

HENRIQUE SANNOMIYA SIMÕES

DETERMINAÇÃO DO VALOR ECONÔMICO DE UMA FRANQUIA DO
SETOR DE CHOCOLATES

São Paulo

2020

HENRIQUE SANNOMIYA SIMÕES

DETERMINAÇÃO DO VALOR ECONÔMICO DE UMA FRANQUIA DO
SETOR DE CHOCOLATES

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

São Paulo

2020

HENRIQUE SANNOMIYA SIMÕES

DETERMINAÇÃO DO VALOR ECONÔMICO DE UMA FRANQUIA DO
SETOR DE CHOCOLATES

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

Orientador: Prof. Dr. Álvaro Euzébio Hernandez

São Paulo

2020

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

Catálogo-na-publicação

Simões, Henrique Sannomiya

Determinação do valor econômico de uma franquia do setor de chocolates / H. S. Simões -- São Paulo, 2020.

65 p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1.Avaliação econômica 2.Fluxo de caixa descontado 3.Avaliação por múltiplos I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Vera e Edison, e à minha irmã Gabriela, por me apoiarem em minha trajetória acadêmica e pessoal, e sempre estarem lá por mim. Não tenho dúvidas de que se não fosse por eles, não poderia conquistar esse objetivo.

Agradeço à minha namorada, Gabriela, pela paciência e constante incentivo durante os últimos anos, ainda mais necessários durante a realização deste trabalho. Tenho certeza que sou uma pessoa melhor ao seu lado.

Agradeço também aos meus amigos que me acompanharam durante esses anos e alegraram a rotina politécnica. Espero que nossa amizade continue e se fortaleça na nova etapa de nossas vidas.

Ao meu professor e orientador, Professor Doutor Álvaro Euzébio Hernandez, pelos ensinamentos enquanto professor de Contabilidade e pela orientação na realização deste trabalho, assim como no meu desenvolvimento como engenheiro.

Aos demais professores e professoras da Escola Politécnica, em especial os da Engenharia de Produção, fundamentais em minha formação.

*“Try not to become a man of success, but rather
try to become a man of value”*

*Albert Einstein*¹

¹ “Tente não se tornar um homem de sucesso, mas sim tente se tornar um homem de valor”

RESUMO

Este trabalho de formatura discorre sobre uma franquia da Cacau Show localizada no bairro do Ipiranga, na zona sul de São Paulo, onde os produtos da marca são revendidos. O objetivo é determinar o valor econômico da unidade e auxiliar o proprietário a tomar uma decisão sobre sua continuação no empreendimento. Inicialmente, para explicar os conceitos e métodos utilizados, foi feita uma revisão de literatura sobre contabilidade, métodos de avaliação de empresas, e sobre o modelo de negócios de franquias.

Para se ter maior confiança e comparabilidade do resultado, foram feitas avaliações por diferentes métodos. Primeiro, foi feito um modelo econômico no qual foram projetados os resultados futuros da empresa até 2024, e foi calculado o valor da empresa, por meio do método de fluxos de caixa descontados. Em seguida, foi utilizado o método de avaliação relativa usando os múltiplos VE/LAJIDA e P/L, comparando com números históricos de empresas semelhantes.

Finalmente, os resultados obtidos foram comparados de forma a julgar se os valores eram suficientemente próximos e ponderar sobre os motivos para a diferença entre os resultados.

Palavras-chave: Avaliação de empresas, Fluxos de caixa descontados, Avaliação relativa, Franquia

ABSTRACT

This work discusses a Cacau Show franchise located in Ipiranga, in the south region of São Paulo, where brand's products are sold. The objective is to determine the store's economic value to help the owner decide if he wants to continue in the business. Initially, in order to explain the concepts and methods applied, a review was made about accounting, valuation methods, and the franchise business model.

To allow for reliability and comparability of results, valuations were based on different methods. Firstly, an economic model was built in which the company's future results up to 2024 were projected, and its value was calculated based on the discounted cash flows method. Then, the relative valuation method was applied using EV/EBITDA and P/E multiples, comparing it to similar companies' historical numbers.

Finally, the obtained results were compared to judge if valuations were sufficiently close to each other, and discuss the possible reasons for the different results.

Keywords: Valuation, Discounted cash flows, Relative valuation, franchise.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Cotação histórica do IBOV	36
Figura 2: Captura de tela da aba “Piloto” do modelo da empresa	50
Figura 3: Correlação entre crescimento do PIB nacional e crescimento da receita da loja.....	51
Figura 4: Captura de tela da pesquisa Focus, de 29 de maio de 2020, feita pelo Banco Central do Brasil	51
Figura 5: Captura de tela da aba “Avaliação”	55

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Tabela de rendimentos do Tesouro Direto	35
Tabela 2: Cálculo do beta médio das empresas comparáveis	38
Tabela 3: Tabela de tributação do regime Simples Nacional - Anexo i (comércio).....	53
Tabela 4: Cálculo de contas a receber no final do período.....	54
Tabela 5: Fluxo de caixa histórico e projetado	54
Tabela 6: Cálculo do múltiplo médio das empresas similares.....	57
Tabela 7: Cálculo do valor da empresa pelo método de avaliação relativa.....	58
Tabela 8: Resumo dos valores da empresa encontrados pelos diferentes métodos	59

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABNT	Associação Brasileira de Normas Técnicas
BP	Balanco Patrimonial
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CMPC	Custo Médio Ponderado de Capital
COF	Circular de Oferta de Franquia
COFINS	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
CPV	Custo dos Produtos Vendidos
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
D	Dívida
DFC	Demonstração dos Fluxos de Caixa
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EV	<i>Enterprise Value</i>
Ibovespa	Índice Bovespa
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IR	Imposto de Renda
LAIR	Lucro Antes do Imposto de Renda
LAJI	Lucro Antes de Juros e Impostos
LAJIDA	Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
NBR	Norma Brasileira
NTN-F	Nota do Tesouro Nacional - série F
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa de Integração Social
PL	Patrimônio Líquido
VE	Valor da Empresa
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	25
1.1	DESCRIÇÃO DO ESTÁGIO REALIZADO E SUA RELAÇÃO COM O TRABALHO DE FORMATURA	25
1.2	OBJETIVO DO TRABALHO.....	25
1.3	ESTRUTURA DO TRABALHO	25
2	REVISÃO DA LITERATURA.....	27
2.1	VALOR.....	27
2.1.1	Valor da Empresa.....	28
2.1.2	Valor contábil x valor de mercado.....	28
2.1.3	Situação da empresa.....	28
2.1.4	Legislação e determinação dos métodos utilizados.....	29
2.2	CONTABILIDADE.....	29
2.2.1	Relatórios Contábeis.....	29
2.2.1.1	Balanco Patrimonial	29
2.2.1.1.1	Ativo.....	30
2.2.1.1.2	Passivo.....	30
2.2.1.1.3	Patrimônio Líquido.....	31
2.2.1.2	Demonstração do Resultado do Exercício.....	31
2.2.1.2.1	Receita.....	31
2.2.1.2.2	Despesa e Custo.....	31
2.2.1.2.3	Estrutura Geral.....	32
2.2.1.3	Demonstração dos Fluxos de Caixa.....	32
2.3	AVALIAÇÃO DE EMPRESAS.....	33
2.3.1	Método de avaliação por fluxo de caixa descontado	33
2.3.1.1	Taxa de desconto	33
2.3.1.2	Modelos de Risco	34

2.3.1.2.1	Taxa Livre de Risco.....	34
2.3.1.2.2	Prêmio de mercado.....	35
2.3.1.2.3	Coeficiente beta.....	36
2.3.1.2.4	Custo do Patrimônio Líquido e Modelo de Precificação de Ativo de Capital (CAPM)	38
2.3.1.2.5	Custo Médio Ponderado de Capital.....	39
2.3.1.3	Fluxo de caixa livre para a empresa	40
2.3.1.4	Fluxo de caixa livre para o acionista	40
2.3.2	Método de avaliação relativa.....	40
2.3.2.1	VE/LAJIDA (EV/EBITDA).....	41
2.3.2.2	P/L (P/E).....	41
2.4	FRANQUIAS	41
2.4.1	Taxa de Publicidade	42
2.4.2	Taxa de Franquia	42
2.4.3	Royalties	42
2.4.4	Lei do Franchising.....	42
2.4.5	Franquia Cacau Show.....	43
2.5	NORMAS TÉCNICAS.....	44
2.5.1	ABNT.....	44
2.5.2	NBR	44
3	A EMPRESA	47
4	APLICAÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO POR FLUXOS DE CAIXA DESCONTADOS.....	49
4.1	FUNCIONAMENTO DA PLANILHA.....	49
4.2	PROJEÇÕES	50
4.2.1	Receita	50
4.3	CUSTO DA DÍVIDA E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	51
4.4	TAXA DE CRESCIMENTO NA PERPETUIDADE	52

4.5	CUSTOS E DESPESAS	52
4.6	FLUXO DE CAIXA	53
4.7	AVALIAÇÃO	54
5	APLICAÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO RELATIVA	57
5.1	CÁLCULO DOS MÚLTIPLOS	57
6	COMPARAÇÃO ENTRE OS RESULTADOS OBTIDOS	59
7	CONCLUSÃO.....	61
8	REFERÊNCIAS.....	63
	ANEXO A - REGISTRO ANUAL RESUMIDO.....	65

1 INTRODUÇÃO

Com o intuito de fornecer um contexto ao leitor deste trabalho para que seu entendimento seja facilitado, antes de iniciar de fato o desenvolvimento do mesmo, será feita uma breve introdução explicando como o tema foi definido e como o trabalho será desenvolvido, além de uma sucinta explicação sobre a empresa e sua atuação.

1.1 DESCRIÇÃO DO ESTÁGIO REALIZADO E SUA RELAÇÃO COM O TRABALHO DE FORMATURA

O autor deste trabalho de formatura está realizando seu estágio supervisionado em um grande banco de investimento na área de *Equity Research*, que consiste em analisar empresas e emitir opinião sobre o valor justo estimado para a ação com base nos resultados passados e em estimativas para o futuro.

Diante da ausência de um problema identificável na empresa para a realização deste trabalho, o autor, com aval de seu orientador, passou a procurar outra empresa para o desenvolvimento do trabalho. Dessa forma, o aluno entrou em contato com diversos amigos, familiares, e estabelecimentos próximos à sua residência em busca de um empreendimento a ser estudado, e optou por uma franqueada de uma rede de chocolates, cujo dono é um amigo da família. Dada a natureza das atividades realizadas pelo autor no estágio, houve uma convergência de intenções com o dono do empreendimento, que manifestou desejo de permanecer anônimo, por uma análise do valor da franquia.

1.2 OBJETIVO DO TRABALHO

O objetivo deste trabalho é auxiliar o dono da franquia a determinar um possível preço de venda considerado justo, para que possa tomar a decisão de se manter no negócio ou sair dele. Portanto, esse trabalho de formatura se limita a determinar o valor de venda dessa empresa.

1.3 ESTRUTURA DO TRABALHO

O trabalho está estruturado em 8 capítulos abrangendo a revisão da literatura utilizada e a aplicação do processo de avaliação da empresa, de acordo com as Normas e Diretrizes estabelecidas pela Escola Politécnica e pelo Departamento de Engenharia de Produção.

1. Introdução: são apresentadas informações gerais sobre a empresa, o problema a ser resolvido e a motivação do autor na escolha do tema.
2. Revisão da literatura: apresenta a pesquisa realizada sobre a estrutura do modelo de negócios de franquias, em especial, da Cacau Show, e a pesquisa sobre os métodos e conceitos fundamentais na avaliação do valor econômico da empresa.
3. A empresa: descrição da empresa onde o trabalho foi realizado
4. Aplicação do método de avaliação por fluxo de caixa descontado: descrição do modelo utilizado, premissas e principais parâmetros empregados na aplicação do método
5. Aplicação do método de avaliação relativa: definição das empresas comparáveis, cálculo do múltiplo empregado e do valor da empresa a partir do múltiplo
6. Comparação entre os resultados obtidos pelos métodos utilizados: comparação dos valores encontrados nos dois capítulos anteriores e conclusão sobre o valor da empresa
7. Conclusão: conclusão e observações finais sobre o trabalho
8. Referências: referências utilizadas no desenvolvimento do trabalho

2 REVISÃO DA LITERATURA

Neste capítulo serão apresentados os conceitos teóricos e metodologias de avaliação de empresas a serem utilizados, além de uma visão sobre o modelo de negócios de franquias e sua regulação legal relevante para este trabalho.

2.1 VALOR

Para se determinar o valor econômico da franquia em questão, é fundamental primeiramente entender o que é valor. De acordo com o dicionário Michaelis da Língua Portuguesa (2015), “valor” é o preço que se atribui a algo; a qualidade pela qual se calcula o merecimento intrínseco ou extrínseco de algo ou alguém; importância de alguma coisa determinada previamente, de modo arbitrário. Já no dicionário Houaiss (2009), “valor” é definido como recebimento ou paga em bens, serviços, ou dinheiro por algo trocado; medida variável de importância que se atribui a um objeto ou serviço necessário aos desígnios humanos e que, embora condicione o seu preço monetário, frequentemente não lhe é idêntico.

Novamente no dicionário Michaelis, encontram-se alguns termos relacionados à palavra “valor”, como “valorar”, que o dicionário define como: avaliar a qualidade de algo; opinar sobre o valor de algo; “valorizar”, definido como atribuir o devido valor ou o reconhecimento; ter o valor de algo aumentado; e “avaliar”, definido como calcular ou determinar o valor, o preço ou o merecimento de algo.

De acordo com a obra “A Ética Material dos Valores” (1973), de Max Scheler, os valores são realidades absolutas, essenciais às coisas, não cabendo ao homem atribuí-lo, sendo possível a ele apenas observar e perceber o valor de forma relativa.

No desenvolvimento deste trabalho, usaremos valor no sentido econômico, como o preço justo de um ativo que represente o retorno financeiro esperado por um investidor, considerando os riscos envolvidos. Um dos mais renomados autores na área de avaliação de empresas, Aswath Damodaran, em sua obra “*Investment Valuation*” (2002), afirma que o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa que se espera desse ativo ao longo de sua existência, considerando uma taxa de desconto apropriada. Este trabalho visa determinar o valor da franquia no sentido proposto por Damodaran e Max Scheler, como algo intrínseco a ela, em oposição a seu preço.

2.1.1 Valor da Empresa

O Valor da Firma representa o valor total do empreendimento. Pode ser entendido como o valor que custaria para adquirir a empresa em questão, liquidando suas dívidas e descontando o caixa e outros ativos não operacionais. O Valor da Empresa (VE) é relativamente imune a transações puramente financeiras, como recompra de ações financiada com dívidas e pagamento de dividendos com caixa. (DAMODARAN, 2002)

2.1.2 Valor contábil x valor de mercado

O valor contábil de algo é o valor reconhecido pela contabilidade. Por exemplo, uma máquina terá valor contábil equivalente ao seu preço de aquisição descontado da depreciação acumulada no período. Se tratando de uma empresa, pode ser calculada pela soma dos seus ativos, subtraída da soma dos seus passivos.

Já o valor de mercado é o valor estimado pelo qual algo pode de fato ser vendido, podendo ser inferior, superior, ou igual ao valor contábil. Para uma empresa de capital aberto, pode ser entendido como o preço das ações multiplicado pela quantidade de ações. Uma empresa pode ser vendida por quantia maior ou menor que seu patrimônio, dependendo das expectativas dos compradores.

2.1.3 Situação da empresa

Pode ser analisada em relação à situação financeira da empresa: sua capacidade de arcar com os compromissos de curto prazo. É feita comparando seu ativo circulante (caixa, duplicatas a receber e estoques) ao seu passivo circulante (dívidas de curto prazo, com vencimento em até um ano) (MARION, 2012). Idealmente, espera-se que os ativos circulantes sejam maiores que os passivos circulantes, para que a empresa seja capaz de pagar suas dívidas mais imediatas.

A situação da empresa pode também ser analisada em relação à situação econômica: relacionada ao tamanho e ao crescimento do patrimônio líquido. Uma empresa com maior peso de capital próprio em comparação ao capital de terceiros apresenta situação econômica mais confortável. A retenção de lucros (não distribuídos aos acionistas) contribui para o fortalecimento da situação econômica da empresa, e por consequência, para a melhora da situação financeira.

2.1.4 Legislação e determinação dos métodos utilizados

Para determinar quais métodos seriam empregados na avaliação do empreendimento, foi feita pesquisa acerca das normas e leis que regulam o assunto. De acordo com a Lei nº 6.404 de 1976, o valor de um empreendimento deve ser determinado pelo patrimônio líquido contábil, pelo patrimônio líquido contábil avaliado a preço de mercado, pelo método do fluxo de caixa descontado, pela comparação por múltiplos, pela cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou em outro método aceito pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Além da lei citada, a Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT) apresenta uma norma técnica que trata da avaliação de bens. A ABNT NBR 14.653-4: 2001 - “Avaliação de Bens Parte 4: Empreendimentos” discorre sobre os métodos para avaliação de empreendimentos aprovados pela associação. Levando em conta as peculiaridades de cada método permitido e as características do empreendimento estudado, uma empresa de pequeno porte e de capital fechado, optou-se pelo uso do Método de Fluxos de Caixas Descontados e pelo Método de Avaliação Relativa (por múltiplos).

2.2 CONTABILIDADE

A Contabilidade é a ciência teórica e prática que estuda os métodos de cálculo e registro da movimentação financeira de uma firma ou empresa, segundo o dicionário Houaiss (2009).

2.2.1 Relatórios Contábeis

Relatórios contábeis são documentos que descrevem a situação financeira da empresa em um intervalo de tempo ou instante determinado, permitindo uma análise econômica da empresa, seu grau de alavancagem, quantidade de caixa gerado, entre outras informações importantes. Neste trabalho, analisaremos os 3 relatórios mais importantes: o balanço patrimonial, a demonstração do resultado do exercício, e a demonstração do fluxo de caixa.

2.2.1.1 Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial (BP) é um relatório de extrema importância na contabilidade. Por meio dele, é possível identificar a saúde financeira e econômica da empresa em uma data específica (MARION, 2012).

O Balanço Patrimonial é dividido em 2 lados, um contendo os ativos, e o outro contendo os passivos e o patrimônio líquido. Costumeiramente no Brasil colocam-se os ativos no lado esquerdo e os passivos e patrimônio líquido na direita, mas trata-se apenas de convenção, existindo países em que o padrão é o inverso (MARION, 2012).

No BP, faz-se a classificação de acordo com a expectativa de quando o benefício ou obrigação será gerado, em relação à data do balanço. Normalmente, e assim será também neste trabalho, se considera curto prazo (ou circulante) direitos e obrigações gerados em até um ano da data do balanço, e de longo prazo (ou não circulante) direitos e obrigações esperados para serem gerados em período superior a um ano.

2.2.1.1.1 Ativo

Os ativos são o conjunto de bens e direitos da empresa. São os itens positivos do patrimônio e que proporcionam ganho para a empresa (MARION, 2012). Os ativos podem gerar valor de forma imediata, como a conta “caixa”, ou ser um valor que se espera que seja gerado futuramente, como a conta “contas a receber”.

Ativo circulante se refere às contas do ativo de curto prazo, como já definido neste estudo, e incluem contas como “caixa”, “duplicatas a receber” com vencimento em menos de um ano, e “estoques”.

Ativo não circulante abrange as contas do ativo a serem realizadas a longo prazo, como “contas a receber” de vendas a crédito superiores a um ano.

Além desses dois tipos, existe também o Ativo Fixo, que dificilmente será transformado em dinheiro, sendo utilizado como meio de produção ou meio de obtenção de renda para a empresa. (MARION, 2012). Fazem parte do Ativo Fixo: Imobilizado, Investimentos e Intangíveis.

Na conta “Imobilizado” entram os bens físicos da empresa utilizados na atividade principal da empresa, como o prédio em que está instalada e suas máquinas. Na conta “Investimentos”, entram as fontes de renda da empresa que não estão conectadas à sua atividade principal, como a compra de ações de outras empresas, ou aluguel de instalações não utilizadas. Já na conta “Intangíveis”, são contabilizados os bens não físicos, como o valor da marca da empresa e suas patentes.

2.2.1.1.2 Passivo

Os passivos são o conjunto de bens que se espera que virem um gasto de caixa futuro. Demonstra todas as dívidas com terceiros a serem pagas, podendo ser circulante ou não circulante,

de acordo com seu vencimento esperado, e inclui contas como “Fornecedores”, “Salários a pagar”, entre outros.

2.2.1.1.3 Patrimônio Líquido

O Patrimônio Líquido representa o total dos recursos aplicados pelos proprietários na empresa. Geralmente são compostas de capital e lucros retidos, ou seja, a parcela dos lucros reinvestida na empresa, e não distribuída aos donos (MARION, 2012). Este valor é alterado pelos lucros ou prejuízos da empresa acumulados ao longo do tempo.

2.2.1.2 Demonstração do Resultado do Exercício

A Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), diferentemente do BP, não se refere a um instante específico, mas sim a um intervalo de tempo, normalmente um trimestre ou um ano. Nele estão expostas as informações quanto aos resultados obtidos pela empresa no período analisado, partindo das receitas obtidas com as vendas, até chegar a um lucro ou prejuízo.

2.2.1.2.1 Receita

A receita representa a quantidade monetária conseguida pela empresa com a venda dos seus produtos ou prestações dos seus serviços, a depender da natureza da empresa. Pode ser gerada por pagamentos à vista ou a prazo, sendo representada no BP por um aumento de caixa ou de contas a receber, respectivamente.

Na DRE, divide-se em “Receita Bruta”, equivalente ao valor total de todas as vendas realizadas pela empresa, e “Receita Líquida”, correspondente ao valor da receita bruta deduzido de valores referentes a devoluções e impostos sobre vendas, como PIS/COFINS, ICMS, entre outros.

2.2.1.2.2 Despesa e Custo

São classificados como despesa todo sacrifício feito pela empresa para obter receita. Todo consumo de bens ou serviços com o objetivo de gerar receita. (MARION, 2012). Pode refletir no BP como redução de caixa, aumento de passivo em forma de contas a pagar, ou ainda em redução da conta “Imobilizado”, no caso de depreciação.

Custos são os gastos gerados diretamente na produção dos bens ou serviços da atividade principal da empresa, como matéria-prima e mão de obra. Despesas são sacrifícios feitos pela empresa na obtenção de receita, mas não diretamente utilizados na operação da empresa (MARION, 2012). Salários de administradores e gastos com marketing, por exemplo, são gastos, porém não são custos.

2.2.1.2.3 Estrutura Geral

De forma geral, uma DRE se dá como demonstrado a seguir.

Receita Bruta

(-) Devoluções e impostos sobre vendas

= Receita Líquida

(-) Custo dos Produtos Vendidos (CPV)

= Lucro Bruto

(-) Despesas Operacionais

(+) Resultado Financeiro (variações cambiais, juros sobre dívidas, investimentos)

= Lucro Antes do Imposto de Renda (LAIR)

(-) Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL)

= Lucro Líquido

2.2.1.3 Demonstração dos Fluxos de Caixa

A Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) é um relatório que representa todas as entradas e saídas de caixa ocorridos de fato no período analisado. Considera os fluxos originados em períodos anteriores, mas em que só houve a transferência do dinheiro no período analisado, e não registra as movimentações cuja origem se dá no período analisado, mas em que a transferência do dinheiro ainda não ocorreu.

A DFC é segmentada em 3 partes: Operacional, onde são representadas movimentações de caixa referentes à venda de bens e serviços, tendo como subtração as despesas operacionais, impostos, participações etc. São as transações ligadas ao objeto social da empresa; Financiamentos, onde são representadas variações de caixa referentes ao pagamento de impostos sobre financiamentos, emissão de novas dívidas e pagamento de dividendos; Investimentos, onde se registram as aquisições de Ativos Permanentes (reposição de Ativos), assim como a venda destes itens. Eventuais participações em outras empresas também são registradas na parte de Investimentos. (MARION, 2012).

2.3 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

De acordo com Aswath Damodaran em seu livro “*Investment Valuation*” (2012), todo ativo tem um valor, e a chave para investir com sucesso e gerir ativos é compreender não apenas qual é esse valor, mas também quais são suas fontes. Damodaran (2012) também afirma que existem diferentes métodos de se fazer uma avaliação, e que toda avaliação de um ativo carrega incertezas e doses de subjetividade, não existindo, portanto, um valor correto definido.

2.3.1 Método de avaliação por fluxo de caixa descontado

O Fluxo de Caixa Descontado é um dos métodos mais conhecidos e utilizados para se fazer a avaliação de uma empresa. Basicamente, esse método atribui ao ativo em questão um valor equivalente aos fluxos de caixa futuros esperados da empresa trazidos a valor presente por meio de uma taxa de desconto, que reflete os retornos esperados pelos acionistas e credores da empresa, de acordo com a fórmula 1. A partir de um certo período projetado, passa-se a ser cada vez mais imprecisas as projeções realizadas, mas o ativo ainda terá valor e produzirá fluxos de caixa. Para avaliar esse valor, soma-se um valor de perpetuidade, considerando um fluxo de caixa do final da projeção, a taxa de desconto e uma taxa de crescimento na perpetuidade, costumeiramente mais conservadora do que a apresentada pelo empreendimento no passado.

$$\text{Valor do ativo} = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t} + \frac{FC_n \times (1+g)}{(r-g)} \quad (1)$$

Na qual:

n = Número de períodos projetados

FC_t = Fluxo de caixa estimado para o período t

r = Taxa de desconto

g = Taxa de crescimento na perpetuidade

2.3.1.1 Taxa de desconto

A taxa de desconto representa o retorno mínimo exigido pelo investidor para realizar determinado investimento, e reflete o risco dos fluxos de caixa estimados se concretizarem. Quanto maior o risco, maior a taxa de desconto utilizada, e vice-versa. Dessa forma, faz-se necessário julgar

o risco do fluxo de caixa se concretizar. A taxa de desconto utilizada tem como base o retorno esperado pelos acionistas e pelos credores da empresa.

Como veremos mais adiante neste trabalho, existem dois cálculos de fluxo de caixa, para o acionista, e para a firma. No cálculo dos fluxos de caixa para o acionista, utiliza-se o custo do patrimônio líquido (K_e) como taxa de desconto. Esse cálculo é feito por meio do modelo conhecido como CAPM (sigla em inglês para *Capital Asset Pricing Model*), ou Modelo de Precificação de Ativo de Capital. Já no cálculo dos fluxos de caixa para a empresa, o desconto utilizado é conhecido como WACC (em inglês, *Weighted Average Cost of Capital*), ou Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC). No cálculo do WACC, utiliza-se também o custo da dívida (K_d).

2.3.1.2 Modelos de Risco

Nesta seção, serão estudados os conceitos apresentados até aqui, no cálculo dos riscos e consequentemente no cálculo da taxa de desconto utilizada.

2.3.1.2.1 Taxa Livre de Risco

A maioria dos modelos de risco começam com um ativo definido como sendo livre de risco, e se utiliza o retorno deste ativo como sendo a taxa livre de risco. Um ativo é considerado livre de risco se seu retorno é conhecido com certeza (o retorno real é sempre igual ao retorno esperado). Para isso, não pode haver risco de inadimplência, o que essencialmente elimina qualquer entidade privada. Costuma-se usar ativos emitidos pelo governo, não por terem melhor gestão que empresas privadas, mas porque possuem a capacidade de imprimir moeda, dando-lhes a possibilidade de ao menos nominalmente pagar a dívida. (DAMODARAN, 2012)

Geralmente, utiliza-se um ativo de renda fixa de longo prazo emitido pelo governo do país onde a empresa está localizada. Assumindo o governo brasileiro como um pagador sem risco de inadimplência, neste trabalho consideraremos como taxa livre de risco a NTN-F de 10 anos emitida pelo governo brasileiro (debênture emitida pelo governo a uma taxa prefixada com pagamento de juros semestrais), que no momento do estudo apresentava rendimento de 6,92%.

Tabela 1: Tabela de rendimentos do Tesouro Direto

Preços e taxas de referência dos títulos públicos disponíveis para investir .				
Título	Vencimento	Taxa de Rendimento (% a.a.)	Valor Mínimo	Preço Unitário
Indexados ao IPCA				
Tesouro IPCA+ 2026	15/08/2026	IPCA + 2,69	R\$55,88	R\$2.794,01
Tesouro IPCA+ 2035	15/05/2035	IPCA + 4,12	R\$36,09	R\$1.804,74
Tesouro IPCA+ 2045	15/05/2045	IPCA + 4,12	R\$36,19	R\$1.206,59
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2030	15/08/2030	IPCA + 3,39	R\$40,75	R\$4.075,19
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2040	15/08/2040	IPCA + 4,06	R\$42,14	R\$4.214,00
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2055	15/05/2055	IPCA + 4,20	R\$43,73	R\$4.373,52
Prefixados				
Tesouro Prefixado 2023	01/01/2023	4,07	R\$36,10	R\$902,50
Tesouro Prefixado 2026	01/01/2026	6,25	R\$35,66	R\$713,36
Tesouro Prefixado com Juros Semestrais 2031	01/01/2031	6,92	R\$37,90	R\$1.263,61
Indexados à Taxa Selic				
Tesouro Selic 2025	01/03/2025	Selic + 0,03	R\$106,19	R\$10.619,38

Fonte: Tesouro Nacional.

2.3.1.2.2 Prêmio de mercado

O prêmio de mercado é a diferença entre o retorno esperado de um investimento e a taxa livre de risco. Um investidor espera sempre maximizar retornos minimizando riscos. Portanto, para aceitar um investimento mais arriscado, espera um retorno maior, caso contrário não realizará o investimento. O prêmio de mercado representa o retorno adicional que o investidor espera receber pelo risco ao qual está exposto ao optar por esse uso de seu capital em detrimento ao investimento considerado livre de risco.

O prêmio de mercado pode ser calculado de diversas formas: pesquisa com investidores para avaliar qual o nível de retorno esperado por eles para o investimento ser atrativo; cálculo do prêmio implícito de ações na bolsa de valores do país; cálculo da diferença entre retornos reais de ações e de títulos livres de risco (DAMODARAN, 2012).

Na realização deste trabalho, o autor optou pelo uso da última opção, com o cálculo do retorno real desempenhado pelo Ibovespa (IBOV) nos últimos 25 anos, e a taxa livre de risco no Brasil, discutida anteriormente, a partir da fórmula 2.

$$R_m = R_I - R_f \quad (2)$$

Na qual:

R_m = Prêmio de mercado

R_I = Retorno médio do Ibovespa nos últimos 25 anos

R_f = Taxa livre de risco

O desempenho do Ibovespa desde o começo de 1996 foi calculado a partir de dados provenientes do sistema Bloomberg, resultando em um retorno médio de 13,0% por ano.

Figura 1: Cotação histórica do IBOV



Fonte: Bloomberg

2.3.1.2.3 Coeficiente beta

O Coeficiente beta representa a medida do risco específico do ativo comparado ao restante do mercado. É calculado pela covariância do valor do ativo com a carteira de mercado em um período de tempo dividido pela variação do valor do mercado no mesmo período de tempo. Pode ser entendido como a volatilidade de uma empresa em relação às outras opções do mercado, ou ainda, o quão exposta está a empresa em relação a mudanças conjunturais, que afetam o mercado como um todo (DAMODARAN, 2012).

Por se tratar de uma empresa de capital fechado, não é possível calcular o beta da empresa por meio de observações da variação de seu valor comparado à variação do mercado em dado período de

tempo. Para calculá-lo, portanto, será necessário recorrer ao uso de betas fundamentais, que calculam a suscetibilidade da empresa às oscilações de mercado com base em três fatores: alavancagem operacional, alavancagem financeira e setor da empresa. O primeiro fator se refere à proporção de custos fixos dentre os custos totais, quanto maior essa proporção, maior seu beta. O segundo se refere ao endividamento da empresa, quanto maior o grau de endividamento, maior o beta. O terceiro fator se refere a sensibilidade das empresas do setor às variações de mercado, quanto maior a sensibilidade, maior o beta.

A partir desses conceitos, o beta é calculado como na fórmula 3:

$$\beta_A = \beta_N \times \left[1 + (1 - t) \times \left(\frac{D}{PL} \right) \right] \quad (3)$$

No qual:

β_A = Beta alavancado

β_N = Beta não alavancado

t = Taxa de impostos

D = Dívida

PL = Patrimônio líquido

Por definição, o beta não alavancado é o beta que a empresa apresentaria caso não possuísse nenhuma dívida. Para calcular o beta fundamental da Cacau Show, será necessário escolher empresas que atuem no mesmo setor e calcular os seus respectivos betas não alavancados, assim como a média do setor. Com esses dados em mãos, é possível calcular o beta da Cacau Show utilizando a fórmula 3.

Para o cálculo do beta do setor, foram escolhidas empresas listadas na bolsa dos Estados Unidos envolvidas na venda de chocolates. Utilizando a ferramenta Bloomberg, obtivemos seus betas históricos dos últimos 3 anos, e a partir de seus patrimônios líquidos e dívidas reportados e alíquota de impostos foi possível calcular os betas não alavancados de cada empresa, e calcular uma média do setor.

As empresas escolhidas foram:

- Rocky Mountain Chocolate Factory: fabricante internacional de chocolates que opera por meio de uma rede de franquias, baseada no estado do Colorado, EUA.
- Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG: mais conhecida apenas como Lindt, é um fabricante suíço de chocolates com mais de 150 anos de história.

- The Hershey Company: um dos maiores fabricantes de chocolates do mundo, a multinacional mais conhecida como Hershey's está sediada no estado da Pennsylvania, EUA.
- Nestlé S.A.: conglomerado multinacional suíço de alimentos e bebidas processados, com sede na Suíça, e que produz, entre outros, os conhecidos Nespresso e Kit Kat.

Tabela 2: Cálculo do beta médio das empresas comparáveis

Empresa	Ticker	β_a	Moeda	PL (em milhares)	Dívida (em milhares)	Taxa de imposto	β_n
Rocky Mountain	RMCF	1,318	USD	19.356	8.462	21%	0,98
Lindt	LDSVF	0,768	CHF	4.670.200	3.370.600	18%	0,48
Hershey's	HSY	0,669	USD	1.744.994	6.395.401	21%	0,17
Nestlé	NSRGY	0,342	CHF	52.862.000	75.078.000	18%	0,16
Média							0,45

Fonte: elaborado pelo autor. Dados provenientes do Bloomberg

A partir desse valor, utilizando novamente a fórmula 3, pode-se calcular o beta alavancado da unidade da Cacau Show. Por se tratar de uma empresa sem dívidas, o beta alavancado da Cacau Show será igual ao beta não alavancado do setor.

$$\beta_A = \beta_N \times \left[1 + (1 - t)x \left(\frac{D}{PL} \right) \right] = \beta_N = 0,45$$

2.3.1.2.4 Custo do Patrimônio Líquido e Modelo de Precificação de Ativo de Capital (CAPM)

Um investidor realiza um investimento com uma expectativa de retorno em determinado período de tempo, e tem naturalmente uma aversão ao risco, sendo necessárias expectativas de retornos maiores para que estejam dispostos a correr mais riscos. Entende-se que entre dois investimentos com o mesmo retorno esperado, mas com perfis de risco diferentes, um investidor irá optar pelo de menor risco.

Ao investir em uma empresa, seja empreendendo ou comprando uma ação na Bolsa de Valores, um investidor está correndo mais risco do que se investisse em um ativo mais conservador, por exemplo em uma caderneta de poupança ou no Tesouro Direto, e por isso espera um retorno maior. O desempenho de uma empresa, e por consequência o retorno do investimento, estão sujeitos a diversos fatores de risco adicionais, como sucesso de projetos, entrada ou fortalecimento de

competidores no mercado, efeitos de câmbio monetário, novas legislações, mudanças no comportamento de consumidores, entre outros.

O retorno esperado pelo investimento pode ser calculado pelo Modelo de Precificação de Ativo de Capital (*Capital Asset Pricing Model*, CAPM). O Custo do Patrimônio Líquido (K_e) é calculado somando-se um prêmio pelo risco adicional assumido em relação a uma taxa considerada livre de risco, como na fórmula 4.

$$K_e = R_f + \beta * (R_I - R_f) = R_f + \beta * R_m \quad (4)$$

Sendo:

K_e = Custo do patrimônio líquido

R_f = Taxa livre de risco

β = Beta

R_I = Retorno esperado de mercado (Ibovespa)

R_m = Prêmio de mercado

Nesse ponto do trabalho já foi calculada a taxa livre de risco, o beta da empresa e o prêmio de mercado esperado. Aplicando a fórmula do Modelo de Precificação de Ativo de Capital (fórmula 4), podemos encontrar o custo do patrimônio líquido (K_e).

$$K_e = 6,92\% + 0,45 * 6,1\% = 9,64\%$$

2.3.1.2.5 Custo Médio Ponderado de Capital

O Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC, ou em inglês, *Weighted Average Cost of Capital*, WACC) é uma representação dos retornos esperados dos investimentos próprios e dos investimentos de terceiros na empresa. É muito comumente usada como a taxa de desconto dos fluxos de caixa futuros para a empresa. O cálculo do WACC é feito seguindo a fórmula 5:

$$WACC = K_e * \frac{PL}{PL + D} + K_d * \frac{D}{PL + D} * (1 - t) \quad (5)$$

Sendo:

K_e = Custo do patrimônio líquido

K_d = Custo da dívida

PL = Patrimônio líquido

D = Dívida

t = Alíquota de imposto de renda

No caso estudado neste trabalho, a empresa tem um passivo bastante inexpressivo, representado apenas pelo pagamento a prazo dos produtos para a própria Cacau show, em um prazo de 21 dias e sem cobrança de juros. Dessa forma, tomaremos como premissa que a empresa não possui dívidas e, portanto, o seu custo médio ponderado de capital será igual ao custo do patrimônio líquido.

$$WACC = K_e = 9,64\%$$

2.3.1.3 Fluxo de caixa livre para a empresa

O Fluxo de Caixa considerado nesse caso seria calculado a partir do Lucro Antes do Juros e Impostos (LAJI), subtraído de reinvestimentos e alteração em capital de giro, e somado de depreciação no período (DAMODARAN, 2012). Nessa avaliação, o fluxo é descontado como visto na fórmula 1, utilizando o CMPC como taxa de desconto, pois leva em consideração todos os riscos do fluxo de caixa para a empresa, devendo, portanto, analisar o custo médio de capital de toda a empresa.

2.3.1.4 Fluxo de caixa livre para o acionista

O fluxo de caixa é calculado partindo-se do lucro líquido da empresa e subtraindo os reinvestimentos, variações no capital de giro, e pagamento de dívidas existentes, e somando-se depreciação e amortização e emissão de novas dívidas. De maneira semelhante à empregada no cálculo a partir do fluxo de caixa livre para a empresa, o cálculo do fluxo de caixa para o acionista também desconta os fluxos de caixa futuros por uma taxa de desconto, que nesse caso passa a ser o custo do patrimônio líquido (DAMODARAN, 2012).

2.3.2 Método de avaliação relativa

O método de avaliação relativa consiste basicamente em se estabelecer um grupo de empresas de características semelhantes às da empresa que se deseja avaliar, em termos de tamanho, maturidade, setor de atuação, número de funcionários, entre outros critérios. Com o grupo comparativo definido, calcula-se um valor médio de algum múltiplo, sendo os mais comumente

utilizados os chamados de VE/LAJIDA e P/L, ou nas siglas em inglês, EV/EBITDA e P/E, respectivamente. Esses múltiplos são calculados a partir do valor da empresa dividido pelo lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA), e a partir do valor de mercado dividido pelo lucro líquido, respectivamente.

2.3.2.1 VE/LAJIDA (EV/EBITDA)

Esse indicador é um bom avaliador da qualidade operacional da empresa, já que tem como base o resultado antes de efeitos como depreciação, amortização e impostos. Com o valor médio de VE/LAJIDA calculado para o grupo, multiplica-se o múltiplo pelo LAJIDA (EBITDA) da empresa, chegando-se a um valor estimado para o valor da empresa em questão.

2.3.2.2 P/L (P/E)

Indicador que conecta o patrimônio líquido da empresa ao seu lucro líquido. É bastante utilizado para ações de capital aberto pois pode ser reescrito como preço da ação dividido por lucro por ação. Para o caso do P/L, o múltiplo encontrado é multiplicado pelo lucro líquido da empresa em questão, chegando-se a um valor de mercado estimado para a empresa. Caso o múltiplo seja multiplicado pelo lucro por ação, o valor encontrado seria o preço calculado de cada ação.

2.4 FRANQUIAS

O dicionário Aurélio (2002) define franquia como “contrato em que o detentor dos direitos de uma marca registrada concede, mediante pagamento ou outras condições, licença para que outra pessoa ou instituição utilize sua marca”. Consiste em um modelo de negócio no qual o investidor reproduz uma estratégia consagrada de uma marca, utilizando do *know-how* e imagem proporcionados por esta, reproduzindo processos e/ou produtos de maneira padronizada.

A definição legal de franquias, conforme definida pelo Artigo 1º da Lei de Franquias, é:

“Art. 1º – Esta Lei disciplina o sistema de franquia empresarial, pelo qual um franqueador autoriza por meio de contrato um franqueado a usar marcas e outros objetos de propriedade intelectual, sempre associados ao direito de produção ou distribuição exclusiva ou não exclusiva de produtos ou serviços e também ao direito de uso de métodos e sistemas de implantação e administração de negócio ou sistema operacional desenvolvido ou detido pelo franqueador, mediante

remuneração direta ou indireta, sem caracterizar relação de consumo ou vínculo empregatício em relação ao franqueado ou a seus empregados, ainda que durante o período de treinamento.”

2.4.1 Taxa de Publicidade

Os franqueadores cobram mensalmente uma taxa de seus franqueados destinada à realização de campanhas publicitárias que visem a promoção de toda a rede de franquias. Este valor costuma ser variável, em torno de 2% a 5% da receita do franqueado, mas em alguns casos essa taxa pode ser um valor fixo. No caso da Cacau Show, o valor não é fixo, sendo o total gasto rateado entre as franquias com base na receita gerada. Historicamente, esse valor fica em torno de 1% da receita.

2.4.2 Taxa de Franquia

A taxa de franquia é uma taxa paga uma única vez, na ocasião da assinatura do contrato entre as partes, com o objetivo de cobrir os custos da franqueadora na prospecção e seleção do candidato. No caso da Cacau Show, esta taxa depende do tipo de franquia escolhido, partindo de R\$10.000,00 (CACAU SHOW).

2.4.3 Royalties

Os royalties são taxas cobradas mensalmente pelos franqueadores em relação ao uso da marca e do *know-how* da empresa, sendo uma porcentagem da receita bruta do franqueado. Nas franquias em que o produto é fornecido pelo franqueador, esta taxa costuma variar entre 20% e 50%. No caso da Cacau Show, a taxa corresponde a 50% do custo dos produtos comprados.

2.4.4 Lei do Franchising

Visando a segurança de ambas as partes ao firmarem o vínculo franqueador e franqueado, foi estabelecida no Brasil uma lei definindo as obrigações e serviços prestados em tal relação. Originalmente foi criada a Lei Nº 8.955, de dezembro de 1994, revogada recentemente pela Lei Nº 13.966 (lei de franquia), de dezembro de 2019, agora em vigor. Em linhas gerais, a lei busca maior transparência do franqueador com o franqueado, uma vez que obriga o primeiro a fornecer informações como riscos, funcionamento, instalações, obrigações iniciais e futuras, além de suporte

e transmissão do *know-how* ao franqueado. Desta forma, o potencial investidor é capaz de ter um panorama completo e embasamento para tomar uma decisão consciente.

Vale destacar alguns pontos citados na lei. Primeiramente, a marca não se limita apenas à sua exploração, mas também se compromete a oferecer suporte no que diz respeito aos métodos gerenciais, administrativos e operacionais. Caso o dono da marca não esteja de acordo, é necessário assinar um documento adicional se abstendo de tal função. Outro ponto importante a se destacar é a Circular de Oferta e Franquia (COF), o documento mais importante da relação entre as partes, que fornece conhecimentos jurídicos, econômicos e financeiros do empreendimento ao franqueado. Além disso, entende-se que em uma franquia haja uma certa padronização, respeitando o modelo definido pela franqueadora, e que haja certa exclusividade entre as unidades, para que uma unidade não comprometa o desempenho de outra.

2.4.5 Franquia Cacau Show

Visando abranger o maior público possível, a Cacau Show diversificou seus tipos de franquia, apresentando sete modelos diferentes, com uma variação quanto ao investimento inicial de R\$19.000,00 a R\$238.700,00. Em média, o retorno desse investimento é obtido entre 18 e 24 meses, apesar de alguns investidores conseguirem esse retorno já na primeira Páscoa, época em que ocorre o pico das vendas. No geral, o faturamento mensal esperado é de R\$ 35.000,00 a R\$ 50.000,00, com margem de lucro de 8% a 12% (CENTRAL DO FRANQUEADO). Quanto aos modelos de franquia da Cacau Show, temos:

1) Loja convencional: é o modelo com o maior investimento inicial, sendo necessários R\$238.700,00, já contando com a taxa de franquia. Apresenta maior quantidade de produtos, design diferenciado e melhor potencial de faturamento. O tamanho da loja física é de 40m², sendo 12m² de estoque. A loja estudada nesse trabalho é uma loja convencional.

2) Loja *smart*: modelo criado pela Cacau Show com investimento menor, focado em expandir a rede para cidades menores, com até 30 mil habitantes. Seu custo inicial é de R\$165.000,00

3) Loja POP: projetada para cidade menores, de até 30 mil habitantes. O custo inicial desta modalidade é de R\$155.000,00.

4) Quiosques *premium* e *Express*: pensados para atendimento 360 graus, com tamanho que varia de 4 a 6 m². Indicados para locais com grande fluxo de pessoas, como corredores de shoppings, supermercados, aeroportos e outros. Investimento inicial de R\$191.000,00 para o Premium e R\$139.000,00 para o Express, sendo a taxa de franquia de R\$60.000,00.

5) Chocolateria: representa uma versão mais compacta da loja, destinada a locais de consumo rápido, como universidades, hospitais, supermercados, empresas e outros. Conta com produtos como chocolates mais tradicionais, fondue e cafés. Seu investimento inicial é de R\$75.000,00, sendo R\$20.000,00 a taxa de franquia.

6) Gelateria: pequenos quiosques em formato de carrinho destinados aos sorvetes italianos e chocolates tradicionais. O investimento inicial é de R\$75.000,00, sendo R\$20.000,00 a taxa de franquia.

7) Micro franquia de distribuição: é o modelo mais barato da marca, o qual permite que o investidor trabalhe da sua própria casa, podendo expandir por meio de equipes de venda direta. O investimento inicial é de R\$19.000,00, sendo R\$10.000,00 a taxa de franquia.

Todos os valores de custo inicial destacados para as modalidades já consideram instalação, capital de giro, estoque inicial, marketing de inauguração e taxa de franquia. (CACAU SHOW)

2.5 NORMAS TÉCNICAS

As normas técnicas existem para padronizar e garantir requisitos mínimos a serem atendidos por um produto, serviço ou processo, com o objetivo de garantir confiabilidade e benefícios para as empresas, para os consumidores e para a sociedade como um todo. Os requisitos exigidos podem ser de diversos tipos, como de segurança, qualidade, procedimentos, dimensões ou vocabulário.

2.5.1 ABNT

A Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT) é uma entidade privada fundada em 1940, de utilidade pública, sendo responsável pela normalização técnica no Brasil. É reconhecida pelo governo brasileiro como Fórum Nacional de Normalização, tendo o objetivo de elaborar e fomentar o uso de normas técnicas, além de mantê-las atualizadas; incentivar e promover o desenvolvimento e difusão da normalização no país; representar o Brasil nas entidades regionais e internacionais de normalização; conceder Marca de Conformidade e Certificado de Qualidade; prestar serviços de normalização; colaborar com organismos similares estrangeiros.

2.5.2 NBR

Também conhecida como ABNT NBR, significa “Norma Brasileira”. São Normas Técnicas aprovadas pela ABNT a partir de um consenso entre profissionais e pesquisadores, estabelecendo regulamentos, orientações e diretrizes a serem seguidos a respeito do produto, material, serviço ou

processo. As NBRs têm por finalidade aumentar a qualidade, confiabilidade e, portanto, também a confiabilidade do produto, processo ou serviço no mercado. As NBRs podem sofrer alterações para acompanhar a dinamicidade dos mercados e se manter como referência de excelência.

É importante ressaltar que as NBRs não são obrigatórias, sendo apenas uma forma de expressar uma qualidade e confiabilidade superior, sendo um diferencial, e não requisito obrigatório para atuação no mercado.

3 A EMPRESA

O trabalho foi realizado em uma unidade da rede de franquias da Cacau Show, empresa que produz chocolates e os comercializa por meio de uma rede de revendedores, lojas e quiosques, além de realizarem vendas também pela internet, por meio de site próprio. A franquia em questão está localizada no bairro do Ipiranga, em São Paulo, e fatura em média cerca de R\$210.000,00 por ano.

A comercialização é bastante padronizada para toda a gama de produtos. O preço de venda é determinado pela Cacau Show, e em todos os produtos segue a mesma estrutura de custos: o custo do produto para o revendedor é de 40% do preço de venda, mais 20% de royalties sobre o preço de venda, sobrando uma margem de 40% para o revendedor. Essa estrutura é válida para toda a linha, desde os tabletes de 5g que custam R\$0,75 até os produtos mais caros, incluindo de linhas especiais, como de Páscoa e Natal, cujos preços podem passar de R\$100,00.

Sendo assim, a lucratividade do negócio é bastante dependente de conseguir escala nas vendas, para que a margem de 40% sobre o faturamento seja suficiente para cobrir as despesas, depreciação, salário de empregados e remunerar o trabalho do dono da franquia. Atualmente, a loja conta com apenas um funcionário, além do dono da propriedade que também trabalha na parte operacional em tempo integral.

4 APLICAÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO POR FLUXOS DE CAIXA DESCONTADOS

Para determinar o valor da empresa utilizando o método dos fluxos de caixa descontados, foi desenvolvido um modelo econômico-financeiro em uma planilha Microsoft Excel, no qual foram adotadas premissas, dados históricos e projeções para se chegar a fluxos de caixa projetados, que foram descontados seguindo o método utilizado. O horizonte de projeção utilizado foi de 5 anos, terminando em 2024.

4.1 FUNCIONAMENTO DA PLANILHA

A planilha foi dividida em três abas:

- **Piloto:** na aba “Piloto”, é possível alterar as principais variáveis utilizadas no modelo, como o crescimento do PIB em cada ano de projeção (até 2024), a inflação em cada ano, o custo da dívida, a proporção entre patrimônio líquido e dívida da empresa, a taxa livre de risco utilizada, o beta calculado da empresa, o prêmio esperado de mercado e a taxa de crescimento na perpetuidade. Ainda na mesma aba é possível observar o custo médio ponderado de capital calculado a partir das premissas escolhidas, assim como o valor da empresa calculado, facilitando uma possível análise de sensibilidade a diferentes cenários.
- **Balanços:** na aba “Balanços” foram colocados os números históricos da empresa para composição das principais linhas do Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício e Fluxo de Caixa utilizadas no modelo, divididas anualmente. Ainda nesta aba, estão feitas as projeções dos demonstrativos financeiros até 2024.
- **Avaliação:** na aba “Avaliação” as projeções de fluxos de caixa calculadas na aba “Balanços” são descontadas utilizando o método discutido, resultando em um valor calculado para a empresa. Nessa aba também é calculado o Custo Médio Ponderado de Capital, a partir das premissas estabelecidas na aba “Piloto” e da alíquota de impostos, fixada em 7,3% (de acordo com a tabela do Simples Nacional, a empresa cai na segunda faixa de receitas, de R\$180.000,01 a R\$360.000,00, com valor de desconto de R\$5.940,00, para compensar o aumento da alíquota ao trocar de faixa).

Figura 2: Captura de tela da aba “Piloto” do modelo da empresa

	A	B	C	D	E	F	G
1							
2			2020	2021	2022	2023	2024
3		Crescimento do PIB	-6.25%	3.50%	2.50%	2.50%	2.50%
4		Inflação	1.55%	3.10%	3.50%	3.50%	3.50%
5							
6		Custo da dívida	0.0%		CMPC	9.64%	
7		Patrimônio Líquido	100.0%				
		Dívida	0.0%		Valor da empresa	323,784	
8							
9							
10		Taxa livre de risco	6.92%				
11		Beta	0.45x				
12		Premio de mercado	6.1%				
13		Crescimento na perpetuidade	0.5%				

Fonte: elaborado pelo autor

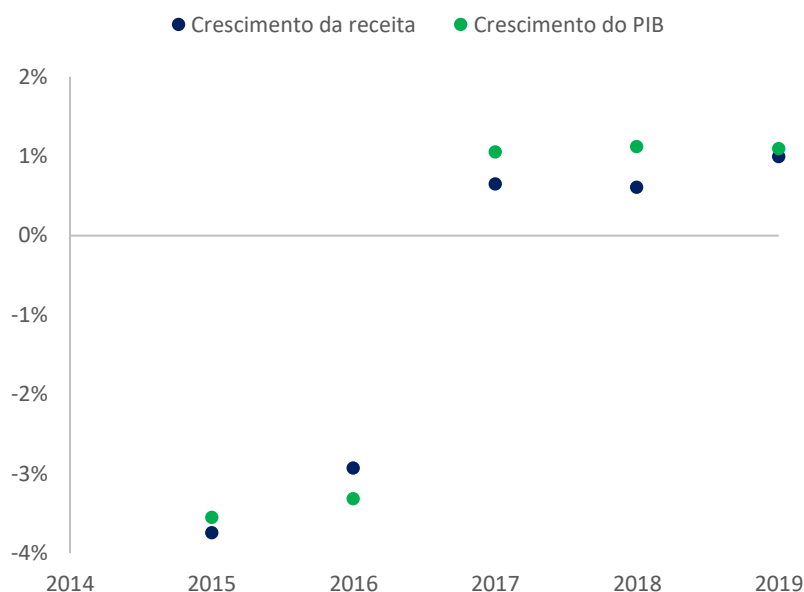
4.2 PROJEÇÕES

Para aplicação do método dos fluxos de caixa descontados, foi necessário assumir premissas para os anos futuros, a fim de se chegar em um fluxo de caixa estimado para cada ano. Esta seção visa esclarecer as premissas adotadas e suas justificativas.

4.2.1 Receita

Ao analisar os dados fornecidos pela empresa, constatou-se uma forte correlação entre a variação da receita líquida e o crescimento do PIB brasileiro no mesmo ano.

Figura 3: Correlação entre crescimento do PIB nacional e crescimento da receita da loja



Fonte: elaborado pelo autor

Portanto, as projeções de receitas foram feitas a partir de uma estimativa de crescimento do PIB brasileiro a cada ano. Para tanto, foram utilizadas as projeções da pesquisa Focus de 29 de maio de 2020, realizada pelo Banco Central do Brasil com diversos participantes do mercado financeiro. Como a pesquisa apontava estimativas apenas até 2023, e considerando que as projeções de 2022 e 2023 estavam estabilizadas em 2,5%, o mesmo valor foi considerado para 2024.

Figura 4: Captura de tela da pesquisa Focus, de 29 de maio de 2020, feita pelo Banco Central do Brasil

		2020				2021				2022				2023							
		Há 4	Há 1	Hoje	Comp.	Há 4	Há 1	Hoje	Comp.	Há 4	Há 1	Hoje	Comp.	Há 4	Há 1	Hoje	Comp.				
		semanas	semanas	semanas	semanas	semanas	semanas	semanas	semanas	semanas	semanas	semanas	semanas	semanas	semanas	semanas	semanas				
Mediana - Agregado																					
IPCA (%)		1,97	1,57	1,55	▼ (12)	115	3,30	3,14	3,10	▼ (5)	107	3,50	3,50	3,50	= (44)	88	3,50	3,50	3,50	= (45)	76
IPCA (atualizações últimos 5 dias úteis, %)		1,82	1,53	1,65	▲ (1)	40	3,25	3,20	3,22	▲ (1)	37	3,50	3,50	3,50	= (44)	33	3,50	3,50	3,50	= (44)	28
PIB (% de crescimento)		-3,76	-5,89	-6,25	▼ (16)	74	3,20	3,50	3,50	= (1)	72	2,50	2,50	2,50	= (110)	53	2,50	2,50	2,50	= (65)	50
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)		5,00	5,40	5,40	= (1)	101	4,75	5,03	5,08	▲ (11)	88	4,50	4,80	4,80	= (1)	73	4,57	4,90	5,00	▲ (5)	65
Meta Taxa Selic - fim de período (% a.a.)		2,75	2,25	2,25	= (2)	107	3,75	3,29	3,38	▲ (1)	98	5,50	5,13	5,13	= (1)	82	6,00	6,00	6,00	= (8)	72

Fonte: portal do Banco Central do Brasil

4.3 CUSTO DA DÍVIDA E PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Ao conversar com o proprietário da unidade analisada sobre seu endividamento, foi informado que a empresa não possui dívidas, comprando os produtos da franqueadora com um prazo de 21 dias sem juros. Além disso, ao analisar o balanço da empresa ano a ano, consideramos o balanço patrimonial do dia 31 de dezembro de cada ano. Nesta data, o empreendimento possui quantia baixa de pagamentos pendentes para a Cacau Show, pois devido ao Natal no dia 25 de dezembro representar

parte relevante do faturamento da loja, um pedido grande é feito no início do mês para suprir a forte demanda de dezembro, e o prazo de 21 dias vence ainda em dezembro. Dessa forma, foi adotada como premissa um custo da dívida (K_d) de 0%, e a relação patrimônio líquido/dívida (PL/D) foi considerado 100%.

4.4 TAXA DE CRESCIMENTO NA PERPETUIDADE

A taxa de crescimento na perpetuidade deve representar uma estimativa conservadora de crescimento da empresa no longo prazo, costumeiramente menor que o crescimento apresentado no passado. Analisando o crescimento da receita líquida da unidade após a crise terminada em 2016 que polui o crescimento normal da empresa, por se tratar de um período não-recorrente e de difícil previsibilidade, a taxa anual de crescimento composto foi de 0,75%. Buscando uma taxa mais conservadora de crescimento na perpetuidade, foi adotada como premissa uma taxa de 0,5%.

4.5 CUSTOS E DESPESAS

A modelagem dos custos dos produtos vendidos e da cobrança de royalties por parte da Cacau Show se dá pela simples porcentagem correspondente de cada custo multiplicada pela receita. No caso do primeiro, 40%, e do segundo, 20%.

Em relação às despesas variáveis, os anos anteriores apresentaram porcentagens relativas à receita líquida bastante estáveis, de cerca de 20%, com desvios de até 0,2%. Dessa forma, na projeção, foram assumidas despesas variáveis 20% da receita do respectivo ano.

As despesas fixas foram projetadas como o último valor registrado (relativa ao ano de 2019) corrigida pela estimativa de inflação para o ano. Assim como as estimativas de crescimento do PIB brasileiro, as estimativas para a projeção de inflação foram retiradas da pesquisa Focus de 29 de maio de 2020, produzida pelo Banco Central do Brasil junto a participantes do mercado financeiro (figura 4). Assim como aconteceu com as projeções do PIB, as projeções de inflação foram feitas apenas até 2023, porém, se estabilizaram nos dois últimos anos em 3,5%. Portanto, a estimativa de inflação para 2024 foi mantida em 3,5%.

A depreciação e a amortização foram projetadas seguindo a estrutura de despesas fixas, sendo corrigidas pela inflação projetada a partir da pesquisa Focus. Após o desconto dos itens mencionados na receita, chegando ao lucro antes do imposto de renda (LAIR), foi aplicada uma alíquota de imposto de 7,3%, já que a empresa é aderida do Simples Nacional, regime de tributação para micro e pequenas empresas. Como a receita da unidade se encontra na segunda faixa de preços da tabela do programa,

a alíquota cobrada é de 7,3%, e são descontados R\$5.940,00 do valor recolhido, como compensação pelo aumento da taxa ao trocar de faixa de receita.

Tabela 3: Tabela de tributação do regime Simples Nacional - Anexo i (comércio)

Receita Total em 12 meses	Alíquota	Quanto descontar do valor recolhido
Até R\$ 180.000,00	4,0%	
De R\$ 180.000,01 a R\$ 360.000,00	7,3%	R\$ 5.940,00
De R\$ 360.000,01 a R\$ 720.000,00	9,5%	R\$ 13.860,00
De R\$ 720.000,01 a R\$ 1.800.000,00	10,7%	R\$ 22.500,00
De R\$ 1.800.000,01 a R\$ 3.600.000,00	14,3%	R\$ 87.300,00
De R\$ 3.600.000,01 a R\$ 4.800.000,00	19,0%	R\$ 378.000,00

Fonte: portal do Jornal Contábil

4.6 FLUXO DE CAIXA

O fluxo de caixa foi calculado pelo método indireto, partindo do lucro líquido calculado na Demonstração do Resultado do Exercício e somando depreciação e amortização, investimento em imobilizado e variações de capital de giro.

A depreciação e amortização foram projetados com o mesmo método dos custos fixos, sendo corrigidos pela inflação do ano. Por se tratar de uma unidade em que não estamos trabalhando com a possibilidade de expansão e a loja já estar em funcionamento há anos, nossa premissa é de que a loja manterá sua estrutura atual, sendo necessário corrigir os valores apenas pela inflação. Ainda seguindo a premissa de manutenção da estrutura da loja, o investimento em imobilizado foi suposto como o inverso da depreciação e amortização, ou seja, a loja apenas repõe o valor depreciado dos itens à medida que precisam serem repostos.

Já em relação ao capital de giro, conversando com o proprietário da loja, foi informado que as compras costumam ser igualmente distribuídas entre pagamentos em dinheiro, em cartão de crédito, e em cartão de débito. Em relação às compras no cartão de crédito, foi constatado ainda que o parcelamento médio é de apenas 2 meses, devido ao valor de cada compra normalmente não ser muito elevado. Ainda segundo o proprietário, o período de Páscoa representa cerca de 30%, e o Natal cerca de 20% do faturamento anual, com os 50% restantes distribuídos entre os outros 10 meses sem sazonalidade relevante. Sendo assim, o autor calculou que 5,42% do faturamento anual estará contabilizado como “Contas a receber” no final do ano.

Tabela 4: Cálculo de contas a receber no final do período

	Novembro		Dezembro	
	Parcela 1	Parcela 2	Parcela 1	Parcela 2
% da receita anual no mês	5%		20%	
% das compras que são parceladas	33.3%		33.3%	
% da receita anual parcelada no mês	1.67%		6.67%	
Em cada parcela:	0.83%	0.83%	3.33%	3.33%
Chance de a parcela vencer no ano seguinte	0%	50%	50%	100%
% da receita anual que vence no ano seguinte	0.00%	0.42%	1.67%	3.33%
Total	5.42%			

Fonte: elaborado pelo autor

Ainda em relação ao capital de giro, o proprietário informou que no final do ano, a loja apresenta em seu estoque cerca de 1% do faturamento anual dada a fraca demanda do começo do ano, e a linha de “Contas a pagar”, relativa a pagamentos a prazo devidos à Cacau Show, em prazo de 21 dias sem juros, representaria cerca de 3% dos pagamentos anuais (custo dos produtos vendidos somados aos royalties). Portanto, como premissa para as projeções, foi adotado 1% da receita como “Estoques” no balanço patrimonial, e 3% da soma de royalties e custo do produto vendido como “Contas a pagar”.

Considerando as linhas de capital de giro (estoques, contas a receber e contas a pagar), o fluxo de caixa foi ajustado pela diferença entre os valores de um ano para o outro, sendo considerado como aumento do fluxo de caixa uma redução dos dois primeiros itens ou aumento do terceiro, e vice-versa.

Tabela 5: Fluxo de caixa histórico e projetado

Fluxo De Caixa	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Lucro líquido	23,023	22,372	22,324	22,791	22,580	22,415	20,833	21,398	21,672	21,949	22,229
Capital de Giro	133	129	458	-278	-87	5	652	-328	-243	-249	-255
+D&A	2,515	2,421	2,442	2,532	2,531	2,540	2,580	2,660	2,753	2,849	2,949
CAPEX	-2,533	-2,416	-2,451	-2,522	-2,518	-2,538	-2,580	-2,660	-2,753	-2,849	-2,949
Fluxo de caixa	23,138	22,506	22,772	22,523	22,506	22,422	21,485	21,070	21,429	21,700	21,974

Fonte: elaborado pelo autor

4.7 AVALIAÇÃO

Na aba “Avaliação”, são utilizadas as premissas de custo da dívida, taxa livre de risco, beta, prêmio de mercado, crescimento na perpetuidade e relação dívida/patrimônio líquido para calcular o custo do patrimônio líquido (K_e) e o custo médio ponderado de capital (CMPC, ou WACC), taxa utilizada para descontar os fluxos de caixa futuros.

O cálculo feito nesta aba resultou em um valor calculado para a empresa de R\$323.784,27 de acordo com o método de fluxos de caixa descontados.

Figura 5: Captura de tela da aba “Avaliação”

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K
1	Avaliação					2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Residual
2				Auxiliar		1	2	3	4	5	
3				Fluxo de Caixa		21,485	21,070	21,429	21,700	21,974	
4				Fluxo de Caixa Descontado		19,596	17,526	16,258	15,015	13,867	241,522
5	Custo do patrimonio liquido	9.6%									
6	Custo da divida	0.0%									
7											
8	Taxa livre de risco	6.9%									
9	Beta	0.4x									
10	Premio de mercado	6.1%									
11	Aliquota de impostos	7%									
12	Crescimento na perpetuidade	0.5%									
13											
14	Patrimonio Liquido	100.0%									
15	Divida	0.0%									
16											
17	CMPC	9.64%									
18											
19	Valor da empresa	323,784.27									

Fonte: elaborado pelo autor

5 APLICAÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO RELATIVA

O método de avaliação relativa costuma ser utilizado por analistas de empresas de capital aberto, principalmente na comparação entre empresas do mesmo setor e na tentativa de analisar possíveis ações que possam estar sub ou supervalorizadas, além de serem comumente usadas em acordos de fusões, aquisições, abertura de capital ou emissões de ações. O método é atrativo pois permite rapidamente comparar ações por meio de uma média de mercado e um número específico de determinada empresa.

Na execução deste trabalho, serão utilizados os múltiplos VE/LAJIDA (valor da empresa dividido pelo lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) e P/L (valor de mercado dividido por lucro). O valor da empresa é o valor de mercado somado à dívida da empresa. Devido ao fato de a empresa analisada não apresentar dívidas, o valor de mercado e o valor da empresa foram considerados como o valor calculado para a franquia em cada um dos métodos de avaliação relativa.

5.1 CÁLCULO DOS MÚLTIPLOS

Devido à dificuldade em se encontrar proprietários de franquias e lojas dispostos a revelar seus números de lucros para um desconhecido, as mesmas empresas escolhidas para o cálculo do beta foram utilizadas para o cálculo dos múltiplos a serem empregados, ou seja, Rocky Mountain Chocolate Factory, Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG, The Hershey Company e Nestlé S.A. Os múltiplos de cada empresa e a média calculada estão representados na tabela a seguir.

Tabela 6: Cálculo do múltiplo médio das empresas similares

Empresa	Ticker	VE/LAJIDA	P/L
Rocky Mountain	RMCF	10,82x	31,57x
Lindt	LDSVF	20,70x	38,72x
Hershey's	HSY	15,10x	23,19x
Nestlé	NSRGY	15,70x	23,81x
	Média	15,58x	29,32x

Fonte: Bloomberg

Assim, o valor médio encontrado para o múltiplo VE/LAJIDA foi de 15,58x e para o múltiplo P/L foi de 29,32x. De posse desses valores, é possível calcular o valor da empresa multiplicando-os pelo LAJIDA e pelo lucro líquido, respectivamente.

Tabela 7: Cálculo do valor da empresa pelo método de avaliação relativa

Múltiplo	Valor	LAJIDA/ Lucro líquido	Valor da empresa
VE/LAJIDA	15,58x	34.824	542.559,37
P/L	29,32x	22.415	657.263,55

Fonte: elaborado pelo autor

O resultado dessa avaliação resultou em R\$542.559,37 para o múltiplo VE/LAJIDA e de R\$657.263,55 para o múltiplo P/L.

6 COMPARAÇÃO ENTRE OS RESULTADOS OBTIDOS

Analisando os resultados obtidos, é possível perceber que a avaliação relativa resultou em valores para a empresa consideravelmente maiores que a avaliação pelo método dos fluxos de caixa descontados. Dessa forma, é necessário avaliar os motivos dessa discrepância e decidir qual está mais próximo de uma avaliação justa de valor.

Tabela 8: Resumo dos valores da empresa encontrados pelos diferentes métodos

Método	Valor da empresa
Fluxos de caixas descontados	323.784,27
VE/LAJIDA	542.559,37
P/L	657.263,55

Fonte: elaborado pelo autor

O método da avaliação relativa levou em conta múltiplos de empresas de porte maior que a empresa analisada, com maior histórico de operação, maior estabilidade, e localizadas em países desenvolvidos. Esses fatores influenciam positivamente a avaliação dessas empresas, inflando os múltiplos encontrados. Sendo assim, seria esperado que esse método de avaliação superestimasse em algum nível o valor calculado para a Cacau Show, o que de fato ocorreu, com um valor de mercado mais alto do que o encontrado pelo método dos fluxos de caixa descontados.

Já o método de fluxos de caixa descontados leva em conta projeções de fluxo da própria empresa, com influência muito menor dos números das empresas semelhantes adotadas (apenas no cálculo do beta), sendo uma representação mais fiel do desempenho que pode ser esperado pela franquia no futuro.

Dessa forma, o autor tomou a decisão de descartar o resultado da avaliação relativa e adotar como resultado da análise sobre o valor da empresa apenas o valor encontrado pelo método dos fluxos de caixa descontados, ou seja, de R\$323.784,27.

7 CONCLUSÃO

Este trabalho foi realizado com o objetivo de encontrar um valor econômico justo para o empreendimento de um amigo da família com o intuito de auxiliá-lo em um entendimento de retorno sobre seu investimento e uma possível decisão sobre desinvestir do negócio ou seguir com sua operação.

Para isso, foram elencados os métodos de avaliação de empreendimentos aceitos pela legislação vigente e foram escolhidos os mais apropriados para a realização do trabalho, levando em conta as características da franquia analisada, sendo escolhidos os métodos de avaliação por fluxos de caixas descontados e de avaliação relativa.

Ao analisar os resultados obtidos, constatou-se relevante discrepância entre os valores calculados, e após ponderar sobre as causas deste resultado, o autor concluiu que o método de avaliação relativa deveria ser descartado, tomando como resultado o valor calculado pela avaliação por fluxos de caixa descontados.

Sendo assim, considerando o valor final calculado para a empresa de R\$323.784,27 e o custo de um novo empreendimento de R\$238.700,00, não seria viável repassar a unidade a um preço superior ao calculado. Portanto, a recomendação do autor é de que o proprietário mantenha a operação da franquia e não opte por desinvestir da unidade, pois o retorno a ser gerado por ela supera os retornos mínimos exigidos para o investimento.

8 REFERÊNCIAS

MICHAELIS. **Michaelis Dicionário Brasileiro da Língua Portuguesa**. São Paulo: Melhoramentos, 2015.

HOUAISS, A. **Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2009.

DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 3rd edition. New Jersey: Wiley Finance, 2012.

SCHELER, Max Ferdinand. **Formalism in Ethics and Non-Formal Ethics of Values**. Evanston: Northwestern University Press, 1973.

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. **Lei das Sociedades Por Ações**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 18 mar. 2020.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. **NBR 14.653: Avaliação de bens – Parte 4: Empreendimentos**. Rio de Janeiro. 2001.

TESOURO NACIONAL. **Tesouro direto**. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro-direto-precos-e-taxas-dos-titulos>>. Acesso em: 03 jun. 2020.

AURELIO. **O mini dicionário da língua portuguesa. 4ª edição revista e ampliada do mini dicionário Aurélio**. 7ª impressão. Rio de Janeiro, 2002.

BRASIL. Lei nº 13.966, de 26 de dezembro de 2019. **Lei de Franquias**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13966.htm>. Acesso em: 21 abr. 2020.

CACAU SHOW. **Portal virtual da empresa**. Disponível em: <<http://negocios.cacaushow.com.br/modelos/>>. Acesso em: 20 nov. 2019.

CENTRAL DO FRANQUEADO. **Cacau Show.** Disponível em:
<<https://centraldofranqueado.com.br/franquias/cacau-show/>>. Acesso em: 12. fev 2020.

ANEXO A - REGISTRO ANUAL RESUMIDO

Ano	Receita	CPV	Royalties	Lucro Líquido
2014	R\$226,575	R\$90,630	R\$45,315	R\$23,023
2015	R\$218,095	R\$87,238	R\$43,619	R\$22,372
2016	R\$211,719	R\$84,688	R\$42,344	R\$22,324
2017	R\$213,107	R\$85,243	R\$42,621	R\$22,791
2018	R\$214,417	R\$85,767	R\$42,883	R\$22,580
2019	R\$216,559	R\$86,623	R\$43,312	R\$22,415