpóreos que possuem valor e agregam vantagem competitiva a empresa.

2.3.2.2 Passivo

Segundo Marion (2012) passivo são todas as obrigações (dívida) exigíveis que a empresa tem com terceiros, isto é, que podem ser reclamadas quando a dívida vencer. As obrigações podem ser: contas a pagar, fornecedores, impostos a pagar, financiamentos, empréstimos etc.

Similar com o que ocorre com o Ativo, o Passivo e Patrimônio Líquido são ordenados de acordo com seu vencimento. O passivo pode ser dividido em dois grupos:

- **Passivo Circulante:** obrigações da empresa que vencem no próximo exercício.

- **Passivo Não Circulante:** obrigações da empresa que vencem após o término do próximo exercício.

2.3.2.3 Patrimônio líquido

O Patrimônio Líquido pode ser considerado uma “dívida não exigível”, o que significa que enquanto a empresa estiver em funcionamento não é necessário pagar essa obrigação. Segundo Marion (2012), o patrimônio líquido evidencia os recursos dos proprietários aplicados no empreendimento, de forma que caso existam novas aplicações estas serão chamadas de acréscimo de capital.

Podemos dividir esse grupo em seis partes segundo a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404 de 1976), sendo elas: capital social, reservas de capital, ajustes de avaliação patrimonial, reservas de lucro, ações em tesouraria e prejuízos acumulados.

O patrimônio líquido pode ser calculado a partir da Equação Fundamental da Contabilidade. Resumidamente, a equação expressa que o valor de todos os bens e direitos da empresa (ativo) é igual à soma do capital próprio investido na empresa (patrimônio líquido) e com o capital de terceiros (passivo). A representação da equação encontra-se a seguir:

$$\text{Ativo} = \text{Passivo} + \text{Patrimônio Líquido}$$

2.3.3 Demonstração do resultado do exercício (DRE)

Segundo Iudícibus e Martins (2010), este relatório apresenta de forma sucinta todas as operações realizadas pela empresa durante determinado período de tempo e é elaborada simultaneamente ao Balanço Patrimonial. Com a DRE é possível encontrar o resultado líquido do exercício, que pode ser de lucro ou prejuízo, além de permitir muitos esclarecimentos quanto às variações do patrimônio.

De acordo com a Lei das Sociedades por Ações nº 6.404 de 1976, a demonstração do resultado do exercício deve discriminar os seguintes itens:

- A receita bruta das vendas e serviços, assim como as deduções de vendas, impostos e abatimentos.
- A receita líquida e o custo das mercadorias vendidas e serviços prestados que resultam no lucro bruto.
- As despesas com vendas, gerais e administrativas além de outras despesas operacionais.
- O lucro ou prejuízo operacional resultante da dedução das despesas do lucro bruto.
- O resultado do exercício antes do Imposto de Renda e a provisão para o imposto.
- Participações de debêntures, administradores, empregados e outras partes beneficiárias, instituições, fundos de assistência ou previdência de empregados.
- O lucro ou prejuízo líquido do exercício e o seu valor por ação do capital social ao final do relatório.

2.3.3.1 Receita

Iudícibus e Martins (2010) definem Receita como qualquer entrada de elementos para o ativo, sob a forma de dinheiro ou direitos creditórios que correspondem, normalmente, à venda de mercadorias ou prestação de serviços. Outras formas de gerar receita são a partir de rendimentos financeiros, aluguel de imóveis, entre outros.

2.3.3.2 Gasto, Custo e Despesa

As definições dos termos gasto, custo e despesas costumam ser confundidas ou até mesmo serem consideradas sinônimos o que pode gerar prejuízos e erros graves para uma empresa.

Segundo Marion (2012), gasto é todo sacrifício financeiro realizado por uma empresa, pessoa, organização ou governo, com a finalidade de atingir seus objetivos (venda de mercadorias ou prestação de serviço). Custos e despesas são considerados categorias distintas de gastos.

Ainda segundo Marion (2012), custo é todo gasto incorrido por uma empresa no processo de produção de um produto, ou no processo de prestação do serviço, como por exemplo: matéria prima, salário de operários etc.

No caso da despesa, é definida como sendo qualquer gasto que ocorre para gerar uma receita por meio de venda de mercado ou prestação de serviço. Temos como exemplos: material de escritório, gastos com comissão de venda etc.

2.3.4 Demonstração dos fluxos de caixa (DFC)

Segundo Damodaran (2010), o DFC explica os fluxos e alterações no saldo de caixa de uma empresa com especificações quanto às fontes de entrada e destinos de saída, referente as atividades de operação, investimento e financiamento.

Comparando com a DRE, Marion (2012) explicita que a principal diferença entre os dois demonstrativos é que a DRE é elaborada com base no regime de competência e a DFC com base no fluxo de caixa.

Por convenção, a DCF é apresentada por meio de três grandes subdivisões: fluxo de caixa das atividades operacionais, fluxo de caixa das atividades de investimento e fluxo de caixa das atividades de financiamento.

2.4 FRANCHISING

A Lei 8.955 de 15/12/1994 define o *franchising* ou franquia como o sistema pelo qual um Franqueador cede ao Franqueado o direito de uso da marca ou patente, associado ao direito de distribuição exclusiva ou semi exclusiva de produtos ou serviços e, também, ao eventual direito de uso de tecnologia de implantação e administração de negócios ou sistema operacional desenvolvidos ou detidos pelo Franqueador, mediante remuneração direta ou indireta, sem caracterização de vínculo empregatício.

Segundo Cherto, Campora, Garcia, Ribeiro e Imperatore (2006) o *franchising* é definido como sendo uma das muitas estratégias da qual uma organização pode fazer uso para expandir

seus negócios e resultados, otimizando competências por ela desenvolvidas, cobrindo o mercado e escoando de forma eficaz seus produtos e/ou serviços. Trata-se, portanto, de uma estratégia de expansão de negócios via cobertura e penetração de mercado. De forma a facilitar a compreensão da revisão, segue abaixo a definição de alguns termos, segundo Ribeiro, Galhardo, Marchi, Imperatore (2011), que serão utilizados:

- Franqueadora: é a empresa que concede a Franquia e que detém os direitos sobre a marca, métodos e processos do negócio.
- Franqueado: aquele que adquire a franquia, o proprietário de uma unidade franqueada.
- Taxa de franquia: valor pago na concessão da Franquia referente ao direito de fazer parte da rede e acessar todo o *know-how* desenvolvido pela franqueadora, bem como uso da marca.
- Taxa de *Royalties*: taxa paga com uma determinada periodicidade pelo Franqueado à Franqueadora referente a prestação de serviços, de maneira geral, prestados pelo Franqueado.
- Taxa de Propaganda: taxa cobrada de forma similar a Taxa de Royalties com a diferença que não pode ser considerada receita para a franqueadora uma vez que é exclusivamente utilizada para promover e divulgar a marca da rede.
- COF – Circular de oferta de franquia: documento legal que contém informações obrigatórias da Franqueadora no que se refere ao direitos e obrigações de cada parte no *Franchising*.
- Contrato de franquia: documento legal que deve fazer parte do COF e que regerá toda relação entre Franqueadora e Franqueado nos aspectos legais e comerciais do negócio.

No contexto deste Trabalho de Formatura em que se busca determinar se o modelo de Franquias é aderente às características da Hamburgueria, iremos abordar os critérios sugeridos por Cherto, Campora, Garcia, Ribeiro e Imperatore (2006) vistos a seguir:

2.4.1 Empresa

Os critérios ligados à empresa avaliam características da empresa que possam facilitar ou dificultar a estruturação do Franchising.

2.4.1.1 Cultura e experiência da empresa

A cultura de uma empresa está ligada aos valores e comportamentos compartilhados pelos integrantes do grupo. É a forma não escrita pela qual a empresa avalia e gerencia seus negócios, seu relacionamento com colaboradores, fornecedores e clientes.

Já a experiência podemos considerar como sendo o tempo de mercado, conhecimento adquirido do modelo de negócios em que a empresa está inserida e situações pelas quais a empresa tenha passado que possam melhor prepará-la para expandir com franquias.

O modelo de *franchising* pressupõe a criação de um elo entre a empresa e o franqueado. É um elo que não possui recursos inesgotáveis e que espera conseguir retorno do investimento em um prazo razoável que pode variar de franquia para franquia. Sendo assim, e de acordo com Cherto, Campora, Garcia, Ribeiro e Imperatore (2006), as seguintes características permitirão maior franqueabilidade para a empresa:

1. Cultura interna de delegação de atividades e responsabilidades: empresas que tenham forte cultura de centralização tendem a interferir continuamente na gestão o que amplia a quantidade de conflitos e reduz o potencial de sucesso. O ideal seria definir regras e, fora elas, permitir a autonomia do franqueado.
2. Atenção aos detalhes: a operação da unidade de negócio é de responsabilidade do Franqueado, sendo que cabe à Franqueadora definir a forma de trabalho e acompanhar o todo, focando nos detalhes quando, e se, necessário.
3. Experiência em Parcerias/Sociedades: empresas que nunca trabalharam com parceiros ou sócios e que tratam os mesmos como subalternos possuem maior dificuldade em desenvolver o conceito de parceria necessário para a gestão de uma rede de Franquias, principalmente no início da operação.
4. Aceitação de um controle sobre as operações inferior a 100%: empresas franqueadoras de sucesso entendem quais os pontos em que é necessário e, possível, o controle e focam seus esforços nesses pontos, abrindo espaço para que o Franqueado possa atuar com mais liberdade nos outros aspectos. Além

disso, todo controle acaba gerando custos o que pode inviabilizar o modelo de franquias.

5. Experiência na administração de conflitos: é essencial ser capaz de gerir conflitos com os parceiros.
6. Capacidade de lidar com crises: um número considerável de novas unidades de negócio pode acarretar crises por questões de diferença de perspectivas dentro da rede.
7. Experiência anterior em franquias
8. Experiência da empresa no mercado de atuação da franquia: o conhecimento de mercado pode ser aproveitado no modelo de franquias, garantindo a credibilidade e influência junto aos franqueados.
9. Tempo de vida da empresa: empresas com histórico de sucesso na área de atuação da Franquia ou, até mesmo em outras áreas de negócio, conseguem aplicar esse aprendizado nas novas operações.
10. Experiência na gestão do negócio que será Franqueado: experiências em conceitos semelhantes e a existência de unidades próprias aumentam as chances de sucesso pelo reconhecimento dos problemas que tenderão a surgir ao longo da operação das franquias.
11. Experiência na gestão de uma rede

2.4.1.2 Imagem da empresa

A imagem da empresa refere-se a como ela é percebida e como o público se relaciona com a empresa. Normalmente, em uma rede própria o público relevante se limita aos clientes/consumidores, no entanto, no caso do modelo de franquias novos públicos são envolvidos na operação cujas opiniões são essenciais ao sucesso da operação. Avaliar a imagem da empresa é entender como a marca e o conceito que se deseja franquear se relaciona com cada um destes públicos. Segundo Cherto, Campora, Garcia, Ribeiro e Imperatore (2006), são eles:

1. Consumidores finais: quanto melhor for a imagem da empresa com seu consumidor final, maior o potencial de franqueamento da operação.

2. Potenciais consumidores: além dos consumidores efetivos e clientes fiéis da marca, é necessário entender como os demais potenciais consumidores enxergam a empresa e seus produtos e serviços.
3. Clientes: no caso de rede de franquias do tipo B2B que não entregam diretamente ao consumidor final, a visão do cliente pode ser mais importante do que a do consumidor. É um caso menos comum, porém representativo de franquias de distribuidores, cujo foco é a colocação dos produtos de uma determinada empresa no varejo.
4. Potenciais investidores: no modelo de franquias surge um novo público a ser trabalhado, o potencial franqueador ou investidor. Uma avaliação positiva sobre o negócio por parte de potenciais investidores facilita muito a entrada no modelo de franquias.
5. Formadores de opinião: jornalistas, críticos, *digital influencers*, *heavy users* do produtos são capazes de disseminar o conceito e ampliar o potencial do negócio. É importante, principalmente, no momento de lançamento da franquia para que seja possível uma repercussão positiva.
6. Órgãos reguladores: a falta de aprovação de órgãos reguladores pode barrar o desenvolvimento das franquias.

Quanto melhor o relacionamento com esses públicos, maior a força do modelo em seu lançamento e consequentemente maior o potencial de franqueabilidade.

2.4.2 O Negócio

Os critérios ligados ao negócio são características, internas e externas, do modelo que se pretende franquear.

2.4.2.1 Modelo de negócios

É a análise do conceito de negócios que a empresa deseja franquear, que inclui:

1. Padrão arquitetônico: é o padrão de infraestrutura necessário para construir o conceito do negócio. Quanto melhor o padrão arquitetônico, maior sua capacidade de, a baixo custo, diferenciar a operação das demais.
2. Formas de interação com clientes/consumidores: forma de operação do negócio e de geração de experiências. Quanto melhor a experiência gerada, maior a probabilidade de criação de clientes fiéis.
3. Pontos de controle da Franqueadora sobre o modelo: existe um controle mínimo necessário para evitar que as franquias operem em dissonância com o conceito definido. Dessa forma, em alinhamento com o que foi dito anteriormente, é essencial que seja possível garantir a qualidade da experiência com um número reduzido de pontos de controle.
4. Perfil de um operador da Franquia: quanto mais aberto o perfil necessário, mais simples a implantação das Franquias já que a intersecção entre pessoas com o perfil e o capital disponível necessário é maior.
5. Nível de complexidade da operação: modelos de negócio semi industriais ou semi artesanais são os mais ajustados ao modelo de Franquia já que permitem uma replicação dos produtos e serviços de forma eficaz e mais fácil. Por exemplo, é muito difícil franquear um restaurante devido ao alto nível de complexidade da sua operação e baixa padronização dos seus processos.
6. Capacidade de adaptação a diferentes características locais: modelos muito fechados que não permitem espaço para ajustes locais, dificultam a operação da franquia gerando conflitos e dificuldades de longo prazo.

Vale ressaltar que os pontos acima mencionados servem para revisar o modelo inicialmente idealizado para ampliar o nível de franqueabilidade sem que a empresa seja obrigada a desistir do seu conceito de negócio para tal, visto que isto reduz o diferencial do negócio e pode criar um modelo alternativo de baixa aderência no mercado. Alguns dos parâmetros são difíceis de alterar, porém, outros, podem ser ajustados ao modelo de franquia. Outro ponto importante é que, independentemente das análises, se o modelo de negócios consegue ser rentável o suficiente para dividir entre duas partes (franqueado e franqueador), torná-lo franqueável é mais uma questão de ajuste.

2.4.2.2 Produtos e serviços

O conjunto de produtos e serviços agregados é essencial para o sucesso do modelo de franquias. Os fatores de avaliação são:

1. Qualidade: públicos-alvo diferenciados exigem produtos e serviços diferenciados.
2. Disponibilidade: capacidade da empresa em entregar produtos e serviços no volume e especificações necessárias. É importante que não seja tão complexo disponibilizar o serviço e produto como, por exemplo, a necessidade de matéria prima ou subproduto com potencial de escassez.
3. Diferenciação: a franquia trabalha com produtos e serviços definidos pela franqueadora o que pode ser um empecilho na competição por clientes. Uma das formas de lidar com esta situação é por meio de produtos e/ou serviços exclusivos. Caso não seja possível, esse aspecto não inviabiliza a franquia, porém o potencial se reduz e os riscos aumentam.
4. Potencial de mercado: importante evitar situações em que existam unidades muito próximas que diminuam o potencial de mercado para cada uma, o que diminui a rentabilidade.

Segundo Cherto, Campora, Garcia, Ribeiro e Imperatore (2006) uma forma interessante de analisar os produtos e serviços é utilizando avaliadores externos como os clientes.

2.4.2.3 Concorrência

Todo modelo de negócio está sujeito a sofrer pressão dos concorrentes, no caso da Franqueadora existem, ainda, dois tipos de concorrência: a concorrência ao negócio e a concorrência em franquias

- Concorrência ao negócio: são os produtos e serviços substitutos. Podem ser considerados concorrência direta ou indireta. É importante avaliar quem e quantos são os concorrentes atuais; quem e quantos são os concorrentes futuros; como atuam no mercado; qual sua penetração e resultados atuais; qual a sua força no mercado; e quais os diferenciais existentes.

- Concorrência em franquias: o potencial investidor, geralmente, não analisa a fundo as diferenças entre as franquias no mercado, focando nas suas áreas de interesse (hotelaria, alimentação, vestuário etc.) e não em marcas específicas. A análise dos fatores críticos na competição pelo investidor tende a ser mais simples, destacando: área de atuação da franquia; faixa de investimento; agressividade na captação de investidores; suporte oferecido; imagem da marca/tamanho da rede; e satisfação da rede implantada.

Segundo Cherto, Campora, Garcia, Ribeiro e Imperatore (2006) essa avaliação é relevante para que se entenda a capacidade de se atrair investidores quando se comparado com outros negócios disponíveis. Em algumas áreas, para algumas empresas, a marca é fator suficiente de atratividade, no entanto, isso é uma exceção no mercado.

2.4.2.4 Viabilidade financeira

O primeiro passo a ser feito é avaliar a viabilidade financeira da franquia, já que ela é o elemento principal do modelo. De nada adianta rentabilizar a Franqueadora se a ponta não for viável, o modelo não se sustenta. Os aspectos a serem avaliados são:

- Valor do investimento por parte do franqueado: grandes quantias repelem potenciais investidores e tornam mais difícil conseguir a rentabilidade do negócio.
- É imprescindível levar em consideração todos os custos envolvidos na operação e aquisição de uma franquia: taxas da franqueadora, instalações e montagem do negócio, aquisição de ponto comercial, estoques necessários para iniciar operações, marketing de lançamento do negócio e capital de giro necessário.
- Disponibilidade de financiamento
- Geração de caixa do negócio: é o resultado de faturamento total menos todos os gastos do negócio, incluindo impostos, custos variáveis e custos fixos. Esse valor deve ser suficiente para retornar o capital inicial empregado em um prazo de 24 e 40 meses (2 anos e 3 anos e 4 meses), além de ter um retorno sobre o investimento mínimo de 2% ao mês sendo o ideal de 3,5% ao mês.

Em suma, avaliar a franqueabilidade de uma operação do ponto de vista financeiro é garantir que o investidor tenha um potencial de resultado compatível com suas expectativas.

O segundo passo é a viabilidade financeira para a franqueadora que possui um investimento comparativamente menor ao do franqueado. Segundo Cherto, Campora, Garcia, Ribeiro e Imperatore (2006) o valor do negócio está em conseguir ficar com a maior parte possível do negócio sem inviabilizar a operação do Franqueado. Dessa forma, sua análise financeira envolve algumas previsões, sendo elas:

- Franqueado médio deve ser capaz de gerar uma remuneração de acordo com suas expectativas.
- A franqueadora deve ser capaz de capturar o valor agregado restante.

Com isso, temos duas possibilidades a serem consideradas: o valor agregado pode ser muito baixo o que torna o negócio uma operação de alto risco e baixo potencial de franqueabilidade ou, o valor agregado restante é alto o que torna a avaliação um pouco mais complexa. Ainda citando Cherto, Campora, Garcia, Ribeiro e Imperatore (2006) temos três alternativas de avaliação:

- No caso da franqueadora ser fornecedora de produtos pode-se comparar a operação com a venda de produtos no atacado;
- Expectativa direta dos acionistas;
- Pela diferença nos resultados caso a empresa optasse por uma expansão própria, sem as Franquias, realizando todos os investimentos necessários.

2.4.2.5 Acessibilidade

Segundo Cherto, Campora, Garcia, Ribeiro e Imperatore (2006) a acessibilidade é a facilidade de encontrar pessoas no mercado que tenham:

- Interesse no negócio: abrange os aspectos de atratividade do mercado no qual a empresa se encontra; a imagem da marca e da empresa; a oferta de franqueadoras concorrentes; e o retorno financeiro da operação.
- Perfil do franqueado: nível de especificidade do perfil desejado. A necessidade de perfis mais focados na capacidade de interação, a competência e

comprometimento são mais franqueáveis do que aqueles que necessitam de formações e competências muito específicas.

- Capital financeiro: geralmente, negócios com menor investimento necessário são mais franqueáveis. No caso de altos investimentos, presume-se que os investidores teriam pouco interesse em assumir a gestão efetiva da franquia por entenderem os negócios como pequenos.

2.4.3 Modelo de gestão

Os critérios ligados ao modelo de gestão avaliam o conjunto de conhecimentos, processos e sistemas que garantem a estabilidade e qualidade do empreendimento. O potencial do modelo de franquia está relacionado a facilidade com que se consegue transmitir informações aos franqueados de forma a diminuir os custos de controle da operação.

2.4.3.1 Padrões e sistemas

O cliente de uma franquia espera encontrar em todas as unidades da marca, os mesmos produtos, serviços e tratamento, ou seja, a mesma experiência. Os padrões e sistemas são uma forma de garantir que isso ocorra. Podemos considerar um negócio padronizado quando é possível observar os seguintes pontos:

- Padrão visual: identidade visual em todas as unidades da rede e reconhecimento do negócio mesmo à distância por quem conhece a marca.
- Padrões operacionais: processos básicos do negócio que podem ser descritos em guias, manuais ou circulares.
- Padrões comportamentais: as pessoas são fatores cruciais no sucesso de uma franquia, portanto, instrumentos para garantir a contratação de pessoas competentes e motivadas se tornam necessários.

Vale ressaltar que para garantir os padrões operacionais e comportamentais não bastam apenas guias e manuais, deve-se investir em um modelo efetivo de capacitação de equipe nas unidades e em um controle operacional por parte da franqueadora.

Outro ponto importante a ser considerado é que uma avaliação negativa nesse quesito pode ser revertida, dependendo apenas da correta análise inicial com os pontos falhos a serem melhorados na operação.

2.4.3.2 *Know-how*

Entende-se *know how* como sendo o conjunto profundo do negócio e de sua operação. Inclui-se, mais especificamente, os conhecimentos dos produtos e serviços ofertados pela empresa, o conhecimento do conceito e o conhecimento dos clientes (perfil do cliente, motivações e experiência de consumo). A capacidade do franqueador de transmitir essas informações e acompanhar o nível de assimilação pelo franqueado está ligado ao potencial de franqueabilidade. No entanto, assim como o critérios de padrões e sistema, o *know how* não é considerado um grande desafio à estruturação do modelo de franquias uma vez que pode ser ajustado posteriormente a partir de uma análise das falhas existentes.

2.4.4 **Potencial de escalabilidade ou expansibilidade**

Segundo Cherto, Campora, Garcia, Ribeiro e Imperatore (2006) esse critério mede a capacidade de crescer de uma rede, a fim de avaliar se o esforço para estruturar a operação de franquias faz sentido. Quando o modelo possui baixo potencial de expansão, normalmente, não fazendo sentido como franquia uma vez que essa expansão pode ser feita por meio de lojas próprias de forma mais rentável.

Contudo, não existe um volume mínimo de unidades que torne viável uma operação de *franchising*. Como já citado anteriormente, o volume gerado pelas unidades deve ser alto a ponto de gerar margem suficiente para pagar os custos de gestão e controle da franqueadora e, ainda, gerar lucro que se encaixe nas expectativas dos acionistas.

2.4.5 Riscos

Os riscos são os fatores que interferem no sucesso de longo prazo do modelo de negócio. Uma boa avaliação possibilita a criação de barreiras e pontos de segurança que servirão para proteger a operação no longo prazo. Segundo Cherto, Campora, Garcia, Ribeiro e Imperatore (2006) os principais risco para a operação de franquias são:

- Riscos do negócio, ou riscos da unidade;
- Barreiras de saída;
- Riscos para a franqueadora.

2.4.5.1 Riscos do negócio

Os riscos do negócio estão ligados ao modelo de negócio e são, em geral, frutos dos pontos já citados na análise de franqueabilidade:

- Experiência da empresa: as mais experientes representam riscos mais baixos.
- Imagem da marca: marcas fortes diminuem os riscos e aumentam o potencial de resultados.
- Modelo de negócios: modelos testados, estáveis com resultados comprovados.
- Concorrência: mercados menos concorridos ou negócios com diferenciais relevantes para a concorrência diminuem o risco da operação.
- Viabilidade financeira: negócios com rentabilidades altas, acima das expectativas, são menos arriscados.
- Padrões e Sistemas: negócios pouco organizados e controlados aumentam a variabilidade de resultados e ampliam os riscos do negócio.
- Know how: a falta de conhecimento sobre o mercado, os clientes e o modelo de negócios aumentam o risco do sistema como um todo.

Visto isso, podemos concluir que a avaliação dos riscos é basicamente ponderar os desafios encontrados em cada ponto de análise. Uma forma de aumentar a percepção dos riscos é considerando as percepções de mercado que podem afetar seu negócio como incertezas

políticas e econômicas, fornecedores externos, queda do setor em que a empresa está inserida como um todo e visão dos formadores de opinião.

2.4.5.2 Barreiras de saída

Por se tratar de um modelo de longo prazo, o franqueador deve ser capaz de manter rede de franquias unida, impedindo que os franqueados aprendam a operação e tornem-se independentes ou mudem de bandeira para outra marca. No caso da Hambúrgueria, que não apresenta produtos exclusivos, é preciso que a empresa busque ações que garantam a permanência dos franqueados, construindo uma barreira de saída. Estas ações podem ser ligadas a:

- Força da marca;
- Estratégias de Marketing;
- Possibilidade de vir a ter a empresa como concorrente;
- Cláusulas contratuais;
- Controle sobre pontos comerciais;
- Negociações junto ao fornecedores, ganho de escala;
- Controle sobre insumos estratégicos;
- Qualidade do suporte operacional e em gestão oferecido;
- Capacidade de inovação da empresa, mantendo-se à frente da concorrência.

É importante considerar que nenhum destes pontos sozinho é capaz de garantir a permanência na rede, porém, o conjunto deles pode gerar uma barreira suficientemente firme.

2.4.5.3 Riscos para a empresa

Esses são os riscos para a franqueadora que incluem:

- Riscos jurídicos: ações de franqueados junto à franqueadora e ações de clientes das unidades junto à franqueadora.

- Riscos financeiros: custos acima dos projetados, receita abaixo do esperado, crescimento lento.
- Riscos de Imagem: não é possível garantir controle total das operações das demais unidades, logo, o erro de uma franquia pode manchar a imagem da marca e da rede como um todo.
- Riscos de mercado: ligados à capacidade de cobertura de mercado do modelo e da concorrência.

Para empresas pequenas como é o caso da Hamburgueria, cujo negócio principal é o que será franqueado, de forma geral, os riscos tendem a ser baixos e controláveis. Apesar disso é um ponto crucial na análise de franqueabilidade e deve-se analisar em profundidade cada um dos riscos citados contrapondo o potencial de resultado da implantação do modelo contra os riscos do modelo.

2.4.6 Avaliação de franqueabilidade

Segundo Cherto, Campora, Garcia, Ribeiro e Imperatore (2006) a conclusão da análise de franqueabilidade da empresa deve ser:

- Uma ponderação sobre cada um dos critérios citados anteriormente, indicando os pontos fortes e os principais desafios da empresa.
- Definição clara dos pontos em que é possível atuar e melhorar antes do início da operação de *franchising*.
- Definição de um plano de ação para ajustar os pontos em que há deficiências no modelo existente.
- Definição dos fatores críticos de sucesso para o modelo de franquias.

O quadro a seguir representa o instrumento a ser utilizado para avaliar a franqueabilidade da Hamburgueria.

Quadro 2: Avaliação de Franqueabilidade

Área	Critério	Peso	Avaliação	Forças e Oportunidades	Desafios
Empresa	Cultura e Experiência				
	Imagen				
Negócio	Modelo de Negócios				
	Produtos e Serviços				
	Concorrência				
	Viabilidade Financeira				
	Acessibilidade				
Gestão	Padrões e Sistemas				
	Know how				
Expansibilidade	Potencial				
Riscos	Riscos do Negócio				
	Barreiras de Saída				
	Riscos para a Empresa				
Avaliação Final					0

Fonte: elaborada pela autora com base na obra de Cherto, Campora, Garcia, Ribeiro e Imperatore (2006)

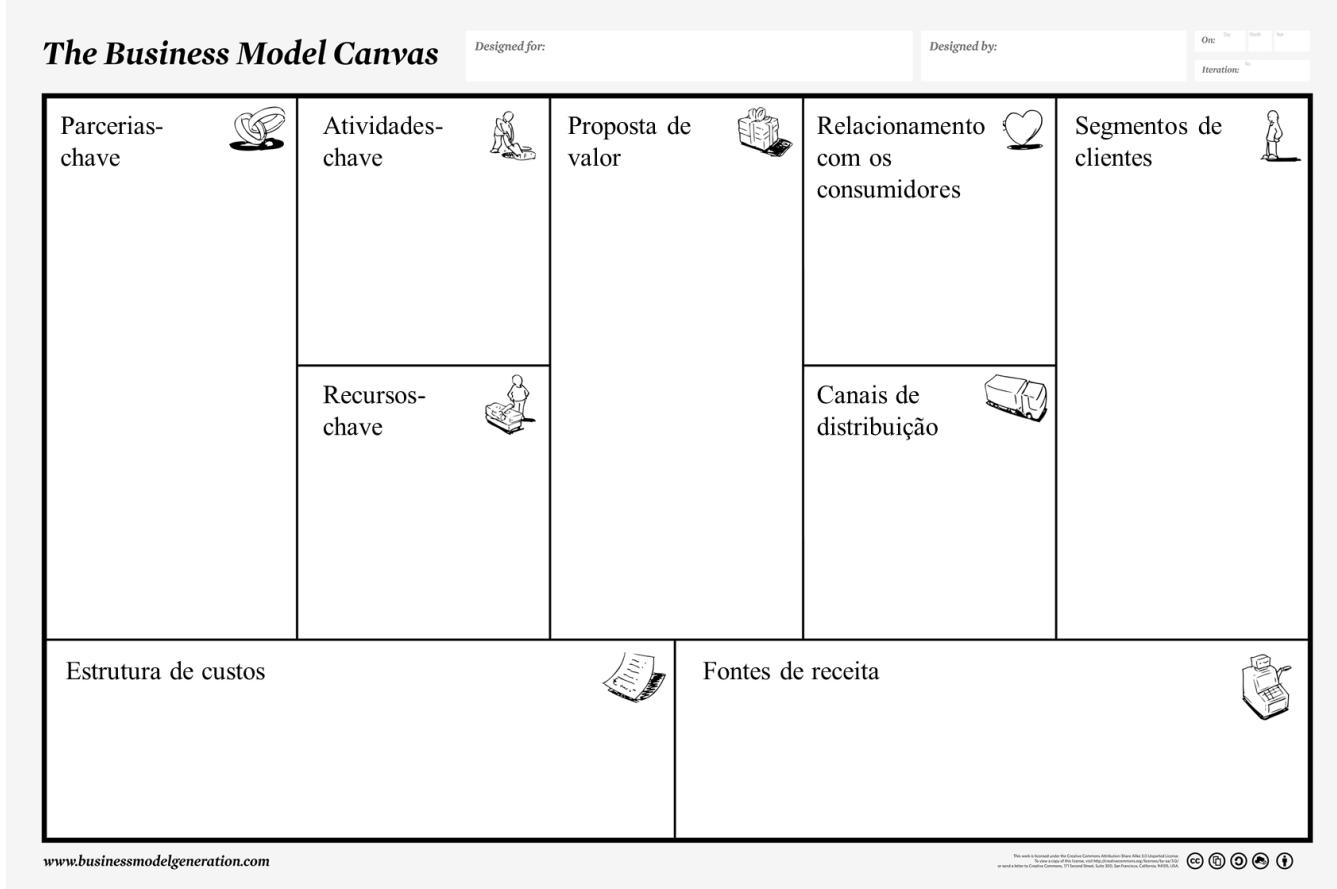
2.4.7 Ferramentas para análise da franqueabilidade

2.4.7.1 Business Model Canvas

Segundo Osterwalder e Pigneur (2011) o *Business Model Canvas* é uma ferramenta que tem como finalidade a descrição de um modelo de negócio de forma visual, representando como a organização cria, entrega e captura valor, além de servir como ligação entre a estratégia do negócio e os seus processos. Todo modelo de negócio pode ser descrito utilizando-se os novos componentes citados por Osterwalder e Pigneur (2011) que incluem as áreas de clientes, oferta, infraestrutura e viabilidade financeira. Os nove componentes são:

- Segmentos de clientes: são os diferentes grupos de pessoas e organizações que a empresa serve. É essencial agrupar os segmentos distintos com características em comum, necessidades e comportamento para facilitar a atuação em cada um.
- Proposta de valor: são os produtos e/ou serviços que criam valor para o cliente, tornando-se o motivo de escolha de uma empresa em detrimento de outra.
- Canais de distribuição: é a maneira como uma empresa se comunica e entrega seus produtos e/ou serviços para os segmentos de clientes, por meio de comunicações, distribuição e canais de venda.
- Relacionamento com os consumidores: tipos de relações que uma empresa estabelece com segmentos de clientes específicos, incluindo como essa relação será estabelecida e mantida.
- Fontes de receita: como a organização captura valor por meio de um preço que os clientes estão dispostos a pagar. É o resultado de uma proposta de valor oferecida com sucesso.
- Recursos-chave: são os recursos necessários para fazer o modelo de negócios funcionar.
- Atividades-chave: são as principais atividades que a organização precisa desempenhar bem.
- Parcerias-chave: rede de fornecedores e parceiros que fazem o modelo de negócios funcionar bem.
- Estrutura de custos: evidencia todos os custos incorridos na operação do modelo de negócios.

A figura a seguir ilustra um *Business Model Canvas*:

Figura 4: Ilustração de um *Business Model Canvas*Fonte: Site do *Business Model Generation*

2.4.7.2 Service Blueprint

Segundo Stickdorn e Schneider (2010) o *Service Blueprint* foca na exposição a fundo dos elementos que compõe o *backstage* e os bastidores de como a organização entrega e opera o serviço, vinculando-o à experiência do cliente. É um diagrama que visualiza as relações entre os diferentes componentes do serviço ofertado incluindo as pessoas envolvidas, os acessórios (físicos ou digitais) e processos.

O Service Blueprint permite que a organização compreenda seu próprio serviço e seus processos e recursos subjacentes que o tornam possível, facilitando a descoberta de pontos de melhoria. Os pontos chave são:

- Ação dos consumidores: escolhas, atividades e interações que o cliente realiza enquanto interage com um serviço para alcançar um objetivo.

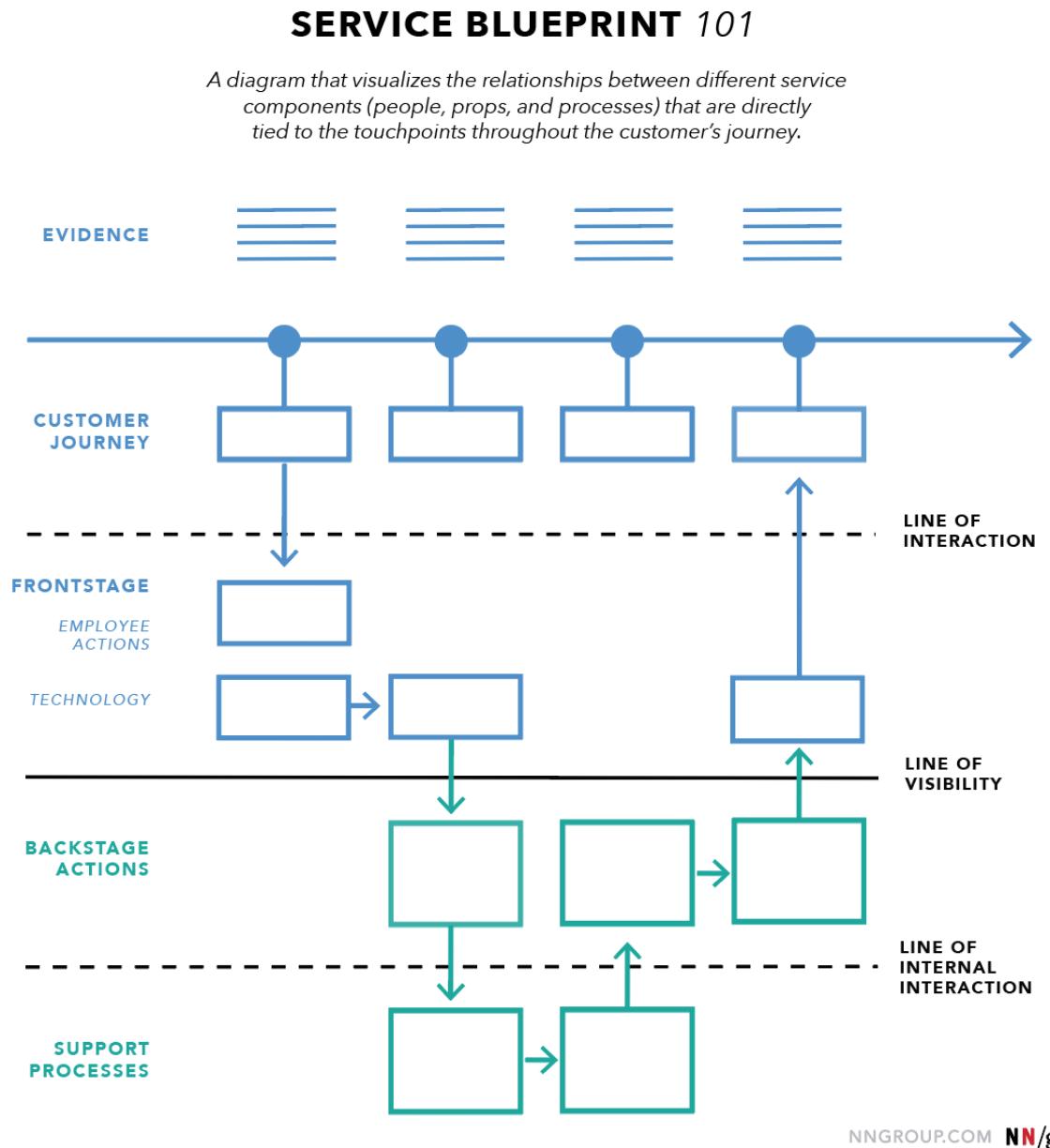
- Ações do *frontstage*: são as ações que ocorrem na frente do cliente e que podem ser interações indivíduo-indivíduo ou indivíduo-máquina. Ações indivíduo-indivíduo são etapas e atividades que o funcionário que está interagindo diretamente com o cliente performa e as ações indivíduo-máquina são as que o cliente interage com alguma tecnologia *self-service*.
- Ações do *backstage*: etapas e atividades que ocorrem nos bastidores que apoiam o que está acontecendo no *frontstage*. Essas ações podem ser realizadas por um funcionário do *backstage* ou por um funcionário do *frontstage* que performa uma ação fora do campo de visão do cliente.
- Processos: etapas internas e interações que apoiam a realização dos serviços pelos funcionários.

No diagrama do *Service Blueprint* esses elementos chave citados são divididos em grupos separados por linhas. Existem três linhas primárias:

- Linha de interação: representa as interações diretas entre o cliente e a empresa.
- Linha de visibilidade: separa as atividades que são visíveis para o cliente daquelas que não são.
- Linha de interação interna: separa os funcionários que tem contato direito com o cliente com aqueles que não apoiam diretamente as interações com os clientes.

A última camada inclui as evidências, que são todos os acessórios físicos e digitais que qualquer indivíduo interage durante o serviço. A figura a seguir contém um exemplo do *Service Blueprint* com os elementos chave:

Figura 5: Exemplo de um *Service Blueprint*



Fonte: Site do Nielsen Norman Group

2.4.7.3 Análise estrutural do setor

Segundo Carvalho e Laurindo (2007) para se analisar o ambiente em que uma empresa está inserida é necessário conhecer os jogadores que atuam nesse ambiente e como eles se inter-relacionam na busca por novos clientes e aumento dos lucros.

De acordo com Porter o modelo de das Cinco Forças de Porter se baseia na análise de cinco fatores que afetam a lucratividade das empresas em determinado ambiente ou indústria, são elas:

2.4.7.3.1 *Poder de negociação dos clientes*

Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2005) todo e qualquer cliente buscar comprar produtos e serviços pelo menor valor possível e com a maior qualidade o que representa o ponto em que a empresa recebe o menor lucro sobre o seu investimento. Esses fatores são alcançados ao incentivar a competitividade entre as empresas atuantes naquele mercado.

Esse poder de negociação é elevado quando representam uma parcela considerável de compra da produção total ou quando não existe diferenciação entre os produtos/serviços ofertados, ou quando conseguem trocar por outros *players* no mercado por um preço baixo ou nulo. A internet representa um ponto relevante a ser citado a medida que aumentou o poder de negociação dos clientes devido à enorme quantidade de informações que tornou disponível ao público.

2.4.7.3.2 *Poder de negociação dos fornecedores*

Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2005) o poder de negociação dos fornecedores é alto quando o mercado é dominado por um baixo número de players, sendo mais concentrado do que a indústria para a qual está vendendo, ou quando não existem produto substitutos de qualidade, ou o produto/serviço ofertado é essencial para os compradores, ou o custo de troca de fornecedor é muito alto ou, ainda, as organizações que compram não são relevantes para os fornecedores

2.4.7.3.3 *Concorrentes*

Segundo Besanko (2012) os concorrentes são empresas que competem pelos mesmos clientes dentro de um determinado cliente. Existem diversos fatores que afetam a rivalidade entre empresas:

- Estagnação ou encolhimento do setor
- Variações entre as estruturas de custo das empresas competidoras
- Sazonalidade
- Diferenciação entre os produtos
- Barreiras de saída
- Número de competidores
- Elasticidade preço-demanda do setor
- Ociosidade

Besanko (2012) ainda afirma que para se analisar a rivalidade entre as empresas é necessário desenvolver metodologias para identificar os competidores definindo bem o ambiente daquele mercado. Dessa forma, a análise não será enviesada por conta de empresas que atuam em um mesmo mercado, mas que possuem propostas de valor e segmentos de clientes diferentes.

2.4.7.3.4 *Ameaça de novos entrantes*

Segundo Besanko (2012) a ameaça de novos entrantes ocorre quando se espera que novas empresas entrem no mercado ou, ainda, que empresas maduras em outras indústrias iniciem seus negócios nesse mercado. Os principais efeitos da ameaça de novos entrantes é a diminuição da lucratividade dos players já existentes devido a divisão da demanda entre os diversos competidores e o aumento da concorrência.

A intensidade dessa ameaça é dada pelos seguintes fatores que influenciam a facilidade ou dificuldade de um novo concorrente entrar em determinado mercado, sendo eles de natureza: técnica (ex: necessidade de tecnologias específicas), financeira (ex: altos investimentos iniciais), legal (ex: medidas protecionistas do governo para proteger empresas nacionais), de

relacionamento (ex: clientes extremamente fiéis as marcas já existentes no mercado), dentre outros.

Segundo Carvalho e Laurindo (2007) é possível dividir as barreiras de entrada em dois tipos em barreiras de custos relativas à escala e não relativas à escala. Da mesma forma, existem ainda fatores que contribuem para a entrada de novos entrantes como, por exemplo, políticas fiscais favoráveis, subsídios etc.

Por fim, segundo Porter (1999), é importante citar as reações dos competidores já existentes aos novos entrantes verificando o histórico dessas reações (ex: expulsão dos novos players que tentaram entrar no mercado, diminuição geral dos preços).

2.4.7.3.5 Ameaça de produtos substitutos

Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2005), produtos substitutos são bens ou serviços de outras indústrias que produzem resultados similares ou até mesmo iguais àqueles dos produtos ou serviços da indústria em análise.

De acordo com Porter (1999) esses produtos substitutos limitam o potencial do mercado de um setor, afetando seu crescimento e lucratividade caso não exista uma melhora na qualidade do produto ou algum tipo de diferenciação.

Hitt, Ireland e Hoskisson (2005) afirmam que diferentemente da análise de novos entrantes, a análise dos produtos substitutos deve levar em consideração a qualidade, o preço e as características da demanda na indústria.

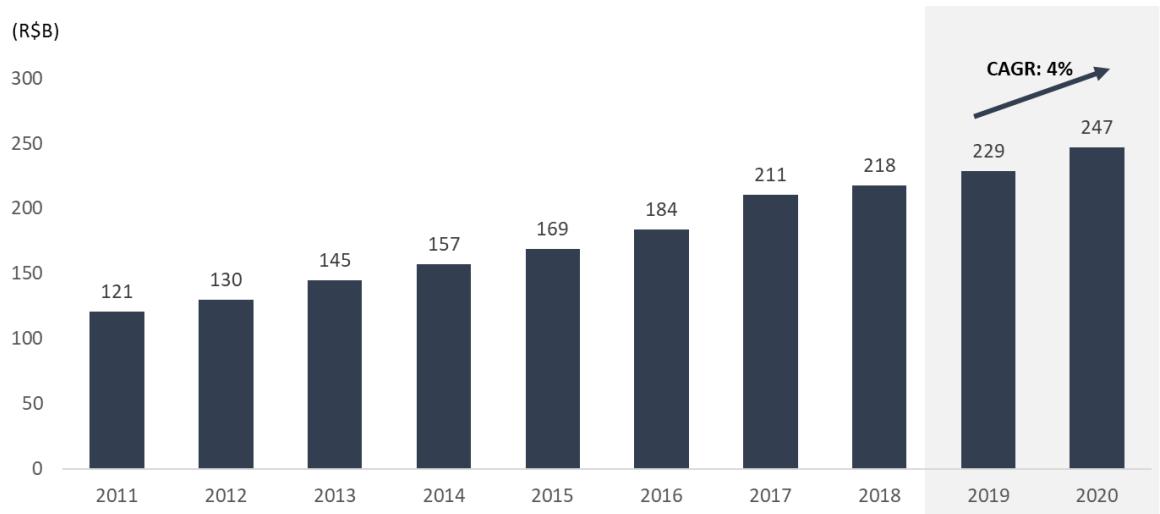
3 SETOR DE ALIMENTAÇÃO FORA DO LAR E SETOR DE FRANQUIAS

3.1 SETOR DE ALIMENTAÇÃO FORA DO LAR

O setor de alimentação fora do lar, também conhecido como *foodservice*, é composto por bares, restaurantes, lanchonetes e quaisquer outros estabelecimentos que trabalhem com fornecimento de comidas, bebidas e serviços relacionados para clientes fora do lar. O setor está em constante crescimento no Brasil e representa uma fatia significativa no PIB brasileiro e na geração de empregos. Segundo dados do SIS-Sebrae de 2017 o mercado de alimentos e bebidas representa cerca de 10,1% do PIB nacional e estima-se que o segmento de alimentação fora lar some 2,7% do PIB segundo a Abrasel (Associação de Bares e Restaurantes).

Os hábitos de consumo alimentar da população vêm mudando nos últimos anos e as refeições fora do lar vêm se tornando ainda mais comuns. Seguindo essa tendência o setor de *foodservice* apresentou, no período de 2006-2016, um crescimento médio de 14% ao ano, contra 11% do varejo alimentício. Na figura abaixo é possível observar a evolução do faturamento do setor e sua projeção para os anos de 2019 e 2020:

Figura 6: Evolução do faturamento do setor de *foodservice*



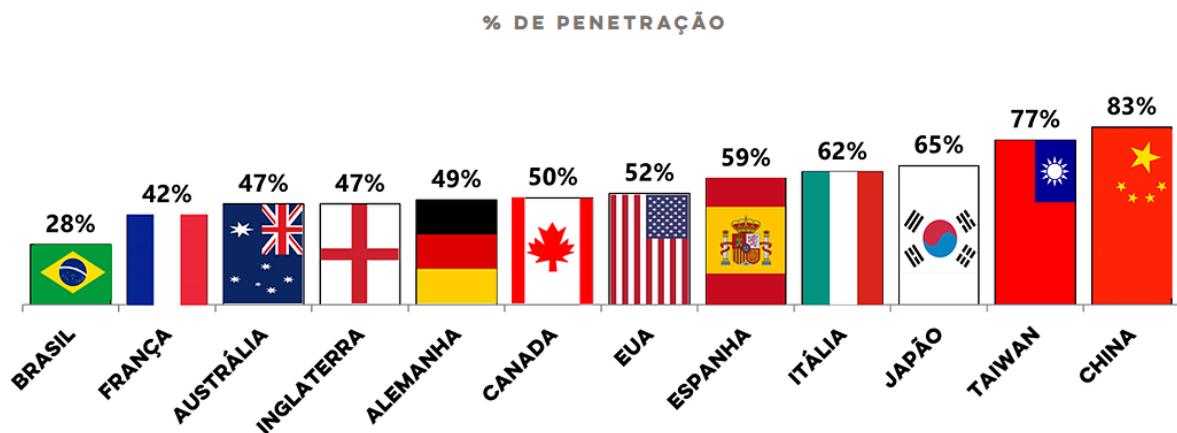
Fonte: dados da Abrasel, ABIA, pesquisa CREST e análise da autora

Também de acordo com o SIS-Sebrae, as principais motivações para esse aumento da alimentação fora de casa são as seguintes:

- Aumento da renda familiar ou individual principalmente nas classes A, B e C (aumento da massa salarial).
- Crescimento demográfico em regiões urbanizadas.
- Pouco tempo para as atividades domésticas, como o preparo das refeições.

De acordo com a Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF 2008-2009), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), mostra que, há 10 anos, pelo menos $\frac{1}{4}$ das refeições no Brasil foram consumidas fora do lar. Outros dados do ABIA (Associação Brasileira da Indústria de Alimentos) mostram que em 2004 o consumidor gastava com alimentação fora do lar o equivalente a 25,4% do seu orçamento e em 2010, esse valor subiu para 31,2%. O último dado da ABIA encontrado foi de 2017 em que esse valor atingiu 34,5%. Na figura a seguir podemos perceber que o Brasil ainda está longe de grandes países como EUA, Japão e China, o que atesta o potencial de crescimento do setor.

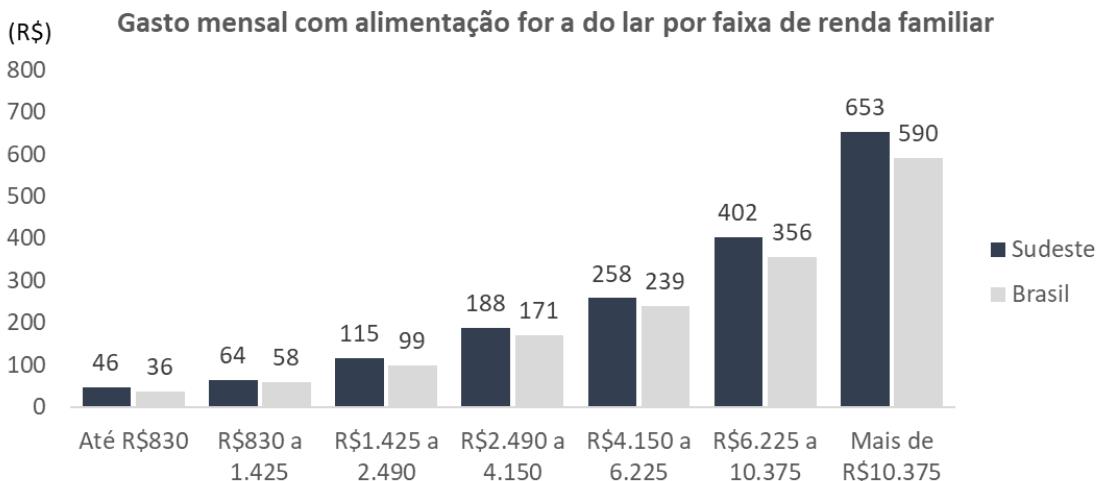
Figura 7: Ranking de Participação de gastos no Foodservice por país



Fonte: CREST Brasil GS&NPD 2012

O Sudeste, mais especificamente o estado de São Paulo, é uma região onde o setor é especialmente desenvolvido devido a seu rendimento familiar per capita que é 30% maior que a média do país segundo dados do IBGE. Além disso, é possível afirmar que a população na região está mais disposta a gastar com alimentação fora do lar quando comparado às demais regiões, como atestado na figura a seguir:

Figura 8: Comparação do gasto mensal familiar entre o Sudeste e o Brasil



Fonte: extraído do anuário da Abrasel (dados do IBGE)

É importante também destacar a relevância das lanchonetes e *fast-foods*, categoria em que a Hamburgueria se encaixa, na preferência dos brasileiros segundo pesquisa feita pela Fiesp/Ibope (2018):

Figura 9: Preferência dos brasileiros na alimentação fora do lar

Locais das refeições fora de casa

Restaurante por quilo	27%
Lanchonete ou fast food	19%
Restaurante à la carte	18%
Padaria	18%
Bares	11%
Ambulantes	6%

Fonte: Pesquisa feita pela Fiesp/Ibope (2018)

De acordo com uma pesquisa feita Geofusion em 2015 existem mais de 5.000 unidades de fast-foods no Brasil sendo uma parte considerável, cerca de 60%, no Sudeste e mais especificamente, no eixo Rio-São Paulo. Considerando apenas Hamburguerias, o estado de São Paulo já conta com mais de 300 unidades de lojas especializadas em hamburgueres.

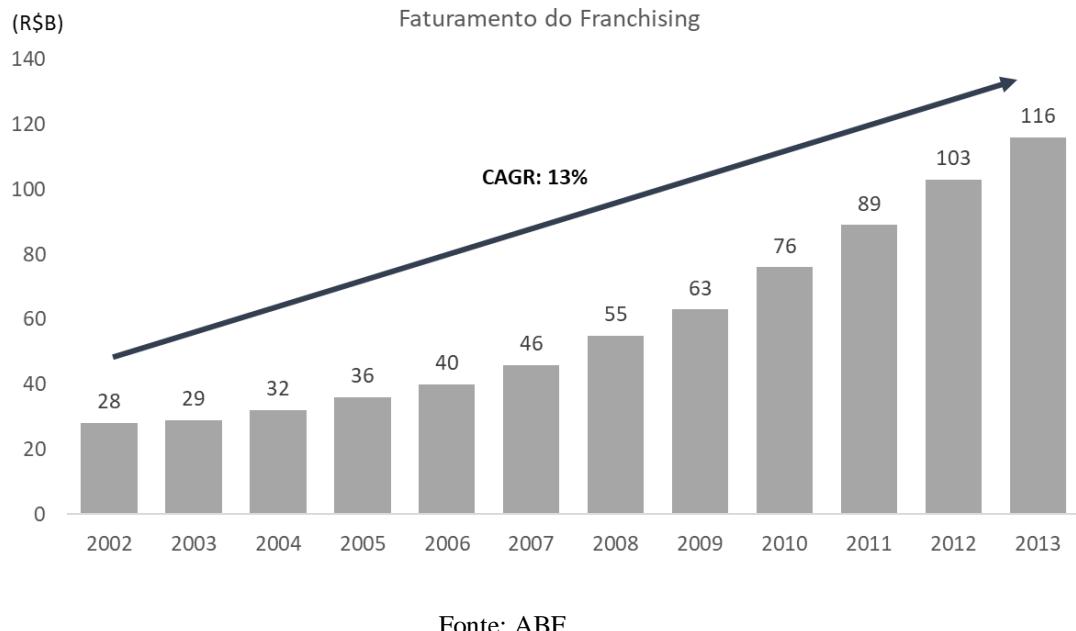
Vale ressaltar que o setor de alimentação fora do lar foi fortemente afetado como um todo pela crise que assolou o país em 2015 e 2016. É esperado que em tempos de crise as pessoas busquem cortar gastos considerados de “luxo” como comer fora de casa, no entanto, mesmo em meio às incertezas políticas e econômicas pelas quais o país está faltando, ainda se espera uma retomada lenta do crescimento do setor.

3.2 SETOR DE FRANQUIAS

O Brasil possui hoje um dos mercados de franquias mais desenvolvido do mundo com mais de 130.000 unidades de franquia. O setor conta com um importante suporte legal proporcionado pela Lei nº 8.955, a Lei de Franquias que estabelece claramente quais são as informações que o franqueador deve passar para todo interessado em abrir uma franquia. Outro apoio importante é o da ABF (Associação Brasileira do Franchising) que fomenta o mercado no Brasil e representa os interesses do setor junto ao governo.

Segundo a ABF o faturamento total do setor em 2018 foi de R\$174,8 bilhões, o que representou um crescimento de 7,1% em relação ao valor apurado em 2017. O setor tem apresentado crescimento constante nos últimos 5 anos, evidenciando a perenidade e segurança do mercado, apesar da crise econômica de 2015 e 2016 que provocou a queda no número de redes de franquia. A figura a seguir mostra o crescimento do faturamento do franchising de 2002 até 2013 segundo dados da ABF:

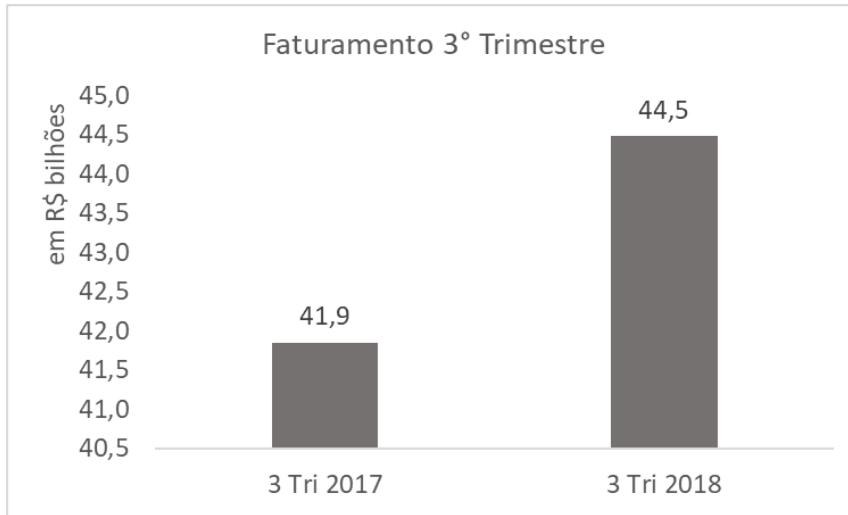
Figura 10: Faturamento do Franchising de 2002-2013



Fonte: ABF

Com relação ao número de unidades franqueadas, dados do World Franchising Council de 2013 colocam o Brasil na sexta posição com 114.409 unidades, ficando atrás de Estados Unidos (1º) com mais de 750 mil unidades e faturamento de U\$900 bilhões, China (2º), Coréia do Sul (3º), Japão (4º) e Filipinas (5º). Além disso, segundo a ABF, ainda há uma grande concentração de unidades na região sudeste (58,7%), porém, as redes têm investido mais no interior e fora do eixo Rio-São Paulo nos últimos anos. Ainda segundo a ABF, apenas 45% dos municípios brasileiros possuem franquias o que mostra o potencial de crescimento em todo o país. As figuras a seguir mostram o faturamento do 3º trimestre de 2018 comparando-o ao mesmo período de 2017 (crescimento de 6,3%) e a comparação entre o número de unidades abertas e fechadas do mesmo período:

Figura 11: Faturamento do terceiro trimestre de 2017 e 2018



Fonte: Desempenho do Franchising Brasileiro (ABF)

Tabela 4: Abertura e fechamento de lojas

	Lojas Abertas	Lojas Fechadas
3 Tri 2017	3,50%	1,30%
3 Tri 2018	3,00%	1,60%

Fonte: Desempenho do Franchising Brasileiro (ABF)

O segmento de alimentação já é um dos mais consolidados e expressivos do mercado de franquias e teve crescimento acentuado nos últimos anos. A figura a seguir mostra o desempenho do segmento comparativamente aos demais no ano de 2018:

Tabela 5: Desempenho dos diversos setores do franchising brasileiro em 2018

Segmento	3Tri 2017	3Tri 2018	% var unidades	% var 2017-18
Alimentação	10,884	11,616	1,8%	6,7%
Casa e Construção	2,367	2,459	8,5%	3,9%
Comunicação, Informática e Eletrônicos	1,285	1,354	7,8%	5,4%
Entretenimento e Lazer	0,467	0,584	21,7%	25,2%
Hotelaria e Turismo	3,254	3,354	7,9%	3,0%
Limpeza e Conservação	0,359	0,363	6,8%	1,1%
Moda	5,541	5,622	4,0%	1,5%
Saúde, Beleza e Bem Estar	7,071	7,760	4,7%	9,7%
Serviços automotivos	1,647	1,668	0,9%	1,3%
Serviços e outros negócios	6,007	6,628	0,0%	10,3%
Serviços educacionais	2,969	3,071	4,8%	3,4%
Total	41,850	44,479	3,5%	6,3%

Fonte: Desempenho do Franchising Brasileiro (ABF)

Podemos observar que o mercado de franquias, mais especificamente o de alimentação, continua em expansão com muito potencial de crescimento em todo o país.

4 A EMPRESA

4.1 ESPAÇO

A Hamburgueria está localizada na região Sul de São Paulo e possui uma entrada bem discreta e pequena com um toldo cobrindo-a e alguns avisos acerca do horário na porta. No interior temos o espaço da cozinha com cerca de 6 m² e o espaço do salão com alguns balcões e banquetas laterais. Devido ao tamanho reduzido da Hamburgueria e, consequentemente, da cozinha, tudo teve que ser pensado de forma a otimizar o espaço. Cubas gastronômicas e até mesmo a chapa dos pães ficam em um nível acima das bancadas e da chapa dos hambúrgueres.

O salão tem espaço para 10 lugares apenas que estão sempre lotados devido ao grande número de clientes. A prioridade é sempre do consumidor que já está com o hambúrguer em mãos e não é possível ficar guardando lugar. A Hamburgueria também conta com alguns tonéis removíveis e bancos na calçada que dão mais vazão para o local.

Importante citar que, além da equipe estar instruída a priorizar os clientes com hambúrgueres, existe também uma placa no estabelecimento indicando a prioridade. Outra placa presente na Hamburgueria é o de tempos de cada ponto do hambúrguer, como malpassado e ao ponto para que o cliente tenha uma noção do tempo que irá demorar para ser servido.

Com o grande volume de venda e o pequeno espaço para estocar os produtos, o dono optou por alugar uma pequena cozinha próxima ao restaurante para que fosse possível aumentar o estoque e fazer o pré-preparo de alguns produtos como: moer a carne do hambúrguer e montar o disco. A carne e as verduras chegam duas vezes por dia para garantir um produto final de qualidade.

4.2 EQUIPE

A Hamburgueria foi fundada em 2015 e, atualmente, conta com uma equipe de 9 pessoas em seu quadro de funcionários. O dono e sua mãe estão quase sempre no local liderando a equipe e, muitas vezes, efetivamente trabalhando na produção dos hambúrgueres e sobremesas.

O trabalho fica dividido em 3 pessoas na cozinha, 1 no caixa, 3 garçons e 2 pessoas na cozinha de suporte, responsável pelo pré-preparo dos produtos.

A equipe é bem unida e todos citam o ambiente amigável e informal como ponto forte da sintonia do time. Todos os membros trabalham há mais de 1 ano e meio na casa. O dono da hamburgueria cita que o processo de seleção é baseado na experiência e na vontade do candidato de trabalhar na empresa e com hamburgueres.

O dono busca criar um ambiente de feedback contínuo e de sugestões por parte da equipe que até já foram implementadas ao cardápio em algumas ocasiões. Além disso, realizam-se eventos de integração e treinamentos.

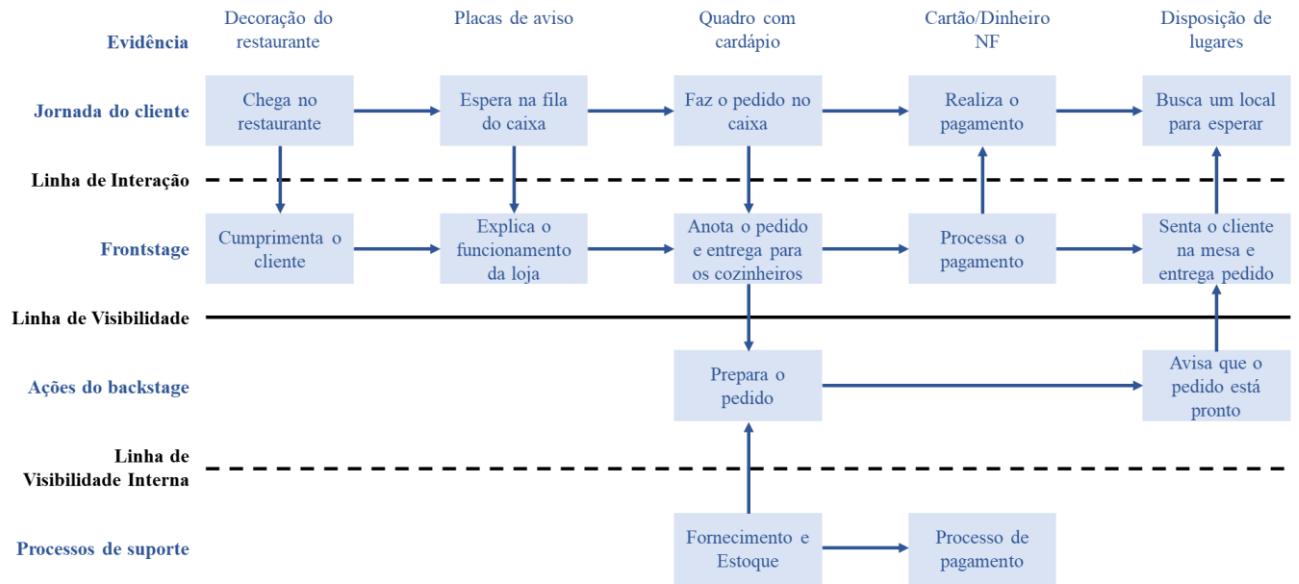
4.3 PRODUTOS E SERVIÇOS

O cardápio servido na Hamburgueria é bem enxuto e conta com opções simples para o cliente montar o seu próprio hamburguer. Existem 4 opções básicas com preços fixos a partir de R\$15,00, sendo elas: o Hambúrguer (pão e carne), Cheese Burger (pão, carne e queijo), Cheese Salada (pão, carne, queijo, alface e tomate) e o Cheese Bacon (pão, carne, queijo e bacon). Posteriormente, o cliente pode escolher o tipo de queijo (cheddar ou prato), extras (bacon, salada, cebola, mais queijo, entre outros) e o ponto do hamburguer.

Além disso, o local também oferece porção de batata-frita tamanho único, bebidas (refrigerantes, água, sucos e cervejas) e sobremesas com disponibilidade e opções variadas que dependem da vontade da mãe do dono.

A figura a seguir exemplifica o *Service Blueprint* do restaurante desde o momento que o cliente chega no estabelecimento:

Figura 12: Service Blueprint do restaurante



Fonte: baseada na operação do estabelecimento e na análise da autora

Vale ressaltar a importância das etapas em que os funcionários informam quanto ao tempo de cada ponto do hambúrguer e quanto a política de lugares da casa. Todos os funcionários são treinados a instruir os clientes de forma educada e a serem atenciosos a todo momento.

4.4 SISTEMAS

A Hamburgueria possui um único sistema, o Colibri da NCR. O sistema foi desenvolvido para auxiliar na gestão e no controle de despesas e receitas, além de emitir notas fiscais. Cuida do *back-office* integrando o ponto de venda com a gestão de operações de venda e as operações administrativas do estabelecimento.

Figura 13: Módulo Balcão do Sistema Colibri



Fonte: site da NCR

O sistema recebe todos os pedidos feitos no balcão, além de auxiliar o dono na tomada de decisão por meio de relatórios emitidos no próprio sistema.

4.5 IMAGEM

A Hamburgueria utiliza algumas redes sociais para divulgar seus produtos como Facebook e Instagram. Alguns dados da empresa:

- Facebook: mais de 10 mil curtidas e nota 4,9.
- Instagram: mais de 65 mil seguidores e mais de 800 postagens desde a abertura da empresa.
- Google: nota 4,7.
- Tripadvisor: nota 4,5 e está no top 100 lugares para comer em São Paulo dentre 38 mil estabelecimentos.
- Top 20 no Ranking Geral Guia do Hambúrguer de melhores hamburguerias do Brasil.

5 APLICAÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO RELATIVA

O método de avaliação relativa é amplamente utilizado na determinação do valor econômico de empresas e, principalmente, quando se trata de aquisições, fusões e emissões de ações no mercado de capital.

No caso da Hamburgueria, este método apresenta uma grande desvantagem que é a falta de informações disponíveis para uma análise precisa e adequada. Isso se deve principalmente pelo fato desse mercado ser, ainda, constituído de pessoas físicas em sua maioria, e não por empresas, o que torna a determinação do valor econômico algo muito menos preciso. Outro fator crucial é que as transações que ocorrem não costumam ser divulgadas limitando muito as informações necessárias para aplicação desse método.

Em termos de parâmetros de avaliação, o mais comum é a utilização de mais de um múltiplo, o que não será possível nesse trabalho devido às razões já citadas anteriormente. Sendo assim, utilizados o parâmetro de faturamento médio que é um dos mais usados e é de simples aplicação.

Portanto, o indicador financeiro da Hamburgueria analisada será igual a receita bruta média do último exercício, ou seja, a receita bruta média de 2018 que equivale a R\$224.016,75.

5.1 DETERMINAÇÃO DE MÚLTIPLOS E TESTE DESCRIPTIVO

As informações acerca do preço e do faturamento médio de empresas do ramo da Hamburgueria são dificilmente publicadas. Com o intuito de viabilizar a aplicação desse método a autora buscou levantar essas informações em anúncios de venda em sites de empresas de intermediação. Modelos de negócio como o da Hamburgueria que são focadas apenas neste tipo de alimento não foram encontradas e, portanto, será utilizado o modelo mais próximo que seriam as lanchonetes com serviço de comida rápida e ticket inferior aos de restaurantes. As informações das lanchonetes encontram-se na tabela a seguir:

Tabela 6: Cálculo dos múltiplos de empresas semelhantes

Empresa	Faturamento Médio	Valor da Empresa	Múltiplo
Lanchonete 1	170.000,00	1.360.000,00	8,0x
Lanchonete 2	165.000,00	1.200.000,00	7,3x
Lanchonete 3	110.000,00	700.000,00	6,4x
Lanchonete 4	180.000,00	1.100.000,00	6,1x
Lanchonete 5	120.000,00	1.080.000,00	9,0x

Fonte: Brasil 1000 (2019) e CPN Corretora Paulista (2019)

A média do valor do múltiplo da amostra é 7,3. A Lanchonete 4 fica situada em um bairro numa região mais afastada do centro e com valor do metro quadrado consideravelmente menor que os outros 4 empreendimentos. A tabela a seguir possui a média considerando a lanchonete 4 e sem ela, além da mediana da amostra:

Tabela 7: Cálculo de múltiplos média e mediana

Com Lanchonete 4 Sem Lanchonete 4		
Média	7,3x	7,7x
Mediana	7,3x	7,6x

Fonte: elaborado pela autora

Como a Lanchonete 4 possui uma diferença considerável com a média, iremos desconsiderá-la. Uma amostra maior tornaria a avaliação mais confiável, no entanto, a dificuldade em encontrar os dados de empresas fechadas não tornou isso possível.

5.2 DETERMINAÇÃO DO VALOR DA HAMBURGUERIA

Conhecendo o valor do faturamento médio da Hamburgueria e o valor do múltiplo a ser utilizado é possível aplicar o método da avaliação relativa, conforme tabela abaixo:

Tabela 8: Avaliação relativa da Hamburgueria

Empresa	Faturamento Médio	Múltiplo	Valor da Empresa
Hamburgueria	224.016,75	7,7x	1.715.764,65

Fonte: elaborado pela autora

6 APLICAÇÃO DO MÉTODO DOS FLUXOS DE CAIXA DESCONTADOS

Com o objetivo de determinar o valor econômico da Hamburgueria a autora desenvolveu um modelo econômico-financeiro em planilha Microsoft Excel® para executar o método.

6.1 MECANISMO GERAL

O modelo conta com as seguintes abas:

- Painel de controle: nesta aba, diferentes variáveis de entrada podem ser alteradas para verificar seu impacto na determinação do valor econômico da empresa.
 - Número de unidades máximo/ano na expansão por loja própria.
 - Valores relativos as taxas para expansão com franquia: taxa de franquia, taxa de royalties e taxa de propaganda.
 - Número de distratos por ano na expansão de franquias.
 - Vendas de franquias por ano e taxa de crescimento.
 - Número de meses para uma loja atingir a maturidade
- Avaliação: onde localizam-se as contas finais para se chegar na EV (*Enterprise Value*).
- Premissas: onde as projeções da expansão de lojas próprias e franquias estão.
 - Projeções macroeconômicas
 - Projeção dos desempenhos operacionais e financeiros das lojas próprias e franquias de acordo com o cenário econômico e as projeções de crescimento para cada tipo de expansão.
- Loja Própria: premissas quanto ao custo de abertura de uma nova loja própria.
- Franquias: premissas quanto a viabilidade financeira do ponto de vista do franqueado com base nas taxas definidas na aba de painel de controle.
- Projeção de faturamento: projeções de faturamento da expansão por loja própria e de franquias com base no cenário econômico, nas taxas definidas e nas projeções de crescimento.

Cada seção responsável pelas projeções será descrita a seguir para ilustrar de forma clara o funcionamento do modelo.

6.2 HORIZONTE DE PROJEÇÃO

O horizonte de projeção representa o número de anos ou períodos que serão projetados no método dos fluxos de caixa descontados. No caso da Hamburgueria, um valor razoável é de 5 anos.

6.3 PROJEÇÃO DE FATURAMENTO

O modelo baseia-se nos valores de faturamento disponibilizados pela Hamburgueria para projetar a receita dos próximos 5 anos de acordo com o horizonte de projeção determinado na seção anterior. Para isso, usa-se como taxa de crescimento o IPCA divulgado pelo BACEN.

O faturamento esperado para cada unidade é feito com base em 3 opções:

- Faturamento do 1º mês da nova unidade: o faturamento é igual ao valor do faturamento do 1º mês da unidade base acrescido de uma taxa (IPCA) de crescimento até seu mês de abertura.
- Faturamentos antes do mês de maturidade: é calculado com base na equação a seguir

faturamento esperado

$$= \frac{\text{faturamento na maturidade} - \text{faturamento médio no 1º mês}}{\text{maturidade}} + \text{faturamento mínimo esperado no mês anterior} \quad (29)$$

- Faturamento na maturidade: equivalente ao faturamento na maturidade da unidade base.

Além disso, os meses de inauguração para as lojas próprias e as franquias ficou da seguinte forma:

- A pedido do dono no máximo duas lojas por ano seriam abertas de forma que ele seria capaz de se dedicar pelo menos 6 meses para a nova unidade. Com isso, para facilitar a projeção optamos por sempre considerar as aberturas nos meses de janeiro e julho de cada ano a partir de 2020.
- No caso das franquias, todas as unidades previstas a serem abertas em cada ano serão inauguradas no mês de junho.

6.4 LOJA PRÓPRIA

Nessa aba é calculado o resultado líquido do exercício da unidade base a partir das projeção de faturamento da outra aba. Outros fatores calculados para se chegar ao valor do resultado são:

- Imposto sobre vendas: a Hamburgueria é adepta do Simples Nacional e, portanto, paga uma única folha de impostos, o chamado DASN. O cálculo é feito com base na tabela de 2019 do Simples Nacional. Um ponto a ser ressaltado é que a empresa, segundo o Sebrae, é considerada uma empresa de pequeno porte com faturamento entre R\$360.000,00 e R\$4.800.000,00.
- Custo operacional: a partir dos dados disponibilizados pela Hamburgueria utilizamos o percentual que o custo operacional tem dentro da receita bruta para projetar os valores nos anos posteriores.
- Despesas operacionais: a partir dos dados disponibilizados pela Hamburgueria utilizamos o percentual que a despesa operacional tem dentro da receita bruta para projetar os valores nos anos posteriores.
- Depreciação e amortização: a partir dos dados disponibilizados pela Hamburgueria utilizamos o percentual que a depreciação e amortização têm dentro da receita bruta para projetar os valores nos anos posteriores.
- Despesas financeiras: a partir dos dados disponibilizados pela Hamburgueria utilizamos o percentual que as despesas financeiras têm dentro da receita bruta para projetar os valores nos anos posteriores.
- Receitas financeiras: a partir dos dados disponibilizados pela Hamburgueria utilizamos o percentual que as receitas financeiras têm dentro da receita bruta para projetar os valores nos anos posteriores.

Além disso, essa aba contém uma projeção do custo de uma nova loja nos mesmos moldes da unidade base só que com um valor de aluguel mais alto com expectativa de termos um local um pouco maior. Leva-se em consideração, além dos gastos com infraestrutura (aluguel e reforma), os gastos com marketing para a abertura da loja e gastos de operação (insumos) do primeiro mês e outras despesas. Esses últimos gastos incluem despesas com folha de pagamento, despesas administrativas (água, luz, sistema, internet), um percentual de provisões, um valor de capital de giro e impostos. O crescimento desse custo também é considerado nessa base, sendo calculado a partir de uma taxa de crescimento com base no IPCA projetado de cada ano.

6.5 FRANQUIAS

Nessa aba verifica-se a viabilidade financeira do empreendimento na visão do franqueado. Considera-se que a receita bruta será igual a projetada para o ano de 2020 na aba de projeção de faturamento com abertura da franquia em janeiro como base para verificar se o franqueado terá lucro adequado. Os valores que afetam a lucratividade do franqueado além dos custos e despesas que incorrem em todo negócio estão na tabela a seguir:

Tabela 9: Taxas a serem aplicadas nas franquias

Taxa	Valor	Tipo de pagamento
Franquia	40.000,00	Único
Royalties	7%	Mensal
Propaganda	2%	Mensal

Fonte: elaborado pela autora

Esses valores foram determinados com base no *benchmark* realizado com outras franquias de hamburguerias existentes no Brasil, como visto na tabela a seguir:

Tabela 10: Benchmark de taxas aplicadas a franquias

Empresa	Taxa de franquia	Taxa de Royalties	Taxa de propaganda
Hamburgueria 1	50.000,00	6%	2%
Hamburgueria 2	20.000,00	5%	0%
Hamburgueria 3	40.000,00	5%	2%
Hamburgueria 4	50.000,00	6%	2%
Hamburgueria 5	40.000,00	5%	2%
Média	40.000,00	5,4%	1,6%

Fonte: sites das hamburguerias e Infomoney (2018)

A taxa de franquia e a taxa de propaganda foram mantidas e no caso da taxa de royalties o valor foi aumentado para 7% por se tratar, na prática, da única remuneração que a franqueadora teria com as novas franquias e pelo fato da Hamburgueria em questão ter uma imagem mais forte perante os clientes do que as citadas.

Utilizando os mesmos percentuais sobre a receita bruta que a loja própria chegamos aos seguintes resultados destacados na tabela a seguir:

Tabela 11: Resultados esperados para o franqueado

Lucro/mês	9.326,47	9.326,47
Investimento	208.319,81	239.647,99
Tempo de retorno	23,00	26,00

Fonte: elaborado pela autora

A primeira coluna considera o valor do investimento previsto para 2020 e a segunda coluna o valor previsto para 2024 segundo taxa de crescimento com base no IPCA projetado. O valor de lucro/mês foi mantido para termos uma visão mais conservadora do negócio e é possível observar que o tempo de retorno está adequado ao que foi visto anteriormente, além de termos um lucro de quase R\$10 mil que pode ser considerado suficiente para o investidor.

6.6 PREMISSAS

Na aba de premissas estão as projeções de receita bruta com base no número de unidades de lojas próprias a serem abertas em cada ano e suas projeções de faturamento. Logo depois temos a DRE como vista na tabela a seguir:

Tabela 12: DRE das projeções para expansão por lojas próprias

1. DRE		2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Receita Bruta	unid. R\$	2.798.148,42	4.003.802,33	6.113.045,37	9.388.519,34	13.318.630,20	17.905.610,68
(-) Impostos e Deduções		312.835,22	382.722,44	589.908,88	905.992,12	1.285.247,81	1.727.891,43
DASN	%	11%	10%				
ICMS	%			6%	6%	6%	6%
PIS/Cofins	%			3,65%	4%	4%	4%
(=) Receita Líquida	R\$	2.485.313,20	3.621.079,89	5.523.136,49	8.482.527,22	12.033.382,38	16.177.719,25
(-) Custo Operacional	R\$	1.573.878,47	2.252.024,31	3.438.413,20	5.280.773,64	7.491.348,60	10.071.393,94
Percentual médio	%	56%	56%	56%	56%	56%	56%
(=) Resultado operacional bruto	R\$	911.434,73	1.369.055,58	2.084.723,29	3.201.753,58	4.542.033,78	6.106.325,30
(-) Despesas operacionais	R\$	375.070,22	536.678,83	921.832,41	1.415.765,94	2.008.417,13	2.700.122,66
Percentual médio	%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Acréscimos				13%	13%	13%	13%
(=) Lucro (ou prejuízo) do serviço	R\$	536.364,51	832.376,75	1.162.890,88	1.785.987,64	2.533.616,65	3.406.202,64
(-) Despesas financeiras	R\$	1.371,96	1.963,11	2.997,29	4.603,29	6.530,26	8.779,31
Percentual médio	%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
(+) Receitas financeiras	R\$	5.246,53	7.507,13	11.461,96	17.603,47	24.972,43	33.573,02
Percentual médio	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
(=) Resultado antes do IR e CSLL	R\$	540.239,08	837.920,77	1.171.355,55	1.798.987,83	2.552.058,82	3.430.996,36
IRPJ	%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
CSLL	%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
(=) Lucro (ou prejuízo do período)	R\$	356.557,79	553.027,71	773.094,66	1.187.331,97	1.684.358,82	2.264.457,60
		13%	14%	13%	13%	13%	13%

Fonte: elaborado pela autora

Quando a empresa supera o valor de R\$4.800.000,00 em faturamento anual não é mais possível optar pelo Simples Nacional, por isso a partir de 2021 foram considerados os valores de alíquota do PIS/Cofins, ICMS, IRPJ e CSLL no cálculo da DRE. O percentual médio foi obtido na aba de Loja Própria e o valor de acréscimo presente nas despesas operacionais é responsável por representar os novos gastos necessários para auxiliar o dono na gestão das novas unidades como outros funcionários, um novo escritório e suas despesas de operação, entre outros.

Posteriormente temos o crescimento da receita considerando expansão com franquias e o número de unidades variou de acordo com a tabela a seguir:

Tabela 13: Número de franquias no período

# de franquias ativas início do período	-	-	4	11	22	39
(+) Inaugurações	-	5	8	12	18	27
(-) Distratos	-	1	1	1	1	1
# de franquias ativas final do período	-	4	11	22	39	65

Fonte: elaborado pela autora

Com base nesses números foi possível calcular a receita bruta que representa a soma das receitas com taxas de franquia e taxas de royalties. Vale lembrar que a taxa de propaganda não pode ser considerada como uma receita efetiva da franqueadora, pois esse valor é utilizado exclusivamente em atividades ligadas a propaganda e marketing da rede.

Receita Bruta	577.247,70	1.895.591,16	4.460.617,65	8.788.598,44	15.567.999,44
Receita Taxa de Franquia	200.000,00	332.256,00	516.923,88	804.152,64	1.242.415,83
% da receita total	35%	18%	12%	9%	8%
taxa de franquia média	40.000,00	41.532,00	43.076,99	44.675,15	46.015,40
Receita Taxa de Royalties	377.247,70	1.563.335,16	3.943.693,77	7.984.445,79	14.325.583,61
% da receita total	65%	82%	88%	91%	92%
taxa de royalties	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%

Essas são apenas as receitas provenientes das franquias e exclui a receita da unidade base. Por fim, temos a DRE da expansão por franquias conforme a tabela a seguir:

Tabela 14: DRE na expansão por franquias

1. DRE	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Impostos sobre venda	55.704,40	182.924,55	430.449,60	848.099,75	1.502.311,95	
PIS/Cofins	26.842,02	88.144,99	207.418,72	408.669,83	723.911,97	
ISS	28.862,39	94.779,56	223.030,88	439.429,92	778.399,97	
	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Receita líquida	521.543,30	1.712.666,61	4.030.168,05	7.940.498,69	14.065.687,49	
Receita líquida da taxa de franquia	180.700,00	300.193,30	467.040,73	726.551,91	1.122.522,70	
Receita líquida da taxa de royalties	340.843,30	1.412.473,32	3.563.127,32	7.213.946,78	12.943.164,79	
Total dos custos	343.167,00	816.274,50	1.397.627,78	2.020.909,30	2.749.063,83	
% sobre a receita bruta	59%	43%	31%	23%	18%	
Folha de pagamento	343.167,00	816.274,50	1.397.627,78	2.020.909,30	2.749.063,83	
Marketing	87.351,60	226.742,92	376.284,40	536.586,26	703.415,81	
# de funcionários	2	5	8	11	14	
Custo anual por funcionário	42.000,00	43.675,80	45.348,58	47.035,55	48.780,57	50.243,99
Consultores de campo	68.633,40	71.262,06	147.826,02	229.965,54	394.774,18	
# de funcionários	1	1	2	3	5	
Custo anual por funcionário	66.000,00	68.633,40	71.262,06	73.913,01	76.655,18	78.954,84
Backoffice	187.182,00	518.269,52	873.517,37	1.254.357,50	1.650.873,84	
# de funcionários	3	8	13	18	23	
Custo anual por funcionário	60.000,00	62.394,00	64.783,69	67.193,64	69.686,53	71.777,12
Lucro bruto	178.376,30	896.392,12	2.632.540,27	5.919.589,38	11.316.623,66	
Margem bruta	34%	52%	65%	75%	80%	
Total das despesas	98.000,00	101.753,40	105.538,63	109.454,11	112.737,73	
% da receita líquida	19%	6%	3%	1%	1%	
Despesas gerais	98.000,00	101.753,40	105.538,63	109.454,11	112.737,73	
EBITDA	80.376,30	794.638,72	2.527.001,64	5.810.135,28	11.203.885,93	
Margem EBITDA	15%	46%	63%	73%	80%	
(-) Despesas financeiras	283,03	929,43	2.187,09	4.309,14	7.633,15	
Percentual médio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
(+) Receitas financeiras	1.082,34	3.554,23	8.363,66	16.478,62	29.190,00	
Percentual médio	0%	0%	0%	0%	0%	0%
(=) Resultado antes do IR e CSLL	81.175,61	797.263,52	2.533.178,21	5.822.304,76	11.225.442,78	
IRPJ	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
CSLL	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%

Fonte: elaborada pela autora

6.7 PERPETUIDADE

Apesar de estamos considerando no modelo um horizonte de projeção de cinco, espera-se que a empresa ainda estará em operação após esse período. De forma a representar isso

determinamos uma taxa de crescimento para os fluxos de caixa de livre futuros, chamada de perpetuidade.

Normalmente, a taxa de perpetuidade é uma taxa mais conservadora que a média de crescimento usadas para projetar os crescimentos dentro do modelo. Sendo assim, como temos um crescimento de cerca de 3,6% a.a., adotaremos uma taxa de perpetuidade de 3% a.a..

6.8 AVALIAÇÃO

Por fim, temos a aba de avaliação que é feita de três maneiras:

- Avaliação da Hambúrgueria com expansão por loja própria
- Avaliação da Hambúrgueria com expansão por franquias
- Avaliação da Hambúrgueria sem expansão

Segundo o modelo econômico-financeiro, no caso da expansão por loja própria, temos que o EV da empresa é igual a R\$21.629.885,07 considerando o CMPC e a taxa de perpetuidade vistos anteriormente, conforme observamos na tabela a seguir:

Tabela 15: Fluxos financeiros para expansão com lojas próprias

Fluxos Financeiros - Loja Própria	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
EBITDA	536.364,51	832.376,75	1.162.890,88	1.785.987,64	2.533.616,65	3.406.202,64
(-) Depreciação e Amortização	764,76	1.094,27	1.670,75	2.565,96	3.640,10	4.893,76
	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	535.599,76	831.282,48	1.161.220,13	1.783.421,68	2.529.976,56	3.401.308,89
(-) Despesas financeiras	1.371,96	1.963,11	2.997,29	4.603,29	6.530,26	8.779,31
(+) Receitas financeira	5.246,53	7.507,13	11.461,96	17.603,47	24.972,43	33.573,02
EBT	539.474,32	836.826,50	1.169.684,80	1.796.421,87	2.548.418,73	3.426.102,60
(-) Imposto de Renda	183.681,29	284.893,06	398.260,89	611.655,86	867.700,00	1.166.538,76
Lucro líquido	355.793,04	551.933,44	771.423,91	1.184.766,00	1.680.718,73	2.259.563,84
Fluxo de caixa das operações	356.557,79	553.027,71	773.094,66	1.187.331,97	1.684.358,82	2.264.457,60
(-) Capex e variação do capital de giro	5.098,39	215.614,97	443.735,23	465.795,94	489.603,20	511.921,02
	0%	0%	0%	0%	0%	0%
(=) Fluxo de Caixa para a Empresa	351.459,41	337.412,75	329.359,43	721.536,03	1.194.755,62	1.752.536,58
EV (Enterprise Value)	21.629.885,07					
CMPC		12,7%				
Perpetuidade		1.805.112,67				

Fonte: elaborado pela autora

Segundo o modelo econômico-financeiro, no caso da expansão por franquias, temos que o EV da empresa é igual a R\$98.943.982,35 considerando o CMPC e a taxa de perpetuidade vistos anteriormente, conforme observamos na tabela a seguir:

Tabela 16: Fluxos financeiros com expansão por franquias

Fluxos Financeiros - Franquia	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
EBITDA	536.364,51	627.924,77	1.360.034,53	3.110.165,78	6.411.448,03	11.822.278,74
(-) Depreciação e amortização	764,76	941,57	1.332,28	2.063,58	3.277,36	5.159,32
	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	535.599,76	626.983,20	1.358.702,25	3.108.102,19	6.408.170,67	11.817.119,42
(-) Despesas financeiras	1.371,96	1.636,22	2.421,24	3.773,13	5.891,55	9.271,24
(+) Receitas financeira	6.328,87	8.931,43	13.949,37	22.271,92	35.195,33	6.204,88
EBT	540.556,66	634.278,41	1.370.230,37	3.126.600,99	6.437.474,45	11.814.053,06
(-) Imposto de Renda	183.681,29	215.134,35	464.696,10	1.060.986,87	2.185.533,75	4.028.456,81
Lucro Líquido	356.875,37	419.144,06	905.534,28	2.065.614,12	4.251.940,70	7.785.596,25
Fluxo de caixa das operações	357.640,13	420.085,63	906.866,55	2.067.677,70	4.255.218,07	7.790.755,57
(-) Capex e variação do capital de giro	5.098,39	6.277,14	8.881,86	13.757,22	21.849,09	34.395,46
%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
(=) Fluxo de caixa para a empresa	352.541,75	413.808,49	897.984,69	2.053.920,49	4.233.368,98	7.756.360,11
EV (Enterprise Value)	98.943.982,35					
CMPC	12,0%					
Perpetuidade	7.989.050,91					

Fonte: elaborado pela autora

Por fim, segundo o modelo econômico-financeiro, no caso de não ter expansão, temos que o EV da empresa é igual a R\$5.973.880,05 considerando o mesmo CMPC da expansão por lojas próprias e a taxa de perpetuidade vistos anteriormente, conforme observamos na tabela a seguir:

Tabela 17: Fluxos financeiros sem expansão

Fluxos Financeiros - Uma Loja Própria	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
EBITDA	536.364,51	547.548,47	565.395,81	583.164,14	601.312,75	618.392,81
(-) Depreciação e amortização	764,76	783,80	814,20	844,46	875,36	904,45
	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	535.599,76	546.764,66	564.581,61	582.319,68	600.437,39	617.488,35
(-) Despesas financeiras	1.371,96	1.353,19	1.491,81	1.586,04	1.582,41	1.638,09
(+) Receitas financeira	5.246,53	5.377,19	5.585,71	5.793,30	6.005,33	6.204,88
EBT	539.474,32	550.788,67	568.675,51	586.526,94	604.860,32	622.055,15
(-) Imposto de Renda	183.681,29	187.534,64	193.626,50	199.706,27	205.950,13	211.806,26
Lucro líquido	355.793,04	363.254,03	375.049,01	386.820,66	398.910,19	410.248,88
Fluxo de caixa das operações	356.557,79	364.037,83	375.863,21	387.665,12	399.785,55	411.153,33
(-) Capex e variação do capital de giro	5.098,39	5.225,36	5.427,99	5.629,72	5.835,77	6.029,68
%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
(=) Fluxo de caixa para a empresa	351.459,41	358.812,47	370.435,22	382.035,40	393.949,78	405.123,65
EV (Enterprise Value)	5.973.880,05					
CMPC	12,7%					
Perpetuidade	417.277,36					

Fonte: elaborado pela autora

7 CONFRONTANDO OS RESULTADOS OBTIDOS

Nas seções anteriores deste trabalho foram aplicados os métodos da avaliação relativa e dos fluxos de caixa descontados para se determinar o valor econômico da Hamburgueria. Conforme podemos observar na tabela abaixo, os valores encontrados possuem diferenças significativas quando comparamos os valores aplicados para a Hamburgueria sem plano de expansão:

Tabela 18: Comparaçāo dos valores encontrados na aplicāo dos mētods

Mētodo de avaliaçāo	Valor
Fluxos de caixa descontados	5.973.880,05
Avaliação relativa	1.715.764,65

Fonte: elaborado pela autora

Os valores encontrados diferem entre si em mais de 200% o que não deveria ocorrer em uma avaliação de empresa. No entanto, existem fatores que podem explicar essa diferença. Falando especificamente do método da avaliação relativa devemos levar em consideração um fator que afetou muito um resultado mais preciso, a falta de informações e a baixa qualidade daquelas encontradas o que tornou possível apenas a utilização de um único tipo de múltiplo.

Os valores das lanchonetes utilizados para se determinar o múltiplo são de modelos de negócio diferentes da Hamburgueria em questão e não foi possível nenhuma transação que pudesse ser utilizada no lugar. Além disso, temos uma faixa de faturamento médio consideravelmente diferente entre a Hamburgueria e aquelas encontradas. Outro ponto importante é que as avaliações consideram muitos pontos qualitativos que são difíceis de serem contabilizados nesses tipos de método. Ainda podemos citar o pequeno porte da empresa que também dificulta uma análise mais precisa em ambos os métodos.

Desta forma, e considerando que o método dos fluxos de caixa descontados é mais preciso que a avaliação relativa pelas premissas adotadas, conclui-se que o método de avaliação relativa deve ser rejeitado na determinação do valor econômico da empresa em estudo.

Outro ponto a ser citado é que para termos resultados semelhantes entre expansão por lojas próprias e expansão por franquias é necessário que sejam vendidas pelo menos 27 unidades considerando 2 unidades de lojas próprias por ano.

Tabela 19: Resumo de EVs

EV	
Lojas Próprias	21.629.885,07
Franquias - 27 unid	21.082.351,69
Franquias - 70 unid	98.943.982,35

Fonte: elaborado pela autora

8 ANÁLISE DE FRANQUEABILIDADE

Nesse capítulo iremos utilizar os tópicos abordados na revisão da literatura para fazer a análise de franqueabilidade da Hamburgueria.

8.1 EMPRESA

Trata-se de uma empresa pequena com poucos funcionários e por isso acaba tendo uma cultura de centralização no dono, entretanto, essa cultura tem enfraquecido lentamente à medida que o dono tem ficado alguns dias da semana afastado da Hamburgueria para tratar de outros assuntos e delegando mais responsabilidades e autonomia aos funcionários nesses dias. Existem regras claras repassadas no treinamento dos funcionários quanto ao que se espera no atendimento ao cliente (atendimento no caixa, servir os lanches etc.) e na qualidade do produto que podem ser repassadas para um manual que serviria de guia para os franqueados. O dono entende que não poderá exigir controle total sobre as operações das franqueadas, porém admite que ainda não se sente confortável por medo de perder qualidade. A falta de experiência com esse tipo de expansão é um fator que aumenta esse temor, mas que pode ser atenuada com treinamentos, manuais e um bom relacionamento e processo de escolha dos franqueados.

Alguns membros da família do dono já comandaram alguns restaurantes pela América do Sul e, consequentemente, o dono já foi exposto a esse tipo de ambiente e adquiriu experiência no meio gastronômico apesar de sua formação não ser na área. Sua maior experiência foi com o pai em um restaurante de carnes na Argentina com cerca de 30 funcionários durante 4 anos. Ele afirma ter mais de 20 anos de experiências com restaurantes, sendo 5 desses com o seu próprio empreendimento. Considerando o bom relacionamento com a sua equipe e o seu conhecimento no ramo é possível afirmar que o dono possui boa capacidade de lidar com crises e em administrar conflitos. Um ponto fraco que deve ser ressaltado é que, apesar da experiência na área gastronômica, o dono não possui experiência na gestão de redes e em franquias.

Dadas as informações citadas anteriormente no capítulo acerca da Empresa é aceitável afirmar que a imagem da Hamburgueria perante seus consumidores finais é muito boa com notas acima de 4,5, ótimo feedback de blogs especialistas no assunto e um alto número de seguidores em suas redes sociais, como podemos observar na tabela a seguir:

Tabela 20: Comparação entre seguidores e notas do Facebook e Instagram

Posição no Ranking	Instagram	Facebook	Nota do Facebook
1	33,9 mil	11 mil	4,8
2	28,2 mil	10 mil	-
3	72,8 mil	20 mil	4,4
4	51,1 mil	8 mil	4,5
5	3,5 mil	12 mil	4,6
6	27 mil	26 mil	-
7	64,4 mil	-	-
Bullguer	149 mil	40 mil	-
9	83 mil	30 mil	4,7
10	22,7 mil	28 mil	4,5
Hamburgueria	70 mil	14 mil	4,9

Fonte: Facebook, Instagram e Guia do Hambúrguer

Comparando com outras hamburguerias de São Paulo observamos a força da marca da Hamburgueria em análise, além do seu potencial de crescimento com novas unidades como aconteceu com o Bullguer que tem, atualmente, 14 unidades e continua em expansão. É válido ressaltar que o Bullguer tem uma proposta bastante similar com a Hamburgueria: serviço rápido e lanches simples e de qualidade.

Quanto à questão de potenciais investidores não é possível obter uma avaliação real de um investidor acerca do negócio, no entanto, com o crescimento das franquias no Brasil e, principalmente daquelas ligadas ao segmento de alimentação, aliada a boa imagem da empresa seria plausível que tivéssemos uma avaliação positiva.

Na figura a seguir, temos um resumo das notas atribuídas as áreas de Cultura e Experiência e Imagem da empresa além dos principais pontos fortes, as oportunidades e os desafios:

Tabela 21: Resumo de Notas e Observações dos Critérios Cultura da Empresa e Imagem

Área	Critério	Peso	Avaliação	Forças e Oportunidades	Desafios
Empresa	Cultura e Experiência	1	3,5	(1) Regras claras quanto ao serviço e qualidade do produto (2) Experiência com o setor gastronômico (3) Experiência de 5 anos na empresa em análise (4) Boa capacidade para lidar com crises e conflitos	(1) Diminuir a cultura de centralização do dono e aceitação de um controle sobre as operações menor que 100% por parte do dono (2) Falta de experiência com franquias e gestão de redes
	Imagen	1	4	(1) Boa imagem perante o público (2) Avaliações positivas de formadores de opinião	(1) Falta de uma avaliação real por parte de um potencial investidor

Fonte: elaborado pela autora

8.2 NEGÓCIO

No modelo de negócio da Hamburgueria existe um certo padrão arquitetônico bem simples com cores predominantemente vermelhas, brancas e pretas, um grande quadro com o cardápio e placas com sinalizações acerca do horário de atendimento, os tempos de preparo para cada ponto de hambúrguer e a prioridade nos assentos. Um ponto fraco da infraestrutura é a ausência de uma entrada bem definida que a diferencie dos demais comércios da região, o que felizmente é de fácil ajuste.

A experiência na Hamburgueria pode ser resumida em dois aspectos: produto de qualidade e preço justo, principalmente quando comparado aos hambúrgueres gourmet que existem pela cidade.

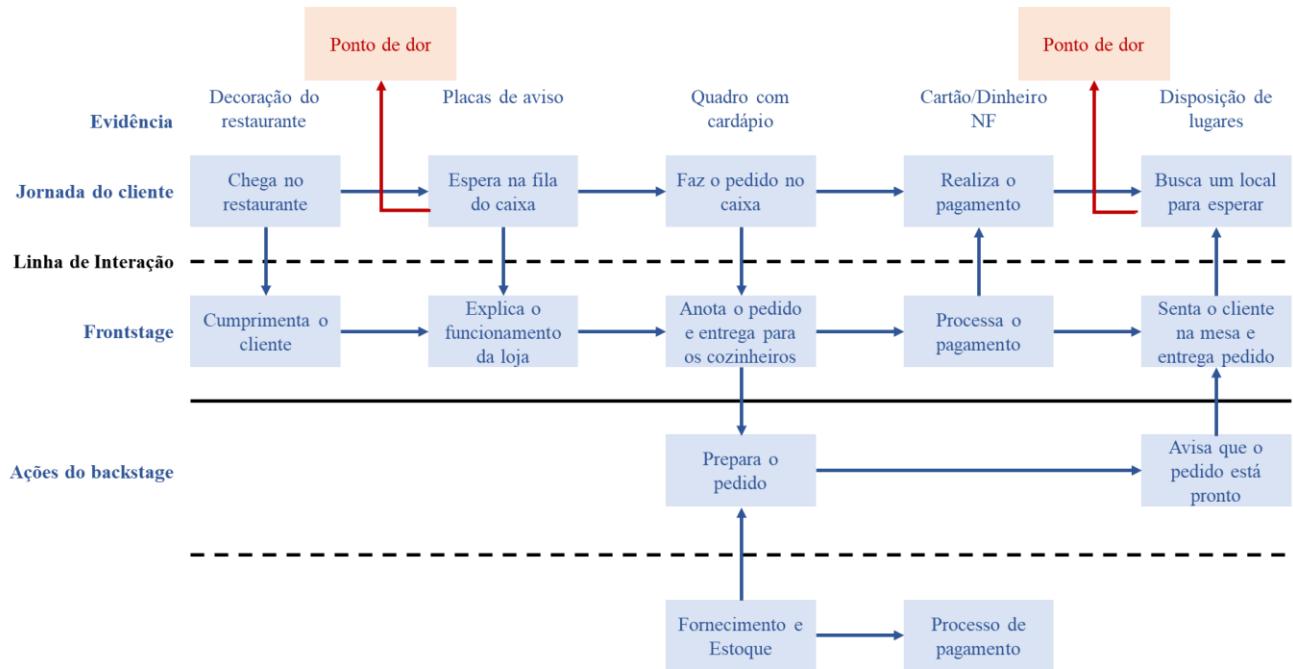
Já quanto aos pontos de controle essenciais, o dono cita especialmente o treinamento da equipe responsável por atender os clientes, a própria carne do hambúrguer e o estoque de insumos. O atendimento ao cliente é algo que o dono está acostumado a verificar no seu dia-a-dia, mas no caso de uma unidade franqueada essa noção da qualidade fica imprecisa. O ideal seria implementar alguns indicadores como o NPS (Net Promoter Score) e o TME (Tempo Médio de Espera) que não representariam um custo tão elevado. Outros meios de verificar a qualidade do atendimento seria por reviews nas próprias redes sociais como Facebook, Instagram e até mesmo no Google. No caso da própria carne do hambúrguer é importante

implementar as técnicas corretas de moagem para que a fraldinha fique com a consistência e sabor corretos. Sobre o estoque torna-se essencial entender a demanda na unidade à medida que o foco do negócio está no volume.

O perfil de operador da franquia não requer competências muito específicas e de alto nível o que facilita a implementação do modelo. Ademais o nível de complexidade da operação não é alto, diferentemente dos restaurantes a Hamburgueria é capaz de replicar com mais facilidade seus produtos e serviços.

O atual modelo da loja está focado no alto volume até mesmo por causa do tamanho reduzido do salão que não permite muitas mesas. Essa é uma questão que não pode ser muito alterada e o dono já afirmou que não pretende mudar para um lugar que caibam um número muito maior de pessoas. Ainda segundo o dono, esse tipo de modelo não irá funcionar em qualquer região sobretudo naquelas em que os consumidores preferem passar um bom tempo sentados. O Service Blueprint abaixo ilustra os principais pontos de dor do consumidor da Hamburgueria e que representam os desafios desse modelo de negócio:

Figura 14: Service Blueprint e pontos de dor do consumidor



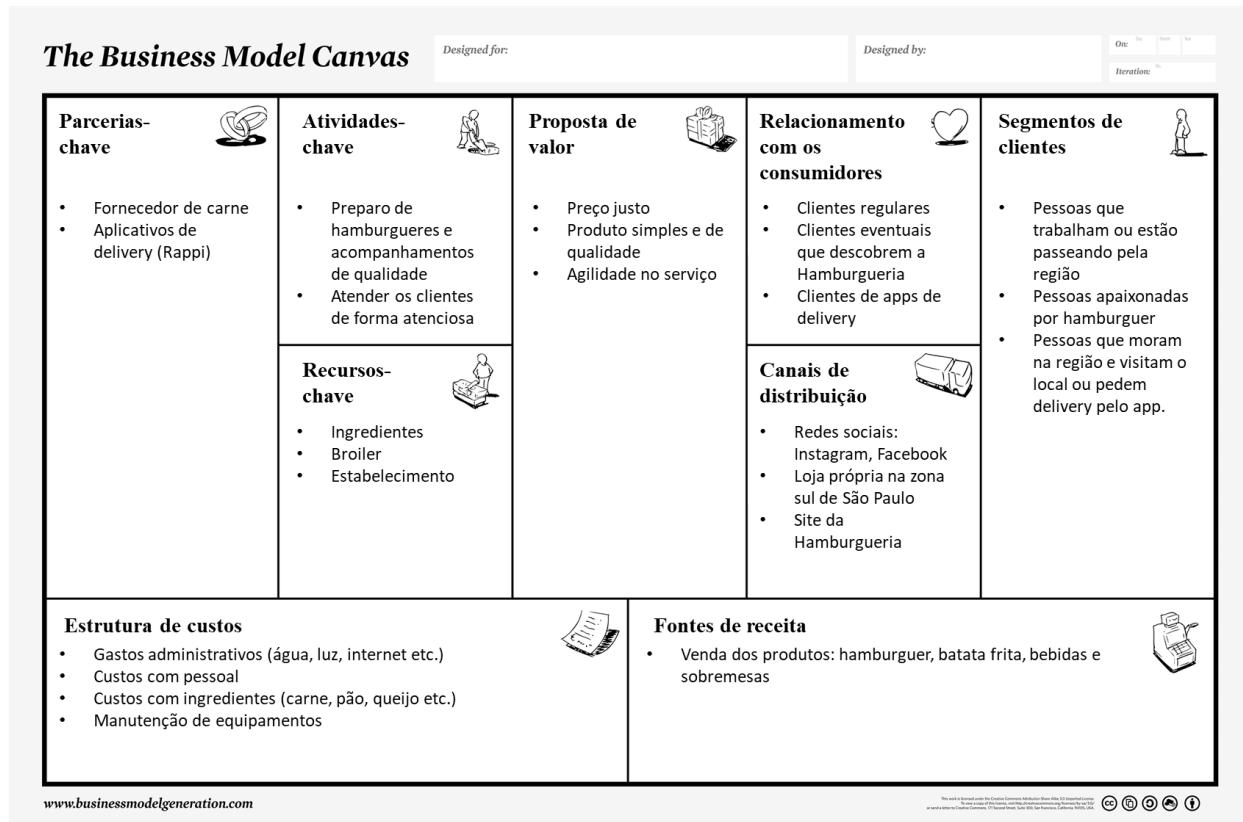
Fonte: elaborado pela autora

Nenhuma das matérias primas necessárias possui potencial de escassez e devido ao tamanho do estabelecimento não existe uma variação muito grande do cardápio ou até mesmo hamburgueres muito elaborados. Quanto à questão da diferenciação entre as unidades, é possível fazer versões sazonais de algum hambúrguer ainda que seja algo simples.

Como visto nos tópicos do setor de alimentação fora do lar e de franquias no Brasil existe um grande potencial de mercado especialmente em outras cidades em que as hamburguerias são mais escassas.

Um *Business Model Canvas* foi feito para facilitar a visualização do modelo de negócios da Hamburgueria como pode ser visto na figura a seguir:

Figura 15: Business Model Canvas da Hamburgueria



Fonte: elaborado pela autora com base na operação da Hamburgueria

Como citado anteriormente, existem dois tipos de concorrência no caso da Franqueadora: a concorrência ao negócio e a concorrência em franquias. Existe uma competição acirrada dentro da cidade de São Paulo de restaurantes, lanchonetes e outros estabelecimentos, porém caso a economia continue a melhorar, é plausível que as pessoas gastem mais dinheiro com alimentação fora do lar principalmente quando comparamos com países desenvolvidos como EUA e Japão. Um ponto importante é o ticket médio da Hamburgueria de cerca de R\$27,00 e que ainda conta com opções de lanche a partir de R\$15,00. Podemos observar com base na tabela abaixo que o ticket da Hamburgueria está abaixo da média nacional e da média da cidade de São Paulo para sua categoria (comercial –

estabelecimentos com serviço mais simples e que servem o “prato feito”), ou seja, o valor praticado é um diferencial positivo e significativo:

Tabela 22: Ticket Médio por Categoria no Brasil e na cidade de São Paulo

		Comercial/								
		Prato Feito	Quilo	Executivo	À La Carte	Média				
Brasil	R\$	29,56	R\$	32,66	R\$	53,74	R\$	69,91	R\$	34,84
São Paulo	R\$	30,08	R\$	34,26	R\$	49,54	R\$	59,53	R\$	34,58

Fonte: Pesquisa Preço Médio da ABBT

Com relação a concorrência em franquias os fatores críticos e as considerações são:

- Área de atuação da franquia: o segmento de alimentação é o maior do setor e ainda apresentou crescimento acima da média entre 2017 e 2018 e, portanto, continua sendo um segmento relevante e de interesse para um potencial investidor.
- Agressividade na captação de investidores: o dono deseja estar a par de todas as etapas que envolvem a expansão do negócio e por se tratar do primeiro investimento do tipo a captação não será feita de forma agressiva.
- Imagem da marca/tamanho: só existe uma unidade do estabelecimento, porém a Hamburgueria possui uma imagem muito positiva com seus clientes.
- Satisfação da rede implantada: não existe uma rede ainda.
- Suporte oferecido: em conversa com o dono foi decidido que os pontos de suporte iniciais essenciais e que poderiam ser feitos com o auxílio de uma consultoria seriam o desenvolvimento de treinamentos e manuais sobre a empresa, os produtos e processos envolvidos no preparo dos lanches, gestão administrativa e financeira, gestão de atendimento e pessoas. Além disso, podemos incluir o suporte de negociação com fornecedores.
- Faixa de investimento: a tabela abaixo mostra algumas das maiores franquias do setor de alimentação em número de unidades, franquias consideradas tendências para 2019 segundo o Portal do Franchising e franquias de hamburguerias.

Tabela 23: Lista de franquias

Empresa ⁴	Investimento a partir de (R\$ mil)	Retorno do Investimento (meses)	Faturamento Médio Mensal (R\$ mil)	Estado Sede
Cacau Show	125	18 a 24	35	São Paulo
McDonald's	2.500	-	-	São Paulo
Bob's	720	32 a 40	180	Rio de Janeiro
Giraffas	550	até 36	160	Distrito Federal
Spoletto	480	36 a 40	100	Rio de Janeiro
Habib's	895	-	300	São Paulo
Billy the Grill	540	24 a 36	135	Rio de Janeiro
Parmeggio	230	24 a 36	120	São Paulo
Burger King	1.780	24 a 36	-	São Paulo
Big X Picanha	200	24 a 36	100	São Paulo
Boali	145	24 a 48	100	São Paulo
Tico's Burger	250	18 a 30	150	São Paulo
Burger+	212	24 a 36	100	São Paulo
Youburger	250	24 a 36	-	São Paulo
Crass Burger	20	A partir de 23	-	São Paulo

Fonte: ABF e Portal do Franchising

Observando a tabela temos que em média o investimento necessário para abrir uma franquia dessas marcas gira em torno de R\$593 mil reais com tempo de retorno de investimento de 31 meses e no caso das hamburguerias listadas (excluindo McDonald's, Burger King e Bob's) o investimento é de R\$245 mil reais com retorno de investimento de 30 meses em média. Essa análise será feita adiante na parte de viabilidade financeira e será considerada, por enquanto, dentro da média das hamburguerias.

Na tabela a seguir, temos um resumo das notas atribuídas as áreas de Modelo de Negócios, Produtos e Serviços, Concorrência e Acessibilidade da empresa além dos principais pontos fortes, as oportunidades e os desafios:

⁴ Em verde franquias com maior número de unidades no país, em amarelo franquias tendência em 2019 e em branco franquias de hamburguerias.

Tabela 24: Resumo de Notas e Observações dos Critérios Modelo de Negócio, Produtos e Serviços, Concorrência e Acessibilidade

Área	Critério	Peso	Avaliação	Forças e Oportunidades	Desafios
Negócio	Modelo de Negócios	2	4	<ul style="list-style-type: none"> (1) Focado em volume (2) Padrão arquitetônico pode ser melhorado (3) Poucos pontos de controle (4) Perfil simples e abrangente do franqueado (5) Baixo nível de complexidade da operação 	<ul style="list-style-type: none"> (1) Baixa capacidade de adaptação a diferentes características locais
	Produtos e Serviços	1	4	<ul style="list-style-type: none"> (1) Produto de qualidade e preço justo (2) Bom atendimento (3) Oportunidade de criar manuais e treinamentos para repassar conhecimento 	<ul style="list-style-type: none"> (1) Pouca diferenciação, apenas sazonais e que não podem ser muito elaboradas
	Concorrência	3	3	<ul style="list-style-type: none"> (1) Potencial de crescimento do mercado de alimentação fora do lar (2) Hamburgueria como uma tendência do setor de franquias de alimentação 	<ul style="list-style-type: none"> (1) Muita concorrência tanto ao negócio quanto em franquias
	Acessibilidade	1	3	<ul style="list-style-type: none"> (1) Atratividade do Mercado de alimentação fora do lar e de franquias (2) Nível de especificidade baixo do perfil do franqueado 	<ul style="list-style-type: none"> (1) Considerando capital de investimento de acordo com a média de outras empresas

Fonte: elaborado pela autora

8.3 VIABILIDADE FINANCEIRA

Nessa seção falaremos mais a fundo da viabilidade financeira da franquia a partir do modelo econômico financeiro que já foi citado anteriormente. Os aspectos mais importantes que foram avaliados são:

- Valor do investimento do franqueado: o investimento médio para o franqueado em uma hamburgueria é de R\$245 mil sem contar as taxas de operação. No modelo verificamos que o valor mínimo seria de R\$200 mil, o que já está bem abaixo da média.
- Disponibilidade de financiamento: existem inúmeras formas de se financiar um negócio no Brasil e, principalmente com a entrada de *fintechs* com condições especiais de juros, ficou mais fácil pegar um empréstimo.
- Geração de caixa do negócio: o valor do lucro líquido é suficiente para retornar o capital inicial em no mínimo 23 meses, o que também está dentro da média.

Com isso podemos afirmar que a franquia é viável do ponto de vista do franqueado. No caso da viabilidade na visão do franqueador observamos que o valor agregado que é captura pelo franqueador é bem alto. Sendo assim, o próximo passo da avaliação seria comparar os resultados da franquia com uma expansão própria, o que podemos ver no modelo criado.

O dono afirmou que ao considerar uma expansão por lojas próprias gostaria de ter pelo menos 6 meses para se dedicar a cada nova unidade e, portanto, no período analisado de 5 anos ele teria 10 unidades no total. Para que a expansão por franquia atinja um resultado similar ao da expansão por lojas próprias serão necessárias um total de 22 franquias ativas e uma venda total de 27 unidades nesse mesmo período.

Os dois modelos de expansão são viáveis financeiramente, entretanto, é recomendável analisar com mais profundidade o potencial de escalabilidade da Hamburgueria dado seu modelo de negócio que comporta um número baixo de pessoas sentadas. Caso os valores de crescimento se provem realmente positivos, o modelo de expansão torna-se bastante interesse.

Na tabela a seguir, temos um resumo da nota atribuídas a área de Viabilidade Financeira da empresa além dos principais pontos fortes, as oportunidades e os desafios:

Tabela 25: Resumo de Nota e Observação do Critério Viabilidade Financeira

Área	Critério	Peso	Avaliação	Forças e Oportunidades	Desafios
Negócio	Viabilidade Financeira	4	4	(1) Viável para ambas as partes interessantes (2) Alta geração de caixa (3) Número considerável de unidades de franquia	(1) Potencial de escalabilidade

Fonte: elaborado pela autora

8.4 GESTÃO

Existem três tipos de padrão que devem ser analisados para verificar a franqueabilidade da Hamburgueria: padrão visual, padrões operacionais e padrões comportamentais. Quanto aos padrões visuais já foi mencionado que falta uma identidade visual para a Hamburgueria na entrada, porém isso pode ser facilmente ajustado dado que na parte interior já existe algo bem definido e claro.

Sobre os padrões operacionais é possível criar manuais e guias especialmente quanto a preparação do hambúrguer, o peso e moagem corretos, a montagem dos lanches e o tempero certo. Outros processos básicos que podem ser incluídos são a preparação dos demais acompanhamentos (cebola caramelizada e maionese, por exemplo), a correta higienização das verduras, o armazenamento e controle de estoque, entre outros. Como são processos com baixo nível de complexidade acredita-se que esses pontos não serão difíceis de implementar.

Já os padrões comportamentais são cruciais no sucesso de qualquer negócio e, portanto, representam um ponto de atenção na análise de franqueabilidade. A Hamburgueria possui uma equipe que é constantemente elogiada segundo o dono tanto pessoalmente quanto em comentários no Instagram e no Facebook. O processo de contratação é focado principalmente na identificação do candidato com a hamburgueria e com os valores do dono de querer sempre oferecer um hambúrguer de qualidade simples e com preço acessível. Também é válido citar o treinamento que é feito com os funcionários quanto a forma de atender e o que deve ser sempre informado ao cliente (tempo de espera, pagamento no caixa, prioridade de mesa para quem já está com o lanche em mãos).

Vale ressaltar que apenas manuais e guias não são suficientes para garantir os padrões operacionais e comportamentais das unidades de franquia e, dessa forma, o dono pretende investir em modelos de capacitação oficiais para os funcionários e na aplicação de pontos de controle nos franqueados. Com ajuda do sistema que o dono já implementou em sua loja é possível acompanhar a operação em tempo real das outras unidades. Um ponto importante a ser citado é que é possível colocar em contrato a obrigação do franqueado em observar as normas contidas nos manuais e demais ferramentas utilizadas para capacitação.

O dono possui conhecimento profundo sobre seu negócio e sua operação e afirma ser capaz de transmitir esse *know how* para os futuros investidores. Treinamentos e um

acompanhamento constante do franqueado auxiliariam bastante nesse aspecto. No entanto, assim como o critérios de padrões e sistema, o *know how* não é considerado um grande desafio à estruturação do modelo de franquias uma vez que pode ser ajustado posteriormente a partir de uma análise das falhas percebidas.

Na tabela a seguir, temos um resumo das notas atribuídas as áreas de Padrões e Sistemas e *Know-how* da empresa além dos principais pontos fortes, as oportunidades e os desafios:

Tabela 26: Resumo de Notas e Observações dos Critérios Padrões e Sistemas e *Know-how*

Área	Critério	Peso	Avaliação	Forças e Oportunidades	Desafios
Gestão	Padrões e Sistemas	1	4	(1) Padrões operacionais e comportamentais de baixo nível de complexidade	(1) Melhorar o padrão visual da fachada (2) Acompanhar se os treinamentos e pontos de controle são eficientes (3) Identificar falhas e corrigi-las
	Know how	1	4	(1) Dono possui conhecimento profundo do seu negócio e da operação	(1) Transmitir o conhecimento de forma clara e precisa (2) Identificar falhas e corrigi-las

Fonte: elaborado pela autora

8.5 POTENCIAL DE ESCALABILIDADE

Como já mencionado anteriormente o mercado de alimentação fora do lar e de franquias tem um enorme potencial de crescimento quando comparamos com outros países. O principal contraponto é com relação ao modelo de negócio focado em locais pequenos com poucas mesas e um volume alto de vendas. Esse tipo de estabelecimento não funcionará em qualquer região do país então torna-se necessário um estudo aprofundado dos clientes em potencial de cada localização. Considerando o sucesso que tem sido o Bullguer, restaurante com uma proposta similar a Hamburgueria só que com mais espaço, é plausível que a atual capacidade de 12

lugares possa ser alterada para que cheguemos em um valor de 24 a 30 lugares o que é bem próximo dos 40 lugares que a menor loja do Bullguer possui.

Na tabela a seguir, temos um resumo da nota atribuída a área de Potencial de Escalabilidade da empresa além dos principais pontos fortes, as oportunidades e os desafios:

Tabela 27: Resumo de Nota e Observação do Critério Potencial de Escalabilidade

Área	Critério	Peso	Avaliação	Forças e Oportunidades	Desafios
Expansibilidade	Potencial	3	2,5	(1) Potencial de crescimento e tamanho do mercado de alimentação fora do lar e de franquias de alimentação (2) Nível baixo de complexidade da operação (3) Preço acessível	(1) Modelo de negócio com pouco espaço para alteração (2) Retração da economia (3) Forte concorrência

Fonte: elaborado pela autora

8.6 RISCOS DO NEGÓCIO

Os riscos do negócio estão ligados aos desafios já citados anteriormente na análise de franqueabilidade e foram separados na tabela a seguir de acordo com seu nível de risco:

Quadro 3: Riscos do Negócio

Risco Alto	Risco Médio	Risco Baixo
Concorrência	Imagen da marca	Experiência da empresa
	Modelo de negócio	Padrões e Sistemas
	Viabilidade financeira	Know how
	Incógnitas políticas e econômicas	Formadores de opinião
	Fornecedores externos	

Fonte: elaborado pela autora

O modelo de franquias é um modelo de longo prazo e o franqueador deve ser capaz de manter sua rede de franqueados unida construindo barreiras de saída já que a Hamburgueria não possui produtos exclusivos. Considerando que nenhuma ação sozinha é capaz de garantir a permanência na rede é essencial que se construa um conjunto para criar uma barreira suficientemente firme. Tendo em vista a empresa em análise temos que as melhores ações estão

ligadas a força da marca, cláusulas contratuais, a possibilidade de vir a ter a Hamburgueria como concorrente e negociações junto aos fornecedores.

A Hamburgueria tem uma ótima reputação entre seus clientes fiéis e especialistas em hambúrgueres o que explica o volume alto de vendas com médias entre 400 e 600 hambúrgueres por dia. Criar outra marca mesmo que com os mesmos processos é muito arriscado dada a grande concorrência no mercado.

Com relação as cláusulas contratuais é altamente recomendável segundo Cherto, Campora, Garcia, Ribeiro e Imperatore (2010) adicionar no Contrato de Franquia algumas obrigações como a de manutenção da confidencialidade o que inclui métodos, práticas e segredos do franqueador e a obrigação de não-concorrência (direta ou indireta) seja durante a vigência do contrato, seja por um prazo e num território razoáveis, depois de rescindido ou terminado o contrato.

Com o grande volume de vendas o dono afirmou ter uma saída de mais ou menos 2 toneladas de carne por mês o que lhe permitiu uma boa negociação com seu fornecedor além de outros produtos como pão, bacon e queijo. Essa economia de escala é essencial para garantir o preço praticado na Hamburgueria o que poderia inviabilizar um novo empreendimento baseado nesse modelo de negócio que não tenha a mesma saída.

Os riscos jurídicos envolvem principalmente ações de franqueados junto à franqueadora o que dependerá bastante da qualidade do modelo de negócio implantado e das amarras jurídicas existentes e de ações de clientes das unidades junto à franqueadora que são casos mais difíceis de evitar. Nesse último caso, a franqueadora pode ser protegida pela Lei de Franquias nº 8.955 que garante que os problemas gerados pelo Franqueado são de responsabilidade dele. Dessa forma, torna-se crucial a contratação de um bom advogado para cuidar dessa parte.

Os riscos financeiros incluem custos acima dos projetados ou receitas abaixo da projeção, crescimento lento e de ações dos franqueados. Uma boa análise mais conservadora da viabilidade financeira do negócio aliada aos pontos de controle com as franqueadas e um acompanhamento próximo serão úteis para diminuir esses riscos, mas não será possível anulá-los completamente.

Quanto aos riscos de imagem não há como impedi-los, sendo possível apenas controlá-los por meio de pontos de controle junto às franquias e um acompanhamento próximo, o que se torna algo bem mais simples devido ao tamanho do empreendimento. Por fim, temos os riscos

de mercado ligados à concorrência e a capacidade de cobertura de mercado. A concorrência representa um risco alto para o negócio com tantos estabelecimentos sendo abertos a todo momento no Brasil e, apesar disso, também existe um grande potencial sobretudo se a economia crescer.

Na tabela a seguir, temos um resumo das notas atribuídas as áreas de Risco de Negócio, Barreiras de Saída e Riscos para a Empresa da Hambúrgueria além dos principais pontos fortes, as oportunidades e os desafios:

Tabela 28: Resumo de Notas e Observações dos Critérios Riscos de Negócio, Barreiras de Saída e Riscos para a Empresa

Área	Critério	Peso	Avaliação	Forças e Oportunidades	Desafios
Riscos	Riscos do Negócio	2,5	3,0	<ul style="list-style-type: none"> (1) Experiência da empresa (2) Imagem da marca (3) <i>Know-how</i> (4) Padrões bem definidos de qualidade 	<ul style="list-style-type: none"> (1) Incertezas políticas e econômicas (2) Concorrência forte (3) Escalabilidade do modelo de negócio aplicado a franquias
	Barreiras de Saída	2,5	3,0	<ul style="list-style-type: none"> (1) Cláusulas contratuais (2) Força da marca (3) Economia de escala 	<ul style="list-style-type: none"> (1) Não possui um produto exclusivo (2) O produto principal é facilmente replicável
	Riscos para a Empresa	2,5	3,0	<ul style="list-style-type: none"> (1) Pontos de controle bem definidos e acompanhamento próximos dos franqueados (2) Empresa pequena com baixo nível de complexidade de operação 	<ul style="list-style-type: none"> (1) Riscos a imagem não podem ser impedidos (2) Riscos de mercado (3) Ações junto à franqueadora

Fonte: elaborado pela autora

8.7 AVALIAÇÃO DE FRANQUEABILIDADE

Após a análise de franqueabilidade, os resultados resumidos estão na tabela a seguir:

Tabela 29: Análise de franqueabilidade

Área	Critério	Peso	Avaliação
Empresa	Cultura e Experiência	1	3,5
	Imagen	1	4
Negócio	Modelo de Negócios	2	4
	Produtos e Serviços	1	4
	Concorrência	3	3
	Viabilidade Financeira	4	4
	Acessibilidade	1	3
Gestão	Padrões e Sistemas	1	4
	Know how	1	4
Expansibilidade	Potencial	3	2,5
Riscos	Riscos do Negócio	2,5	3
	Barreiras de Saída	2,5	3
	Riscos para a Empresa	2,5	3
Avaliação Final		3,35	

Fonte: elaborado pela autora

A análise de franqueabilidade terminou com um resultado de 3,35 de 5 pontos possíveis. É um valor muito positivo e que ainda pode ser melhorado com reajustes nos pontos citados durante a análise.

9 CONCLUSÃO

O trabalho de formatura apresentado foi feito com objetivo de determinar o valor econômico da Hamburgueria e ao mesmo tempo verificar a possibilidade de expansão por meio de franquias.

Os principais métodos de avaliação foram apresentados e posteriormente filtrados para aqueles considerados mais adequados, os métodos dos fluxos de caixa descontados e o de avaliação relativa. Os resultados obtidos apresentaram divergências consideráveis de mais de 200% e, após ponderação, o método de avaliação relativa foi rejeitado nesse estudo.

Observou-se que o método dos fluxos de caixa descontados utiliza uma quantidade muito maior de informações e, portanto, espera-se que tenha uma precisão maior por consequência. Enquanto o segundo utiliza bases ditas comparáveis, representando uma avaliação mais simples e direta.

Ao se analisar a possibilidade de franquiar o negócio vários pontos foram analisados incluindo, o modelo de negócio, a própria empresa, a gestão, o potencial de escalabilidade e os riscos envolvidos, o que possibilitou encontrar pontos de melhoria e de atenção.

O que se mostrou no final do trabalho é que o modelo de franquias é altamente recomendável com uma ressalva de se verificar com mais profundidade o potencial de escalabilidade devido ao seu modelo de negócio. Outro ponto é considerar a vontade do dono em se aventurar tomado a frente de todas as suas lojas ou descentralizar seu controle para dar espaço aos franqueados. De qualquer forma, ambas possuem bons potenciais de retorno de investimento, principalmente, ajustando os pontos citados ao longo deste trabalho.

10 REFERÊNCIAS

- MARION, José Carlos. **Contabilidade Empresarial**. 16^a. ed. São Paulo: Atlas, 2012. 531 p.
- BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe Sobre As Sociedades Por Ações**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 10 mai. 2019.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. Tradução de Sonia Midori Yamamoto e Marcelo Arantes Alvim. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. 464 p.
- DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 3rd edition. New Jersey: Wiley Finance, 2012.
- MICHAELIS. **Michaelis Dicionário Brasileiro da Língua Portuguesa**. São Paulo: Melhoramentos, 2015.
- SCHELER, Max Ferdinand. **Formalism in Ethics and Non-Formal Ethics of Values**. Evanston: Northwestern University Press, 1973.
- MARTINS, C.; GELBECKE, E. R.; SANTOS, A.; IUDÍCIBUS, S. **Manual de Contabilidade Societária**. 2^a ed. São Paulo: Atlas, 2013.
- ROSENBAUM, J.; PEARL, J. **Investment Banking**. 2nd edition. New Jersey: Wiley Finance, 2013.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (Bacen). **Séries de estatísticas**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>>. Acesso em: 15 mai. 2019.
- HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Strategic management. Competitiveness and globalization: concepts**. Thomson, 2005.
- BESANKO, D. et al. **A Economia da Estratégia**. 5^a Edição, Porto Alegre: Bookman, 2012.
- PORTER, M. E. **Competição: estratégias competitivas essenciais**. 2^a Edição, Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- OSTERWALDER, A.; PIGNEUR, Y. **Business model generation: inovação em modelos de negócios**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2011.

LAURINDO, F. J. B.; CARVALHO, M. M. C. Estratégia Competitiva: dos conceitos à implementação. 2^a Edição, São Paulo: Atlas, 2007.

COPELAND, T. KOLLER, T. MURRIN, J. **Avaliação de empresas - Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. Tradução de Allan Vidigal Hastings. 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002. 499 p.

CHERTO, Marcelo *et al.* **Franchising: Uma Estratégia para a Expansão de Negócios**. São Paulo: Premier máxima, 2006.

RIBEIRO, Adir *et al.* **Gestão Estratégica do Franchising**: Como construir redes de franquias de sucesso. São Paulo: DVS Editora, 2011. 281 p.

HOW MUCH MONEY DOES IT COST TO FRANCHISE YOUR BUSINESS?. [S. l.], 2017. Disponível em: <https://www.franchiselawsolutions.com/learn/how-to-franchise/franchising-costs/>. Acesso em: 29 maio 2019.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). São Paulo. Pesquisa Nacional por Amostra Domiciliar (PNAD) 2016. Disponível em <ftp://ftp.ibge.gov.br/Trabalho_e_Rendimento/Pesquisa_Nacional_por_Amostra_de_Domicilos_continua/Renda_domiciliar_per_capita/Renda_domiciliar_per_capita_2016.pdf>. Acesso em: 14 mai 2019

INSTITUTO FOOD SERVICE BRASIL. São Paulo. Dados do setor de food service. Disponível em <<http://www.institutofoodservicebrasil.org.br/>>. Acesso em: 14 mai 2019

BRASIL. Lei nº 8.955, de 15 de dezembro de 1994. Dispõe sobre as Franquias. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8955.htm>. Acesso em 30 mai. 2019.

BRASIL 1000. Lanchonetes. Disponível em: <<https://www.brasil1000.com.br/caracteristica-imovel/lanchonetes/>>. Acesso em 4 jun. 2019.

INFOMONEY. São Paulo. 20 grandes franquias de alimentos para você investir. Disponível em <<https://www.infomoney.com.br/franquias/noticia/3891406/grandes-franquias-alimentos-para-voce-investir>>. Acesso em 4 jun. 2019.

ANEXO A – LIVRO CAIXA 2015 E 2016

- 2015

Mês	Receita	Custos	Despesas
Janeiro	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Fevereiro	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Março	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Abril	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Maio	R\$ 83.546,61	R\$ 63.269,41	R\$ 14.912,83
Junho	R\$ 115.294,32	R\$ 66.432,89	R\$ 15.807,60
Julho	R\$ 121.865,14	R\$ 69.090,20	R\$ 16.281,82
Agosto	R\$ 115.106,15	R\$ 67.017,49	R\$ 15.630,55
Setembro	R\$ 115.091,09	R\$ 69.028,02	R\$ 16.255,77
Outubro	R\$ 96.063,54	R\$ 72.479,42	R\$ 17.068,56
Novembro	R\$ 107.765,71	R\$ 68.855,45	R\$ 16.385,82
Dezembro	R\$ 106.736,43	R\$ 70.921,11	R\$ 16.877,39
Total	R\$ 861.469,00	R\$ 547.094,00	R\$ 129.706,35

- 2016

Mês	Receita	Custos	Despesas
Janeiro	R\$ 134.512,52	R\$ 94.864,11	R\$ 20.655,05
Fevereiro	R\$ 123.751,52	R\$ 88.620,91	R\$ 19.622,30
Março	R\$ 153.451,89	R\$ 104.601,95	R\$ 20.603,42
Abril	R\$ 165.728,04	R\$ 107.740,01	R\$ 21.221,52
Maio	R\$ 182.300,84	R\$ 118.204,41	R\$ 22.494,81
Junho	R\$ 154.955,72	R\$ 110.778,28	R\$ 21.819,96
Julho	R\$ 182.847,75	R\$ 116.317,20	R\$ 22.910,96
Agosto	R\$ 210.274,91	R\$ 130.806,71	R\$ 23.598,29
Setembro	R\$ 185.923,38	R\$ 116.212,51	R\$ 22.890,34
Outubro	R\$ 187.699,26	R\$ 117.374,64	R\$ 23.119,25
Novembro	R\$ 178.314,30	R\$ 118.200,89	R\$ 22.888,05
Dezembro	R\$ 172.964,87	R\$ 117.876,87	R\$ 22.430,29
Total	R\$ 2.032.725,00	R\$ 1.341.598,50	R\$ 264.978,25

ANEXO B – LIVRO CAIXA 2017 E 2018

- 2017

Mês	Receita	Custos	Despesas
Janeiro	R\$ 174.741,78	R\$ 105.894,58	R\$ 20.848,22
Fevereiro	R\$ 155.155,38	R\$ 109.071,42	R\$ 21.265,18
Março	R\$ 183.409,11	R\$ 112.343,56	R\$ 21.903,14
Abril	R\$ 157.042,07	R\$ 111.220,12	R\$ 21.684,10
Maio	R\$ 182.570,61	R\$ 113.444,53	R\$ 22.334,63
Junho	R\$ 174.154,50	R\$ 117.982,31	R\$ 23.228,01
Julho	R\$ 183.231,56	R\$ 116.802,48	R\$ 22.995,73
Agosto	R\$ 183.854,81	R\$ 120.306,56	R\$ 23.685,60
Setembro	R\$ 174.732,70	R\$ 122.712,69	R\$ 24.159,32
Outubro	R\$ 177.800,05	R\$ 123.939,82	R\$ 24.400,91
Novembro	R\$ 185.054,71	R\$ 130.136,81	R\$ 25.620,96
Dezembro	R\$ 176.745,71	R\$ 128.835,44	R\$ 25.364,75
Total	R\$ 2.108.493,00	R\$ 1.412.690,31	R\$ 278.440,54

- 2018

Mês	Receita	Custos	Despesas
Janeiro	R\$ 193.683,17	R\$ 135.386,19	R\$ 26.434,20
Fevereiro	R\$ 185.935,84	R\$ 139.447,77	R\$ 24.922,89
Março	R\$ 203.578,78	R\$ 142.236,73	R\$ 25.421,34
Abril	R\$ 219.865,09	R\$ 140.814,36	R\$ 23.167,13
Maio	R\$ 213.269,13	R\$ 145.038,79	R\$ 26.173,82
Junho	R\$ 215.401,83	R\$ 152.290,73	R\$ 29.482,51
Julho	R\$ 230.333,02	R\$ 149.244,92	R\$ 26.932,86
Agosto	R\$ 237.243,01	R\$ 153.722,26	R\$ 25.740,84
Setembro	R\$ 227.753,29	R\$ 156.796,71	R\$ 28.295,66
Outubro	R\$ 239.140,95	R\$ 158.364,68	R\$ 28.861,57
Novembro	R\$ 255.880,82	R\$ 164.699,26	R\$ 30.016,03
Dezembro	R\$ 266.116,05	R\$ 163.052,27	R\$ 29.715,87
Total	R\$ 2.688.201,00	R\$ 1.801.094,67	R\$ 326.751,72