

RAPHAEL LUIS BOURDON LINO

VICTOR ALVES MARTINS

Análise Econômico Financeira - *Valuation*
Aplicado à Empresa Localiza

PROJETO DE GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO
APRESENTADO AO DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA INDUSTRIAL
DA PUC-RIO, COMO PARTE DOS REQUISITOS PARA OBTENÇÃO
DO TÍTULO DE ENGENHEIRO DE PRODUÇÃO

Orientador: André Barreira da Silva Rocha

Departamento de Engenharia Industrial
Rio de Janeiro, 27 de novembro de 2020.

RESUMO

“Preço é o que você paga. Valor é o que você recebe”. Ao proferir essa célebre frase, Warren Buffet (2008), um dos maiores e mais renomados investidores do mundo, dava uma breve explicação que valor se atribui à qualidade do ativo seja ele uma ação ou uma mercadoria. No entanto, como um postulado de um bom investimento, não basta o ativo ter apenas qualidade para ser atrativo, ele deve ser pago por um preço menor do que seu valor justo.

Procurar empresas que têm seu valor acima dos “preços de tela” do mercado (regidos pela lei da oferta e demanda) e encontrar a desconexão entre os dois antes que essa distorção seja percebida pelo mercado é o trabalho não só de muitos analistas de empresas de fundos de investimentos como também investidores minoritários ao redor do mundo que visam ao lucro. Assim, diante da subjetividade no processo de atribuição de valor à uma empresa, utilizam-se métodos de *Valuation* que determinam o valor intrínseco das companhias a fim de descobrir o preço “justo” de entrada do ativo e avaliar decisões de aplicação de recursos financeiros.

Nesse sentido, o objetivo deste trabalho é, a partir do método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), capaz de trazer a Valor Presente Líquido (VPL) a capacidade de geração de riqueza da companhia no futuro mediante uma taxa de desconto, atribuir um valor para Localiza Rent a Car S.A., empresa que atua no setor de locação de veículos, venda de seminovos e gestão de frotas terceirizadas. Uma vez estimado esse valor, o presente trabalho ainda discorre sobre o resultado obtido, comparando-o com o preço de ação da empresa negociado a mercado.

Dessa forma, diante da elaboração de premissas para projetar os fluxos de caixa futuros, o trabalho contempla também um estudo detalhado da conjuntura do setor de aluguel de carros no Brasil e do contexto macroeconômico em que a empresa está inserida, bem como uma análise minuciosa da Localiza e sua *performance*.

Palavras-chave: *Valuation*, Fluxo de Caixa Descontado (FCD), Localiza, Locação de Veículos

ABSTRACT

“Price is what you pay. Value is what you get”. In uttering this famous phrase, Warren Buffet (2008), one of the largest and most renowned investors in the world, gave a brief explanation of the value attached to the quality of the asset, be it a stock or a commodity. However, as a postulate of a good investment, it is not enough for the asset to have only quality to be attractive, it must be paid at a price lower than its fair value.

Looking for companies that have their value above the "screen prices" of the market (guided by the law of supply and demand) and find the disconnect between these prices before this distortion is perceived by the market is the work not only of many analysts of investment fund companies but also minority investors around the world who aim for profit. Thus, given the subjectivity in the process of assigning value to a company, valuation methods are used that determine the intrinsic value of companies in order to discover the "fair" price of entry of the asset and evaluate decisions for the application of financial resources.

In this sense, the objective of this work is, from the Discounted Cash Flow (DCF) method, capable of bringing to Net Present Value (NPV) the company's wealth generation capacity in the future at a discount rate, to assign a value to Localiza Rent a Car S.A., a company that operates in the vehicle rental sector, sale of used cars and management of outsourced fleets. Once this value is estimated, the present study still discusses the result obtained, comparing it with the share price of the company traded on the market.

In this way, in view of the elaboration of premises to project future cash flows, the work also includes a detailed study of the conjuncture of the car rental sector in Brazil and the macroeconomic context in which the company is inserted, as well as a detailed analysis of Localiza and its performance.

Keywords: Valuation, Discounted Cash Flow (DCF), Localiza, Car Rental

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Árvore de modelos de avaliação	9
Figura 2 – Market Share do segmento de <i>Rent-a-Car</i> e sua penetração no mercado.....	23
Figura 3 – Market Share do segmento de terceirização de frotas e sua penetração no mercado	24
Figura 4 – Venda de carros novos e usados no Brasil	26
Figura 5 – <i>Market Share</i> do segmento de seminovos e sua penetração no mercado de usados	26
Figura 6 – Concessão de crédito automotivo e média de juros no segmento	27
Figura 7 – Os líderes ESG superaram quase 3x o índice tradicional	31
Figura 8 – Projeção da SELIC e do câmbio	36
Figura 9 – Elasticidade histórica <i>franchising</i>	40
Figura 10 – Preço/Ação: WACC x Perpetuidade	48

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 – Valor presente do Fluxo de Caixa Descontado.....	10
Equação 2 – Valor presente do Fluxo de Caixa Descontado do Acionista	11
Equação 3 – Valor presente do Fluxo de Caixa Descontado da Empresa	12
Equação 4 – Valor terminal	13
Equação 5 – WACC	13
Equação 6 – CAPM	14
Equação 7 – Custo de capital próprio pela abordagem Bludgeon.....	15
Equação 8 – Custo de capital próprio pela abordagem Beta	16
Equação 9 – Custo de capital próprio pela abordagem Lambda	16
Equação 10 – Custo de capital de terceiros	17
Equação 11 – Custo de capital de terceiros por <i>benchmark</i>	17
Equação 12 – Cálculo da projeção da receita de <i>franchising</i> : Ano 2020P.....	40
Equação 13 – Cálculo da projeção da receita de <i>franchising</i>	40
Equação 14 – Cálculo da projeção da depreciação.....	42
Equação 15 - Cálculo da alíquota de depreciação	42
Equação 16 – Conversão do WACC em US\$ para WACC em R\$	47

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Fluxo de Caixa do Acionista	11
Tabela 2 – Fluxo de Caixa da Empresa	12
Tabela 3 – Projeções e dados históricos dos indicadores macroeconômicos	19
Tabela 4 – Série histórica anual da receita líquida por segmento de negócio	39
Tabela 5 – Premissa para projeção do CPV	41
Tabela 6 – Projeção do ativo imobilizado	43
Tabela 7 - Projeção do CAPEX por classificação	44
Tabela 8 - DRE projetado da Localiza	44
Tabela 9 - Premissas de projeção da variação de capital de giro e do IR.....	45
Tabela 10 – Estrutura de capital do ano 2024P e perpetuidade.....	45
Tabela 11 – Parâmetros para o cálculo do WACC	46
Tabela 12 – Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE) da Localiza	46
Tabela 13 – Cálculo do valor terminal (R\$ milhões)	47
Tabela 14 – Valuation da Localiza	47

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Faturamento anual das locadoras	21
Gráfico 2 – Frota total das locadoras.....	22
Gráfico 3 – Participação do setor no total de emplacamentos.....	22
Gráfico 4 – Venda de seminovos das 3 maiores locadoras nacionais	27
Gráfico 5 – Meta SELIC de 15/01/2014 até 27/10/2020.....	37
Gráfico 6 – Série histórica trimestral da receita líquida por segmento de negócio	38
Gráfico 7 – Regressão linear da receita histórica GTF.....	41

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	7
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	9
2.1 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	9
2.2 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)	10
2.3 CUSTO DE CAPITAL.....	13
2.3.1 Custo de capital próprio	14
2.3.2 Custo de capital de terceiros.....	16
3. METODOLOGIA	18
4. ANÁLISE SETORIAL	20
4.1 ALUGUEL DE CARROS.....	23
4.2 GESTÃO E TERCEIRIZAÇÃO DE FROTA.....	23
4.3 VENDA DE SEMINOVOS	25
5. ESTUDO DE CASO: LOCALIZA.....	28
5.1 BREVE HISTÓRICO	28
5.2 ESTRUTURA SOCIETÁRIA.....	29
5.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	29
5.4 TRIPIÉ DA SUSTENTABILIDADE.....	31
5.5 VISÃO GERAL	32
6. ANÁLISE MACROECONÔMICA.....	34
6.1 TAXA DE JUROS	34
6.2 POLÍTICA FISCAL	34
6.3 CÂMBIO	35
6.4 INTERPRETAÇÃO DOS DADOS	36
7. VALUATION.....	38
7.1 PROJEÇÃO DA RECEITA	38
7.2 PROJEÇÃO DOS CUSTOS	41
7.3 PROJEÇÕES DAS DESPESAS E DO CAPEX.....	42
7.4 APLICAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (FCD)	44
7.6 A FUSÃO	48
8. CONCLUSÃO	49
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	50

1. INTRODUÇÃO

Diante da expressiva crise mundial de saúde conduzida pela doença denominada por COVID-19 pela Organização Mundial da Saúde (OMS), a sociedade e as organizações assumiram um papel substancial no enfrentamento aos desafios revelados a fim de reduzir os impactos da pandemia. Nessa perspectiva, indicadores econômicos têm apresentado efeitos desfavoráveis como estimativas negativas do Produto Interno Bruto (PIB), aumento do pedido de seguro desemprego, dentre outros.

Com a adoção de medidas de restrição social e de circulação, a pandemia restringiu a mobilidade urbana, impactando diretamente o negócio das locadoras de veículos. No caso da Localiza, empresa líder do setor no Brasil, reduziu-se o atendimento do segmento de aluguel de carros para poucas agências e as lojas de seminovos foram fechadas em atendimento às recomendações do Ministério da Saúde e às legislações locais.

Nesse sentido, o presente trabalho busca determinar o valor “justo” da Localiza de acordo com as premissas adotadas no estudo através do método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Para alcançar esse objetivo geral, analisou-se o setor de locação de veículos no Brasil e seus principais *players*, o processo de negócio e os últimos resultados da Localiza, a sensibilidade de *performance* da companhia às variações macroeconômicas, bem como a projeção do seu fluxo de caixa.

Os principais fatores motivacionais que levaram à escolha da empresa selecionada foram: o forte crescimento do setor de locação de veículos impulsionada pelos aplicativos de mobilidade urbana e pela mudança cultural dos brasileiros nos últimos anos, a alta relação do setor com a política fiscal do país o que nos permite entender melhor o cenário macroeconômico e o fato da Localiza ter liderança nos segmentos de negócio em que atua no Brasil onde o setor é ainda muito pulverizado entre as locadoras.

O trabalho está estruturado em 8 capítulos. Primeiramente, é apresentada a contextualização do tema definido e o seu respectivo problema, a motivação para a sua escolha, assim como o detalhamento dos objetivos do projeto. No capítulo seguinte, a teoria dos conceitos os quais serão, posteriormente, necessários para auferir o valor da empresa, é revisada. Com a literatura descrita, o capítulo de metodologia apresenta o método de pesquisa utilizado no trabalho. Em seguida, realiza-se uma análise setorial e da empresa Localiza nos capítulos 4 e 5, respectivamente.

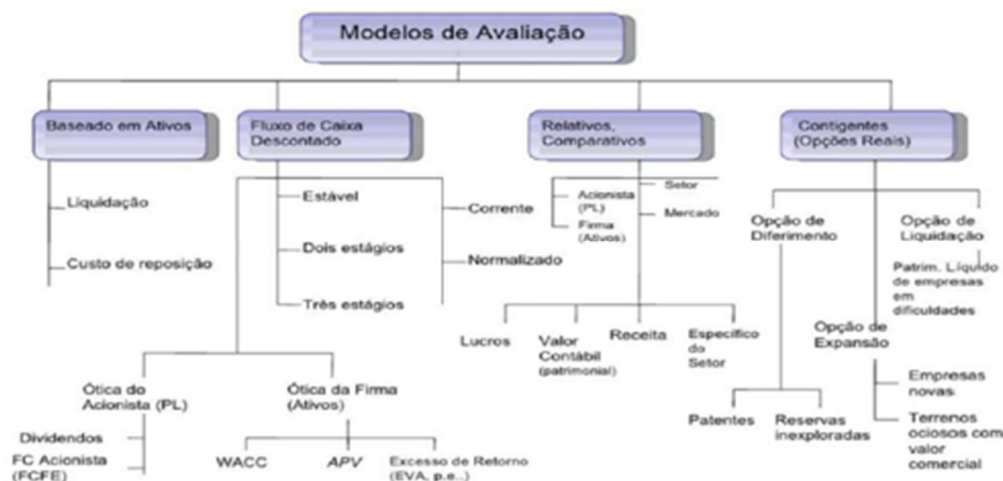
No capítulo 6, é feita uma análise macroeconômica para entender e explicar os impactos que a companhia poderá ter com a modificação de variáveis econômicas. Na sequência, o capítulo 7 se destina à aplicação da abordagem de avaliação intrínseca da empresa estudada, assim como a análise de sensibilidade dos principais parâmetros do modelo, a fim de obter-se um preço-alvo para a Localiza ao término do estudo. Por fim, conclui-se a obra com a discussão dos resultados obtidos com o método, comparando o valor da empresa calculado com o valor que o mercado está precificando-a no momento e buscando entender tais divergências.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

De acordo com Damodaran (2012), embora haja diversos modelos de avaliação para precificar um ativo como apresentado na figura 1, existem apenas duas abordagens: intrínseca e relativa. Na avaliação intrínseca, o ponto de partida é uma proposição simples: “O valor intrínseco de um ativo é determinado pelos fluxos de caixa que se espera sejam gerados pelo bem durante sua vida útil e pelo grau de incerteza a eles associados”. Dessa forma, ativos com fluxos de caixa altos e estáveis devem valer mais do que ativos com fluxos de caixa baixos e voláteis.

Figura 1 – Árvore de modelos de avaliação



Fonte: Damodaran, 2007

Apesar do foco, em princípio, dever concentrar-se na abordagem intrínseca, grande parte dos ativos têm sua precificação avaliada em bases relativas. Na avaliação relativa, o valor dos ativos é estimado por meio de comparação com o preço de mercado de ativos semelhantes. No mercado de ações, compara-se os múltiplos de determinada companhia com os das outras companhias que são consideradas seus pares de mercado (Damodaran, 2012).

Damodaran (2012) declara que não há motivo para escolher uma das abordagens em detrimento da outra. Na verdade, as chances de sucesso são elevadas ao investir em ações que estão subvalorizadas tanto na base intrínseca quanta na relativa. Trata-se, portanto, de uma ideia interessante a utilização de ambas as abordagens simultaneamente na avaliação do mesmo investimento. No entanto, adotou-se exclusivamente o modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) como a abordagem intrínseca no presente trabalho.

2.2 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Na avaliação de fluxo de caixa descontado, segundo Damodaran (2004), o valor de qualquer ativo é estimado descontando os fluxos de caixa sobre ele a uma taxa que é função do seu risco conforme demonstrado na equação 1. Ele ainda complementa que o valor do ativo é determinado por quatro fatores: a capacidade de geração de fluxo de caixa a partir da capacidade instalada, a taxa de crescimento desses fluxos de caixa, o custo de capital e o tempo transcorrido até a empresa atingir o estágio de crescimento estável.

Equação 1 – Valor presente do Fluxo de Caixa Descontado

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Fonte: Damodaran, 2012

Onde:

n = Vida do ativo;

CF_t = Fluxo de caixa no período t;

r = Taxa de desconto refletindo o risco dos fluxos de caixa estimados.

Damodaran (1997) afirma que:

Existem dois caminhos para a avaliação por fluxo de caixa descontado: o primeiro é avaliar apenas a participação acionária do negócio, enquanto o segundo é avaliar a empresa como um todo, que inclui, além da participação acionária, a participação dos demais detentores de direitos na empresa (detentores de bônus, acionistas preferenciais, etc.). Embora ambas abordagens descontem fluxos de caixa esperados, os fluxos de caixa e taxas de desconto relevantes são diferentes em cada caminho.

Para avaliar o patrimônio líquido, os fluxos de caixa esperados para o acionista (ou seja, os fluxos de caixa residuais após atender a todas as despesas, necessidades de reinvestimento, obrigações fiscais e pagamentos de juros e principal) são descontados pelo custo do capital próprio (Damodaran, 2012). De acordo com Assaf Neto (2019), esse caixa que resta ao acionista e pode ser distribuído por meio de dividendos ou recompras de ações é definido como Fluxo de Caixa Disponível do Acionista (*Free Cash Flow to the Equity*, em inglês). A equação 2 e a tabela 1 representam a formulação para se obter o valor do patrimônio líquido e o procedimento para calcular o FCDA, respectivamente.

Equação 2 – Valor presente do Fluxo de Caixa Descontado do Acionista

$$\text{Valor do ativo} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to equity}_t}{(1 + k_e)^t}$$

Fonte: Damodaran, 2012

Onde:

n = Vida do ativo;

$CF \text{ to equity}_t$ = Fluxo de caixa esperado do acionista no período t ;

k_e = Custo do capital próprio.

Tabela 1 – Fluxo de Caixa do Acionista

FLUXO DE CAIXA DO ACIONISTA
Receita Operacional Líquida
(-) Custos dos Produtos Vendidos e Despesas
(=) EBIT (<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>)
(-) Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSSL)
(=) EBIT * (1 - alíquota de IR)
(+) Depreciação
(-) Investimentos
(-) Variação do Capital de Giro
(-) Despesas Financeiras * (1 - alíquota de IR)
(+) Novas Dívidas
(=) Fluxo de Caixa do Acionista

Fonte: Damodaran, 2007

Em contrapartida, para avaliar toda a empresa, os fluxos de caixa esperados para a empresa (isto é, os fluxos de caixa residuais posteriores a dedução de todas as despesas operacionais, necessidades de reinvestimento e impostos, mas antes do pagamento de dívida ou aos acionistas) são descontados pelo custo médio ponderado do capital (WACC), que é o custo de financiamento dos ativos utilizados pela empresa que inclui capital próprio e capital de terceiros (Damodaran, 2012). Conforme Assaf Neto (2019) afirma, esse Fluxo de Caixa Disponível (ou Livre) da Empresa (*Free Cash Flow to the Firm*, em inglês) equivale ao excesso operacional de caixa que pertence aos acionistas e credores. A equação 3 e a tabela 2 demonstram a formulação para se obter o valor da empresa e as operações para o FCDE ser calculado, respectivamente.

Equação 3 – Valor presente do Fluxo de Caixa Descontado da Empresa

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to firm}_t}{(1 + WACC)^t}$$

Fonte: Damodaran, 2012

Onde:

n = Vida do ativo;

$CF \text{ to firm}_t$ = Fluxo de caixa esperado da empresa no período t;

WACC = Custo médio ponderado do capital.

O modelo de fluxo de caixa da empresa pode ser representado da seguinte forma:

Tabela 2 – Fluxo de Caixa da Empresa

FLUXO DE CAIXA DA EMPRESA
Receita Operacional Líquida
(-) Custos dos Produtos Vendidos e Despesas
(=) EBIT (<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>)
(-) Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSSL)
(=) EBIT * (1 - alíquota de IR)
(+) Depreciação
(-) Investimentos
(-) Variação do Capital de Giro
(=) Fluxo de Caixa da Empresa

Fonte: Damodaran, 2007

A indefinição da vida de uma empresa é uma questão adicional na avaliação de qualquer negócio. Como uma alternativa de não lidar com a dificuldade em prever décadas de desempenho para resolver esse problema, o valor da empresa pode ser dividido em dois períodos, um durante e um após o período de previsão explícita. Para este último, o uso de uma fórmula de valor contínuo descarta a necessidade de prever detalhadamente o fluxo de caixa da empresa por um período prolongado (McKinsey & Company, Inc. et al, 2000).

Nesse sentido, Damodaran (2012) destaca que há duas formas de avaliar o período após a previsão do fluxo de caixa: uma abordagem de continuidade, na qual assumimos que a empresa continua a fornecer fluxos de caixa em perpetuidade e uma abordagem de liquidação, em que assumimos que a empresa não dura para sempre e serão liquidadas em algum momento no futuro. No trabalho acadêmico em questão, exploraremos apenas a primeira delas.

Considerando a abordagem de continuidade operacional, à medida que a empresa cresce, torna-se mais difícil manter o nível de crescimento e, eventualmente, crescerá a uma taxa no máximo equivalente à taxa de crescimento da economia em que opera. Essa taxa de crescimento estável por sua vez pode ser mantida em perpetuidade, permitindo estimar o valor de todos os fluxos de caixa a partir desse ponto como um valor terminal para a empresa (Damodaran, 2012). O cálculo do valor terminal é expresso pela equação 4 abaixo:

Equação 4 – Valor terminal
Geração de caixa no ano (n + 1)

$$\text{Valor terminal no ano } n = \frac{\text{Geração de caixa no ano } (n + 1)}{\text{Taxa de desconto} - \text{Taxa de crescimento perpétua}}$$

Fonte: Damodaran, 2012

2.3 CUSTO DE CAPITAL

O custo de capital dos investidores é uma média ponderada composta pelo custo de capital do acionista e pelo custo de capital do credor líquido de benefício fiscal (*Tax Shield*) ponderados pelos seus respectivos pesos no capital total. Esse custo é nomeado como *weighted average cost of capital* (WACC), que em português significa custo médio ponderado do capital (Serra & Wickert, 2020, p.51). Nesse sentido, a formulação de cálculo do custo total de capital é apresentada da seguinte forma:

Equação 5 – WACC

$$\text{WACC} = \left(K_e \times \frac{PL}{P + PL} \right) + \left[K_i \times (1 - IR) \times \frac{P}{P + PL} \right]$$

Fonte: Assaf Neto, 2019

Onde:

WACC = Custo total de capital (custo médio ponderado de capital);

K_e = Custo de oportunidade do capital próprio;

K_i = Custo explícito de capital de terceiros (dívidas onerosas);

IR = Alíquota de imposto de renda;

P = Capital oneroso de terceiros (passivos com juros) a valor de mercado;

PL = Capital próprio a valor de mercado.

De acordo com Assaf Neto (2019), o WACC representa o custo de oportunidade dos investidores, indicando o retorno mínimo que eles esperam obter em outros investimentos de risco equivalente para remunerar as expectativas de ganhos dos credores e acionistas.

2.3.1 Custo de capital próprio

O custo de capital próprio é uma medida implícita que expressa o quanto se espera de retorno dos recursos próprios da empresa, calculada com referência em taxas de juros de mercado e risco. Pode ser entendido também como a remuneração mínima exigida pelos investidores para obter ações de uma empresa, ou seja, aquela que cubra o custo de oportunidade do capital investido (Assaf Neto, 2019, p.72).

Para Assaf Neto (2019), embora haja outras abordagens disponíveis na literatura para estimar o custo de capital próprio, o modelo de precificação de ativos (*Capital Asset Pricing Model* - CAPM) é o método amplamente difundido no mercado para o cálculo da taxa de desconto do acionista. De acordo com Damodaran (2012), essa é a ferramenta mais usada para medir a exposição de uma empresa ao risco de mercado quando se admite a proposição de Markowitz (1952) de que o único risco relevante é o risco não diversificável. A formulação do CAPM é a seguinte:

Equação 6 – CAPM

$$k_s = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

Fonte: McKinsey & Company, Inc. et al, 2000

Onde:

k_s = Custo de capital próprio;

r_f = Taxa livre de risco (*Risk-free rate*);

$E(r_m)$ = Valor esperado da taxa de retorno do portfólio de mercado;

$E(r_m) - r_f$ = Prêmio de risco de mercado (*Market risk premium*);

β ou beta = Risco sistemático (*Systematic risk*).

O beta mede o risco de uma companhia relacionado ao risco sistemático (não diversificável) de mercado. Para companhias de capital aberto, o beta pode ser obtido pela inclinação da reta de regressão linear do retorno da ação com o retorno do mercado, isto é, o beta equivale ao coeficiente angular dessa reta (Assaf Neto, 2019).

Tecnicamente, um ativo livre de risco deve apresentar simultaneamente 3 características básicas: inexistência de risco de inadimplência (*default*), de risco de reinvestimento, ou seja, não deve haver pagamento de juros ou amortização na vida útil do título, e não ser sensibilizado pela oscilação da taxa de juros (Póvoa, 2020, p.222). Há, no entanto, três alternativas

disponíveis de títulos públicos nos Estados Unidos que se aproximam de um ativo livre de risco: *Treasury Bills*, *10-year Treasury Bonds* e *30-year Treasury Bonds* (McKinsey & Company, Inc. et al, 2000).

Dentre as alternativas acima, recomenda-se o uso da taxa dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos com vencimento de 10 anos. Isso porque a *duration* das *10-year Treasury Bond* se aproxima a da carteira do índice do mercado de ações (por exemplo, o S&P 500) e o seu uso é, portanto, consistente com os betas e prêmios de risco de mercado estimados em relação a essas carteiras. Outras duas características desse título público que justificam a recomendação são o preço dos títulos do Tesouro de 10 anos ser menos sensível às mudanças inesperadas da inflação, e assim eles têm um beta menor do que aos mesmos com maturidade de 30 anos, e, além disso, o prêmio de liquidez embutido nas taxas de 10 anos poder ser ligeiramente inferior aos das obrigações de 30 anos (McKinsey & Company, Inc. et al, 2000).

Adicionalmente, uma outra razão para utilizar-se a 10-year Treasury Bond é o fato da sua *duration* geralmente ser mais próxima à duração do fluxo de caixa da empresa sendo avaliada do que a da *Treasury Bills* cuja taxa é de curto prazo. Vale ressaltar que a taxa de 10 anos dos títulos americanos pode ser entendida como uma estimativa da média geométrica das taxas esperadas dos *Treasury Bills* a curto prazo (McKinsey & Company, Inc. et al, 2000).

Segundo Damodaran (2003), uma vez que o risco adicional de se investir em um país de mercado emergente não pode ser diversificado, faz sentido pensar em se estimar um prêmio de risco-país. Após estimar tal prêmio, a questão final a ser abordada refere-se à exposição de empresas individuais ao risco-país. Dessa forma, ele discorre sobre 3 diferentes abordagens e suas características:

- i. A abordagem Bludgeon: É a suposição de que todas as empresas de um mercado estão igualmente expostas ao risco-país. Além de ser a abordagem mais simplista, ela é a mais usada frequentemente.

Equação 7 – Custo de capital próprio pela abordagem Bludgeon

$$k_s = r_f + \beta(ERP_{maduro}) + CRP$$

Fonte: Damodaran, 2003

Sendo:

ERP_{maduro} = Prêmio de Risco de Ações no mercado maduro (*Mature Market Equity Risk Premium*);

CRP = Prêmio de Risco-País (*Country Risk Premium*).

- ii. A abordagem Beta: Assume que a exposição da empresa ao risco-país é proporcional a todos os outros riscos de mercado, que é medido pelo beta.

Equação 8 – Custo de capital próprio pela abordagem Beta

$$k_s = r_f + \beta(ERP_{maduro} + CRP)$$

Fonte: Damodaran, 2003

- iii. A abordagem Lambda: Consiste numa abordagem mais geral que admite que a empresa possa ter uma exposição ao risco-país que é diferente a sua exposição em outros mercados. O lambda é definido como a medida de exposição de certa empresa ao risco-país.

Equação 9 – Custo de capital próprio pela abordagem Lambda

$$k_s = r_f + \beta(ERP_{maduro}) + \lambda(CRP)$$

Fonte: Damodaran, 2003

2.3.2 Custo de capital de terceiros

O custo de capital de terceiros, é o custo atualizado a realidade corrente de mercado que uma empresa incorre ao captar empréstimos e financiamentos em moeda nacional e estrangeira. Em outras palavras, o custo da dívida representa o custo de oportunidade de mercado dos recursos de terceiros (dívidas onerosas) usados no financiamento de investimentos. Ao contrário do custo de capital próprio, ele é um custo explícito, mensurado pela taxa de retorno que iguala as entradas com as saídas de caixa em um determinado momento (Assaf Neto, 2019).

Há quatro formas conhecidas que um analista de avaliação de empresas utiliza para se estimar o custo de capital dos credores. A primeira delas é por meio de um modelo de crédito que estabelece, a partir de uma análise quantitativa, qualitativa ou comparativa com empresas similares, o risco de crédito que é usado na definição de um *spread* a ser cobrado em cima de uma taxa básica. A segunda e a terceira é através de da média ponderada dos custos das dívidas existentes e por meio de um título de dívida negociado no mercado que a empresa tenha, respectivamente. Tais dívidas devem ser representativas em termos de tamanho, custo, prazo e garantia. Por fim, a última maneira e a menos comum é por meio do CAPM (Serra & Wickert, 2020).

De acordo com Assaf Neto (2019), pela primeira forma de estimação, o custo de capital de capital de terceiros é determinado através da equação 10 abaixo. Valendo destacar que, após

o cálculo abaixo, o custo da dívida deve ser deduzido do imposto de renda (IR/CSSL) sobre os encargos financeiros apropriados por competência em cada exercício.

Equação 10 – Custo de capital de terceiros

$$\text{Custo da Dívida (K}_i\text{)} = \text{Risk Free} + \text{Spread de Risco da Empresa}$$

Fonte: Assaf Neto, 2019

O risco de inadimplência (*default*) da empresa destaca a probabilidade de o credor não receber o empréstimo concedido no prazo de vencimento, ou seja, a possibilidade de uma obrigação não ser honrada de acordo com as condições previamente contratadas. E, para compensar esse risco, é acrescido aos juros da operação um prêmio de risco de forma a compensar a possibilidade de não pagamento o que se nomeia de *spread* de risco da empresa. A classificação de risco e o respectivo *spread* de inadimplência são publicados pelas agências de *rating*, balizando as taxas de empréstimos do mercado através de classificações padronizadas as quais chamamos de *ratings* (Assaf Neto, 2019).

Segundo Assaf Neto (2019), em países emergente, o custo da dívida é oneroso pelo risco país, que reflete o risco de inadimplência da economia. Propõe-se que nenhuma empresa pode tomar recursos no exterior pagando uma taxa de juros inferior àquela que o país desembolsaria, carregando o risco país em todas suas operações realizadas no mercado financeiro internacional. Assim, diante desse pressuposto, pode-se sugerir o cálculo adaptado de custo da dívida (K_i) de uma companhia em economia emergente da seguinte forma:

Equação 11 – Custo de capital de terceiros por *benchmark*

$$\text{Custo da Dívida (K}_i\text{)} = \text{Risk Free} + \text{Spread da Empresa} + \text{Risco País}$$

Fonte: Assaf Neto, 2019

Póvoa (2020) complementa que, geralmente, as agências de *rating* determinam que a nota de crédito de um país é uma espécie de teto para as notas das empresas nacionais. Apesar de não ser incomum, sobretudo, em crises relacionadas a saúde financeira das dívidas de governos, o mercado costuma obedecer esse padrão.

3. METODOLOGIA

Esse capítulo abordará a metodologia selecionada e empregada para a realização dessa pesquisa, isto é, como o estudo foi elaborado e conduzido pelos autores. O capítulo abordará as seguintes etapas metodológicas: (i) tipo de pesquisa; (ii) coleta de dados; (iii) tratamento e análise de dados; e (iv) limitação do método selecionado.

A pesquisa realizada classifica-se como uma pesquisa exploratória. De acordo com Gil (2008), esse tipo de pesquisa tem como principal finalidade explorar o tema de forma a suscitar questionamentos que possam ser respondidos por estudos posteriores. A técnica utilizada foi a de pesquisa documental por meio da análise de documentos relevantes ao desempenho financeiro da empresa, bem como documentos que contenham informações sobre o cenário externo que impacta a empresa estudada. A pesquisa levou em consideração tanto os aspectos microeconômicos como as tendências competitivas na participação de mercado e preço, no que tange à organização Localiza, quanto o ambiente macroeconômico e seus fatores externos que têm grande impacto nas decisões e previsões organizacionais.

Em relação à coleta de dados, a investigação proposta é de natureza quantitativa por se tratar de dados numéricos financeiros da empresa e de mercado. O objetivo de coletar dados quantitativos consiste na identificação dos fatores que influenciam os resultados. Porém, pode-se considerar que a pesquisa também tem uma abordagem qualitativa, uma vez que buscou-se compreender o significado dos dados coletados na análise de documentos relacionados tanto à empresa quanto ao cenário do mercado brasileiro.

A coleta de dados foi realizada em forma de pesquisa documental de fontes secundárias que estão disponíveis para o mercado, tais como: relatórios de divulgação de resultados da Localiza no *website* de Relação com Investidores da empresa; *website* da bolsa de valores do Brasil (B3); reportagens sobre o setor de aluguel de carros em revistas e *websites* especializados; artigos nos jornais com as principais notícias do setor e da empresa; relatórios de análise (*research*) de instituições financeiras; sistema de informações da Bloomberg; documentos com informações referentes a expectativas em relação à economia local e dos Estados Unidos divulgados pelo Banco Central do Brasil e pelo Federal Reserve Board (FED), respectivamente; bancos de dados disponíveis no *website* do Damodaran; e livros teóricos sobre *Valuation* e finanças corporativas.

Quanto ao tratamento e análise dos dados, inicialmente, a pesquisa aprofundou-se no emprego de análises estatísticas como as representações gráficas ao analisar a indústria de

locação de veículos no Brasil e seus participantes de mercado. A partir dos dados de 2010 ao 3T20 disponibilizados no portal dos investidores da empresa, realizou-se, além do cálculo de indicadores financeiros, uma análise horizontal e vertical no Balanço Patrimonial (BP) e no Demonstrativo de Resultado da Exercício (DRE) da empresa a fim de identificar, através de suas representatividades, as principais contas contábeis e linhas de receitas/despesas a serem investigadas.

Com base nas conclusões obtidas por essas análises e na observação do comportamento das contas contábeis e das linhas do DRE ao longo dos trimestres passados, elaborou-se teses de projeção. Tendo realizada a projeção do DRE e de outros documentos contábeis baseada nas premissas adotadas num horizonte de 5 anos, foi possível a aplicação do método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) por meio do qual, utilizando o custo médio ponderado de capital (WACC) como a de taxa de desconto, chegou-se a um preço-alvo por ação da companhia. Em seguida, procuramos entender os efeitos da variação dos parâmetros pela análise de sensibilidade. No capítulo 7, pode-se entender com detalhes a construção de cada premissa, os parâmetros usados no método, bem como as suas justificativas e a formulação utilizada.

Vale destacar que o presente trabalho é baseado nas expectativas de mercado representadas pela tabela 3. As projeções do Produto Interno Bruto (PIB), taxa de câmbio, SELIC e IPCA foram obtidas pelo relatório FOCUS do Banco Central do Brasil do dia 13/11/2020. Já a projeção do indicador macroeconômico de inflação dos Estados Unidos (Índice de Preços ao Consumidor - CPI) foi obtida pelo sistema Bloomberg onde os vértices mais distantes foram confirmados pelo relatório de novembro de 2020 do FED.

Tabela 3 – Projeções e dados históricos dos indicadores macroeconômicos

Indicadores Macroeconômicos	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
PIB (% a.a)	7,53	3,97	1,92	3,00	0,50	-3,55	-3,31	1,06	1,12	1,10	-4,66	3,31	2,50	2,50	2,50
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	1,88	2,04	2,34	2,66	2,66	3,90	3,26	3,31	3,87	4,03	5,41	5,20	5,00	4,88	4,88
SELIC (% a.a)	10,75	11,00	7,25	10,00	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	2,75	4,50	6,00	6,00
IPCA (% a.a)	5,91	6,50	5,84	5,91	6,41	10,67	6,29	2,95	3,75	4,31	3,25	3,22	3,50	3,25	3,25
Inflação EUA - CPI (% a.a)	1,50	2,96	1,74	1,50	7,60	7,30	2,07	2,11	1,91	2,29	1,20	1,90	2,00	2,00	2,00

Fonte: Banco Central do Brasil, Bloomberg e Federal Reserve, 2020

A respeito da limitação do método, por estarmos em um período de extrema incerteza na economia global e por entendermos que os fatores políticos e macroeconômicos podem alterar o futuro da companhia e conduzir a resultados materialmente diferentes do negócio da Localiza, ressaltamos que o método de pesquisa adotado tem limitações, uma vez que as projeções podem ficar distantes da realidade nos próximos anos.

4. ANÁLISE SETORIAL

O modelo de negócio do setor de locação pode ser caracterizado pela necessidade de capital intensivo e pela alta alavancagem financeira. Apesar da queda da Selic ter impacto direto em todos os negócios do país, essa queda favorece ainda mais as locadoras devido a sua característica. Dessa forma, as vantagens competitivas que as empresas do setor podem ter perante as demais são as seguintes: a captação de recursos pelo menor custo de mercado, a compra dos veículos pelo menor preço, considerando o desconto obtido pelas montadoras, e a venda dos mesmos pelo maior valor possível que consiga absorver a demanda do mercado e, assim, maximizar o faturamento.

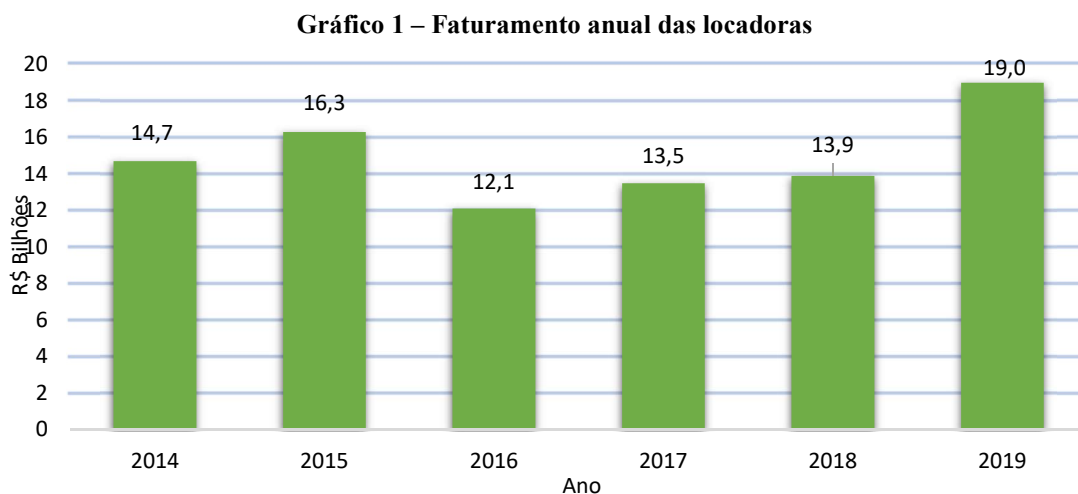
O setor de locação de veículos, no Brasil, é muito fragmentado em comparação com os Estados Unidos, onde as três maiores empresas (Enterprise, Hertz e Avis) detêm mais de 90% do mercado. Segundo estimativas da corretora Planner, as três maiores empresas nacionais (Localiza, Unidas e Movida) são responsáveis por apenas 36% do faturamento do setor no país que correspondeu a R\$ 19,0 bilhões de receita líquida com um mercado constituído por um total de 10.812 locadoras em 2019.

Essa pulverização é positiva para as mais consolidadas ampliarem ainda mais as suas vantagens competitivas em relação às concorrentes, aumentando significativamente as barreiras de entrada e facilitando a compra das menores e menos rentáveis, já que, segundo a Associação Brasileira das Locadoras de Automóveis (ABLA), são poucas aquelas empresas que conseguem obter uma boa rentabilidade. Ainda na lógica da pulverização setorial, existe também espaço para fusão entre empresas que enxergam sinergia entre as operações visando aumentar o faturamento e a diminuição de custos. Dessa forma, podemos entender que há espaço para a Localiza, Movida e Unidas expandirem a liderança no médio prazo.

No Brasil, a locação de veículos é um setor que obteve forte expansão em percentuais superiores à evolução do PIB ou da própria frota de automóveis nos últimos anos. Segundo a corretora do Santander, o mercado de aluguel cresceu aproximadamente 22% no período 2013-2018.

O gráfico 1 apresenta como foi o faturamento das locadoras no intervalo dos últimos 6 anos, período no qual o país passou por uma crise econômica e, em seguida, uma fase de recuperação. O faturamento das companhias de locação, em 2015, ano em que o PIB caiu 3,6%, teve um aumento de 10,9% em relação a 2014. No entanto, o faturamento do setor caiu abruptamente 25,8% em 2016 por razão da forte contração econômica. A recuperação teve

início em 2017 (+11,6%), sendo mais modesta em 2018 (+3,0%) e mais acelerada em 2019 (+36,7%).



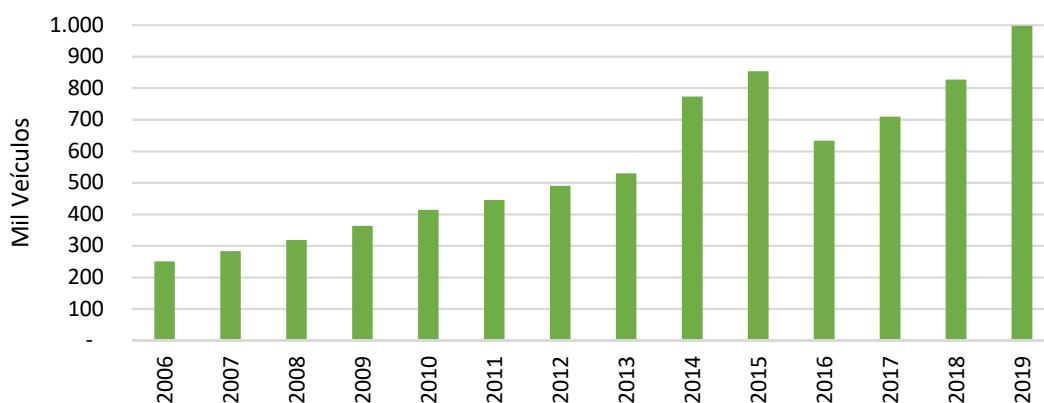
Fonte: ABLA, 2020

O crescimento das locadoras foi significativamente impulsionado pela expansão do uso de aplicativos de mobilidade urbana no país como, por exemplo, Uber, Cabify, 99, dentre outros. Tal expansão teve início quando milhares de pessoas consideraram o trabalho como motorista de aplicativo uma ótima opção durante a recessão caracterizada pelo elevado nível de desemprego. No caso da companhia Uber, o número de motoristas/entregadores parceiros no Brasil chega a 1 milhão. Podemos também atribuir a ascensão dos aplicativos de transportes ao desenvolvimento de uma cultura baseada em priorizar experiências contrapondo uma cultura de independência e *status* social gerada pela posse de um automóvel próprio, visto que a locomoção segura e individual se tornou acessível a quase todas as camadas sociais.

Entretanto, estima-se que apenas entre 10% a 15% dos negócios das locadoras no segmento de aluguel se destine a esse público. Além disso, segundo a Movida, somente 3,5% da população brasileira já alugou carro. Então, acredita-se que, por esses motivos somado ao aumento da terceirização de frotas pelas corporações, o negócio de locação tem boa perspectiva de crescimento.

No intuito de sanar a demanda crescente por aluguel de carros, a frota das locadoras (automóveis e comerciais leves) aumentou 141,7% nos dez anos anteriores a 2019, numa taxa anual composta de 9,2%, atingindo um volume total de 997,4 mil veículos no ano passado segundo os dados da ABLA. A diminuição das frotas em 2016 foi reflexo da crise econômica, apesar do crescimento acelerado nos anos posteriores, como visto no gráfico 2.

Gráfico 2 – Frota total das locadoras



Fonte: ABLA, 2020

Tal crescimento das frotas elevou significativamente a participação das compras das locadoras no total de veículos vendidos pelas montadoras. Isso é muito importante para as empresas de locação, já que pela economia de escala podem obter altos descontos (estimados na faixa de 20%) e aumentar suas rentabilidades. O gráfico 3 (considera automóveis e comerciais leves de locadoras com CNAEs primários) retrata esta evolução, que se acentuou ainda mais após a recente crise econômica do país.

Gráfico 3 – Participação do setor no total de emplacamentos



Fonte: ABLA, 2020

No Brasil, a frota das locadoras é concentrada por carros populares ou de “entrada” (em 2018, 26,0% do total) devido à renda mais baixa da população. Adicionalmente, é evidente uma maior predominância das locadoras na região Sudeste, a mais desenvolvida do país.

O setor de aluguel de carros pode ser dividido em locação de veículos (“rent-a-car” ou RAC), terceirização de frotas e venda dos veículos. Tal ramificação bem distribuída das locadoras é uma excelente característica para múltiplos problemas que a economia possa vir a passar.

4.1 ALUGUEL DE CARROS

Na década de 1950, a locação de veículos surgiu no Brasil quando empresários do ramo de vendas de usados, principalmente, em São Paulo, começaram a alugar os carros. Nos anos 70, a expansão das locadoras foi estimulada pelos contratos de arrendamento mercantil (*leasing*, em inglês) que ocorreu a partir do início daquela década no país e facilitou a aquisição dos veículos. Os principais vetores de crescimento deste mercado são o crescimento do turismo, o aumento do fluxo de passageiros nos aeroportos, a massificação do uso dos cartões de crédito e a elevação do número de eventos.

Os aluguéis podem ser contratados tanto por pessoas físicas (*Business to Consumer*) quanto jurídicas (*Business to Business*), ou ainda para as seguradoras, que oferecem carros reserva a seus clientes em caso de sinistros.

Considerando a porcentagem de turismo de lazer de 26% e a porcentagem de turismo de negócios de 22% do total de usuários do segmento de *Rent-a-Car* (49,6 milhões) em 2019, o *Market Share* é liderado, nessa ordem, pela Localiza, Unidas e Movida, representado cerca de 85% contra os 15% de outras companhias. No entanto, observa-se também, pela figura 2, que apesar do potencial de crescimento atual das 3 maiores companhias serem restritos parcialmente pelo *Market Share* ocupado pelas menores empresas do setor, existe também um grande potencial de crescimento de todas as companhias, já que, partindo do princípio que é necessário a posse de cartão de crédito para alugar um veículo, o número de brasileiros com cartão é de 50 milhões, dos quais apenas 24 milhões de pessoas são clientes RAC.

Figura 2 – Market Share do segmento de *Rent-a-Car* e sua penetração no mercado



Fonte: Unidas, 2020

4.2 GESTÃO E TERCEIRIZAÇÃO DE FROTA

No Brasil, a terceirização de frotas surgiu na década de 1980 como uma estratégia corporativa para as empresas reduzirem seus custos e investimentos. Hoje, essa linha de negócio

representa 52% de participação na frota do setor contra 48% em turismo de lazer e de negócios. Além disso, ela tem um alto potencial de crescimento, uma vez que se estima que 80% das empresas no país ainda possuem frota própria e elas estão cada vez mais mantendo apenas o mínimo de ativos necessário para conduzir as operações.

Além do mercado potencial a ser explorado, as empresas acumulam vários motivos para terceirizar suas frotas ao invés de adquirir a própria. Esses motivos são de ordem financeira ou até em questões de praticidade por pular etapas burocráticas que ficam na função da locadora. Em termos de praticidade, a locadora acumula as funções de emplacamento dos veículos, responsabilidade por manutenção e reposição de peças e disponibilização de veículos reservas. Quando falamos sobre vantagens financeiras, podemos levantar os pontos dos custos com seguros estarem inclusos no aluguel e o fato dos investimentos na frota e as despesas com impostos serem responsabilidade da locadora.

Do ponto de vista das locadoras, a terceirização de frotas tem uma grande vantagem em ser um negócio de atacado, o que não exige muito pessoal para o atendimento nas agências, permitindo uma operação com baixos custos fixos. Isso compensa as tarifas menores na comparação com o aluguel de carros para particulares. Além disso, outro benefício para as locadoras com o aluguel de frotas é a estabilidade ao longo do ano, ou seja, há uma baixa variação da demanda no negócio, facilitando o planejamento dos participantes de mercado. No entanto, a modalidade exige uma maior alocação de capital no atendimento particular ao cliente.

De acordo com a figura 3 abaixo, podemos entender em valores relativos a 2019, o nível de penetração em que o mercado de terceirização de frotas se encontra, e assim, o crescimento o qual as empresas de locação de automóveis têm disponível para atingir.

Figura 3 – Market Share do segmento de terceirização de frotas e sua penetração no mercado



Fonte: Pesquisa Frost&Sullivan, Datamonitor, Global Feet, Ministry of Tourism, IBGE, IPEADATA, BCB, ABLA, FENAUTO e Ministério dos Transportes, Portos e Aviação, 2020

4.3 VENDA DE SEMINOVOS

O terceiro segmento que as locadoras atuam é a venda dos veículos. Nos últimos anos, esse negócio tem crescido significativamente devido, principalmente, ao aumento das frotas e sua necessidade de atualização.

As locadoras são as principais clientes de venda direta, na qual empresas em geral e outros públicos específicos como, por exemplo, pessoas com deficiências e taxistas, compram carros diretamente das montadoras com benefícios fiscais como alíquotas mais baixas do ICMS (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços) e IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados).

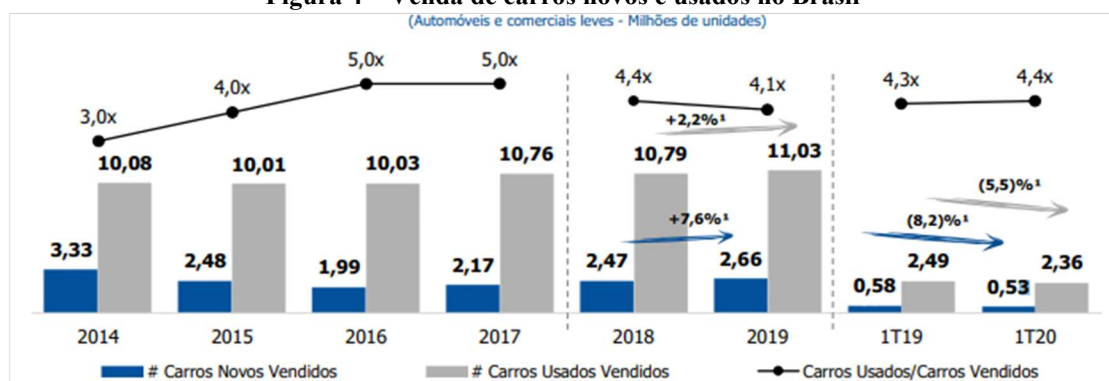
No caso desse primeiro imposto, além das alíquotas serem inferiores, as companhias também não recolhem ICMS na revenda de veículos num período mínimo de 12 meses por se tratar de ativo imobilizado e, portanto, o que ocorre é uma desmobilização de ativos o que não caracteriza a incidência do imposto. Atualmente, há um projeto de lei do deputado Mario Heringer (PTD-MG) para ampliar o período dos atuais 12 meses para 24 meses em que a locadora deve permanecer com o veículo antes de revendê-lo sem perder o benefício fiscal.

Como parte de renovação de frota, as locadoras desmobilizam os veículos das divisões de alugueis e de gestão e terceirização de frotas (“GTF”) após um período médio de 16 meses e 30 meses, respectivamente. Esses veículos são vendidos em pontos de vendas de varejo ou no atacado, seja em lojas próprias ou franqueadas, e para revendedores espalhados pelo país.

Do ponto de vista estratégico e operacional, as locadoras giram rapidamente seus veículos após um período que não supere os 3 anos, pois, pela grande escala de compra, elas têm descontos importantes na compra dos carros que reduzem substancialmente a depreciação deles nos primeiros anos. Portanto, é vantajoso renovar a frota com maior frequência para reduzir a depreciação e ter maior escala para comprar ainda mais carros. Adicionalmente, outras duas razões seriam a redução de custos com manutenção e a percepção de valor sobre a qualidade de serviço pelo cliente ao alugar carros mais novos.

Hoje, como representado pela figura 4 (considera automóveis, comerciais leves e a venda de comerciais pesados), o cenário de carro novos e usados no Brasil é caracterizado por uma crescente recuperação desde que o país sofreu recessão econômica nos anos 2015 e 2016 quando o PIB recuou 3,8% e 3,6%, respectivamente. No 1T20, houve redução anual nas vendas de carros, com intensificação das quedas no mês de março devido pelas medidas de *lockdown* das principais cidades do país por conta da COVID-19.

Figura 4 – Venda de carros novos e usados no Brasil

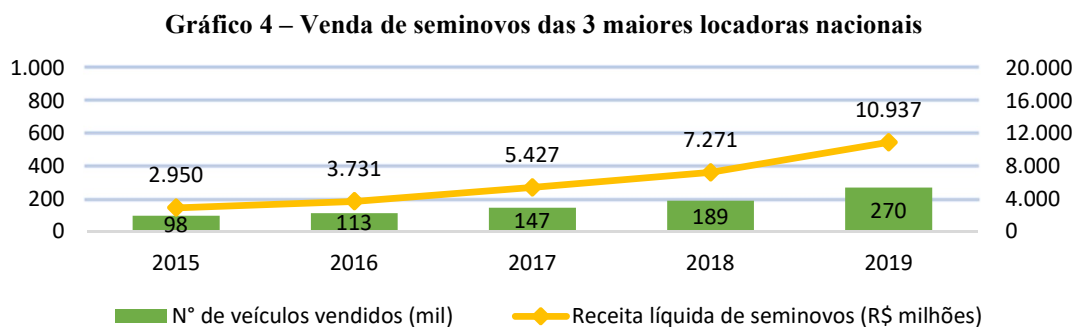


Com base nos dados de vendas de carros usados por até 3 anos em 2019, o *Market Share* do segmento de seminovos no Brasil é liderado, nessa ordem, pela Localiza, Unidas e Movida, representado cerca de 32% contra os 68% de outras companhias. Portanto, há um grande mercado já existente para ser explorado pelas 3 maiores locadoras nacionais, aproveitando suas vantagens competitivas. No entanto, observa-se também, pela figura 5 (considera apenas veículos comerciais e leves), que além do mercado atual de seminovos, existe também um grande potencial de penetração das companhias no mercado de usados, uma vez que os carros com idade de até 3 anos representam ainda uma fração limitada desse total.

Figura 5 – *Market Share* do segmento de seminovos e sua penetração no mercado de usados



Conforme apresentado no gráfico 4, que retrata a venda seminovos das três maiores locadoras do Brasil (Localiza, Unidas e Movida) no período entre 2015 e 2019, percebe-se que a modalidade não teve apenas um crescimento em relação ao número de frotas vendidas, mas também ao faturamento da operação que tiveram um aumento de cerca de 175% e 271%, respectivamente. Isso porque, além da quantidade de carros vendidos, a receita líquida cresce também em função do aumento no preço médio dos seminovos que sofreu um reajuste superior à inflação nos últimos cinco anos.

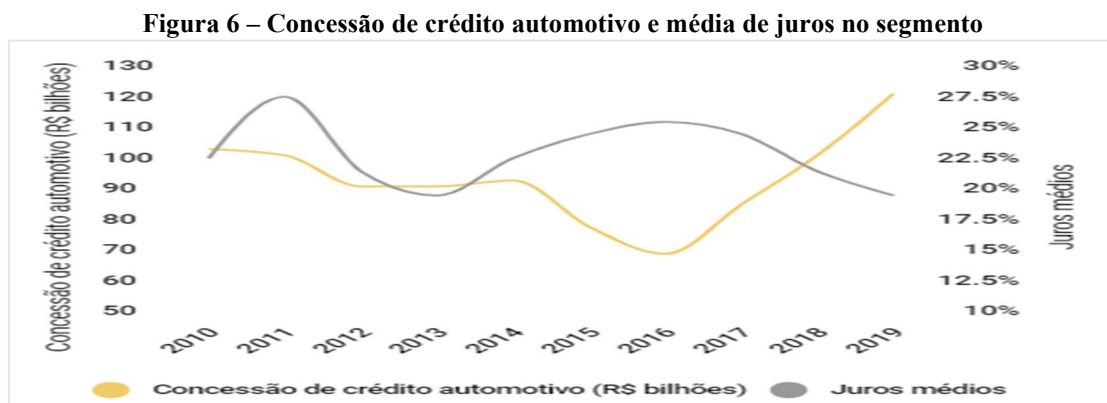


Fonte: Localiza, Movida e Unidas, 2020

Ainda sobre o segmento de seminovos, apesar do significativo crescimento da frota das empresas ter sido motivo de preocupação aos investidores quanto à capacidade de absorção dessa oferta crescente de carros usados pelo mercado, há dois fatores construtivos que equilibram o mercado.

Primeiramente, em termos constantes, a concessão de crédito voltada para o segmento automotivo ainda está abaixo dos níveis de 2010. Na comparação com este último ano, quando o montante foi de R\$ 105 bilhões, a concessão em 2019 está aproximadamente 30% inferior ao que foi praticado na modalidade.

O segundo fator é a queda sequencial da taxa de juros desse segmento de crédito que, hoje, acompanha a tendência de baixa da Selic. Do pico dos juros em 2016, quando a taxa média no segmento automotivo era cerca de 26,4%, até 2019, houve uma redução de 6 pontos percentuais nos juros e aumento de 72% na concessão anual de crédito (ou 55% em termos constantes). Assim, com base na expectativa para a Selic e outras perspectivas macroeconômicas, não espera-se uma variação abrupta nos juros para o segmento o que resultará numa concessão de crédito ainda significativa nos próximos anos. A figura 6 abaixo representa o movimento da média de juros no segmento e a concessão de crédito automotivo em bilhões de reais no período de 2010 a 2019.



Fonte: Banco Central e XP investimentos, 2019

5. ESTUDO DE CASO: LOCALIZA

5.1 BREVE HISTÓRICO

Em 1973, a Localiza foi fundada no centro de Belo Horizonte, Minas Gerais com uma frota de seis Fuscas usados comprados a crédito por quatro membros de duas famílias que ainda são acionistas da empresa.

No final da década de 70, durante o segundo choque de petróleo, a companhia iniciou sua expansão, abrindo sua primeira filial em Espírito Santo, Vitória. Em seguida, ao contrário da concorrência, que optava por concentrar suas atividades nas regiões Sul e Sudeste do Brasil, a empresa decidiu iniciar sua expansão pelo Nordeste, estando presente, em menos de 3 anos, na maioria das capitais da região.

A companhia, em 1981, assumiu a liderança em número de agências no mercado de aluguel de carros no Brasil ao expandir a rede por meio da aquisição de pequenos concorrentes. Três anos depois, a partir do licenciamento das 6 primeiras franqueadas através de sua controlada Localiza Franchising, ela iniciou suas atividades de *franchising* no Brasil em resposta à crise da dívida externa de 1984, depois expandindo para a América do Sul em 1992 devido às dificuldades da época no mercado interno.

No início dos anos 90, para a renovação de frotas, a companhia iniciou a venda dos carros usados diretamente ao consumidor final nas Divisões de Aluguel de Carros e de Frotas com a criação do Seminovos Localiza. Essa modalidade de venda teve um grande impacto, pois permitiu à empresa reduzir seus custos de depreciação e gerar receita para a renovação de sua frota de aluguel.

Com a necessidade de capitalizar a empresa, em 1997, a Localiza fez uma operação de *Private Equity* com o DLJ Merchant Banking (Donaldson, Lufkin and Jenrette), na qual um fundo administrado pelo banco norte-americano (hoje, Credit Suisse First Boston) adquiriu 33,3% das ações da empresa por US\$ 50 milhões. Ainda em 1997, foram captados US\$ 100 milhões com a emissão de *Senior Notes*, registradas na SEC (*Security and Exchange Commission*) com o prazo de 8 anos, no mercado norte-americano.

Em 1999, a Localiza criou a Total Fleet, uma nova divisão de negócios, especializada no aluguel, gerenciamento e terceirização de frotas. Hoje, ela é chamada de Localiza Gestão de Frotas.

A Localiza abriu seu capital através de oferta pública, de ações ordinárias, quando o sócio Donaldson, Lufkin & Jenrette vendeu a totalidade de sua participação na companhia. No

dia 23 de maio de 2005, iniciou-se a negociação das ações com a oferta de 21.477.500 ações ordinárias, representativas de aproximadamente 34,40% do capital social. No ano seguinte, a empresa captou R\$156,8 milhões através da distribuição primária de 3.825.000 ações (follow-on). Nesta mesma oferta pública, foi realizada ainda uma distribuição secundária de 5.785.714 ações de titularidade dos acionistas fundadores.

Em agosto de 2017, a companhia iniciou sua parceria estratégica com a Hertz, de modo que o segmento de Aluguel de Carros passou a se chamar Localiza Hertz. Com a parceria, a localiza passou a assumir todas as operações da Hertz Brasil. Em agosto de 2020, houve a rescisão de parceria com a Hertz.

No 3º trimestre de 2020, a companhia lançou uma solução de mobilidade por assinatura. O Localiza Meoo trouxe ao mercado brasileiro o aluguel de longo prazo por meio de uma jornada digital, possibilitando uma experiência superior e de maior conveniência.

Segundo dados do primeiro trimestre de 2020, a Localiza se destaca como a maior rede de aluguel de carros da América do Sul, com 605 agências e 325 mil carros em sete países (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, Paraguai e Uruguai).

5.2 ESTRUTURA SOCIETÁRIA

A Localiza é controlada pelas famílias Mattar e Brandão Resende, os quais foram os fundadores da empresa, cujas participações somam 20,54% do capital segundo a última atualização do dia 23/04/2020.

Os demais acionistas com as principais participações são grandes administradores de fundos como a BlackRock Inc., Vanguard Group e a Fidelity Management and Research LLC. Além disso, há cerca de 1,03% de ações em tesouraria.

5.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Desde a abertura de capital, as ações da Localiza são negociadas no Novo Mercado da B3, segmento especial que conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa, com o código RENT3 e uma participação de 1,711% na carteira teórica Ibovespa válida para 18/09/2020. A listagem de companhias nesse segmento implica a adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, a existência de estruturas de fiscalização e controle e a divulgação de políticas.

Dentre as exigências do Novo Mercado, os acionistas têm o direito a negociar suas ações pelo mesmo preço atribuído às ações detidas pelo controlador (*tag along* de 100%) e o capital

deve ser composto exclusivamente por ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (ON).

Em dezembro de 2012, a Localiza lançou o programa de emissão de *American Depositary Receipt* (ADR) nível I negociado com o símbolo LZRFY no mercado de balcão OTCQX. As ADRs são certificados negociáveis em dólares americanos que representam a posse de ações de uma companhia não americana. Cada ADR da Localiza representa uma ação ordinária da companhia depositada junto ao banco depositário.

A estrutura de governança da Localiza consiste em um Conselho de Administração, uma Diretoria Executiva e cinco comitês consultivos que apoiam e embasam determinadas decisões da Localiza. O comitê de Gente e o comitê de Auditoria, Gestão de Riscos e Conformidade são subordinados diretamente ao Conselho, enquanto o comitê de Divulgação responde à Diretoria Executiva e os Comitês de Sustentabilidade e Ética estão subordinados operacionalmente ao diretor-presidente, reportando-se ao Conselho.

Atualmente, o Conselho de Administração é formado por sete membros, dos quais apenas um atua no dia-a-dia da Localiza. Com seis conselheiros externos, sendo cinco desses independentes, a companhia superou, em 2019, a determinação de seu Estatuto Social, que exige dois ou 20% de membros independentes.

Há cinco anos, a Localiza integra o Pacto Empresarial pela Integridade e Contra a Corrupção, iniciativa do Instituto Ethos em parceria com o Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD), o Fórum Econômico Mundial, a Rede Brasileira do Pacto Global e a Patri Relações Governamentais & Políticas Públicas. Por meio desse programa, o qual tem como intuito promover um mercado mais íntegro e ético, a companhia se compromete em divulgar a legislação brasileira anticorrupção para todos os colaboradores, com o objetivo de que ela seja conhecida e cumprida integralmente. Além disso, ela ainda se compromete em priorizar a transparência de informações e em impedir qualquer forma de suborno ou corrupção.

Aprovada pelo Conselho de Administração em 22 de março de 2018, a empresa tem ainda com a Política de Gerenciamento de Riscos e Controles Internos, que visa a adoção de práticas preventivas, prospectivas e proativas no que tange o controle de riscos corporativos e operacionais da companhia como a ocorrência de erros e/ou fraudes.

Uma evolução do antigo Programa de Integridade da companhia, o atual Programa de Conformidade e Ética conta com três pilares, todos supervisionados pelo Comitê de Auditoria, Gestão de Riscos e Conformidade. O primeiro desses pilares corresponde ao treinamento e a capacitação dos colaboradores sobre as políticas e procedimentos anticorrupção da companhia.

O segundo é a diligência devida (em inglês, *due diligence*) caracterizada pela investigação e monitoramento periódico de terceiros intermediários ou de processos irregulares que configurem situações de risco para companhia. Por último, mas não menos importante está o canal de denúncias por onde o público interno e externo pode, além de solicitar esclarecimento e orientações, relatar casos envolvendo violações aos valores da companhia ou ao Código de Ética e Conduta.

5.4 TRIPÉ DA SUSTENTABILIDADE

Embora essa discussão seja recente no Brasil, qualquer negócio está profundamente conectado com o tripé ESG (meio ambiente, responsabilidade social e governança corporativa) e prestar atenção às questões referentes a esse tema não compromete os retornos, mas muito pelo contrário conforme a figura 7 abaixo. Hoje, pesquisas de ações e agências de classificação de crédito estão expandindo os esforços para integrar a análise ESG. Adicionalmente, 2020 demonstrou que o foco nas questões ESG pode ser catalisado por eventos e movimentos globais como, por exemplo, a pandemia da COVID-19 e o movimento *Black Lives Matter*.

Figura 7 – Os líderes ESG superaram quase 3x o índice tradicional



Fonte: Bloomberg, 2020

Nesse sentido, a Localiza atua de forma ativa em busca da sustentabilidade econômica e financeira para garantir a perenidade e a longevidade do seu negócio e adicionar valor aos seus investidores, levando em consideração tais conceitos. Para tanto, a companhia tornou-se signatária do Pacto global da ONU em 2017 e, em 2020, reportou seu Relatório de

Sustentabilidade referente a 2019, ganhando o prêmio de melhor empresa em ESG no setor de transporte.

5.5 VISÃO GERAL

A Localiza acredita ser atualmente a maior rede de aluguel de carros da América do Sul baseado no número de agências. A plataforma integrada da companhia é composta pelas divisões de aluguel de carros, gestão de frotas e seminovos como uma área de eficiência. Além dessas divisões, há ainda um quarto segmento operacional de *franchising* definido pela empresa.

A divisão de aluguel de carros é responsável pela locação dos veículos em agências localizadas em aeroportos e fora destes, e ainda pela estipulação de seguro e administração de sinistros de carros para as seguradoras. Os aluguéis são contratados por pessoas jurídicas, pessoas físicas seja em negócios ou por lazer, motoristas de aplicativos, bem como por seguradoras e montadoras que oferecem carros de reposição para seus clientes no caso de acidentes ou avarias mecânicas durante a vigência da apólice de seguro ou garantia, respectivamente.

O aluguel de carros, representado pela marca Localiza Hertz, é o principal negócio da empresa, concentrando uma frota de 225,9 mil veículos em uma rede de 429 agências para o atendimento dos 10,6 milhões de clientes segundo os dados referentes ao 2T20. Vale destacar que as principais características deste segmento são o alto custo fixo, a frota padronizada com ciclo de um ano e um mercado consolidado nos aeroportos, mas fragmentado fora deles.

Devido à necessidade de renovação da frota, a Localiza vende os carros da divisão de aluguel após 12 meses de utilização. No intuito de reduzir os custos de intermediação na venda dos carros desativados, aproximadamente metade dos carros é vendida diretamente aos consumidores finais. Assim, a companhia é capaz de maximizar o valor de recuperação desses ativos, reduzindo a depreciação dos carros e o investimento líquido para renovação da frota, já que a despesa de vendas da rede própria de lojas é inferior ao desconto requerido pelos revendedores, além de evitar a total dependência de terceiros para vender.

A divisão de gestão de frotas terceiriza frotas para empresas, por meio da Localiza Fleet e Car Rental Systems, em contratos de longo prazo, geralmente de 24 a 36 meses. De acordo com as necessidades e solicitações dos seus clientes, a frota dessa divisão é adquirida contratualmente, sendo, portanto, mais diversificada em modelos, cores e marcas do que a frota da divisão de aluguel de carros.

Ao final do segundo trimestre de 2020, o segmento de gestão de frotas, representado pela marca Localiza Fleet, possuía um total de 54,9 mil veículos e de 398 colaboradores. Este segmento tem como principais características o baixo custo fixo e a frota customizada às necessidades do cliente, que tem ciclo médio de dois a três anos.

Os carros desativados do segmento de gestão de frotas, em média com 29 meses de uso, são vendidos ao término dos contratos firmados, diretamente a consumidores finais ou a revendedores por meio de uma rede própria de pontos para venda.

Já na divisão de seminovos, a Localiza conta com 125 lojas distribuídas em 86 cidades para a venda dos veículos que estão deixando sua frota, sendo 44% das vendas diretas para o consumidor final. Uma área própria de negociação dos carros permite a redução da dependência de intermediários, assim como diminui a depreciação dos veículos na venda. Além disso, a companhia possui uma estrutura de carros desativados que fornece informações acerca do mercado de carros que possibilita maior precisão na estimativa do valor residual dos carros e, consequentemente, na precificação do aluguel de carros e da gestão de frotas.

O segmento de *franchising* corresponde a divisão com a responsabilidade de administrar e conceder franquias em mercados geograficamente definidos, além de transferir o conhecimento necessário à operacionalização do negócio e o direito de uso da marca Localiza. No Brasil, o negócio de *franchising* é administrado pela subsidiária Franchising Brasil e nos demais países da América do Sul, pela própria Localiza.

Segundo os dados referentes ao 2T20, a divisão de *franchising* conta com um total de 13.805 carros de propriedade do franqueados, distribuídos em 100 agências no Brasil e 76 no exterior. Apesar do segmento ser caracterizado pela alta rentabilidade, pouco contribui nos resultados consolidados.

A Localiza tem mantido sua posição de liderança na indústria brasileira de aluguel de veículos com operações que sustentam suas vantagens competitivas. Dentre as principais vantagens da Localiza frente às suas concorrentes, pode-se destacar as seguintes: os ratings da companhia pelas principais agências de *ratings* (Fitch: BB, Moody's: Ba2 e S&P: BB+) são os melhores do setor o que permite a captação de recursos em melhores condições, a escala na compra de carros proporciona melhor negociação na aquisição de carros, a distribuição geográfica da rede de agências maior que a das outras competidoras, a possibilidade de *cross selling* entre as divisões de negócio, o *know-how* do mercado de aluguel e a plataforma integrada de negócios.

6. ANÁLISE MACROECONÔMICA

Reservamos essa seção para realizar uma análise macroeconômica, buscando entender e explicar os impactos que a Localiza poderá ter com a alteração de parâmetros dos seguintes aspectos: taxa de juros, política fiscal e câmbio. E, ao final, analisamos as possíveis projeções e o histórico desses parâmetros, discutindo sobre as perspectivas macroeconômicas para o setor de locação.

6.1 TAXA DE JUROS

Iniciando pela taxa básica de juros no Brasil, representada pela taxa SELIC, podemos defini-la como a taxa de juros média que incide sobre os financiamentos do mercado interbancário com o prazo de um único dia, lastreados por títulos públicos registrados no sistema especial de liquidação e custódia (SELIC).

Pode-se observar alguns desdobramentos em sua oscilação que impactam as empresas do setor de locação. Mais de 90% das dívidas contraídas pelas locadoras são de natureza pós-fixada e atreladas à SELIC, o que gera naturalmente um custo menor de financiamento caso a taxa básica de juros permaneça no seu nível atual de baixa histórica de 2,00% (taxa referente ao dia 16/11/2020) ou até mesmo sofra maiores reduções, alterando diretamente o resultado da empresa e, conseqüentemente, seu valor. É importante ressaltar que, caso ocorram elevações na taxa de juros, teremos exatamente o efeito oposto e a um encarecimento dos serviços das dívidas, o que afetaria o valor da companhia, mas no sentido oposto caso tivéssemos mais reduções.

Sob a ótica da tomada de crédito pelo comprador do seminovo, pode-se também compreender a redução da taxa como uma grande vantagem para as locadoras no que diz respeito ao aumento das vendas. Isso porque, tendo em vista uma taxa de juros menor, o crédito fica mais barato e o poder de compra de pessoas físicas aumenta. Da mesma forma, o inverso também se aplica, isto é, o aumento da taxa é prejudicial para as empresas, pois, ao desestimular a tomada de crédito, o poder de compra dos indivíduos fica comprometido e, conseqüentemente, as locadoras faturam menos com a venda de carros.

6.2 POLÍTICA FISCAL

A respeito da política fiscal, o impacto sobre as locadoras é grande, pois atinge as margens de lucro das companhias, principalmente, no resultado do segmento de venda de

seminovos. Entende-se que existe uma assimetria quando as locadoras não são obrigadas a recolher o ICMS na revenda de seus carros quando eles já foram comprados há mais de um ano.

A reforma tributária visaria, em um primeiro momento, simplificar as cobranças de impostos e gerar mais transparência nas transações, no entanto, não podemos desconsiderar a possibilidade de um aumento na carga tributária, que também só poderá ser analisado após a divulgação do texto de uma possível reforma.

Independente da reforma tributária, temos a questão do gerenciamento da dívida pública federal. A gestão dessa vertente é muito importante para que o governo continue honrando com seus compromissos. A preocupação maior é que, com os níveis atuais da taxa de juros, os títulos do governo não tenham retornos satisfatórios para os investidores e a captação não seja suficiente para cumprir com os vencimentos das dívidas. Nesse sentido, para que o calote não ocorra, o BACEN precisará agir tornando os títulos públicos mais atrativos, aumentando assim, a taxa de juros.

Nesse sentido, é muito importante entender a sensibilidade que o setor tem em relação à política fiscal definida e como ela afeta os parâmetros citados. Uma política de austeridade fiscal associada a tentativa de recolher mais recursos para uma melhora no balanço, pode vir a impactar negativamente as margens das locadoras.

6.3 CÂMBIO

Em relação ao câmbio, primeiramente, para que possamos compreender melhor essa dinâmica no Brasil, devemos entender *a priori* como o nosso governo atua para controlar o câmbio. Nesse sentido, temos que o Banco Central do Brasil (BACEN) atua de acordo com uma política de flutuação suja da taxa de câmbio que permite uma intervenção do BACEN para manter as diretrizes tomadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Com isso, o Banco Central atua negociando a moeda estrangeira no território brasileiro com o objetivo de ofertar ou demandar o ativo para que haja a desvalorização ou valorização diante da nossa moeda local.

Os resultados financeiros das locadoras são muito sensíveis à flutuação do real. Tendo em vista que as locadoras são clientes de montadoras de automóveis, a apreciação do dólar se dá de forma negativa, pois os preços dos produtos “indexados” ao dólar aumentam, fazendo com que os preços dos carros também aumentem. Nessa lógica, as locadoras têm duas opções: diminuir suas margens e conseguir manter o volume de venda insensível às mudanças no câmbio ou aumentar os seus preços para não perder margem nas vendas, mas correr o risco de comprometer o seu volume de venda.

Além disso, a variação cambial também tem impacto direto no turismo, que é um setor cujo crescimento contribui significativamente para o setor de locação de automóveis. Nesse caso, há duas perspectivas diferentes que podem ser observadas. A primeira delas é sob a ótica do turismo estrangeiro ao Brasil ou qualquer outro país que a Localiza atue. A valorização de moedas estrangeiras frente ao real ou outras moedas locais estimula um maior número de viagens ao redor do mundo e ainda gera maior poder de compra para o turista que vem de fora do país. Já a segunda é sob a ótica do turismo local. Uma vez que essa apreciação tende a favorecer as viagens nacionais em detrimento às viagens internacionais, espera-se uma maior demanda por carros alugados no próprio país. O inverso também se aplica, ou seja, uma desvalorização cambial proporciona melhores condições para os destinos internacionais.

Num contexto geral do câmbio e ponderando os pontos apresentados acima, consideramos a desvalorização do dólar como um movimento positivo para as locadoras, visto que a aquisição dos automóveis é uma linha de receita importante para essas empresas, além de entendermos que o mercado doméstico não fica tão desfavorável nesse cenário pois, diante de uma inflação controlada, o poder aquisitivo da população tende a melhorar, o que deve gerar uma demanda por locação de carros da mesma forma.

6.4 INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

Por fim, podemos olhar as expectativas para nosso país e tentar entender os desdobramentos que o setor possa vir a sofrer caso essas expectativas se concretizarem.

Em uma pesquisa aos relatórios FOCUS, obtivemos a seguinte coleta de dados:

Figura 8 – Projeção da SELIC e do câmbio

SELIC (a.a)					CÂMBIO (R\$/US\$)				
DATA	2020	2021	2022	2023	DATA	2020	2021	2022	2023
30/10/2020	2,00%	2,75%	4,50%	6,00%	30/10/2020	5,45	5,20	5,00	4,94
06/11/2020	2,00%	2,75%	4,50%	6,00%	06/11/2020	5,45	5,20	5,00	4,94
13/11/2020	2,00%	2,50%	4,50%	6,00%	13/11/2020	5,41	5,20	5,00	4,88
20/11/2020	2,00%	3,00%	4,50%	6,00%	20/11/2020	5,38	5,20	5,00	4,94

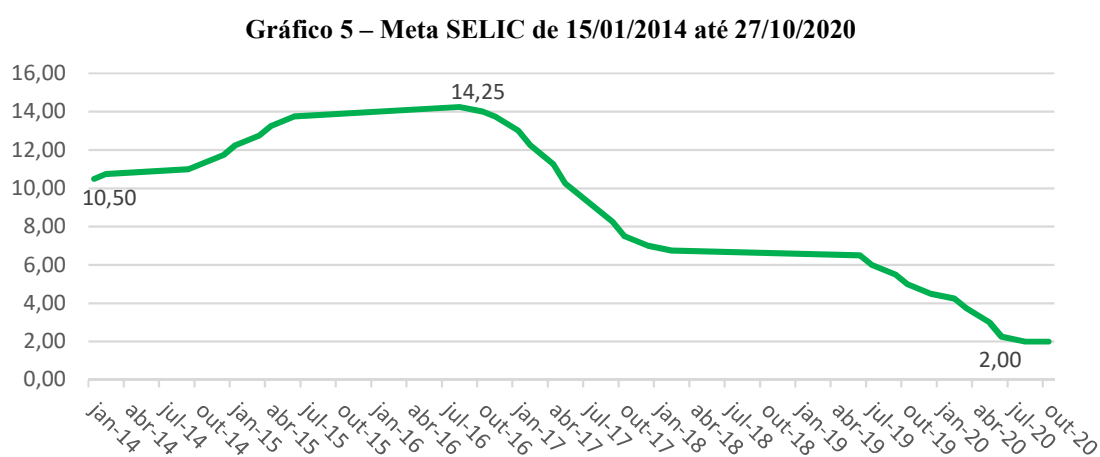
Fonte: Banco Central do Brasil, 2020

Conforme os gráficos acima, pode-se inferir que os dados dos últimos relatórios mostram uma perspectiva de aumento na taxa SELIC e uma apreciação do real em relação ao dólar.

Em relação ao câmbio, o ex-presidente do BNDES Luciano Coutinho proferiu uma frase que nos diz muito sobre as previsões cambiais: “Taxa de câmbio é invenção de Deus para humilhar economistas”. Apesar das previsões serem de leve queda, não existe muita precisão para o câmbio. Além disso, analisando as previsões passadas do próprio relatório FOCUS, temos que, no dia 26 de julho de 2019, a previsão do câmbio para 2020 era uma taxa de 3,80 reais por dólar. Se observarmos, por exemplo, o relatório do dia 02 de outubro de 2020, no qual negociava-se a cada dólar 5,25 reais, percebe-se que essa previsão é de baixa assertividade. Mesmo com esses fatores citados, se considerarmos a tendência descrita, temos uma leve queda no câmbio, o que poderia afetar um pouco o setor diante da lógica exposta.

Apesar de estarmos diante da expectativa de um aumento da SELIC que numericamente nos mostra a taxa dobrando seu valor em dois anos, diante do histórico recente, podemos entender que não é esperado um cenário de choque na taxa e que ela deve se manter a níveis que estimulem a economia e controle a inflação.

O gráfico 5 da série histórica da meta SELIC divulgada nas reuniões do COPOM (Comitê de Política Monetária) entre os dias 15/01/2014 até 27/10/2020 mostra a forte queda na taxa de juros no período e reforça o fato das previsões ainda apresentarem níveis baixos em comparação com a recente história do Brasil. Percebemos que a máxima da taxa SELIC nesse período destacado marca o período conturbado da política Brasileira devido ao impeachment da ex-presidente Dilma Rousseff, tendo inclusive, seu ponto máximo no dia 31 de agosto de 2016, quando o processo foi votado em plenário.



Fonte: Banco Central do Brasil, 2020

Assim, considerando os dados expostos e as conclusões realizadas em relação aos parâmetros analisados, podemos considerar uma perspectiva positiva para o setor de locação de automóveis se tivermos uma estabilidade âmbito fiscal e assertividade nas previsões citadas.

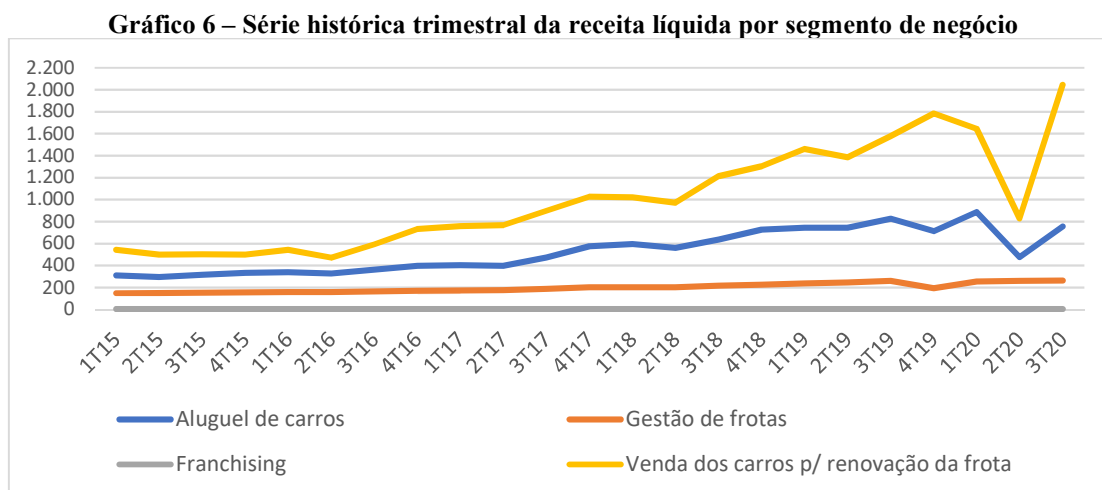
7. VALUATION

Tendo em vista o que foi exposto anteriormente, neste capítulo, apresentaremos as premissas utilizadas na análise por FCD da Localiza e, assim, calcularemos o valor de fluxo de caixa da empresa no horizonte de Dez/2020 a Dez/2024. Em seguida, aplicaremos o modelo de precificação à Localiza a fim de determinar um preço alvo para a ação da companhia e, ao final, faremos um *stress test* por meio de uma análise de sensibilidade, variando dois principais parâmetros do modelo (WACC e g).

Por avaliarmos que o setor de aluguel é uma indústria na qual o ambiente é bem dinâmico e ainda não alcançou sua maturidade, principalmente, no Brasil, onde presenciamos constantemente a mudança de hábitos da população em alugar carros, decidimos projetar o resultado anual dos próximos 5 anos e adotar uma premissa mais conservadora no horizonte da perpetuidade. Como já há a disponibilidade dos 3 resultados trimestrais referentes ao ano de 2020, projetamos apenas o último trimestre desse mesmo ano, que somado aos dados históricos, compõem a projeção do resultado anual de 2020 da empresa. Importante mencionar também que todas variáveis do modelo foram atualizadas pela última vez no dia 19/11/2020.

7.1 PROJEÇÃO DA RECEITA

O ponto de partida para adotarmos a premissa mais consistente para a projeção da receita foi plotar primeiramente o gráfico da série histórica da receita líquida por segmento de negócio da companhia no período 1T15-3T20 (gráfico 6). Esse passo inicial nos permitiu entender o comportamento da série no tempo e suas características e, assim, identificar a melhor estratégia de projeção.



Fonte: Localiza, 2020

As conclusões iniciais foram as seguintes: (i) as receita líquidas dos segmentos de aluguel de carros e seminovos apresentam comportamento sazonal provavelmente explicada pelo período de alta temporada e pelas melhores condições de financiamento nos últimos trimestres dos anos, respectivamente, (ii) os segmentos de aluguel de carros e seminovos possui uma alta correlação histórica e (iii) a série histórica da receita líquida do segmento de gestão de frota apresentou visualmente um crescimento linear constante bem comportado. Dessa forma, o faturamento das unidades de negócio aluguel de carros, seminovos, *franchising* e gestão de frotas foi segmentado para a projeção da receita da Localiza.

Tabela 4 – Série histórica anual da receita líquida por segmento de negócio

(R\$ milhões)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Aluguel de carros	1.284	1.258	1.428	1.849	2.520	3.028
Gestão de frotas	572	609	652	742	849	940
Franchising	18	17	17	16	17	21
Venda dos carros p/ renovação da frota	2.018	2.045	2.343	3.451	4.511	6.207
TOTAL	3.892	3.928	4.439	6.058	7.896	10.195

Fonte: Localiza, 2020

Para a projeção da receita líquida do segmento de aluguel de carros, utilizou-se o *Compound Annual Growth Rate* (CAGR) 2014-2019 de 18,7%, isto é, a taxa de crescimento anual composta dos últimos 6 anos. Em relação à projeção de 4T20, convertemos a taxa anual para trimestral, obtendo 4,4%. Por conservadorismo, optamos pela escolha do intervalo de 6 anos, pois, ao usarmos um período maior ou menor, acreditamos que estaríamos sobrevalorizando ou subvalorizando, o crescimento do segmento, respectivamente.

Acreditamos que esse crescimento seja sustentado pelo ganho de participação de mercado da Localiza e pela mudança de hábito em alugar carros trazida pela pandemia. Importante destacar que o resultado do 3T20 já apresentou uma normalização da atividade do setor de aluguel no Brasil, já que, com as menores restrições do *lockdown*, o turismo doméstico e o retorno dos motoristas de Uber impulsionaram o negócio.

Da mesma forma que avaliamos para o segmento RaC, para a projeção da receita líquida do segmento de seminovos, adotou-se a taxa de crescimento anual composta (CGAR) 2014-2019 de 25,2% no horizonte projetado (2021-2024) e a taxa trimestral de 5,8% no 4T20 sob as mesmas justificativas. Importante destacar que, para o caso dos seminovos, usamos exclusivamente tal taxa em relação ao ano de 2019 porque consideramos o atual ano como atípico no qual a empresa optou por reduzir a frota média operacional.

Consideramos essa taxa de crescimento como uma premissa justificável porque os dados dos resultados anteriores demonstram claramente que a companhia, uma vez impulsionada pelo negócio de aluguel de carros, cada vez mais aumenta sua frota operacional, com idade média gradualmente menor dos carros. Em outras palavras, a Localiza vem ganhando eficiência operacional na rotatividade de sua frota. Adicionalmente, pode-se mencionar o cenário favorável, explicado na subseção 4.3, para o segmento de seminovos.

Ao calcularmos a correlação do crescimento real do segmento de *franchising* com a evolução do produto interno bruto (PIB) do Brasil, notamos que, dentre os segmentos, era o que apresentava maior valor (0,66), sendo classificada como moderada forte. Isso não era muito difícil de perceber, uma vez que a atividade econômica do país favorece o aumento de franquias.

Nesse sentido, a receita líquida de *franchising* foi projetada evoluindo a inflação dos últimos 12 meses e um crescimento real (equações 12 e 13). O crescimento real foi calculado baseado na elasticidade histórica a qual manteremos para o futuro. Para o cálculo da elasticidade, considerou-se o crescimento do PIB brasileiro, conforme Banco Central, e o crescimento real (sem inflação) do segmento de negócio pelos últimos dez anos (2010 a 2019). A elasticidade histórica de 2,4 foi obtida, então, pela inclinação da reta de regressão (figura 9). É válido destacar que, ao invés de utilizarmos o crescimento do setor, usamos o crescimento do negócio da companhia, pois acreditamos que a Localiza não permanecerá com a mesma fatia de mercado.

Equação 12 – Cálculo da projeção da receita de *franchising*: Ano 2020P

$$Franch_{.t} = \frac{[(Inclinação \times PIB_t) + 1] \times (1 + IPCA_t) \times Franch_{.t-1}}{4} + Franch_{.3M20}$$

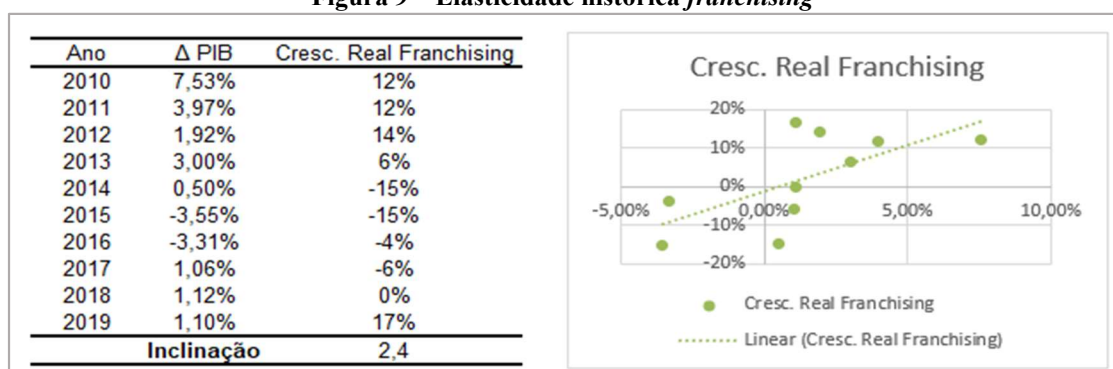
Fonte: Autores, 2020

Equação 13 – Cálculo da projeção da receita de *franchising*

$$Franch_{.t} = [(Inclinação \times PIB_t) + 1] \times (1 + IPCA_t) \times Franc_{.t-1}$$

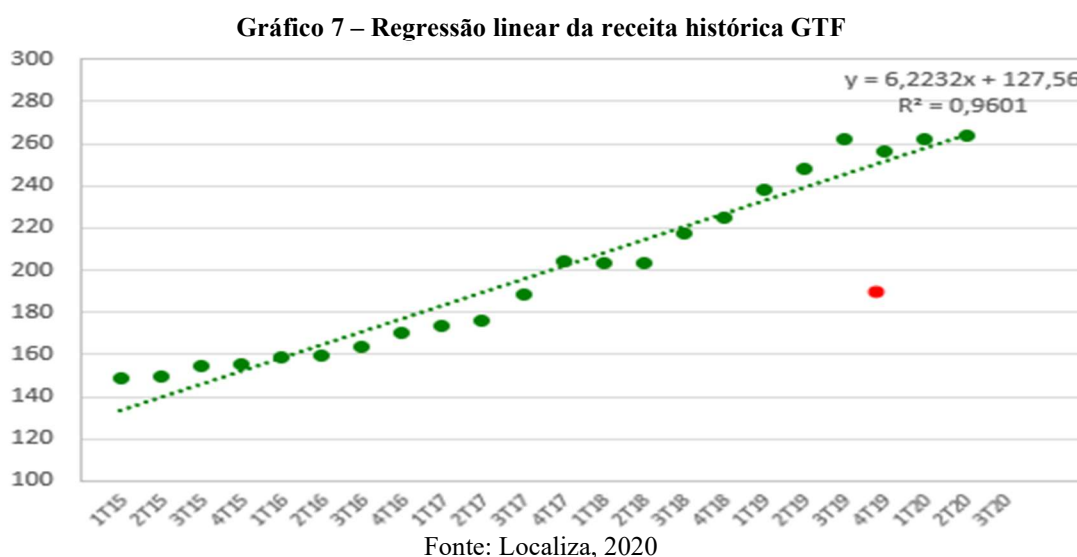
Fonte: Autores, 2020

Figura 9 – Elasticidade histórica *franchising*



Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE e Autores, 2020

Em relação ao segmento de gestão de frotas, conforme havíamos inicialmente concluído que o comportamento histórico apresentava uma linearidade bastante definida, decidimos, com base numa amostra de 1T15 a 3T20, aferir a reta que mais se ajustava aos pontos por meio de uma regressão linear (gráfico 7). Assim, para os próximos trimestres, projetamos a receita líquida nos pontos da reta. Esperamos que esse modelo já capture o ganho do segmento com a adesão de pessoas físicas ao novo programa de aluguel de carro por assinatura – Localiza Meoo. Note que a receita do 4T20 (ponto em vermelho) foi retirada da amostra na regressão linear, pois julgamos ser um *outlier*, já que o que levou a grande queda foi a reclassificação dos créditos de PIS e COFINS referentes a 2019.



7.2 PROJEÇÃO DOS CUSTOS

Com relação ao custo dos produtos vendidos (CPV), ele foi calculado a partir da margem bruta. Esta foi projetada como a média histórica de 2017 a 2019 (31,3%). Isso porque nesse último 3 anos, a margem bruta apresentou um padrão.

Tabela 5 – Premissa para projeção do CPV

DRE (R\$ milhões)	2017	2018	2019
(-) Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	(4.095)	(5.502)	(7.020)
(=) Resultado Bruto	1.963	2.394	3.175
Margem Bruta	32,4%	30,3%	31,1%
Média	31,3%		

Fonte: Localiza e Autores, 2020

7.3 PROJEÇÕES DAS DESPESAS E DO CAPEX

A Localiza divulga suas despesas segregadas entre as despesas operacionais e despesas com depreciação. A primeira é dividida em duas partes, estas são: Publicidades e vendas e Gerais, administrativas e outras.

As despesas operacionais foram consideradas variáveis com a receita (tanto as despesas com publicidade e vendas quanto as despesas gerais e administrativas), no mesmo patamar de setembro de 2020 para o mesmo ano e projetou-se uma recuperação até 2021 para o patamar histórico dos últimos 3 anos (2017 a 2019). As despesas com publicidade e vendas saíram de 6,8% para atingir 7,2% em 2022 e as despesas gerais e administrativas saíram de 2,6% para atingir 2,9% em 2022.

Escolhemos a média histórica dos últimos 3 anos, pois observou-se que, ao longo dos anos, a porcentagem das despesas em relação ao faturamento líquido vem caindo conforme observado pela Nora Lanari, diretora de relações com investidores da Localiza, na divulgação de resultado do 3º trimestre, que ressaltou a melhoria contínua da empresa a respeito da eficiência nos gastos e despesas. Esta estimativa pode ser considerada conservadora, pois, como a empresa comunicou, a tendência é que a relação despesas operacionais/Receita Líquida diminua ainda mais nos próximos anos.

A despesa de depreciação de cada período projetada foi calculada a partir da abertura do ativo imobilizado em dois grupos: o imobilizado já existente no início do ano e o novo ativo de cada ano. Admitindo que os ativos existentes operam em média 6 meses a cada ano, o que é uma razoável aproximação ao observarmos a idade média da frota de veículos, e os novos ativos operam nos últimos 6 meses do ano por falta de melhor detalhamento sobre o início de operação dos novos investimentos, aplicou-se sobre ambos metade da alíquota de depreciação conforme a equação 14 abaixo. Como apresentado pela equação 15, no cálculo da alíquota de depreciação, dividimos a depreciação do ano de 2019 pela média aritmética entre o imobilizado dos anos de 2018 e 2019, resultando numa alíquota de 5,88%.

$$\text{deprec.}_t = \frac{\text{aliqu. deprec.} \times \text{imob.}_{t-1}}{2} + \frac{\text{aliqu. deprec.} \times \text{CAPEX}_t}{2}$$

Fonte: Autores, 2020

$$\text{aliqu. deprec.} = \frac{\text{despesa de depreciação}_{2019}}{(\text{imob}_{2019} + \text{imob}_{2018})/2} = 5,88\%$$

Fonte: Autores, 2020

É importante destacar que a projeção da conta de depreciação em 2020 considerou os valores divulgados dos 3 primeiros trimestres do ano somado a um quarto (25%) do valor obtido pela equação 11 com o intuito de preservarmos os impactos causados pelo período da COVID-19. Como a depreciação é calculada pela diferença entre o preço de compra do carro e a estimativa de preço de venda ao final da vida útil, a companhia reconheceu menor depreciação no 3T20 diante do maior número de vendas que reduziu os custos por carro vendido e do aumento dos preços de mercado praticados para os veículos novos e seminovos.

Para estimarmos a depreciação pela equação 11, projetou-se a conta de imobilizado considerando o giro de ativo imobilizado (receita líquida/total médio de ativo imobilizado) constante no patamar do ano de 2019 (0,807). Dessa forma, assumimos a manutenção do nível de eficiência de utilização dos imobilizados para gerar receitas e lucros nesses anos.

Tabela 6 – Projeção do ativo imobilizado

(R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
ATIVO IMOBILIZADO	3.925	5.021	7.484	10.032	14.570	13.899	15.385	18.738	22.852	27.910
ATIVO IMOBILIZADO (Médio)	15.333	4.358	6.289	8.638	12.639					

Fonte: Autores, 2020

Nota-se claramente o impacto das restrições de circulação e da desaceleração econômica no ano 2020 que fizeram com que a Localiza desinvestisse, ajustando seu tamanho de frota operacional, a fim de gerar fluxos de caixa adicionais num período de bastante incerteza.

As despesas de capitais (em inglês, *Capital Expenditure* ou abreviação CAPEX) da Localiza podem ser divididas em três classificações: renovação, crescimento e não recorrente. O CAPEX de renovação inclui os investimentos líquidos para a renovação de frota, isto é, os investimentos em carros para essa finalidade menos a receita na venda dos carros (líquidos de impostos) mais o aumento na conta dos fornecedores de carros. O CAPEX de crescimento segue a mesma lógica aplicada para investimentos com a finalidade de variação da frota, adicionando-se também a possível aquisição da frota de franqueados. E, como o próprio nome indica, CAPEX não recorrente são aqueles investimentos que não acontecem com regularidade como, por exemplo, aquisições e compra de franqueados e a construção de nova sede e mobiliário.

Para estimarmos o CAPEX de renovação, adotamos como premissa que o valor seria equivalente à depreciação dos respectivos anos através da equação 11. O CAPEX de crescimento, por sua vez, foi projetado baseado nas nossas expectativas de crescimento da frota

nos próximos anos. Esperamos, então, que os novos investimentos de crescimento sejam dados pelo produto da média histórica da relação (CAPEX de crescimento/Varição anual da frota) no período 2015-3T20 (-2,69%) com o crescimento (ou decréscimo) da frota, dado pela sua média histórica no mesmo período (26.040,5) ajustada pelo IPCA de cada ano projetado. Por fim, o CAPEX não recorrente foi projetado como a média histórica de 2015-3T20 (11,47) ajustadas também pelas suas respectivas projeções de taxa de inflação (IPCA) ao final dos anos.

Tabela 7 - Projeção do CAPEX por classificação

(R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
CAPEX Renovação	(268)	(1)	18	64	(129)	(942)	(442)	(492)	(599)	(730)
CAPEX Crescimento	(15)	(699)	(1.924)	(1.776)	(3.561)	669	(701)	(855)	(1.042)	(1.271)
CAPEX Não Recorrente	(31)	(86)	(268)	0	(18)	(11)	(12)	(12)	(12)	(12)

Fonte: Autores, 2020

7.4 APLICAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (FCD)

Tendo projetado as principais linhas do demonstrativo de resultado de exercício (DRE) da Localiza até o lucro operacional antes dos efeitos financeiros e imposto de renda (tabela 10), dentre as duas abordagens possíveis percorridas na seção 2.1.1, optamos por seguir pela sistemática do Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE). Assim, para projetarmos a dedução de impostos e a variação de capital de giro nos próximos 5 anos, supomos uma alíquota de obrigação fiscal de 23% e adotamos a premissa que a razão necessidade de capital de giro pela receita de vendas se manterá no nível de 15,0%, respectivamente. Ambas as expectativas foram baseadas na média histórica 2016-2020 (tabela 9).

Tabela 8 - DRE projetado da Localiza

DRE (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
(=) Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	3.928	4.439	6.058	7.896	10.195	10.665	12.411	15.116	18.435	22.514
Aluguel de carros	1.258	1.428	1.849	2.520	3.028	2.908	3.452	4.097	4.864	5.774
Gestão de frotas	609	652	742	849	940	1.059	1.170	1.269	1.369	1.469
Franchising	17	17	16	17	21	17	19	21	23	25
Venda dos carros p/ renovação da frota	2.045	2.343	3.451	4.511	6.207	6.681	7.770	9.728	12.178	15.246
(-) Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	(2.500)	(2.918)	(4.095)	(5.502)	(7.020)	(7.328)	(8.528)	(10.386)	(12.667)	(15.470)
(=) Resultado Bruto	1.428	1.522	1.963	2.394	3.175	3.337	3.883	4.730	5.768	7.045
(-) Despesas Operacionais	(494)	(506)	(649)	(804)	(962)	(969)	(1.191)	(1.528)	(1.864)	(2.276)
Com publicidade e vendas	(338)	(355)	(446)	(593)	(695)	(842)	(938)	(1.092)	(1.332)	(1.627)
Gerais e administrativas	(156)	(151)	(204)	(211)	(268)	(127)	(253)	(436)	(532)	(650)
(-) Despesas com Depreciação	(199)	(245)	(271)	(336)	(723)	(668)	(442)	(492)	(599)	(730)
(=) Lucro operacional antes dos efeitos financeiros e IR (EBIT)	736	771	1.043	1.255	1.489	1.700	2.250	2.710	3.305	4.038

Fonte: Autores, 2020

Tabela 9 - Premissas de projeção da variação de capital de giro e do IR

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)	2016	2017	2018	2019
Ativo Circulante Operacional	548,300	817,100	1.251,000	1.663,200
Passivo Circulante Operacional	1.147,400	1.653,700	2.661,500	3.171,800
Necessidade de Capital de Giro	(599,100)	(836,600)	(1.410,500)	(1.508,600)
NCG / receita de vendas	-13,50%	-13,81%	-17,86%	-14,80%
Lucro antes do imposto de renda e da contribuição social	527,60	654,10	885,70	1079,80
Imposto de renda e da contribuição social	(118,300)	(148,400)	(226,500)	(245,900)
Taxa de IR	22,4%	22,7%	25,6%	22,8%

Fonte: Localiza, 2020

Nota-se que a alíquota efetiva de imposto de renda não é a taxa comum de 34% para as empresas brasileiras. As principais razões para essa diferença são: o imposto de renda e contribuição social devido por subsidiárias (lucro presumido) e o uso do benefício fiscal de dedutibilidade dos pagamentos de juros sobre capital próprio (JSCP) para os acionistas.

Uma vez calculado o fluxo de caixa para a empresa (FCDE) até o ano 2024, foi, então, necessária a estimação do custo médio ponderado de capital (WACC) para descontarmos os fluxos de caixa e, assim, obtermos o valor presente líquido (VPL) desses fluxos. Conforme apresentado no capítulo 2, essa medida representa a ponderação entre o custo de capital de terceiros (K_i) e o custo de capital próprio (K_e). Nos baseando na estrutura de capital atual da Localiza na qual os pesos de K_i e K_e equivalem respectivamente a 33,96% e 63,04%, calculamos um WACC (equação 5) para cada ano de projeção considerando essa mesma ponderação e que, do último ano de projeção (2024P) em diante, a empresa terá a estrutura de capital média setorial (tabela 11) com base nos dados das 3 maiores empresas brasileiras do setor no término de 2019.

Tabela 10 – Estrutura de capital do ano 2024P e perpetuidade

COMPANHIA	P	PL	PL/(P+PL)	P/(P+PL)
UNIDAS S.A.	2.629.546	1.389.033	35%	65%
MOVIDA PARTICIPACOES AS	3.144.185	2.300.999	42%	58%
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	10.567.521	5.447.532	34%	66%
Média			36,9%	63,1%

Fonte: B3, 2020

Para o cálculo do custo de capital próprio (K_e), uma das variáveis da formulação do WACC, foi utilizado o modelo CAPM adaptado aos países emergentes, resultando num valor de 10,7% (nominal em USD). Dentre as diferentes abordagens descritas na seção 2.3.1 do trabalho, adotamos a abordagem Beta (equação 8), uma vez que entendemos que nem todas empresas estão expostas igualmente ao risco país e sim que a exposição da empresa ao risco país é proporcional a todos os outros riscos de mercado, que é mensurado pelo beta. Além disso,

como uma boa aproximação de um ativo livre de risco, usou-se os títulos do Tesouro dos EUA com vencimento de 10 anos pelos motivos da seção 2.2.

Em relação ao prêmio de risco país que expressa de forma objetiva o risco de crédito a que os investidores estrangeiros estão submetidos quando investem no país, os indicadores diários mais usados para essa finalidade são o EMBI +Br e o *Credit Default Swap* (CDS) do Brasil. Para o presente estudo, utilizamos o primeiro índice, pois, apesar do CDS ter respondido mais rápido que o EMBI +Br a mudanças na percepção de risco como a ocorrida em 2002, acreditamos que este possa estar expressando melhor o risco de crédito ao comparar com os resultados obtido pelo professor Aswath Damodaran.

Já para o cálculo do custo de capital de terceiros (K_i), utilizou-se a equação 11 da seção 2.3.2 devido ao fato do mercado obedecer geralmente o padrão que tal custo é oneroso ao risco país, obtendo um valor de 5,9% (nominal em USD). Como foi exposto nessa mesma seção, outras opções seriam pela média ponderada dos custos das dívidas emitidas pela empresa ou até por algum título de dívida que seja negociado no mercado e tenha boa liquidez.

Tabela 11 – Parâmetros para o cálculo do WACC

Parâmetro	Valor	Fonte
Taxa livre de risco (% a.a)	0,79	Média diária dos últimos 3 meses da Yield-to-Maturity do Treasury 10Y US (U.S. Department of Treasury, 2020)
Prêmio de risco de mercado (% a.a)	5,02	Prêmio de risco histórico ajustado no período da Covid -19 e considerando a média aritmética no período de 01/09/2008 a 01/11/2020 (Damodara, Aswath, 2020)
Prêmio de risco país (pb)	312	Média diária dos últimos 3 meses do EMBI +10 Br (JP Morgan, 2020)
Prêmio de risco de inadimplência da empresa (% a.a)	2,00	Tabela que relaciona o índice de cobertura de juros de uma empresa a um spread de default que acompanha o rating da mesma (Damodaran, Aswath, 2020)
Beta	1,219	Histórico dos retornos da ação da Localiza frente ao índice Ibovespa num período de 2 anos e periodicidade diária (Bloomberg, 2020)
Alíquota efetiva de IR (%)	23	Média histórica 2016-2019 de despesa efetiva com imposto de renda e contribuição social (Autores, 2020)
Capital oneroso de terceiros -2020P a 2023P (P, R\$ milhões)	11.130	Divulgação de resultado 3T20 (Relações com investidores Localiza, 2020)
Capital próprio - 2020P a 2023P (PL, R\$ milhões)	5.724	Divulgação de resultado 3T20 (Relações com investidores Localiza, 2020)

Fonte: Autores, 2020

Na tabela 13, pode-se observar o Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE) da Localiza descontado pelo WACC calculado cujo parâmetros e suas respectivas fontes estão detalhados na tabela 12. Vale mencionar que, como através da formulação do WACC, obtém-se uma taxa nominal em dólar, utilizamos a equação 11 para a conversão da taxa em real.

Tabela 12 – Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE) da Localiza

Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (R\$ milhões)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
EBIT	1.700	2.250	2.709	3.305	4.037
(-) Imposto (IR/CSLL)	(391)	(517)	(623)	(760)	(929)
(+) Depreciação e Amortização	668	443	492	599	731
(+/-) Variação Capital de Giro	70	262	405	498	612
(-) CAPEX	(283)	(1.155)	(1.358)	(1.653)	(2.013)
FCDE	1.764	1.282	1.625	1.989	2.438
WACC (Nominal em USD)	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,8%
WACC (Nominal em BRL)	8,8%	8,0%	8,2%	7,9%	8,1%
Fator de Desconto	0,92	0,86	0,79	0,74	0,68
Valor Presente do FCDE	1.621	1.098	1.283	1.464	1.649

Fonte: Autores, 2020

Equação 16 – Conversão do WACC em US\$ para WACC em R\$

$$Taxa_{R\$} = (1 + Taxa_{US\$}) \times \frac{(1 + Inflação_{Br})}{(1 + Inflação_{EUA})} - 1$$

Fonte: Serra & Wickert, 2020

Para o cálculo do valor terminal (, diante da incerteza a respeito do crescimento da companhia na perpetuidade, utilizou-se uma taxa de crescimento (nominal) de 3,8% composta pela expectativa de crescimento do PIB brasileiro em 2024 (2,5%) acrescida à média história de inflação no Brasil de 2010 a 2019 (1,3%). Embora a Localiza esteja em uma fase de crescimento mais acelerado nos últimos anos devido às mudanças culturais e de consumo dos brasileiros em relação ao aluguel de carros, julgamos ser razoável a premissa que a empresa crescerá próximo à economia brasileira na perpetuidade, uma vez que, nesse período, torna-se cada vez mais difícil manter o mesmo nível de crescimento, normalizando-o no futuro.

Tabela 13 – Cálculo do valor terminal (R\$ milhões)

Perpetuidade	
FCDE (N+1)	1.712
WACC	8,1%
Taxa de Crescimento	3,8%
Valor Terminal	39.771

Fonte: Autores, 2020

Com o somatório de todos os fluxos a valor presente do horizonte projetado (2020-2024) com o valor terminal, calculado pela equação 4, chega-se ao valor da empresa (em inglês, *enterprise value*) que subtraído da dívida líquida da companhia, resulta no valor patrimonial (em inglês, *equity value*). Utilizando esse valor de mercado e dividindo-o pelo número de ações emitidas, obtém-se o preço por ação da Localiza na data 19/11/2020: o objetivo final deste trabalho demonstrado na tabela 15 abaixo:

Tabela 14 – Valuation da Localiza

Valuation	
Valor Presente dos Fluxos de Caixa Livre	7.116
Valor terminal	39.771
Enterprise Value	46.887
Dívida Líquida	6.167
Equity Value	40.719
Número de Ações (mil)	765.756
Valor Justo por Ação (R\$)	53,18

Fonte: Autores, 2020

Por fim, foi realizada uma análise de sensibilidade que ilustra como o preço por ação varia de acordo com diferentes combinações de WACC e da taxa de crescimento na

perpetuidade (g). A análise abaixo demonstrada que pequenas variações nas taxas de crescimento ou na taxa de desconto podem ocasionar uma alteração significativa no preço justo da ação da empresa. Pode-se observar pela figura 10 que o preço por ação da Localiza varia no intervalo de 31,77 - 72,94 (em reais). Vale destacar que a sensibilidade na taxa de desconto leva em consideração a variação percentual em todos os WACC do modelo.

Figura 10 – Preço/Ação: WACC x Perpetuidade

53,18	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%	3,6%	3,8%	4,0%
-1,0%	44,28	46,10	48,08	50,23	52,57	55,15	57,98	61,12	64,62	68,53	72,94
-0,5%	40,35	41,86	43,49	45,25	47,16	49,22	51,48	53,95	56,66	59,66	62,98
0,0%	37,04	38,32	39,69	41,16	42,73	44,43	46,27	48,26	50,43	52,80	55,40
1,0%	34,21	35,31	36,47	37,72	39,05	40,47	42,00	43,64	45,42	47,34	49,43
1,5%	31,77	32,72	33,72	34,79	35,92	37,13	38,43	39,81	41,29	42,88	44,59

Fonte: Autores, 2020

7.6 A FUSÃO

No dia 23 de setembro de 2020, a Localiza e a Unidas assinaram o acordo de incorporação de ações, mediante a incorporação de ações da Unidas pela Localiza. A fusão das companhias teria como resultado a consolidação do maior player do país com uma frota de 471 mil veículos, uma receita líquida de mais de R\$ 14 bilhões e valor estimado em R\$ 50 bilhões.

Vemos a fusão das companhias como positiva, uma vez que a combinação das duas empresas pode render sinergias significativas. Do ponto de vista operacional, a nova empresa passaria a ter ganhos de escala nos custos corporativos com menores despesas gerais e administrativas, otimização de frota operacional e do poder de barganha com as montadoras. Podemos destacar também que, diante da não necessidade da presença de lojas da Localiza e Unidas próximas, haveria um ganho com o fechamento de lojas e franquias.

Além disso, a companhia contaria com a *expertise* da gestão da Localiza no segmento RAC e da Unidas na operação GTF, líder no segmento, e que explora promissores nichos nesse segmento, como o Agro e de Veículos Especiais. Na nossa opinião, o principal risco para o negócio é a aprovação antitruste, já que ambas as companhias apresentam uma sobreposição relevante, principalmente, no segmento *Rent-a-Car*.

Vale ressaltar que a consumação da transação ainda não foi aprovada pelos acionistas das empresas em suas respectivas assembleias, no dia 12 de novembro, e pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), estando ainda passiva de alterações. Porém, caso ocorra, a “Nova Localiza” terá um tamanho de 4,3x maior do que o novo segundo maior *player* do mercado, a Movida.

8. CONCLUSÃO

“A incerteza é algo presente, desejável e necessário para a evolução”. Acertar o preço futuro de uma ação não é uma tarefa simples, pois essa análise, independente do método que for usado, é repleta de subjetividade e o produto final é resultado também de coisas que ainda não aconteceram e estão sujeitas ao fator da aleatoriedade, como apresentou Talebe (2012).

Por isso, para que pudéssemos fazer uso de uma grande fonte de informações, preferenciamos o uso do método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD). A escolha também se deve pelo fato de ser o método mais utilizado para avaliação de empresas, por mais que o uso do mesmo não garanta que analistas diferentes cheguem no mesmo valor, pois essa análise é também dependente do uso de fatores que contém incerteza como as variáveis macroeconômicas, comportamentos da gestão e cisnes negros, eventos imprevisíveis e de alto impacto, segundo Talebe (2009).

Com isso, realizamos análises diversas para que pudéssemos entender com profundidade a situação da Localiza nos aspectos macroeconômicos, setorial, financeiros, contábeis e da própria conjuntura societária.

Na lógica macroeconômica, as variáveis favorecem o crescimento da empresa, enquanto no ambiente setorial, as vantagens da Localiza diante das outras empresas e relacionadas a dinâmica do próprio setor também se mostram favoráveis. Sobre a ótica da estrutura societária, não encontramos nenhum fator que pudesse ser prejudicial para o preço da ação.

Em relação ao *Valuation*, obtivemos, num intervalo de R\$ 50,78 a R\$ 55,48 (contido no intervalo obtido pelo *stress test*), o preço justo da Localiza como R\$ 53,18, isto é, 18,8% menor do que sua cotação de R\$ 65,48 na Bolsa de Valores brasileira quando atualizamos os parâmetros do modelo pela última vez (19/11/2020). Entendemos que a ação da empresa está sendo negociada a um preço maior do que o valor intrínseco da empresa, bem como ao seu intervalo de preços que assegura uma margem de segurança ao investidor, e por isso, enxergamos que, sob a ótica fundamentalista, não exista a oportunidade de ganho financeiro comprando as ações da companhia no momento atual. É importante destacar que o atual preço das ações negociadas na Bolsa já reflete a possível fusão que a empresa está envolvida, e por isso, as expectativas em relação à empresa podem se modificar até a conclusão formal desse evento. Nesse sentido, o objetivo inicial do trabalho é cumprido, visto que, pelo método do fluxo de caixa descontado, foi mensurado o valor justo da empresa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A. **Valuation: Métricas de valor & Avaliação de empresas**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2019.

B3. **Site da bolsa do Brasil**. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/>. Acesso em: 02 out. 2020.

B3. **Site da bolsa do Brasil**. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carteira.htm>. Acesso em: 02 out. 2020.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. McKinsey and Company, Inc. **Valuation: Measuring and managing the value of companies**. 3 ed. John Wiley and Sons, 2000.

DAMODARAN A. **Finanças Corporativas: Teoria e Prática**. 2. ed., Porto Alegre: Bookman, 2004.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1997.

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 3a ed., John Wiley and Sons, Nova York, 2012.

DAMODARAN, Aswath. **Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice**. Stern School of Business, 2003.

DAMODARAN, Aswath. **Valuation: Como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. 1 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2012.

FURLANI, Bruna. **Localiza, Unidas e Movida são as empresas mais beneficiadas pelo corte de juros, segundo estudo da XP**. Seu dinheiro, 2019. Disponível em: <<https://www.seudinheiro.com/2019/xp/localiza-unidas-e-movida-sao-as-empresas-mais-beneficiadas-pelo-corte-de-juros-segundo-estudo-da-xp/>>. Acesso em: 10 out. 2020.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

Governo do Brasil. **GOV**, 2020. Reforma tributária. Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/acesso-a-informacao/acoes-e-programas/reforma-tributaria>>. Acesso em: 10 out. 2020.

LASCO, Thiago. **Confira a recomendação de 8 corretoras para Localiza (RENT3)**. ESTADÃO, 2020. Disponível em: <<https://einvestidor.estadao.com.br/mercado/recomendacao-corretoras-localiza-rent3>>. Acesso em: 15 out. 2020.

LOCALIZA. **Site de Relações com Investidores**. Disponível em: <<https://ri.localiza.com/>>. Acesso em: 01 set. 2020.

MARKOWITZ, H. (1952) - **Portfolio Selection**, The Journal of Finance 7.

MOVIDA. **Site de Relações com Investidores**. Disponível em: <<https://ri.movida.com.br/>>. Acesso em: 01 set. 2020.

NARCIZO, Bruna; VARGAS, Ivan. **Incentivo fiscal faz venda de carros seminovos ser principal receita de locadoras**. Folha de S.Paulo, 2020. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/01/venda-de-carros-e-maior-negocio-de-locadoras.shtml>>. Acesso em: 10 out. 2020.

PEZZIN, Bruna. **Aluguel de Veículos (RENT3, LCAM3, MOVI3): mapeando Seminovos e atualizando estimativas; Reiteramos Compra**. Disponível em: <<https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/aluguel-de-veiculos-rent3-lcam3-movi3/>>. Acesso em: 01 set. 2020.

PLANNER, Corretora de Valores S. A. **Localiza – Relatório de Análise**. São Paulo, 2019.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como precificar ações**. São Paulo: Atlas, 2020.

SERRA, R. G.; WICKERT, M. **Valuation: Guia Fundamental e Modelagem em Excel ®**. São Paulo: Editora Atlas, 2020.

Stern NYU A. **Database de Ratings**. 2020. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm>. Acesso em: 20 nov. 2020.

TALEB, N. N. **Errors, robustness, and the fourth quadrant**. *International Journal of Forecasting*, v. 25, n. 4, p. 744-759, 2009.

TALEB, N. N. **A Lógica do Cisne Negro: o impacto do altamente improvável**. 10ª. ed. Rio de Janeiro: BestBusiness, 2016.

UBER, Equipe. **Fatos e Dados sobre a Uber**. Disponível em: <<https://www.uber.com/pt-BR/newsroom/fatos-e-dados-sobre-uber/>>. Acesso em: 01 set. 2020.

UNIDAS. **Site de Relações com Investidores**. Disponível em: <<https://ri.unidas.com.br/>>. Acesso em: 01 set. 2020.

United States Government. **Treasury 10 Years**. 2020. Disponível em: <<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>>. Acesso em: 20 nov. 2020.

VERS CONTABILIDADE. **Reforma Tributária: o que pode afetar as Locadoras de Veículos?**. Disponível em: <<https://www.verscontabilidade.com.br/2019/10/17/reforma-tributaria-o-que-pode-afetar-as-locadoras-de-veiculos/>>. Acesso em: 10 out. 2020.