

Área: Estudos Organizacionais - Pequenas e Médias Empresas

Título:

Avaliação de franquias empresariais por meio de múltiplos de receita: um sacrilégio acadêmico desculpável

AUTORES

RODOLFO LEANDRO DE FARIA OLIVO

Universidade de São Paulo
rodolfo.olivo@terra.com.br

PAULO TROMBONI DE SOUZA NASCIMENTO

Universidade de São Paulo
tromboni@usp.br

ALMIR FERREIRA DE SOUSA

Universidade de São Paulo
abrolhos@usp.br

LEANDRO JOSÉ MORILHAS

Universidade de São Paulo
ljamorilhas@ig.com.br

Resumo

O mercado de franquias no Brasil, apesar de movimentar bilhões de reais, é composto de milhares de unidades franqueadas, constituídas na forma de micro e pequenas empresas. Assim a avaliação dessas unidades franqueadas em geral não se utiliza do método do Fluxo de Caixa Descontado - FCD, devido às dificuldades da aplicação desse método a pequenas empresas, mas vale-se, alternativamente, da avaliação por meio de múltiplos de receita, a qual sofre críticas acadêmicas. O trabalho argumenta, utilizando-se do método do estudo de caso, que especificamente para as franquias empresariais enquadradas como Micro e Pequenas Empresas - MPEs, devido a suas próprias características enquanto negócio, a utilização da avaliação por múltiplos é bastante razoável, convergindo em valores com a avaliação pelo FCD e sendo assim uma boa alternativa para definição do valor da empresa. Desta forma a prática de mercado de franquias para a sua avaliação em compras e vendas de unidades franqueadas, torna-se eficiente, mesmo que por outros métodos, uma vez que converge com a técnica acadêmica do Fluxo de Caixa Descontado, sendo que os múltiplos, nesse caso específico, refletem de forma razoável, o valor intrínseco das franquias.

Palavras-chave: Franquias empresariais, avaliação de empresas, múltiplos de receita.

Abstract

The Brazilian franchising market, even trading billions of reais, is composed of thousands of franchisees, organized as micro and small business. Therefore franchisees business valuation usually do not use the Discounted Cash Flow Method – DCF, because of the difficulties faced in applying it to small business. Conversely it is used the revenue multiples method which is academic severely criticized. This paper argues, based on the case study research method, that specifically to franchising, considering its specific business model, the use of revenue multiples

valuation method is reasonable, converging values in comparison to the DCF valuation, thus becoming a forgiven academic sacrilege. Thus, franchising market practice of sell / buy valuation is efficient, even using other methods, once converging to Discounted Cash Flow Technique, being the multiple, on this specific case, reasonably reflect franchising intrinsic value.

Keywords: Franchising, business valuation, revenue multiples.

1. Introdução

O mercado de franquias no Brasil movimentou o montante de 76 bilhões de reais em 2010 em cerca de 86 mil unidades franqueadas e 1,8 mil franqueadores (ABF, 2011). Devido ao significativo número de participantes desse mercado existe a demanda pela avaliação do valor das franquias, seja para a compra e venda dessas entre franqueados, recompra por parte dos franqueadores ou mesmo para eventuais fusões e aquisições das redes de franquias. O método de avaliação mais utilizado é a avaliação por múltiplos, também conhecida como avaliação relativa, em especial, no caso em que tal avaliação é utilizada para a compra e venda de unidades franqueadas já em funcionamento.

Essa constatação da prática da utilização da avaliação por múltiplos no mercado de franquias do Brasil justifica a indagação básica dessa pesquisa: a avaliação por múltiplos possibilita uma mensuração consistente e razoavelmente acurada para as franquias de micro e pequeno no Brasil? Em geral esse método de análise é considerado academicamente fraco, uma vez que se utiliza de muitas simplificações para realizar a avaliação, ou seja, o método de múltiplos preza mais pela simplicidade e aplicabilidade do que pelo rigor técnico.

Nesse contexto o presente artigo discute essas críticas acadêmicas, mas aplicadas de forma específica a avaliação das franquias empresariais. Assim a pesquisa tem por objetivo analisar se, dadas algumas características específicas das franquias, a avaliação por múltiplos seria razoável. Em outras palavras algumas características das franquias tornam as simplificações dos múltiplos mais razoáveis que em outros setores empresariais, podendo eventualmente considerar que para esse setor específico os múltiplos podem fornecer uma avaliação de empresas com razoável solidez.

2. Referencial Teórico

2.1 Conceituação de Franquias Empresariais

O objeto de estudo deste trabalho são as franquias de micro e pequeno porte no Brasil. O termo franquia, *franchise* em inglês, que dá origem ao termo franquear, *franchising* em inglês, é definido por Cherto (2005, pp.15) como sendo: “Uma das estratégias de que uma organização pode fazer uso para escoar seus produtos e serviços levando-os até o mercado”. Dessa forma o autor coloca grande ênfase na questão mercadológica da distribuição como o grande diferencial das franquias, para o qual a essência do *franchising* consiste em replicar ou clonar, em diversos locais, um mesmo conceito de negócio. Em contraste com esta definição mais mercadológica, a IFA – *International Franchise Association* (2011) promove a definição de *franchising* do Departamento de Comércio dos Estados Unidos, para o qual *franchising* é:

“Um acordo ou licença entre duas partes, que dá a um grupo de pessoas, os franqueados, o direito de negociar ou utilizar um produto, marca ou negócio. O franqueado tem o direito de utilizar o produto, marca ou negócio do franqueador e em troca o tem o dever de pagar certas taxas e royalties ao franqueador. O franqueador tem ainda o dever de dar suporte, de uma forma geral ao franqueado.”

Enquanto Cherto (2005) foca a questão mercadológica, a IFA (2011) tem foco a relação entre franqueado e franqueador, ou seja, um foco mais centrado na questão do relacionamento de rede e replicação do negócio, com direitos e obrigações de ambas as partes. Desta forma, neste trabalho utilizar-se-á a seguinte terminologia, derivada da definição da IFA (2011):

a) Franqueador (*franchisor*): entidade detentora de produtos, serviços, marcas ou negócios objetos de replicação com fins de serem explorados comercialmente em outros mercados ou locais.

b) Franqueado (*franchisee*): entidade que recebe o direito de uso dos produtos, serviços, marcas ou negócios do franqueador.

c) Taxas de franquias e *royalties*: remuneração a qual o franqueado deve pagar ao franqueador pelo direito de uso cedido na franquia.

No Brasil o *franchising* é regulamentado pela Lei nº 8.955 de 15 de dezembro de 1994. A referida lei define e regulamenta os contratos de franquia empresarial. Em seu artigo 2º define franquia no Brasil como:

“Franquia empresarial é o sistema pelo qual um franqueador cede ao franqueado o direito de uso de marca ou patente, associado ao direito de distribuição, exclusiva ou semi-exclusiva de produtos ou serviços, e eventualmente, também ao direito de uso de tecnologia de implantação e administração de negócio ou sistema operacional desenvolvidos ou detidos pelo franqueador, mediante remuneração direta ou indireta, sem que no entanto, fique caracterizado vínculo empregatício.”

A lei brasileira, conforme se percebe por seu artigo 2º define um conceito de franquia empresarial bastante similar a definição da IFA (2011) e do Departamento de Comércio dos Estados Unidos. Observa-se na definição da lei brasileira os mesmos elementos principais que na definição da IFA (2011), entre os quais, franqueador, franqueado, remuneração pelo direito de uso da franquia (taxas e *royalties*), além da questão da exclusividade ou semi-exclusividade. A lei brasileira ainda acrescenta que a franquia não constitui vínculo empregatício, destacando a relativa autonomia, pelo menos jurídica, entre franqueado e franqueador. Essa definição de franquias empresariais, explicitada na lei brasileira, é a adotada pelo presente artigo, para ser coerente com o universo pesquisado, ou seja, as franquias empresariais no Brasil.

2.2 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

O método de avaliação de empresas pelo Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é considerado, em geral, o mais robusto do ponto de vista conceitual e portanto aquele que traria os resultados mais acurados para o valor da empresa.

Copeland et al (2002) defendem o uso do FCD, pois consideram que é o único método que requer informações completas e que adota uma visão de longo prazo, a qual se faz necessário para entender a criação de valor. De forma complementar, Damodaran (2007, p.22) concorda que o método do FCD possui diversas virtudes, em especial requer que os analistas entendam o negócio que estão avaliando e seus direcionadores de valor como a sustentabilidade dos fluxos de caixa em longo prazo e os riscos envolvidos no negócio. Assim força os analistas a se deterem nos fundamentos do valor diminuindo percepções subjetivas e influenciadas por momentos do mercado. O autor coloca algumas limitações do método, em especial a possibilidade de manipulação por parte de analistas inescrupulosos, mas concorda que o método em si é robusto.

A forma mais usual de representar matematicamente o método do Fluxo de Caixa Descontado é a seguinte (COPELAND et al, 2002; DAMODARAN, 2007):

$$\text{Valor} = \sum \frac{FC_n}{(1+k)^n} \quad \text{equação 2.1}$$

Na qual,

FC – Fluxos de caixa livres futuros projetados;

k – custo de capital.

Em casos especiais nos quais a empresa em questão já é madura, ou seja, os seus fluxos de caixa futuros crescerão a uma taxa média apenas marginal e, considerando-se tal taxa constante, pode-se simplificar a representação matemática da equação 2.1 para a seguinte construção (COPELAND et al, 2002; DAMODARAN, 2007) na qual calcula-se o valor da empresa para o proprietário, também chamado de valor do *equity*:

$$\text{Valor} = \frac{FC_0(1+g)}{(ke-g)} \quad \text{equação 2.2}$$

Na qual,

FC_0 – Fluxo de caixa livre atual do proprietário;

ke – custo de capital próprio;

g – taxa de crescimento marginal esperada.

Assim, no caso da empresa “madura”, os determinantes do seu valor ficam reduzidos basicamente ao seu fluxo de caixa livre atual, ao custo de capital próprio e a taxa de crescimento marginal esperada dos fluxos de caixa, presumida como constante para fins do modelo. Essa equação representa com razoável fidedignidade o valor das unidades franqueadas em sua maturidade, o que acontece, em média após 3 ou 4 anos de

sua constituição. Tal pressuposto será melhor detalhado, nesse artigo, na seção 3 – Método da Pesquisa.

2.3 Estimativa do Custo de Capital Próprio (ke)

Apesar do fluxo de caixa livre e da taxa de crescimento não serem valores triviais de serem estimados, em uma empresa madura pode-se estimá-los com base em seu histórico projetado com razoável grau de confiabilidade, pois justamente a empresa já atingiu uma certa estabilidade nesses valores. O custo do capital próprio, contudo, é mais complexo de ser estimado.

O custo do capital próprio é implícito e costumeiramente não documentado nas demonstrações financeiras das empresas. É a expectativa de retorno desejada pelos proprietários oriunda do capital investido no negócio. Assim representa o custo de oportunidade do capital investido pelos proprietários na empresa.

O modelo mais empregado de cálculo do custo de capital próprio é o Modelo de Precificação dos Ativos de Capital (CAPM). O modelo proposto originalmente por Sharpe (1963) tem sido adaptado por diversos autores para estimar o custo de oportunidade do capital investido dado o nível de risco da empresa. Tal modelo é baseado na proposição de que a taxa de retorno exigida de qualquer ativo é igual à taxa de retorno livre de risco, mais um prêmio de risco proporcional ao risco do negócio em que o ativo será empregado para gerar tal retorno, o qual pode ser expresso pela seguinte proposição (COPELAND et al, 2002; DAMODARAN, 2007) :

$$ke = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad \text{equação 2.3}$$

Na qual,

R_f = taxa livre de risco da economia;

β = fator de risco de mercado;

R_m = retorno esperado do mercado.

Neste trabalho o CAPM será utilizado como modelo de cálculo para o custo do capital próprio (ke). Contudo, para tal, dois ajustes fazem-se necessário.

O primeiro ajuste consiste no fato que as unidades franqueadas são empresas de capital fechado, portanto não existe um beta explícito para elas. Assim será utilizado nesse trabalho o beta médio dos setores relacionados a atividade da franquia das empresas de capital aberto. Esse beta calculado refletirá o nível de endividamento das empresas, o que é inadequado para o cálculo do custo do capital próprio. Assim esse beta médio deve ser o beta médio desalavancado para ser adequado ao cálculo do capital próprio. De acordo com Damodaran (2002, p. 75) podemos calcular o beta desalavancado da seguinte forma:

$$\beta_u = \beta_l / (1 + (1 - T) (D / E)) \quad \text{equação 2.4}$$

Na qual,

β_u = beta desalavancado;

β_l = beta alavancado;

T – alíquota de imposto de renda;

D – porcentagem de capital de terceiros da empresa;

E – porcentagem de capital próprio da empresa.

O segundo ajuste consiste em considerar o porte das empresas na análise. As empresas de capital aberto que fornecem o beta médio do setor são de porte econômico maior que as unidades franqueadas, as quais são pequenas empresas. Logo se faz necessário acrescentar um fator de risco pelo porte ao modelo CAPM a fim de refletir tal diferença. Em sua pesquisa Matos e Moura (2003) estimaram quanto deveria ser esse ajuste para as empresas brasileiras, conforme demonstrado na tabela 1 a seguir:

Nível de Risco	Prêmio de Risco
Muito Baixo	6%
Baixo	9%
Médio	14%
Alto	21%
Muito alto	30%

Tabela 1

Fonte: Matos e Moura (2003)

As unidades franqueadas contam com o apoio de redes de franquias, manuais, supervisão e todo tipo de suporte dos franqueadores. Contudo o franqueado muitas vezes não possui um perfil ideal de experiência como administrador ou gerente. Dessa forma o risco da franquia não é elevado pelo suporte do franqueado, mas também não é o menor possível para o porte, dado o risco do perfil do franqueado. Assim será considerada nessa pesquisa, a segunda categoria menos arriscada de Matos e Moura (2003), ou seja o nível de risco “baixo”, portanto agregando um prêmio de risco de 9% pelo porte para as unidades franqueadas.

2.4 Avaliação por Múltiplos de Receita

Um método de avaliação alternativo ao FCD é a chamada avaliação por múltiplos ou avaliação relativa. A lógica dessa forma de avaliação reside em encontrar empresas comparáveis a entidade que se quer avaliar e por meio de algum direcionador relevante de valor, em geral lucro ou receita, estima-se por comparação o valor da empresa. A fim de ilustrar o método, por exemplo, deseja-se estimar o valor da empresa A e sabe-se que a empresa B, que é comparável a empresa A, possui um valor de R\$ 1 milhão. O seu lucro é de R\$ 200 mil. Assim a empresa B possui um múltiplo de 5, ou seja, o seu valor é cinco vezes o seu lucro anual. Uma vez que a empresa A é comparável a empresa B, poder-se-ia tomar por base seu lucro de R\$ 100 mil e por comparação com a empresa B, utilizar o múltiplo de 5. Logo o seu valor seria de R\$ 500 mil (lucro de R\$ 100 mil vezes o múltiplo 5). A mesma lógica pode ser aplicada à receita, ao lucro operacional (LAJIR), ou mesmo a múltiplos específicos por setor:

preço por metro quadrado na construção civil, preço por litros vendidos na distribuição de combustíveis, preço por número de acessos na internet, entre outros.

O maior desafio da avaliação por múltiplos, e talvez a principal fraqueza do método, consiste na dificuldade em encontrar-se as empresas comparáveis, afinal nenhuma empresa é igual à outra. Geralmente utilizam-se como empresas comparáveis, aquelas que atuam no mesmo setor econômico. Contudo, mesmo essas empresas são, não raramente muito diferentes entre si, em porte, estratégia de negócios, tecnologia, ciclo de vida, entre outros fatores, o que torna difícil a comparação de forma adequada. Assim para Damodaran (2007, p. 316) as empresas comparáveis, deveriam ser aquelas, não necessariamente do mesmo setor, mas cujos fundamentos – fluxo de caixa, custo de capital (risco) e crescimento esperado – sejam comparáveis. Em outras palavras o autor propõe uma “ponte” entre os métodos do FCD e dos múltiplos, na medida em que os múltiplos seriam uma simplificação e padronização, sob certas circunstâncias específicas, dos fundamentos do FCD. Assim Damodaran (2007, p. 389-390) apresenta a “conciliação” entre o múltiplo preço/faturamento (P/F) e os fundamentos de valor (fluxo de caixa, risco e crescimento):

$$P / F = (\text{Margem de lucro líquido} \times \text{razão de distribuição}) / (r - g) \quad \text{equação 2.5}$$

Na qual,

P/F – múltiplo preço dividido por faturamento;

r – taxa de retorno exigida sobre o patrimônio;

g – taxa de crescimento do fluxo de caixa (perpétua)

Os múltiplos de receita são os mais utilizados pelo setor de franquias empresariais para avaliar as suas unidades franqueadas. Assim a presente pesquisa analisou esses múltiplos no referido setor a fim de descobrir se a sua utilização é coerente e conduz a resultados razoáveis. Tendo-se em mente que a principal crítica a avaliação relativa é a questão da comparabilidade e considerando-se que as franquias são desenhadas justamente para serem réplicas mais perfeitas possíveis entre si, é de se esperar que haja uma convergência entre o FCD e a avaliação por múltiplos nesse setor. Essa é a principal conjectura da presente pesquisa e será melhor discutida na seção 3 – Método da Pesquisa.

3. Método da Pesquisa

Segundo Selltiz et al. (1974, p. 5), “o objetivo da pesquisa é descobrir respostas para perguntas, por meio do emprego de processos científicos”. Ainda de acordo com esses mesmos autores, cada estudo tem seus objetivos específicos, e o método deve ser o mais adequado a cada pesquisa em particular. Feyerabend (2007, p. 42), com seu princípio de “vale tudo”, destaca a mesma ideia, ou seja, que a ciência não possui um método único e inequívoco e que cabe ao pesquisador identificar e determinar o mais adequado a sua pesquisa. Na mesma linha de raciocínio, Lakatos e Marconi (2001, p. 84) argumentam que o método científico procura compreender as relações entre as coisas, por meio da observação científica e do raciocínio.

A fim de responder a indagação acerca da efetividade da avaliação por múltiplos para o setor de franquias empresariais no Brasil, o método mais adequado é o Estudo de Caso. O estudo de caso é definido por Yin (2001, p. 32) como um método de pesquisa com três características marcantes:

- a) ser uma investigação empírica que estuda um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto de vida real, no qual os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos;
- b) enfrentar uma situação tecnicamente única em que haverá muito mais pontos de interesse do que fontes de dados, exigindo triangulações de evidências;
- c) beneficiar-se do desenvolvimento prévio de proposições teóricas para conduzir a coleta e análise de dados.

Desse modo, considerando-se a questão de pesquisa que guia este trabalho a utilização do método de estudo de caso é bastante adequada à definição de Yin (2001, p. 32), na medida em que a franquia empresarial é um fenômeno contemporâneo, no qual os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos (item a) e cada rede de franquias é tecnicamente única (item b).

O estudo de caso, de acordo com Yin (2001, p. 61), possibilita basicamente quatro tipos de estudo: (1) projetos de casos únicos holísticos; (2) projetos de casos únicos incorporados; (3) projetos de casos múltiplos holísticos; (4) projetos de casos múltiplos incorporados. Para o autor, o estudo de caso múltiplo, adotado nesse trabalho, é semelhante a um experimento múltiplo, no qual se busca a replicação teórica do resultado como proposto por Yin (2001, p. 68):

“A lógica da replicação é análoga àquela utilizada em experimentos múltiplos. Assim, se uma pessoa tiver acesso a apenas três casos de uma rara síndrome clínica em psicologia ou medicina, será adequado o projeto de pesquisa que prever os mesmos resultados para cada um dos casos, produzindo, desta forma, evidências que comprovem que os três casos relacionam-se com a mesma síndrome. Se forem obtidos resultados semelhantes a partir dos três casos, diz-se que ocorreu uma replicação. Esta lógica de replicação será a mesma se uma pessoa estiver repetindo certos experimentos importantes, ficará limitada a poucos casos devido às despesas e dificuldades de realizar práticas cirúrgicas em animais, ou será limitada pela raridade de ocorrências de uma síndrome clínica.”

Os casos escolhidos para a pesquisa foram duas redes de franquias brasileiras: a rede de perfumaria e cosméticos L'acqua di Fiori e a de *fast food* Lanchão. Tal escolha justifica-se pela relevância dos segmentos a que pertencem cada uma das redes: o segmento de alimentação (ao qual pertence o Lanchão) faturou R\$ 15,3 bilhões em 2010 ou cerca de 20% do total do setor de franquias no Brasil (ABF, 2011) e o segmento de Esporte, Saúde, Beleza e Lazer (ao qual pertence a L'acqua di Fiori) faturou R\$ 11,8 bilhões ou cerca de 15,5% do setor de franquias (ABF, 2011).

Assim a pesquisa visou comparar, nos dois casos escolhidos, os múltiplos de receita efetivamente praticados nessas redes para a compra e venda de unidades

franqueadas com a avaliação pelo FCD das mesmas unidades franqueadas. Para tanto foram estimados os fundamentos de valor de um negócio, notadamente o seu potencial de crescimento, o seu custo de capital e o seu fluxo de caixa livre, conceitos esses aplicados as franquias selecionadas para os estudos de caso. Levantou-se ainda no mercado, os múltiplos de receita praticados na compra e venda de unidades franqueadas nas redes estudadas, a fim de poder comparar com os resultados obtidos pelo método do FCD. Assim foi criado um intervalo de valor possível para a franquia considerando-se que estamos falando de valores médios da rede como um todo, ou seja, estão computadas lojas de pequeno e grande porte agregadas. Ademais o franqueador estima um intervalo de margem líquida de lucro e conseqüentemente de fluxo de caixa livre, o qual naturalmente gera um intervalo de valor para as unidades franqueadas, dependendo de sua margem líquida de lucro efetiva da unidade. O objetivo foi buscar uma replicação teórica de convergência ou divergência entre as duas formas de avaliação. Assim se houver a convergência, essa será indicativa de evidências de robustez da avaliação por múltiplos no setor de franquias. Caso haja replicação de divergência será indicativo da fraqueza da avaliação relativa no setor. Para esse estudo será considerada convergência se o valor estimado da avaliação por múltiplos estiver dentro do intervalo estimado pela avaliação do FCD. Em caso contrário será considerada uma divergência.

O estudo valeu-se tanto de dados primários obtidos por meio de entrevistas com os franqueadores e alguns franqueados das duas redes, quanto por dados secundários coletados em especial de publicações da ABF. O cruzamento e análise desses dados, de fontes variadas, permitirão a triangulação das evidências, procedimento esse indispensável para a solidez do método do estudo de caso.

4. Resultados Obtidos

Os principais dados obtidos por meio de entrevistas com os franqueadores, triangulação com alguns franqueados e relatórios da ABF foram sumarizados a seguir no Quadro 1:

	Lanchão	L'acqua di Fiori	Fonte
Faturamento médio mensal de unidade (R\$)	80.000,00	45.000,00	ABF; entrevista franqueadores
(a) Faturamento médio anual de unidade (R\$)	960.000,00	540.000,00	ABF; entrevista franqueadores
(b) Margem líquida inferior de lucro (%)	10%	8%	ABF; entrevista franqueadores
(c) Margem líquida superior de lucro (%)	15%	15%	ABF; entrevista franqueadores
(d) Reinvestimento do lucro (%)	20%	10%	Entrevista franqueadores
Fluxo de caixa livre - faixa inferior (R\$ ao ano)	76.800,00	38.880,00	(a) x (b) x (1 - d)
Fluxo de caixa livre - faixa superior (R\$ ao ano)	115.200,00	72.900,00	(a) x (c) x (1 - d)
Crescimento estimado para a perpetuidade (g)	1,0%	1,5%	Entrevista franqueadores

Quadro 1 – Fluxo de Caixa Estimado das Franquias

Fonte: ABF (2011) e entrevistas com franqueadores

4.1 Resultados da Avaliação por FCD

A fim de aplicar-se o método do FCD ao estudo de caso, faz-se necessário primeiramente estimar o custo de capital próprio (ke). Inicialmente foram estimados os betas desalavancados das unidades franqueadas, utilizando-se a equação 2.4, com alíquota marginal de imposto de 34% (imposto de renda de 25% e contribuição social sobre o lucro de 9%, somados). Os resultados estão demonstrados nas Tabelas 2 e 3 a seguir:

Estimativa de beta para Lanchão	Beta Alavancado	Código Bovespa	Capital de Terceiros (%)	Capital Próprio (%)	Beta Desalavancado
Ambev	0,40	AMBV4	40,20%	59,80%	0,28
Aliansce Shopping Centers	0,45	ALSC3	41,87%	58,13%	0,31
BR Malls Part	0,70	BRML3	46,69%	53,31%	0,44
BRF - Brasil Foods	0,71	BRFS3	51,92%	48,08%	0,41
Excelsior Alimentos	0,96	BAUH3	79,84%	20,16%	0,27
General Shopping Brasil	0,45	GSPH3	66,55%	33,45%	0,19
Iguatemi Shopping Centers	0,61	IGTA3	45,32%	54,68%	0,39
M Dias Alimentos	0,67	MDIA3	26,51%	73,49%	0,54
Média	0,62				0,35

Tabela 2 – estimativa do beta do Lanchão

Fonte: BMFBovespa e website comdinheiro.com.br

Estimativa de beta para L'acqua di Fiori	Beta Alavancado	Código Bovespa	Capital de Terceiros (%)	Capital Próprio (%)	Beta Desalavancado
Aliansce Shopping Centers	0,45	ALSC3	41,87%	58,13%	0,31
BR Malls Part	0,70	BRML3	46,69%	53,31%	0,44
BR Pharma	0,65	BPHA3	34,18%	65,82%	0,48
DIMED - Distrib. Medicamentos	0,48	PNVL3	50,24%	49,76%	0,29
Drogasil	0,59	DROG3	36,45%	63,55%	0,43
General Shopping Brasil	0,45	GSPH3	66,55%	33,45%	0,19
Iguatemi Shopping Centers	0,61	IGTA3	45,32%	54,68%	0,39
Natura Cosméticos	0,51	NATU3	72,76%	27,24%	0,18
Profarma	0,46	PFRM3	45,30%	54,70%	0,30
Raia	0,61	RAIA3	40,93%	59,07%	0,42
Média	0,55				0,34

Tabela 3 – estimativa do beta da Lacqua di Fiori

Fonte: BMFBovespa e website comdinheiro.com.br

As outras premissas adotadas a fim de poder estimar-se o custo de capital próprio, tomando-se como modelo o CAPM, foram:

- a) Taxa livre de risco (Rf): adotada a taxa de 9% ao ano, como expectativa da taxa selic futura a ser praticada no Brasil nos próximos anos;
- b) Retorno esperado do mercado (Rm): adotada a taxa de 13,7% ao ano como expectativa para os próximos anos, fruto da extrapolação da média geométrica dos retornos do Ibovespa dos últimos 10 anos (junho de 2001 a junho de 2011);
- c) Prêmio de risco pelo porte: adotado 9%, conforme estudo de Matos e Moura (2003).

4.1.1 Resultados da Avaliação por FCD do Lanchão

Aplicando-se os modelos de estimativa de custo de capital próprio e estimativa do valor da empresa para o proprietário ao Lanchão, temos:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + \text{risco pelo porte} \quad \text{equação 2.3}$$

$$K_e = 9\% + 0,35 (13,7\% - 9\%) + 9\%$$

$$K_e = 19,65\%$$

$$\text{Valor} = \frac{FC(1+g)}{(k_e - g)} \quad \text{equação 2.2}$$

$$\text{Valor limite inferior} = R\$ 76.800 \times (1,01) / (0,1965 - 0,01)$$

$$\text{Valor limite inferior} = R\$ 415.914,21$$

$$\text{Valor limite superior} = R\$ 115.200 \times (1,01) / (0,1965 - 0,01)$$

$$\text{Valor limite superior} = R\$ 623.871,31$$

Assim, pelo método do fluxo de caixa descontado, o valor de uma unidade franqueada média do Lanchão foi estimado no intervalo de R\$ 416 mil a R\$ 624 mil.

4.1.2 Resultados da Avaliação por FCD da L'acqua Di Fiori

Aplicando-se os modelos de estimativa de custo de capital próprio e estimativa do valor da empresa para o proprietário a L'acqua di Fiori, temos:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + \text{risco pelo porte} \quad \text{equação 2.3}$$

$$K_e = 9\% + 0,34 (13,7\% - 9\%) + 9\%$$

$$K_e = 19,60\%$$

$$\text{Valor} = \frac{FC(1+g)}{(k_e - g)} \quad \text{equação 2.2}$$

$$\text{Valor limite inferior} = R\$ 38.800 \times (1,015) / (0,1960 - 0,015)$$

$$\text{Valor limite inferior} = R\$ 217.580,11$$

Valor limite superior = R\$ 72.900 x (1,015) / (0,1960 – 0,015)

Valor limite superior = R\$ 408.803,87

Assim, pelo método do fluxo de caixa descontado, o valor de uma unidade franqueada média da L'acqua di Fiori foi estimado no intervalo de R\$ 218 mil a R\$ 409 mil.

4.2 Resultados da Avaliação por Múltiplos

Os resultados obtidos aplicando-se a avaliação por múltiplos aos casos estudados foram resumidos a seguir no Quadro 2:

Avaliação por múltiplos de receita	Lanchão	L'acqua di Fiori	Fonte
(a) Múltiplo de receita mensal	6,0	5,0	Entrevista franqueadores
(b) receita mensal média - unidade (R\$)	80.000,00	45.000,00	Entrevista franqueadores
Valor da franquia estimado pelo múltiplo	480.000,00	225.000,00	(a) x (b)

Quadro 2 – Valor das Franquias pelo Método dos Múltiplos

Fonte: entrevistas com franqueadores

Assim, tomando-se por base os múltiplos praticados na compra e venda de unidades franqueadas das duas redes estudadas, o valor estimado da uma franquia da L'acqua di Fiori foi de R\$ 225 mil e do Lanchão de R\$ 480 mil.

5. Considerações Finais

Os resultados obtidos pelos dois métodos de avaliação, ou seja, pelo método do fluxo de caixa descontado e pelo método dos múltiplos de receita apresentaram convergência de resultados, como ilustrado na Figura 1, a seguir.

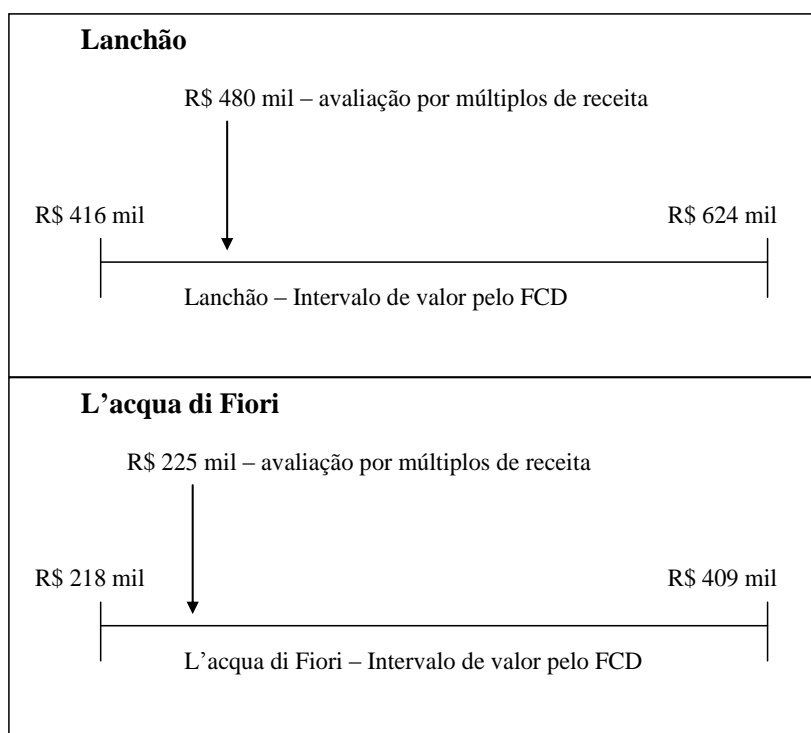


Figura 1 – Resumo dos Resultados Obtidos

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se, em relação ao Lanchão, que o valor obtido por meio dos múltiplos – R\$ 480 mil – está dentro do intervalo de valor estabelecido pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, ou seja, os métodos convergiram para valores similares. O mesmo ocorreu em relação a L'acqua di Fiori, cujo valor estimado por meio dos múltiplos de receita – R\$ 225 mil – também encontra-se dentro da faixa de valores estimada pelo método do FCD.

Uma vez que ambos os casos apresentaram essa convergência de valores, houve uma replicação teórica dos resultados dos estudos de caso, indicando evidências de que os múltiplos de receita podem sim possibilitar uma mensuração razoavelmente acurada para as franquias no Brasil, já que suas estimativas são coerentes com as do FCD. Tal evidência é coerente com a teoria, a qual ressalta que os múltiplos são aplicáveis a empresas ou negócios com fundamentos de valor semelhantes, ou seja, empresas com potencial de crescimento, custo de capital e fluxo de caixa livre similares. As franquias são justamente um exemplo de empresas criadas para serem as mais semelhantes possíveis umas das outras, sendo inclusive essa a proposta básica do modelo de negócios, replicar o sucesso de unidades já instaladas em outras localidades. Logo, também é razoável supor, que por conta dessa replicação de unidades exista uma convergência nos fundamentos de valor: potencial de crescimento, custo de capital e fluxo de caixa, o que torna o método dos múltiplos de receita apropriado para a análise como demonstraram os casos estudados.

Os resultados obtidos também sugerem que o método dos múltiplos de receita tende até a ser mais conservador do que o FCD, uma vez que suas estimativas estão bem mais próximas do limite inferior do intervalo de valor do que do limite superior. No

caso do Lanchão a avaliação por múltiplos estimou seu valor em R\$ 480 mil, bem mais próximo do limite inferior de R\$ 416 mil do que do limite superior de R\$ 624 mil. O mesmo ocorreu no caso da L'acqua di Fiori cujo valor estimado pelo múltiplo – R\$ 225 mil – está bem mais próximo do limite inferior de R\$ 218 mil do que do limite superior de R\$ 409 mil.

Uma explicação possível para isso seria que o método dos múltiplos de receita, justamente por trabalhar com menos informações que o FCD tende a superestimar o custo de capital da franquia em função da sua menor capacidade de estimar o risco implícito na avaliação, gerando assim valores inferiores a média dos valores estimados pelo FCD. Contudo, devido ao próprio método de pesquisa adotado por esse trabalho, bem como pelo seu escopo, tal explicação é uma possibilidade que não foi explorada, apenas sugerida pelos resultados obtidos. Essa pode ser considerada como uma primeira limitação da pesquisa realizada.

Uma segunda limitação seria o próprio método do estudo de caso, que apesar de permitir uma análise interessante das franquias, não permite uma generalização estatística dos resultados obtidos. Assim sugere-se como continuidade desse trabalho, uma nova pesquisa com base de dados ampla de franquias a fim de comprovar estatisticamente a convergência dos métodos dos múltiplos de receita e do FCD, bem como de explorar a sugestão de que a avaliação por meio de múltiplos tende a superestimar o custo de capital em comparação com o FCD. Assim os resultados obtidos por meio de uma replicação teórica de estudos de caso poderiam ser confirmados ou não com uma pesquisa que utilizasse amostragem probabilística sobre a base de dados da Associação Brasileira de Franchising – ABF, utilizando-se para tal as ferramentas estatísticas adequadas e assim contribuindo para um conhecimento mais profundo nas avaliações de franquias empresariais no Brasil.

REFERÊNCIAS

ABF. Associação Brasileira de Franchising. Informações e análises do setor. Disponível em <<http://www.abf.com.br>>. Acesso em novembro de 2011.

BMFBOVESPA. Bolsa brasileira de valores e mercadorias. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em novembro de 2011.

CHERTO, M. *et al. Guia Oficial do Instituto Franchising 2005*. São Paulo: ADC Editora, 2005.

COMBS, James G. et al. *Franchising Research: Major Milestones, New Directions and Its Future Within Entrepreneurship*. Entrepreneurship Theory & Practice Journal, Baylor University, May 2011.

COMDINHEIRO. Site de informações e análises do mercado financeiro brasileiro, supervisionado por professores da FEA/USP. Disponível em <http://www.comdinheiro.com.br>. Acesso em novembro de 2011.

COPELAND, Tom et. al. *Avaliação de Empresas "Valuation" – Calculando e gerenciando o valor das empresas*, 3 ed. São Paulo: Pearson, 2002.

DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Empresas*, 2 ed. São Paulo: Pearson, 2007.

_____. *A Face Oculta da Avaliação*. São Paulo: Makron Books, 2002.

FEYERABEND, P. *Contra o método*. São Paulo: editora Unesp, 2007.

IFA. *International Franchise Association*. Apresenta Informações sobre franchising no mundo. Disponível em: <<http://www.franchise.org>>. Acesso em novembro de 2011.

LAKATOS, Eva M.; MARCONI, Marina A. *Metodologia científica*. São Paulo: Atlas, 2001.

MATOS, D. M. e MOURA, H. J. *Proposta de um Modelo para Determinação do Custo de Capital Baseado em Análise Hierárquica*. RAC, v. 7, n. 4, Out/Dez., pp. 119-139, 2003.

SELLTIZ, Claire et al. *Método de pesquisa nas relações sociais*. São Paulo: Pedagógica Universitária, 1974.

VANCE, Patrícia de S. *Determinantes e Dinâmica do Uso de Formas Plurais em Redes de Franquias*. Tese de doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2010.

YIN, Robert K. *Estudo de Caso: Planejamento e Métodos*. Porto Alegre: Bookman, 2001.