



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE ECONOMIA
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

RAILAN VASCONCELOS SANTANA

**VALUATION: AVALIAÇÃO ECONÔMICA DA EMPRESA
LOCALIZA RENT A CAR**

Salvador

2022

RAILAN VASCONCELOS SANTANA

**VALUATION: AVALIAÇÃO ECONÔMICA DA EMPRESA
LOCALIZA RENT A CAR**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Colegiado do Curso de Economia, Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia (FCE/UFBA) como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Reinan Ribeiro Souza Santos

Salvador

2022

Ficha catalográfica elaborada por Valdineia Veloso Conceição CRB5-1092

S231	<p>Santana, Railan Vasconcelos</p> <p>Valuation: avaliação econômica da empresa Localiza Renta a Car / Railan Vasconcelos Santana. - Salvador: 2022</p> <p>60f. il. fig. tab.</p> <p>Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Economia) - Faculdade de Economia, Universidade Federal da Bahia, 2022.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Reinan Ribeiro Souza</p> <p>1.Economia 2.Avaliação econômica. 3 Fluxo de caixa I. Souza Reinam Ribeiro II. Título III. Universidade Federal da Bahia</p> <p>CDD 330</p>
------	--

À minha avó, Marlene de Jesus (*in memoriam*).

RAILAN VASCONCELOS SANTANA

**VALUATION: AVALIAÇÃO ECONÔMICA DA EMPRESA LOCALIZA RENT A
CAR**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia, como requisito parcial para a obtenção do grau de bacharel em Economia.

Aprovado em 04 de julho de 2022.

Banca examinadora



Prof. Dr. Bruno dos Santos Gois
Universidade Federal do Rio Grande do Norte



Econ. Graciele Cunha da Silva
Universidade Federal da Bahia


Reinan Ribeiro Souza Santos

Prof. Dr. Reinan Ribeiro Souza Santos
Universidade Federal da Bahia

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha avó paterna, Marlene De Jesus (*in memoriam*), que me formou enquanto pessoa e não mediu esforços em me dar uma boa educação.

Agradeço à minha família, que está sempre ao meu lado, em todos os momentos.

Agradeço aos meus amigos, que me motivam e me impulsionam a ser cada dia melhor.

Agradeço a Pró-Reitoria de Ações Afirmativas e Assistência Estudantil da Universidade Federal da Bahia (PROAE/UFBA), que foi essencial para a minha permanência na universidade.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. Reinan Ribeiro Souza Santos, pelos ensinamentos e todo o suporte para a composição desta monografia.

Agradeço à UFBA e seu corpo docente, pelo ensino superior gratuito e de qualidade.

Por fim, agradeço a todas as pessoas que colaboraram de alguma forma para execução deste trabalho.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo mensurar o valor econômico da empresa Localiza Rent a Car S.A., listada na bolsa de valores do Brasil (B3) pelo código RENT3, através de um *valuation* ou mais especificamente do método do fluxo de caixa descontado. A Localiza é a principal empresa no setor de locação de veículos no Brasil e passa por um momento muito importante de crescimento. Foi utilizado dados históricos do desempenho da firma dos últimos cinco anos, 2017 a 2021, e posteriormente foi feita uma projeção para os cinco anos posteriores, 2021 a 2026. Por fim, com a utilização do fluxo de caixa descontado estabeleceu-se o valor econômico de R\$69,56 para a ação da empresa em dezembro de 2021. Ou seja, a nossa análise sugere que a Localiza possui um *upside* de 38% em relação ao seu valor atual de R\$50,40.

Palavras-chave: *Valuation*. Fluxo de caixa descontado. Valor econômico. Localiza Rent a Car.

ABSTRACT

This research aims to measure Localiza Rent a Car S. A.'s company economic value, listed in Brazilian's stock market (B3) by the code RENT3, through a valuation or more specifically a discounted cash flow method. Localiza is the Brazilian main company in vehicle rent and, at this moment, it is going through an important growing moment. For this research, it was used the company's historical data about its performance during the last five years (2017-2021) and it was made a projection for the next five years (2021-2026). Finally, using the discounted cash flow, it was calculated the economic value of R\$69,56 for the company's stock in December 2021. In other words, this analysis suggests that Localiza has an upside of 38% in relation with its current value of R\$50,40.

Keywords: Valuation; Discounted cash flow. Economic value. Localiza Rent a Car.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	REFERENCIAL TEÓRICO	16
2.1	FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	16
2.1.1	Fluxo de Caixa Livre para o Acionista	17
2.1.2	Fluxo de caixa para a firma ou empresa	18
2.1.3	Perpetuidade	19
2.1.4	Taxa de Desconto	21
2.1.5	Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)	21
2.1.6	<i>Weighted Average Cost of Capital (WACC)</i>	24
2.1.7	Avaliação relativa.....	26
3	METODOLOGIA E BASE DE DADOS	28
4	A EMPRESA LOCALIZA E PANORAMA DO SETOR ECONÔMICO	33
4.1	A EMPRESA	33
4.2	COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA	36
4.3	PANORAMA DA INDÚSTRIA.....	37
4.4	CONCORRÊNCIA	39
4.5	EFEITO COVID-19	41
4.6	FUSÃO DA UNIDAS COM A LOCALIZA	41
5	VALUATION DA EMPRESA LOCALIZA.....	43
5.1	FLUXO DE CAIXA LIVRE DA FIRMA E RESULTADOS.....	49
5.2	LIMITAÇÕES E SENSIBILIDADE AOS PARÂMETROS DO MODELO.....	53
5.3	CONTINUIDADE DA PESQUISA	55
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	56

REFERÊNCIAS.....57

ANEXOS.....60

Lista de tabelas

Tabela 1 Atividades da Localiza Rent Car.....	34
Tabela 2 Composição Acionária	37
Tabela 3 Receita Líquida Projetada	44
Tabela 4 Lucro bruto projetado.....	45
Tabela 5 Custo de mercadoria vendida projetados.....	45
Tabela 6 Despesas administrativas, de vendas e gerais projetadas.....	46
Tabela 7 Depreciação e Amortização projetados.....	47
Tabela 8 Impostos de renda (IR) e contribuição social (CSLL) projetados	47
Tabela 9 Lucro Líquido Projetado	48
Tabela 10 Lucro Líquido Projetado	48
Tabela 11 CAPEX Projetado	48
Tabela 12 Variação do Capital de Giro Projetado	49
Tabela 13 Fluxo de Caixa Projetado	49
Tabela 14 Custo do capital próprio.....	50
Tabela 15 Cálculo do custo do capital de terceiros (Kd)	50
Tabela 16 Estrutura de capitais da Localiza.....	50
Tabela 17 Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)	51
Tabela 18 Valor Presente do fluxo de Caixa Projetado	51
Tabela 19 Perpetuidade.....	52
Tabela 20 Valor da Empresa.....	52
Tabela 21 Parâmetros	53
Tabela 22 Sensibilidade dos parâmetros – Valor da empresa.....	54
Tabela 23 Sensibilidade dos parâmetros – Valor da empresa por ação.....	55

Lista de gráficos

Gráfico 1 Frota da Localiza por divisão	36
Gráfico 2 Modelo de negócios das locadoras	39
Gráfico 3 Receita Líquida Projetada.....	43
Gráfico 4 Lucro bruto projetado	45

1 INTRODUÇÃO

A Bolsa de Valores é um grande mercado organizado em que os membros podem negociar ações de empresas com capital aberto, seus títulos e valores mobiliários e no qual compradores se conectam a vendedores. Com um papel importante para as empresas, investidores e os países que podem fomentar seu desenvolvimento. No Brasil, a nossa Bolsa de Valores é a B3 S.A.– Brasil, Bolsa, Balcão; antiga BM&FBovespa.

Depois de um longo período de estagnação de 2008 a 2016 do crescimento de novos investidores na bolsa de valores brasileira, o número de investidores em renda variável no Brasil vem crescendo significativamente nos últimos quatro anos. Mais de 3,8 milhões de contas estavam cadastradas na bolsa em junho de 2021, frente a 2,2 milhões em 2019; crescimento de 43% apenas no primeiro semestre, segundo a B3 (2021). Em 2021, a B3 (2022) registrou um crescimento de 1,5 milhão de investidores pessoa física no mercado de capitais, um aumento de 56% na comparação com dezembro de 2020.

Dessa forma, com o aumento do interesse dos investidores pelo mercado de renda variável, é importante que os participantes tenham um processo de análise mais criterioso sobre a sua carteira de ativos, para assim fazer um bom investimento. Uma das principais preocupações na tomada de decisão dos investidores é em relação ao preço econômico de uma empresa ou um ativo. Segundo Damodaran (2021), o que pressupõe um bom investimento é o investidor não pagar mais por um ativo do que o seu valor econômico.

Assim, um dos processos pelo qual se encontra esse valor econômico, por meio de ferramentas e técnicas, é conhecido como *valuation*, em português avaliação de empresas.

Segundo o Damodaran (2021), para avaliar o valor econômico do ativo o autor apresenta duas abordagens:

- (1) avaliação intrínseca, avaliação pelo fluxo de caixa futuros a valor presente;
- (2) avaliação relativa, busca estimar o valor do ativo com base nos preços exercidos de mercado de ativos semelhantes.

Tanto o Damodaran (2021) quanto o Póvoa (2021) afirmam que ambas as abordagens geram resultados semelhantes, se executadas corretamente, e afirmam que o uso conjunto pode melhorar e tornar mais assertivas as projeções.

Com isso, este trabalho tem como objetivo realizar uma análise sobre a Localiza Rent Car com intuito de encontrar o preço econômico da empresa e comparar com o preço atual de mercado. Usaremos a abordagem intrínseca ou fluxo de caixa descontado (FCD) para encontrarmos o valor econômico da ação da Localiza.

Por conta da pandemia da Covid-19, 2020 foi um ano atípico. No campo econômico brasileiro, além dos problemas políticos, nas cadeias globais de suprimentos levaram a aumentos dos preços das *commodities* como aço, ferro e, principalmente, o petróleo e seus derivados, que quando combinados com a alta do dólar, geram aumento dos custos de produção dos carros, que são repassados aos preços, segundo a Localiza (2020a). De acordo com a diretora-geral da Organização Mundial do Comércio, Ngozi Okonjo-Iweala, Valor Econômico (2021); os problemas nas cadeias globais de suprimentos devem permanecer ainda por vários meses devido à falta de contêineres e às incompatibilidades entre oferta e demanda.

No entanto, de acordo com a Localiza (2020a), apesar da grande instabilidade econômica e dos impactos causados pela necessidade de paralisação das operações e restrições à mobilidade, o modelo de negócio da empresa se mostrou consistente, visto que atende a diversos propósitos de uso dos carros. A Localiza terminou 2020 com resultados expressivos, superando a marca de R\$1 bilhão de lucro líquido. Já em 2021, terminou o exercício com o crescimento do lucro líquido de aproximadamente 95%, batendo a marca de R\$2 bi, segundo a Localiza (2021a).

A Localiza Rent a Car S.A é a empresa líder em aluguel de carros no Brasil e na América do Sul. Fundada em Minas Gerais em 1973 com uma pequena agência de aluguel de carros com seis Fuscas usados, a Localiza foi a primeira locadora brasileira a se tornar pública, concluindo sua oferta pública inicial, (usualmente referida como IPO, do inglês *initial public offering*), em 2005, registrada no Novo Mercado da B3, o que caracteriza o mais alto nível de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro, sendo negociada sob o código RENT3. Com volume médio diário negociado de R\$330,6 milhões, em comparação a 2019 que foi em torno de R\$182,6 milhões, segundo dados divulgados pela empresa nas demonstrações de resultados de 2020, Localiza (2020a).

Em 31 de dezembro de 2020 a empresa possuía 610 agências espalhadas pelas principais cidades e aeroportos do Brasil, além de mais quatro países do continente sul-americano; um aumento de 15% em comparação com o ano de 2019. Com uma frota de 277.991 carros disponíveis, 9,5% menor do que no ano de 2019. Já em 2021, a frota do final do período cresceu 4,2% em relação ao final de 2020, a divisão de aluguel de carros se manteve estável e a gestão de frotas, obteve um crescimento de 19,2%. Para além disso, houve a ampliação da rede de agências para 620 no final do período de 2021.

A Localiza e suas subsidiárias possuem como principais atividades: (i) aluguel de carros, divisão responsável pelo aluguel de carros, em agências localizadas em aeroportos e fora destes, e pela estipulação de seguro e administração de sinistros de carros para seguradoras; (ii) gestão de frotas, divisão responsável pela gestão de frotas e aluguéis de longo prazo, geralmente de 24 a 36 meses, para pessoas físicas e jurídicas, por meio da Localiza Fleet e Car Rental Systems. Os carros desativados, em média com cerca de 30 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.

O motivo da escolha da empresa foi pelo fato do crescimento sustentado da Localiza nos últimos anos, que em 2020, mesmo com a pandemia da Covid-19, chegou à marca de mais de 1 bilhão em lucros líquidos e em 2021 em mais 2 bilhões de lucros líquidos. Mostrando-se uma companhia eficiente tanto financeiramente quanto operacionalmente.

O trabalho está dividido em 6 seções, a primeira seção é esta, a introdução. A segunda é o referencial teórico no qual é feito a análise dos dois métodos de *valuation*: avaliação relativa e o método do fluxo de caixa descontado. A terceira, a metodologia e base de dados, é feito um detalhamento da metodologia que utilizamos para elaborar o trabalho, com a análise mais detalhada do fluxo de caixa descontado da empresa. Logo em seguida é exposto de onde retiramos alguns parâmetros essenciais para o modelo e as suas definições. Na quarta parte, intitulada como: a empresa Localiza e panorama do setor econômico, é um estudo sobre a Localiza Rent a Car, a história da empresa, as suas principais atividades, sua organização e a fusão da Localiza com a Unidas. Além disso, produzimos uma investigação sobre o panorama da indústria de locação de automóveis no Brasil e o efeito Covid-19 para o setor. Na quinta seção apresentamos o *valuation* propriamente dito, são projetados os valores das demonstrações

de resultados da Localiza Rent a Car para os 5 anos seguintes, 2022 a 2026, com base nos cinco anos históricos, 2017 a 2021. Logo em seguida é posto em prática a metodologia do fluxo de caixa da firma e conseguimos chegar ao valor econômico da companhia de um pouco mais de R\$52 bi, e o valor da empresa por ação de R\$69,56, que se compararmos com a cotação do dia 7 de junho de 2020, existe um *upside* de 38%. Além disso, no final da seção falamos sobre as limitações do modelo e se construiu cenários diferentes para dois parâmetros da avaliação, a taxa de desconto (WACC) e a taxa de crescimento da perpetuidade (G); ou seja, foi feita uma análise de sensibilidade dos parâmetros e concluímos que pequenas variações nos parâmetros utilizados podem ocasionar uma alteração significativa no valor da empresa. Por fim, a sexta e última seção são as considerações finais do trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Existem diferentes modelos para avaliação de empresas e ativos, a escolha do modelo e a combinação deles representa um desafio para os gestores das empresas e os analistas financeiros. A decisão de qual modelo usar envolve diversas variáveis, tais como porte da empresa, área de atuação, localização, capacidade de geração de caixa, presença de concorrentes no mercado e objetivos da avaliação.

Há duas abordagens principais gerais para avaliação de empresas, segundo Damodaran (2021), avaliação pelo fluxo de caixa descontado, assim são trazidos a valor presente os fluxos de caixa por meio de taxa de desconto ajustada ao risco. Ou seja, através da projeção dos fluxos de caixa futuros a valor presente, se pretende estimar o valor intrínseco do ativo. Já a abordagem relativa, segundo o Damodaran (2021), a avaliação de um ativo é feita com base em como os ativos semelhantes são precificados no mercado. Isto é, o valor justo do ativo é obtido através da análise do preço de mercado de ativos semelhantes que podem ser comparáveis. Ainda segundo o autor, a utilização de ambas as abordagens, se estimadas corretamente, os valores encontrados nas duas formas devem ser equivalentes, devem ter valores aproximados.

2.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Um dos principais objetivos de uma empresa, exceto entidades beneficentes, é essencialmente, gerar lucros¹ que se transformem em caixa para os seus acionistas. Nesse sentido, segundo Póvoa (2021), o valor econômico para os seus donos, os acionistas, representa o que ela pode gerar de retorno no futuro trazidos para o valor presente.

Ainda segundo Póvoa (2021), usando esse simples conceito de fluxo de caixa descontado, existem três pontos fundamentais para definir esse valor econômico, são eles: (i) projetar o fluxo de caixa da empresa para os anos futuros, além de uma base perpétua; (ii) definir as taxas de crescimento que são compatíveis com o nível de retorno apresentado pela empresa e dos investimentos realizados do curto ao longo prazo; e (iii) fixar uma taxa de desconto que irá trazer a projeção de fluxo de caixa para valores atuais. Em outros termos, vamos projetar os

¹ No entanto, algumas empresas não têm o lucro como o único fator que os move, mas a preocupação do impacto social, ambiental e econômico sobre o mundo etc.

fluxos de caixa futuros, construir a taxa de desconto e trazer os fluxos a valor presente pela taxa de desconto estabelecida.

Com relação ao fluxo de caixa, ele pode ser dividido em duas partes, fluxos de caixas projetados para um determinado período e um valor terminal (base perpétua) ao final do período.

Além disso, devemos ser cuidadosos para definir uma taxa de desconto da maneira mais adequada que, por conseguinte, reflita todos os riscos envolvidos que irão compor o retorno exigido do comprador.

2.1.1 Fluxo de Caixa Livre para o Acionista

O método de Fluxo de caixa livre para Acionista, do inglês *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), tem como objetivo mensurar o fluxo de caixa para os acionistas, isto é, o que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído para os detentores do capital próprio, após o reinvestimento e pagamento de juros para os credores.

Segundo Damodaran (2021), o cálculo do FCFE é feito da seguinte forma:

$$\text{Fluxo de caixa livre do Acionista} = \text{Lucro líquido} - (\text{Despesas de Capital} - \text{Depreciação}) - (\Delta \text{Capital de Giro}) + (\text{Emissão de Dívida} - \text{Pagamento da Dívida})$$

Também conhecido como Fluxo de Caixa Livre para Patrimônio Líquido, sua construção é fundamentada a partir do lucro líquido contábil, porque como já foi apresentado, pertence aos acionistas. Assim, segundo Póvoa (2021), o FCFE contempla apenas o que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído para os detentores do capital próprio, após o pagamento dos juros para os credores.

Desse modo, este fluxo de caixa deve ser descontado pelo custo de capital próprio, traduzido do inglês *Cost of Equity*.

Estes fluxos de caixas descontados pelo custo do capital próprio resultarão no Valor de Mercado da firma, ou do inglês *Market Value*.

Segundo Damodaran (2005),

$$\text{Valor de Mercado da Firma} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t}$$

Onde,

$FCFE_t$ = Fluxo de Caixa do Acionista esperado no período t

k_e = Custo do patrimônio líquido ou custo do capital próprio, calculado pelo modelo CAPM

O custo do Patrimônio Líquido, segundo Damodaran (2005), é a taxa de retorno que os investidores exigem para realizar um investimento patrimonial em uma empresa.

2.1.2 Fluxo de caixa para a firma ou empresa

Segundo Póvoa (2021), o Fluxo de caixa para a Firma abrange todo o fluxo de caixa da empresa a ser distribuído entre os credores (*debt holders*) e acionistas (*stock holders*), sob a forma de juros e dividendos. Do inglês *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), dito de outro modo, é o fluxo de caixa para todos os credores da empresa, tanto os detentores de capital próprio como os detentores de capital de terceiros.

De acordo com Damodaran (2021), o fluxo de caixa livre da empresa ou firma pode ser calculado da seguinte forma:

$$\text{Fluxo de Caixa Livre da Firma} = EBIT(1-T_c) - (\text{Despesas de Capital} - \text{Depreciação}) - (\Delta \text{Capital de Giro})$$

Onde,

$EBIT$ = *Earnings Before Interest and Taxes* (Lucro Operacional)

T_c = Alíquota do Imposto de Renda

Segundo Damodaran (2005), o valor da empresa deve ser obtido descontando-se os fluxos de caixa restante após a realização de todas as despesas operacionais e impostos, porém antes do pagamento de dívidas, pelo custo médio ponderado do capital (WACC).

Ainda segundo Damodaran (2005),

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

$FCFF_t$ = Fluxo de Caixa da Empresa esperada no período t ;

$WACC$ = Custo Médio Ponderado do Capital

Póvoa (2021) destaca que a diferença entre o FCFE e o FCFF está justamente no seu ponto de partida. Assim, enquanto a elaboração do FCFE começa pelo lucro líquido, o FCFF começa sua história do lucro operacional, considerando o pagamento de impostos após essa linha. O fluxo de caixa livre para o acionista representa o fluxo de caixa para os acionistas, enquanto o fluxo de caixa livre para a empresa é aquele que se refere a todos os detentores de direitos na empresa, incluindo os credores.

Segundo Damodaran (2005), embora as duas abordagens utilizem diferentes definições de fluxo de caixa e taxas de desconto, ambas estimativas produzirão estimativas consistentes de valor, desde que o mesmo conjunto de pressuposições seja utilizado. O erro que devemos evitar é combinar fluxos de caixa e taxas de desconto, visto que descontar fluxos de caixa para o patrimônio líquido a valor presente do custo médio ponderado de capital levará a um desvio crescente no valor da empresa, à medida que descontar os fluxos de caixa para a empresa a valor presente pelo custo do patrimônio líquido produzirá um desvio decrescente no valor da empresa.

2.1.3 Perpetuidade

Ao se avaliar uma empresa é legítimo se esperar que essa empresa tenha uma vida indeterminada, quer dizer, que continue existindo mesmo após o período de projeção

determinada. Assim, segundo o Damodaran (2021), como não podemos estimar os fluxos de caixa de forma infinita, geralmente adota-se um limite nos modelos de avaliação, interrompendo nossas estimativas de fluxos de caixa em algum momento do futuro e, em seguida, calculando um valor terminal que reflita o valor estimado naquele ponto. Dessa forma, o processo de avaliação considera dois períodos para o fluxo de caixa, o período determinado e o período contínuo, assim dizendo, a perpetuidade.

Para definir como vai ser realizado o cálculo do valor presente da perpetuidade é necessário antes de tudo estabelecer quantos estágios serão utilizados para a projeção do fluxo de caixa. Segundo Póvoa (2021), em procedimentos de precificação mais simples, para facilitar a estruturação das ideias, divide-se o período de maturação da empresa em até quatro estágios, de acordo com o momento certo de evolução projetada de cada firma. Isto é, esse período de maturação pode ir de um a quatro estágios, assim, de empresas que já alcançaram o estágio de maturidade a empresas que estão em fase inicial e ainda possuem uma longa trajetória para alcançar a sua maturidade.

Ainda de acordo com o Póvoa (2021), o cálculo da perpetuidade pode ser realizado através da seguinte fórmula:

$$\text{Perpetuidade} = \frac{FCFF (1 + g)}{Wacc - g}$$

Onde,

$FCFF$ = Fluxo de caixa da firma no período no ano que começará a perpetuidade;

$Wacc$ = Custo médio Ponderado do Capital;

g = Taxa de crescimento na perpetuidade

Com relação a taxa de crescimento da perpetuidade será utilizada a soma da expectativa de crescimento do produto interno bruto (PIB) e da expectativa da inflação do ano que a serie perpetua iniciará.

2.1.4 Taxa de Desconto

Após definir os fluxos de caixa esperados e a perpetuidade agora é necessário definirmos a taxa de desconto adequada, isto é, a taxa de desconto para trazermos os fluxos de caixa para o valor presente.

2.1.5 Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)

Ainda de acordo com Damodaran (2005), no modelo de precificação de Ativos Financeiros (do inglês, *capital asset pricing model* - CAPM) a variância é a única medida de risco. O modelo analisa a relação de risco e retorno que é esperado de um investimento. Assim, é definida a taxa de retorno teórica apropriada para um certo ativo em relação a uma carteira de mercado diversificada. Dessa forma, para o Damodaran (2005), o modelo é estruturado sobre a base de que parte do risco em qualquer ativo individual pode ser eliminado através da diversificação por grandes quantidades e várias classes de ativos.

Conforme Damodaran (2005), o modelo CAPM ainda hoje é bastante usado, pois tem vantagens em si; é simples, bastante intuitivo e nos dá alguns resultados fortes e passíveis de serem testados.

Em geral, quanto mais arriscado é um ativo, maior é o retorno esperado por ele. No entanto, afirma o Damodaran (2005), apenas aquela porção de variação que é não-diversificável que também podemos chamar de risco sistêmico², é recompensada; ou seja, nem toda variância é recompensada pelos mercados financeiros com retornos mais altos. O modelo mede essa variância não diversificável usando uma estimativa beta, e relacionando os retornos esperados a essa estimativa.

Dessa forma, tendo como ponto de partida o retorno proporcionado pelo mercado e o rendimento oferecido pelos ativos livres de risco, é possível determinar qual o rendimento esperado por determinado ativo.

² O risco sistêmico é aquele que afeta a economia de uma forma geral, o sistema econômico como um todo.

Segundo Póvoa (2021), o CAPM é o principal modelo para se obter a taxa de desconto para o acionista, isto é, para o modelo FCFE, geralmente, a taxa de desconto é calculada pelo modelo de precificação de ativos financeiros.

Póvoa (2021) nos fornece a seguinte forma para o cálculo do CAPM:

$$K_e = RF + \beta(RM - RF)$$

Onde,

K_e é a taxa de retorno exigida pelo investidor ou acionista;

RF é a taxa do retorno do ativo livre de risco;

β o risco do ativo em relação ao risco não-diversificável da carteira de mercado;

RM = retorno da carteira de mercado;

$(RM - RF)$ é a diferença entre o retorno esperado do mercado e a taxa livre de risco.

O ativo livre de risco, segundo Póvoa (2021), pressupõe que esse tipo de investimento não tenha nenhum tipo de risco, isto é, não tenha nenhum risco embutido.

O principal desafio para calcular o CAPM é estabelecer a taxa livre de risco (RF), considerando que essa taxa dará um grau de certeza de que o investidor receberá o valor investido com uma remuneração que tenha valido a pena o risco de migrar de um investimento mais seguro para um de maior risco, segundo Teixeira (2021).

Para um ativo ser considerado um ativo livre de risco, ele precisa apresentar três características básicas: i) inexistência de risco de *default*; ii) risco de reinvestimento; e de iii) oscilação de taxa de juros.

O primeiro risco está ligado ao emissor do título. Conforme Póvoa (2021), os governos, por serem emissores de moeda, apresentam um risco muito baixo de não honrar com as suas dívidas

no mercado nacional. Se a sua moeda for conversível, a possibilidade de calote é baixa também para operações no mercado externo.

No risco de reinvestimento, se houver o pagamento de juros e amortização durante a vida do título, tecnicamente já não serve. O pagamento de amortização e juros deve ser feito apenas no final, assim, sem o pagamento de cupons intermediários, o risco é resolvido.

Por fim, o risco da taxa de juros está associado à possibilidade de volatilidade na taxa de juros. Ao adquirir um título prefixado, o investidor pode sofrer com as oscilações de taxa de juros, seja para positivo ou negativo, com impacto no valor do título.

Portanto, conforme Póvoa (2021), o ativo livre de risco mais adequado seria um papel público tipo *bullet* (pagamento de amortização e juros só no vencimento) e pós-fixado. Ou seja, um título público zero cupom e pós-fixado.

No Brasil, para a escolha do ativo livre de risco, apesar de não atender alguns pré-requisitos teóricos, recai no chamado NTN-B ou Tesouro IPCA+ com pagamentos semestrais. Segundo Póvoa (2021), o Tesouro IPCA+ com pagamentos semestrais é o título brasileiro cujo retorno, na prática, é o mais usado para a formatação da taxa de desconto.

Partindo para o segundo termo da equação, o beta (β) é uma métrica que representa a sensibilidade de um ativo as variações do mercado, isto é, representa um grau de risco de um ativo em relação a carteira completamente diversificada, ou seja, o risco não-diversificável para qualquer ativo é medido pelo seu beta, que pode ser utilizado para gerar um retorno esperado. Conforme Damodaran (2007), é determinado pelo setor de atuação da companhia, grau de alavancagem operacional e grau de alavancagem financeira de empresa. O beta de uma empresa pode ser calculado através do beta desalavancado do negócio de atuação da empresa e pela sua estrutura de capital.

O *RM* é a rentabilidade da carteira de mercado, obtida, segundo Assaf Neto (2017), geralmente pela taxa de retorno da carteira NYSE (bolsa de valores de Nova York), da carteira S&P (Standard & Poor's) ou a Ibovespa, o principal indicador de desempenho das ações negociadas na B3.

Por fim, o prêmio de risco $RM - RF$, que indica o quanto o investidor exige de diferencial sobre o chamado ativo livre de risco para fazer a aplicação dos seus recursos em um investimento de renda variável.

Na prática, segundo Damodaran (2007), há três fatores que determinam o tamanho do prêmio:

- i) Variância na economia subjacente: prêmios de riscos serão maiores em economias que se associa maior volatilidade, ou seja, a percepção de risco da economia. Logo, os prêmios em mercados em desenvolvimento, com as suas economias de maior crescimento e maior risco, serão maiores do que os prêmios em mercados desenvolvidos;
- ii) Risco político: os prêmios de risco serão mais altos nos mercados em que há potencial para instabilidade política, que se traduz em instabilidade econômica;
- iii) Estrutura do mercado: existem alguns mercados no qual o prêmio de risco para o investimento em ações será mais baixo porque as empresas listadas na bolsa são grandes, diversificadas e estáveis. Em geral, à medida que as empresas menores e com maior grau de risco entram no mercado, o prêmio médio de risco para o investimento em ações aumentará.

2.1.6 *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*

Segundo Póvoa (2021), as empresas podem recorrer tanto ao capital próprio como a de terceiros para se financiar. O FCFE considera a empresa como um todo, sendo necessária, portanto, a utilização de uma taxa de desconto que leve em consideração o custo do capital próprio e o custo do capital de terceiros. O custo do capital próprio, como vimos anteriormente, é medido pelo CAPM. Já o custo do capital de terceiros, isto é, a remuneração exigida dos credores que fazem empréstimos para a empresa, pode ser medido pelo *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. Assim, a taxa de desconto utilizada para o fluxo de caixa da firma é o WACC (o custo médio ponderado do capital).

Segundo Assaf Neto (2017), o WACC reflete a composição ponderada do custo do capital próprio e o custo do capital de terceiros.

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

Em que:

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

K_e = custo de oportunidade do capital próprio. Taxa mínima de retorno exigida pelos acionistas considerando o risco de capital investido (CAPM);

K_d = custo de capital de terceiros onerosos;

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: quantidade de ações emitidas \times preço (cotação) de mercado de cada ação;

$P + PL$ = total do capital investido na empresa a valor de mercado;

$\frac{P}{P+PL}$ = participação do capital de terceiros onerosos no montante investido do negócio;

$\frac{PL}{P+PL}$ = participação do capital próprio (patrimônio líquido) no total investido no negócio.

Com relação à estrutura de capital da empresa, se dá através do capital próprio e/ou capital de terceiros. O custo de capital de terceiros é a média ponderada das taxas de juros das dívidas atuais e futuras da companhia a valor de mercado. Já o custo de capital próprio é a taxa de retorno que os investidores demandam para realizar o investimento qualquer, calculada aqui pelo modelo CAPM.

O capital de terceiros, conforme o Assaf Neto (2017), é calculado na formulação do WACC pela sua taxa líquida do imposto de renda. Assim, são consideradas nessa fonte de

financiamento somente as dívidas onerosas, isto é, os passivos que geram encargos financeiros, como financiamentos e empréstimos.

Outras dívidas correntes da companhia, destinadas ao seu funcionamento como, por exemplo, fornecedores a pagar e salários, mesmo que possivelmente incorporem algum custo financeiros (juros), têm esses gastos apontados na estrutura de custos e despesas operacionais, sendo, dessa forma; mais bem considerados no cálculo dos resultados da empresa. O capital de terceiros, conforme o Assaf Neto (2017), é calculado na formulação do WACC pela sua taxa líquida do imposto de renda. Assim, são consideradas nessa fonte de financiamento somente as dívidas onerosas.

$$K_d = (\text{Taxa Livre de Risco} + \text{Spread da Empresa}) \times (1 - IR)$$

A Taxa livre de risco é a remuneração oferecida por um ativo admitido como sem risco, no qual não há incertezas com relação ao valor recebido do vencimento.

Segundo Assaf Neto (2017), o *spread* de risco de inadimplência é geralmente determinado por empresas de ratings especializadas em classificação de risco. Assim, quanto maior o risco, mais elevado é o spread apurados; riscos menores também supõe que tem spreads mais baixos.

2.1.7 Avaliação relativa

Como vimos, a avaliação pelo fluxo de caixa descontado estima o valor intrínseco de um ativo com base na sua capacidade de gerar caixa no futuro, já avaliação relativa o valor justo do ativo é obtido através da análise do preço de mercado de ativos semelhantes que podem ser comparáveis.

Segundo Damodaran (2021), um suposto comprador de um imóvel decide o quanto oferecer por uma casa depois de examinar os preços pagos pelas casas que são comparáveis às do mesmo bairro. Ou seja, na avaliação relativa avalia-se um ativo como, por exemplo, uma casa, com base em como ativos semelhantes são precificados no mercado.

Damodaran (2021), aponta os três passos essenciais na avaliação relativa: (i) pesquisar ativos semelhantes que são precificados no mercado; (ii) ampliar os preços de mercado até uma variável comum, para gerar preços com padrão que sejam comparáveis entre os diferentes ativos; e (iii) fazer ajustes para compensar as diferenças entre os ativos.

3 METODOLOGIA E BASE DE DADOS

Nesta seção será destrinchada a metodologia usada para realizar o trabalho, as ferramentas e a base de dados para o cálculo da avaliação econômica da empresa, ou seja, o *Valuation*. A metodologia utilizada nesse trabalho é do método do fluxo de caixa descontado para empresa (FCFF) sendo aplicado a um estudo de caso, a avaliação econômica da empresa Localiza Rent a Car S.A. O objetivo é avaliar se a empresa é, ou não, uma boa oportunidade de investimento atualmente e qual o seu valor econômico.

De acordo com Damodaran (2021), o fluxo de caixa livre da empresa ou firma pode ser calculado da seguinte forma:

$$\text{Fluxo de Caixa Livre da Firma} = EBIT(1-T_c) - (\text{Despesas de Capital} - \text{Depreciação}) - (\Delta \text{Capital de Giro}).$$

Utilizaremos o modelo de precificação de fluxo de caixa da firma e para trazermos a valor presente precisaremos de uma taxa de desconto. Dessa forma, a taxa de desconto utilizada é o WACC (custo médio ponderado do capital). Assim, o valor presente do fluxo de caixa projetados foi calculado por meio do modelo de WACC, isto é, levando em consideração o custo do capital próprio e o custo de capital de terceiros, segundo Assaf Neto (2017).

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

Em que:

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

K_e = custo de oportunidade do capital próprio. Taxa mínima de retorno exigida pelos acionistas considerando o risco de capital investido (CAPM);

K_d = custo de capital de terceiros onerosos;

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: quantidade de ações emitidas \times preço (cotação) de mercado de cada ação;

$P + PL$ = total do capital investido na empresa a valor de mercado;

$\frac{P}{P+PL}$ = participação do capital de terceiros onerosos no montante investido do negócio;

$\frac{PL}{P+PL}$ = participação do capital próprio (patrimônio líquido) no total investido no negócio.

Nesse sentido, com relação à estrutura de capital da empresa se dá através do capital próprio e/ou capital de terceiros. Já o custo de capital próprio é a taxa de retorno que os investidores demandam para realizar o investimento qualquer.

O capital de terceiros, conforme o Assaf Neto (2017), é calculado na formulação do WACC pela sua taxa líquida do imposto de renda. Assim, são consideradas nessa fonte de financiamento somente as dívidas onerosas.

$$K_d = (\text{Taxa Livre de Risco} + \text{Spread da Empresa}) \times (1 - IR)$$

A Taxa livre de risco é a remuneração oferecida por um ativo admitido como sem risco, no qual não há incertezas com relação ao valor recebido do vencimento.

Segundo Assaf Neto (2017), o *spread* de risco de inadimplência é geralmente determinado por empresas de ratings especializadas em classificação de risco. Assim, quanto maior o risco, mais elevado é o *spread* apurados; riscos menores também supõe que tem *spreads* mais baixos. Sendo assim, foi usado a classificação feita pela Fitch Ratings, Fitchratings (2021), para a Localiza para o mercado brasileiro como AAA. Adicionado a isso consultamos o site do Aswath Damodaran para com base no *rating* da Localiza sabermos qual será o *Spread*, dessa forma, o *spread*, segundo o Damodaran é de 0,67%, Stern (2022).

O custo do capital próprio é o retorno mínimo exigido pelos investidores para adquirirem uma ação de uma companhia. Essa taxa de atratividade, usada para descontar os fluxos de caixa previstos de um investimento, é formada pela expressão básica de cálculo do modelo CAPM, pela taxa livre de risco, o coeficiente beta, prêmio de risco de mercado e o risco da empresa em relação ao de mercado, afirma Assaf Neto (2017).

Póvoa (2021) nos fornece a seguinte forma para o cálculo do CAPM:

$$K_e = RF + \beta(RM - RF)$$

Onde,

K_e é a taxa de retorno exigida pelo investidor ou acionista;

RF é a taxa do retorno do ativo livre de risco;

β o risco do ativo em relação ao risco não-diversificável da carteira de mercado;

RM = retorno da carteira de mercado;

$(RM - RF)$ é a diferença entre o retorno esperado do mercado e a taxa livre de risco, ou seja, o prêmio de risco.

A perpetuidade assume que a empresa continuará a gerar fluxos de caixa para sempre. O método estima o valor terminal por meio do quociente da multiplicação entre o fluxo de caixa livre do último ano da projeção e a taxa de crescimento na perpetuidade pela diferença entre o custo médio ponderado de capital e a taxa de crescimento da empresa.

Conforme Póvoa (2021), o cálculo da perpetuidade pode ser realizado através da seguinte fórmula

$$Perpetuidade = \frac{FCFF (1 + g)}{Wacc - g}$$

Onde,

$FCFF$ = Fluxo de caixa da firma no período no ano que começará a perpetuidade;

$Wacc$ = Custo médio Ponderado do Capital;

g = Taxa de crescimento na perpetuidade.

Os dados utilizados foram retirados do site do *Aswath Damodaran*, *Yahoo Finance*, Banco central do Brasil e da B3. As demonstrações financeiras históricas foram coletadas do próprio site³ de Relações com Investidores (RI) da Localiza Rent a Car. O período de análise histórica das demonstrações contábeis foi de 2017 a 2021.

Os dados do produto interno bruto (PIB) do Brasil para os próximos anos, assim como o da inflação (IPCA), utilizados para a projeção da perpetuidade, foram extraídos do Relatório Focus⁴ divulgados no site do Banco central do Brasil para 2025, o mais longo do relatório. Para o cálculo da perpetuidade, utilizamos a premissa que a Localiza Rent a Car irá apresentar um crescimento (g) em concordância com as expectativas do PIB mais a inflação. Com dados extraídos do relatório do dia 29/04/2022, o PIB projetado para 2025 é de 2% e a inflação projetada, também de 2025, é de 3%, portanto, a taxa de crescimento (g) é igual a 5%. Além disso, utilizamos a expectativa de 7% a.a da taxa Selic, do mesmo relatório publicado pelo Banco Central, para projetarmos as despesas financeiras.

Segundo Póvoa (2021), o título Tesouro IPCA+ ou NTN-B é alternativa mais correta para se calcular a taxa do ativo livre de risco. Assim, foi utilizado a NTN-B com vencimento mais longo no site do Tesouro Nacional, Tesouro (2022), existente no momento desse trabalho, para todo o fluxo que representa (somando-se os primeiros anos e a perpetuidade) a melhor proxy para o ativo livre de risco. Foi usado o NTN-B com vencimento para 15/05/2055, dessa forma, a taxa livre de risco ficou em 5,85% real, isto é, com desconto da inflação.

Para o cálculo do Prêmio de Risco ou *Equity Risk Premium* utilizamos as estimativas disponibilizadas no site do Aswath Damodaran, Stern (2022), em 5 de janeiro de 2022. Portanto,

³ Ver: <https://ri.localiza.com/>

⁴ O Relatório Focus é divulgado toda segunda-feira e resume as estatísticas levando em consideração as expectativas de mercado coletadas até sexta-feira anterior a sua divulgação.

o prêmio de risco do mercado brasileiro é de 7,21%. Para o cálculo do prêmio o Damodaran (2022) tem duas formas, a primeira é usada o *rating* soberano em moeda local e depois é estimado o *spread* padrão para esse rating (com base nos títulos do país negociado) sobre uma taxa de títulos do governo livre de risco. A outra forma, começa com um *spread* de CDS⁵ para o país, se houver um disponível, e subtrai o *spread* de CDS dos Estados Unidos, já que o prêmio de risco maduro é derivado do mercado dos Estados Unidos. Essa diferença é o prêmio do país.

O beta é um ativo que representa a sensibilidade de um ativo as variações do mercado, isto é, representa um grau de risco de um ativo em relação a carteira completamente diversificada. Conforme Damodaran (2007), é determinado pelo setor de atuação da companhia, grau de alavancagem operacional e grau de alavancagem financeira de empresa.

O que usamos foi o beta alavancado da empresa de 1,04 extraído do site do Yahoo Finance, Yahoo (2022).

Cabe fazer uma diferenciação entre o beta alavancado e o beta desalavancado. Enquanto o segundo desconsidera o passivo total da empresa para efeitos de cálculo, ou seja, suas dívidas, para o primeiro, esse ponto é essencial, dando relevância a esse valor, isto é, considera o valor de investimentos de terceiros como um impulso, por isso o nome beta alavancado.

⁵ CDS ou Credit default swap é um tipo especial de swap, construído para transferir o risco de crédito de títulos de renda fixa entre dois ou mais participantes. Isto é, são derivativos que funcionam como uma forma de troca de risco de crédito.

4 A EMPRESA LOCALIZA E PANORAMA DO SETOR ECONÔMICO

4.1 A EMPRESA

A Localiza nasceu em 1973 como uma pequena agência de aluguel de carros no centro de Belo Horizonte (MG) com seis fuscas usados comprados a crédito. Durante o segundo choque do petróleo em 1979 a companhia abriu a sua primeira filial de agência de locação de carros em Vitória (ES). Em 1981 já tinha se expandido por meio de aquisição de pequenos concorrentes, o que levou a empresa à liderança de mercado de aluguel de carros no Brasil, presente em 11 capitais, a maior parte delas no Nordeste brasileiro.

Em 1990 passou a vender seus carros seminovos diretamente ao consumidor final. Essa modalidade de venda permitiu à empresa reduzir os seus custos de depreciação e gerar receita para a renovação de sua frota de aluguel. Em 1992 por dificuldades no mercado interno do país levaram a Localiza expandir-se internacionalmente por meio do seu modelo de franquia, a empresa ampliou a sua presença na América do Sul.

No ano de 1999 a Localiza criou uma divisão de negócios, especializada no aluguel, gerenciamento e terceirização de frotas, a Total Fleet, hoje chamada de Localiza Gestão de Frotas.

No dia 23 de maio de 2005, no que talvez tenha sido o passo mais importante para a sua consolidação, a Localiza deu início à oferta pública de ações no Novo Mercado, o mais elevado padrão de governança corporativa. A Localiza foi a primeira locadora da empresa a se tornar pública.

Hoje a Localiza se destaca como a maior rede de aluguel de carros do Brasil e da América Latina. Ao final do período de 2021, são 620 agências, 12.223 empregados e em média 289.796 carros em oito países: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, Paraguai, Peru e Uruguai.

A Localiza Rent Car possui duas principais atividades, o aluguel de carros e gestão de frotas, e mais dois segmentos em crescimento, *franchising* e seminovos.

Tabela 1 Atividades da Localiza Rent Car

Aluguel de Carros	Gestão de Frotas
216.334 frota	61.657 frota
11,4 milhões de Clientes	467 Colaboradores
540 agências	
7.239 colaboradores	
Seminovos	Franchising
47,5% vendidos para o consumidor final	98 agências no Brasil
130 lojas	70 agências no Exterior
89 cidades	14.168 frota
1.612 colaboradores	

Fonte: Localiza (2021c).

A atuação de aluguel de carros ou *rent a car* (RAC), compreende a locação de carros leves por um curto prazo, seja de forma diária, semanal ou mensal, para pessoas indivíduos e empresas em agências localizadas dentro e fora de aeroportos. Esse segmento integra diversas modalidades contratuais, além de diferentes marcas e modelos de carros que compõem os grupos de carros disponíveis para a locação. A divisão de aluguel de carros, no exercício de encerrado em 31 de dezembro de 2020, possui uma frota total de 216.334 carros, espalhados por 540 agências no território brasileiro, a tarifa média do aluguel foi de R\$ 68,52, Localiza (2020a).

Os carros da frota de aluguel possuem um ciclo mais curto e usualmente são desativados e colocados à venda na rede de lojas após cerca de 14 meses de uso, demandando um alto nível de capital para suportar a operação. Segundo XP Expert (2021), a divisão de aluguel de carros representou aproximadamente 30,5% da receita líquida em 2020.

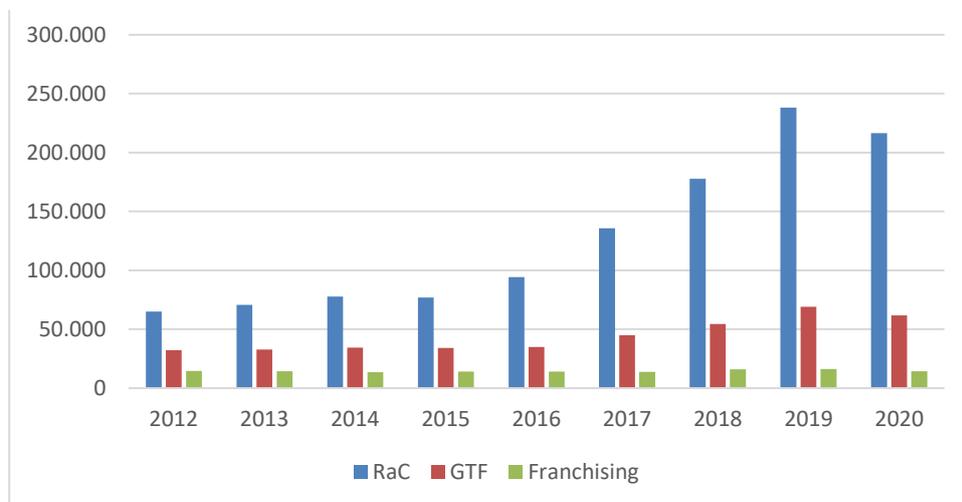
A divisão de Gestão de frotas (ou *fleet rental*) é responsável pela gestão de frotas e alugueis de longo prazo, usualmente de 24 a 36 meses para indivíduos e empresas. Nesse segmento, o serviço compreende o estudo individualizado do cliente, com o dimensionamento de frota de carros e otimização do mix de carros, incluindo aquisição, adaptação, locação, manutenção e substituição de carros avariados e/ou no seu final de vida útil, ou seja, diferente do segmento de aluguel de carros, a gestão de frotas customiza seus veículos conforme a demanda dos clientes. A divisão tem uma frota de 61.657 carros e com uma receita líquida de aproximadamente 10,2% do total da receita da companhia, conforme análise da XP Expert (2021).

Já o segmento de *franchising*, que nada mais é do que um modelo de franquias com o objetivo de aumentar a capilaridade da rede e a presença da companhia em novos mercados inexplorados, com baixa necessidade investimento e alta rentabilidade. O modelo de franquia está dentro do segmento de aluguel de carros e apesar de sua alta rentabilidade, tem uma baixa contribuição ao resultado do grupo, com relação às outras atividades da empresa. Conforme a XP Expert (2021), a divisão de *franchising*, em 2020, contava com uma frota de 14.168 carros espalhadas por 98 agências no Brasil e 70 no exterior.

Finalmente, no segmento de seminovos, os carros da divisão de aluguel de carros e gestão de frotas⁶ são vendidos ao consumidor final por meio da marca Localiza Seminovos, do canal de distribuição ou de revendas parceiras. Apesar de ser uma área de suporte, é um segmento essencial para a saúde e manutenção da empresa. Essa divisão é estratégica para a Localiza tendo em vista que fortalece o seu fluxo de caixa, maximizando o valor de venda dos ativos fixos, os carros, e otimizando o preço e giro do ativo e nesse sentido, reduzindo a depreciação; importante custo da indústria. Desde 1991, a companhia desenvolveu *know-how* na desmobilização e venda desses ativos no Brasil, o que diminui a sua dependência.

Em 2020, aproximadamente metade dos carros desativados foram vendidos diretamente a consumidores finais em 130 pontos próprios para a venda, distribuídos em 89 cidades brasileiras, com importante índice de recompra e indicação de novos clientes, reduzindo o custo de captação de novos clientes. A outra metade dos carros desativados é vendida para revendedores parceiros via canal de distribuição, que aumenta a sua expansão e flexibilidade na venda dos carros, sem a necessidade de investimento de capital e custo fixo das agências próprias. Assim, a companhia maximiza o valor de recuperação desses ativos, reduzindo a depreciação dos carros e, por conseguinte, o investimento líquido para a renovação da frota. Em 2020 a receita líquida de venda de carros desativados para renovação da frota compreendeu aproximadamente 59,3% da receita total líquida da companhia, segundo a XP Expert (2021).

⁶ A divisão de seminovos, por fazer parte da divisão de gestão de frotas, é comumente apresentada conjuntamente a ela.

Gráfico 1 Frota da Localiza por divisão

Fonte: XP Expert (2021).

4.2 COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA

Segundo dados da Localiza (2021c), a composição acionária da companhia é formada por cerca de 758.466.670 de ações ordinárias das quais 5,05% pertencem ao fundo americano Fidelity Investments através do Fidelity International Limited ou apenas Fil Limited. 5% das ações são da BlackRock Inc., uma empresa estadunidense, a maior em gestão de ativos no mundo.

A família Mattar detém 10,49% das ações da companhia, José Salim Mattar com 5% e o Eugênio Pacelli Mattar com 5,49%. Já a família Brandão Resende detém 10,25% das ações, Flávio Brandão Resende com 4,7% e o Antônio Cláudio Brandão Resende. Tanto a Mattar quanto a Família Brandão Resende foram as fundadoras da Localiza.

As ações em circulação, livres para negociação no mercado (*free float*) correspondem a 68,38% das ações da companhia. E por fim, 0,83% aproximadamente estão em tesouraria.

Tabela 2 Composição Acionária

Composição Acionária	%
Fil Limited	5,05%
BlackRock Inc	5,0%
José Salim Mattar	5,0%
Eugênio Pacelli Mattar	5,49%
Flávio Brandão Resende	4,70%
Antônio Cláudio Brandão Resende	5,55%
Free Float	68,38%
Ações em Tesouraria	0,83%
Total	100,00%

Fonte: Localiza (2021c).

4.3 PANORAMA DA INDÚSTRIA

Existe uma mudança cultural em curso que tem um impacto secundário derivado do *e-hailing*, segundo a XP Expert (2021). *E-hailing* nada mais é do que uma expressão para o serviço que a Uber e a 99Pop, por exemplo, disponibilizam, isto é, uma chamada de um “táxi” por um aplicativo em um smartphone.

Assim, além dos motoristas de aplicativos, que vêm aumentando diretamente a demanda de veículos no setor, existe também um impacto positivo dos clientes de aplicativos que viram a possibilidade de não ter mais um carro. Conforme XP Expert (2021), somado ao fenômeno de alta demanda para não motoristas de aplicativos como, por exemplo, alugueis de curto prazo nos finais de semana e viagens para curta distância para visitas familiares e amigos. Em entrevista ao Suno (2022), o coordenador dos cursos automotivos da Fundação Getúlio Vargas (FGV), Antônio Jorge Martins, defende o aluguel de carros por assinatura e diz que o grande benefício do carro por assinatura é a possibilidade de não despendar parte ou todo o seu investimento em um carro, pois na compra à vista o cliente precisa se descapitalizar. No financiamento também é necessário pagar um valor grande de entrada. No entanto, a assinatura faz com que o usuário não precise de recursos financeiros como forma de pagamento total por parte dele.

Para a XP Expert (2021), a divisão de Aluguel de carros deve continuar a sua tendência de crescimento significativo. A divisão experenciou um crescimento pelas principais empresas da indústria desde 2015-2016, no entanto, ainda se pode ver que a divisão ainda pode crescer muito

mais por consequência: i) ganhos de *market share* sobre concorrentes com escala menor; ii) crescimento geral do mercado como função da maior acessibilidade dos produtos após queda de preços⁷ dos últimos anos, baixa penetração em segmentos novos, no entanto, relevantes como e-hailing, recuperação da atividade econômica, que fomenta a demanda em segmentos mais cíclicos.

De acordo com a XP Expert (2021), o segmento de gestão de frotas tem indícios fortes de seguir a mesma tendência da RaC que pode se beneficiar: i) aumento da penetração contínuo de um mercado ainda sub-penetrado como o de alugueis de corporativos de longo prazo; ii) novos serviços que criam grandes vias de crescimento como, por exemplo, aluguel de longo prazo para pessoas físicas e aluguel de caminhões.

O segmento de seminovos, em conformidade com a análise da XP Expert (2021), aproveitam de um momento ímpar, pois espera-se que as vendas de carros usados impulsionem o lucro do setor no curto prazo. Dado o aumento consistente dos preços dos carros usados, devido à escassez de oferta da indústria de automóveis e apreciação do dólar, os carros usados mais do que nunca se tornaram a primeira opção para os consumidores (efeito substituição) e com consequências principais para o aluguel de carros: reajuste de preços para cima dos carros disponíveis para venda, isto é, menor depreciação efetiva.

Segundo a Associação Brasileira Das Locadoras de Automóveis (ABLA) (2022), o setor de locação é intensivo em capital, pois as empresas precisam de recursos para adquirir carros para compor a sua frota. Nesse sentido, o setor se beneficia em momentos no qual a taxa de juros está baixa, assim as empresas conseguem captar recursos com juros baixos para investir em veículos. A Localiza tem o menor custo de capital do setor e, portanto, se beneficia disso.

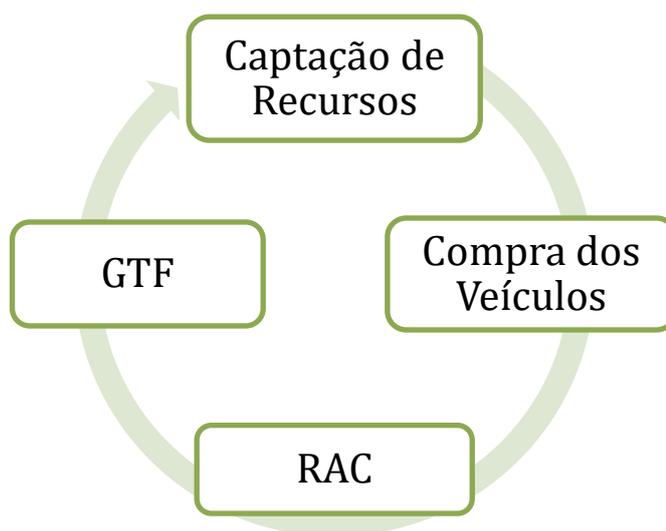
Segundo a Genial Investimentos (2021), o modelo de negócios das locadoras de veículos pode ser resumido da seguinte forma:

- Captação recursos: as companhias captam recursos através de financiamentos, empréstimos ou por emissão de ações para investimentos;

⁷ Segundo análise da XP Investimentos (2021), as tarifas médias do RaC da Localiza tiveram uma queda de 23% de 2015 para 2019.

- **Compra de veículos:** após a captação dos recursos, as empresas adquirem os carros. Nessa fase, a escala é muito importante, visto que quanto mais veículos a companhia pretende comprar, maior será o seu poder de negociar preços e formas de pagamentos junto a montadora;
- **Aluguel dos carros ou RAC (Rent a Car):** com os veículos na frota da companhia, por fim elas podem alugá-los;
- **Venda dos veículos ou gestão de terceirização de frotas (GTF):** após 15 meses de uso em média no RAC e 24 meses em média no GTF, as companhias vendem os seus carros para poder renovar a frota. Quando melhor a operação de seminovos mais recursos a empresa tem para renovar a frota sem precisar mais capital.

Gráfico 2 Modelo de negócios das locadoras



Fonte: Elaborado pelo autor.

4.4 CONCORRÊNCIA

Segundo a ABLA (2022), em janeiro de 2021 o Brasil tinha mais de 11 mil locadoras, sendo que as três maiores, Localiza, Unidas e Movidas, possuíam mais de 50% total da frota do setor.

A escala é importante nesse setor, pois influencia decisivamente as margens, isto é, impacta o nível de lucro das empresas. Assim, quanto maior o tamanho da companhia, melhor são as condições de pagamentos que se pode barganhar, menores são os preços que a companhia consegue com as montadoras para adquirir novos carros para a sua frota. A Localiza é líder nesse quesito, pois tem a maior frota do setor e consegue obter vantagens significativas em relação aos seus concorrentes, como afirma a XP Expert (2021). Para além disso, o nível de integração entre as divisões do setor é também importante e as 3 maiores do setor conseguem esse nível de integração. No entanto, a Localiza sai na frente também por ter *know how* de carros novos e usados somado a baixa dependência de intermediários, segundo a XP Expert (2021).

É praticamente improvável que uma empresa pequena compita com as maiores nas mesmas praças de atuação, acarretando assim uma consolidação no setor, a alta capacidade de poder financeiro é uma vantagem competitiva para aquelas companhias que possuem essas características, como é o exemplo dos três principais players do mercado: Localiza, Unidas e Movidas. No entanto, isso não quer dizer que exista uma alta barreira a entrada de novos investidores, pelo contrário, qualquer competidor com capital para investir em frota consegue entrar no mercado, afirma relatório da XP Expert (2021).

No setor de locação a diferenciação de produtos não é algo relevante dado que é um serviço que não é tão flexível para se ter um grande nível de diferenciação. As companhias buscam fornecer carros que os clientes desejam dirigir, os principais *players* do mercado possuem o mesmo portfólio de produtos, ou seja, possuem veículos semelhantes. No entanto, as companhias buscam se diferenciar por meio de programas de fidelidade ou através de um atendimento diferenciado, um atendimento exclusivo. O ponto central é que as locadoras que possuem as suas agências em pontos estratégicos e melhores localizados como, por exemplo, em aeroportos ou lugares que tem um grande fluxo de pessoas está à frente nessa corrida para atrair consumidores, pois os clientes buscam por mais comodidade e conveniência. Assim, as companhias buscam se diferenciar uma das outras pelo atendimento diferenciado e benefícios e dessa forma reter maiores clientes. Nesse sentido, a Localiza sai na frente pois apresenta o maior nível de diferenciação dado que está presente de forma majoritariamente nos aeroportos e centro comerciais, além de possuir um programa de fidelidade mais ativo e amplo.

4.5 EFEITO COVID-19

Os dois últimos anos, em especial 2020, foram anos atípicos por conta da pandemia da Covid-19. A Localiza a partir da segunda quinzena de março de 2020 fechou temporariamente diversas lojas de seminovos e diversas agências de aluguel de carros para atendimento ao público, sendo abertas no final de abril de 2020. No entanto, de acordo com a Localiza (2021b), apesar da grande instabilidade econômica e dos impactos causados pela necessidade de paralisação das operações e restrições à mobilidade, o modelo de negócio da empresa se mostrou consistente, visto que atende a diversos propósitos de uso dos carros

No campo econômico brasileiro, além dos problemas políticos, as cadeias globais de suprimentos levaram a aumentos dos preços das *commodities* como aço, ferro e, principalmente, o petróleo e seus derivados, que quando combinados com a alta do dólar, geram aumento dos custos de produção dos carros, que são repassados aos preços, Localiza (2020a). De acordo com Okonjo-Iweala (2021), os problemas nas cadeias globais de suprimentos devem permanecer ainda por vários meses devido à falta de contêineres e às incompatibilidades entre oferta e demanda.

A escassez de alguns insumos como os semicondutores afetou decisivamente o ano de 2020 e ainda está afetando em menor grau a indústria automotiva, tendo como consequências a redução da oferta de carros e no aumento dos preços praticados, segundo a Localiza (2021a).

No entanto, conforme a ABLA (2021), mesmo com problemas nas cadeias globais de valor, 46,3% das locadoras aumentaram as suas frotas, enquanto 30,1% as mantiveram no patamar anterior a pandemia. Com relação aos maiores entraves, a burocracia para compra de veículos é, sem dúvidas, o principal problema do mercado que vai desde a escassez de carros 0km no mercado e conseqüentemente a elevação dos preços, de acordo com presidente da ABLA (2021).

4.6 FUSÃO DA UNIDAS COM A LOCALIZA

No dia 22 setembro de 2020 a Localiza e a Unidas anunciaram uma proposta de fusão e em dezembro de 2021 o Tribunal do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) aprovou a fusão entre a Localiza (RENT3) e Unidas (LCAM3). Contudo, foi dada algumas

condições de restrições para as companhias, que fazem com que não haja uma grande concentração de mercado no setor de locação. Uma delas foi a venda de ativos na divisão de aluguel ou Rent a Car, a venda de 12% da frota resultante da fusão. Ainda faltam algumas etapas até o negócio ser fechado, afirma a XP Expert (2021): i) finalizar as negociações com os potenciais compradores dos ativos; ii) O Cade terá mais 30 dias para aprovar ou reprovar o comprador indicado e por fim; e iii) etapas processuais finais para o fechamento do negócio.

A fusão da Localiza e Unidas, se concluída, dará vida a um gigante no setor de locação de veículos e gestão de frotas, a maior do Brasil, com vasto alcance territorial e um poder elevado de negociação com as montadoras para a compra de novos carros, visto que separadas já são as maiores da indústria. Dito isso, a escala maior também permite uma concorrência mais acirrada, com a prática de preços mais agressivos, tanto no aluguel quanto na venda de seminovos, segundo matéria do site Seu Dinheiro, Aguiar (2021).

A XP Expert (2021) acredita em uma considerável sinergia entre as empresas o que pode acarretar: i) redução dos custos operacionais de locação de carros de R\$3,3 bilhões; ii) redução de custos operacionais de seminovos em R\$1,3 bilhão; iii) redução de custos financeiros em R\$1,3 bilhão; e iv) amortização do ágio de R\$2,3 bilhões.

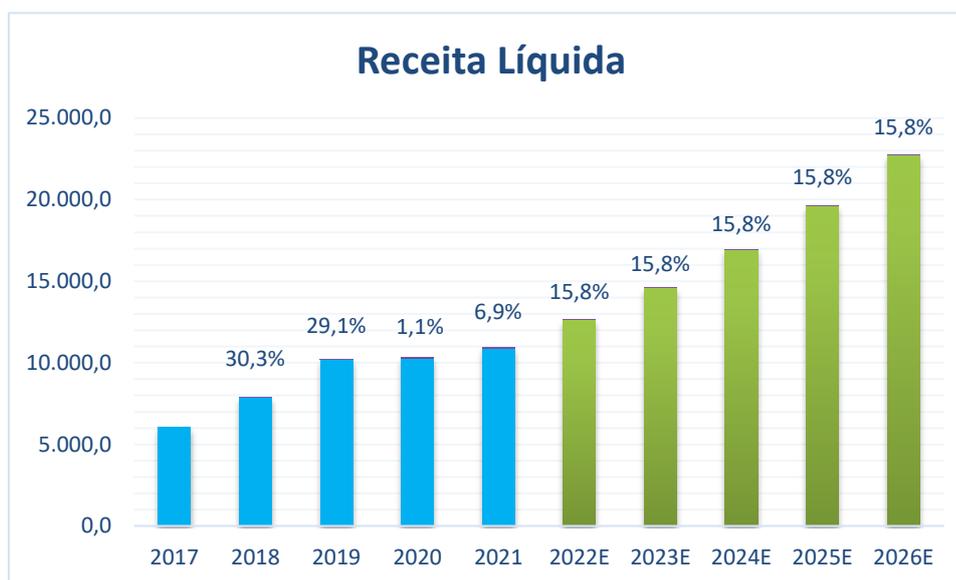
No entanto, a fusão tem levantado preocupação e sofrido críticas das suas concorrentes, que enviaram pareceres para o Cade contra a transação. Em matéria divulgada pelo Valor Investe (2021), o parecer enviado pela Ouro verde assinado pelo Afonso Arinos Neto aponta prejuízos concorrenciais diante da incorporação. Arinos diz que a Localiza está adquirindo justamente a sua concorrente direta, desse modo ela acabaria destruindo a concorrência atual e potencial. A Movida, a terceira maior empresa no segmento de aluguel de carro, pediu também a reprovação da fusão, segundo reportagem a revista Exame (2021).

5 VALUATION DA EMPRESA LOCALIZA

Nessa seção, serão apresentadas algumas das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) dos últimos 5 anos (2017 a 2021) da Localiza Rent a Car, aqui a Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) e o Balanço Patrimonial. Logo depois, serão apresentados os pressupostos para as projeções para os próximos cinco anos (2022 a 2026), com objetivo de projetar o fluxo de caixa futuro descontado da empresa.

Para as projeções de crescimento da receita líquida de 2022 a 2026 foi considerado a taxa de crescimento composto anual, do inglês *compound annual growth rate* (CAGR)⁸, dos últimos cinco anos históricos, assim a taxa ficou em 15,8% ao ano. A grande utilidade do uso CAGR é a de suavizar a taxa de retorno, que resulta em uma porcentagem constante através do período abordado.

Gráfico 3 Receita Líquida Projetada



Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a)

⁸ $CAGR = \left(\frac{VF}{VI}\right)^{\frac{1}{n}} - 1$ no qual, VF = Valor final da Receita Líquida, aqui Receita Líquida de 2017; VI = Valor Inicial da Receita Líquida, nomeadamente a Receita Líquida de 2021 e n = Número de período em anos.

Tabela 3 Receita Líquida Projetada

<i>(bilhões de R\$)</i>	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita líquida total	6.058,3	7.895,7	10.195,6	10.307,6	10.901,3	12.625,8	14.623,2	16.936,5	19.615,8	22.718,9
% Crescimento Receita Líquida		30,33%	29,13%	1,10%	6,92%	15,82%	15,82%	15,82%	15,82%	15,82%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

Com relação a projeção do Lucro Bruto, o que permanece quando subtraímos o custo dos produtos vendidos da receita líquida, foi utilizada a margem bruta⁹ para a sua projeção. A Margem bruta é um índice que mede quanto sobra do dinheiro gerado pelas vendas da companhia, que servirá para pagar o restante das despesas. Dessa forma, se a companhia não consegue gerar um lucro bruto grande o suficiente a partir de suas vendas, haverá uma pressão nas linhas seguintes do demonstrativo de resultados prejudicando assim o lucro líquido, segundo o Suno (2019). Sob olhar do investidor, a margem bruta crescente pode significar que os preços finais da venda estão aumentando relativamente mais que os custos. Isso pode acontecer caso a empresa tenha poder de mercado, isto é, aumentar o preço do seu produto e mesmo assim não perder clientes.

Os resultados do ano de 2021 da Localiza refletem a escassez de veículos, o que distorce preços de equilíbrio para a venda de carros usados. Nesse sentido, a falta de carros usados oferece às locadoras a oportunidade de aumentar os preços médios de venda de seminovos, aumentando as margens dos carros usados, além de aumentar as taxas de aluguéis dos seguimentos de RAC e Gestão de Frotas, segundo relatório do BTG Pactual (2022).

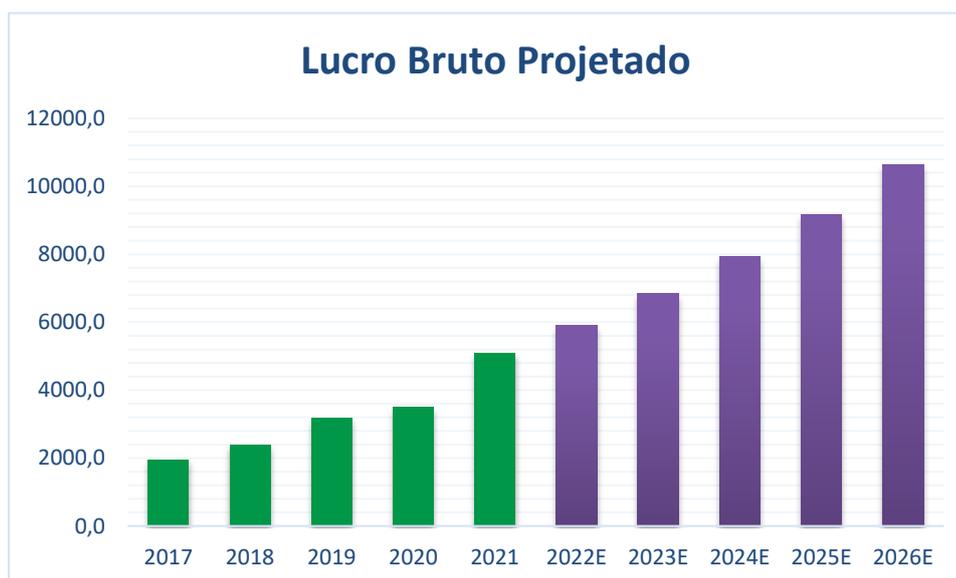
Já em 2022, a venda de carros segue em baixa desde o início do ano por conta de alguns fatores como, por exemplo, a redução no poder de compra, alta dos combustíveis, a falta de peças na indústria, a alta de juros que impacta o financiamento de carros 0km, essas são as principais causas. No entanto, segundo KKB Brasil, empresa de precificação de automóveis; em entrevista à *Auto Esporte* (2022), o preço dos automóveis novos segue na contramão e continua subindo. Nesse sentido, para fins de projeções do lucro bruto foi mantido a margem bruta do último ano de 46,8%, multiplicando a receita líquida projetada para os próximos anos, de acordo com a tabela abaixo:

⁹ Calculado da seguinte forma: $Margem\ Bruta = (lucro\ bruto/receita\ líquida) \times 100$

Tabela 4 Lucro bruto projetado

(milhões de R\$)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita líquida total	6.058,3	7.895,7	10.195,6	10.307,6	10.901,3	12.625,8	14.623,2	16.936,5	19.615,8	22.718,9
X										
% Margem Bruta	32,4%	30,3%	31,1%	34,0%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%
= Lucro Bruto	1963,3	2393,7	3175,2	3500,1	5103,3	5910,6	6845,7	7928,6	9182,9	10635,6

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

Gráfico 4 Lucro bruto projetado

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

Com relação a projeção do custo de mercadoria vendida (CMV) (do inglês *cost of goods sold* - COGS), utilizamos a média histórica do quociente entre o CMV e a receita líquida. Como vimos anteriormente a companhia apresentou um aumento da sua margem bruta e consequente uma diminuição do CMV.

Tabela 5 Custo de mercadoria vendida projetados

(milhões de R\$)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita líquida total	6.058,3	7.895,7	10.195,6	10.307,6	10.901,3	12.625,8	14.623,2	16.936,5	19.615,8	22.718,9
CMV	(4.095,00)	(5.502,00)	(7.020,40)	(6.807,50)	(5.798,00)	(6.715,22)	(7.777,53)	(9.007,91)	(10.432,92)	(12.083,36)
CMV %	-68%	-70%	-69%	-66%	-53,2%	-53,2%	-53,2%	-53,2%	-53,2%	-53,2%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

As despesas de vendas, administrativas e gerais (VA&G) ou *sales, general administrative* (SG&A), além como os gastos com depreciação e amortização foram projetadas por meio do cálculo da média histórica entre as contas e a receita líquida da companhia. As VA&G durante

o ano de 2020, ano em que as pessoas estavam trabalhando de casa, a companhia teve ínfimos 7% de crescimento dessas contas, a título de comparação os anos de 2018 e 2019 o crescimento dessas contas foram de 24% e 20%, respectivamente. Já em 2021 as contas dispararam e houve um crescimento de 36%, com média histórica para os últimos 5 anos de 22,0%. No entanto, se olharmos as despesas entre a receita líquida observamos um crescimento de 13% das despesas com relação a receita líquida, em 2020 foi de 10% e 2017 de 11%, ou seja, apesar de um crescimento elevado das despesas, esse crescimento das despesas está sendo acompanhado de um crescimento também das receitas líquidas. A média histórica das despesas entre a receita líquida é de 10,1% e a média.

Para as projeções, resolvemos utilizar a média histórica de 22,0%, supondo que as despesas irão convergir para um patamar semelhante a pré-pandemia, em 2020 houve uma compressão das despesas que explodiu em 2021 e que pode voltar para uma média histórica semelhante a situação antes da Covid-19. Isso quer dizer que a VA&G sobre a receita líquida crescerá 1% a partir de 2023 (Tabela 6):

Tabela 6 Despesas administrativas, de vendas e gerais projetadas

<i>(milhões de R\$)</i>	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita líquida	6.058,3	7.895,7	10.195,6	10.307,6	10.901,3	12.625,8	14.623,2	16.936,5	19.615,8	22.718,9
(-) SG&A/ VA&G	(649,10)	(803,60)	(962,40)	(1.032,00)	(1.405,80)	(1.715,08)	(2.092,39)	(2.552,72)	(3.114,32)	(3.799,47)
VA&G/Receita líquida	11%	10%	9%	10%	13%	14%	14%	15%	16%	17%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

Já as despesas de depreciação e amortização (D&A), segundo a Localiza (2021), ao longo do segundo semestre de 2020, houve um importante aumento dos preços de mercado praticados para carros novos e seminovos, o preço médio dos carros vendidos apresentou alta de 7,4% no ano e 15,7% no quatro trimestre de 2020. Ou seja, a depreciação foi reduzida pelos aumentos do preço de venda. Outrossim, com a política de aumento da idade média dos carros faz com que uma parte razoável da frota que já está depreciada, contribua para a redução da depreciação média por carro. Somado a isso, em 2021 a companhia reduziu o ritmo de vendas de carros de forma a alongar a sua vida útil. Assim, menores volumes de venda têm impacto direto na depreciação, uma vez que a estimativa de custo de venda é uma das variáveis que compõem o cálculo, afirma a Localiza (2022).

Para as projeções vamos assumir que a depreciação vai manter o ritmo de queda em -18%, a média dos dois últimos anos atípicos (Tabela 7):

Tabela 7 Depreciação e Amortização projetados

<i>(milhões de R\$)</i>	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita líquida	6.058,3	7.895,7	10.195,6	10.307,6	10.901,3	12.625,8	14.623,2	16.936,5	19.615,8	22.718,9
(-) D&A	(271,10)	(335,50)	(723,20)	(666,40)	(473,50)	(388,27)	(318,38)	(261,07)	(214,08)	(175,55)
%		24%	116%	-8%	-29%	-18%	-18%	-18%	-18%	-18%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

As despesas financeiras foram projetadas e mantidas com taxa de crescimento estáveis, isto é, conforme a premissa de estabilidade do crescimento da dívida de longo prazo da empresa. Assim, as despesas anuais serão o resultado da multiplicação do valor da dívida de longo prazo pela taxa de juros de 7% a.a, expectativa da taxa Selic para o ano de 2025.

O imposto de renda (IR) e a contribuição social sobre o líquido (CSLL) são calculados com base no resultado da empresa depois de deduzidos os custos e as despesas. Assim, foi calculada a média histórica de 25,4% entre os impostos a pagar e o lucro antes dos impostos. Dessa forma, foi definida uma alíquota de 25,4% para as projeções dos resultados da Localiza (Tabela 8).

Tabela 8 Impostos de renda (IR) e contribuição social (CSLL) projetados

<i>(milhões de R\$)</i>	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Lucro antes do IR	728,1	885,7	1.079,8	1.427,3	2.903,1	4.529,2	5.139,7	5.823,5	6.587,0	7.436,5
IR e CSLL	(164,70)	(226,50)	(245,90)	(379,10)	(859,40)	(1.151,60)	(1.306,82)	(1.480,68)	(1.674,80)	(1.890,80)
%	22,6%	25,6%	22,8%	26,6%	29,6%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%
Média					25,4%					

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

O lucro líquido é o resultado das receitas das empresas depois da dedução de todos os custos, despesas e tributos. A firma nos dois últimos anos de exercício tem apresentado números significativos em seus lucros líquidos. Em 2020 com mais de R\$1 bi e em 2021 com mais de R\$2 bi (Tabela 9). Segundo a Localiza (2021), o aumento de 95% do lucro líquido em 2021 se deu principalmente em função da redução dos custos consolidados e despesas financeiras líquidas, assim como em 2020.

De acordo com todas as premissas apresentadas (Anexo 1) projetamos um crescimento de 65,3% para o ano de 2022, 13,5% para 2023 e no final do período de 12,9%, em 2026.

Tabela 9 Lucro Líquido Projetado



Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

Tabela 10 Lucro Líquido Projetado

(milhões de R\$)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Lucro líquido	563,4	659,2	833,9	1.048,2	2.043,7	3.377,6	3.832,9	4.342,8	4.912,2	5.545,7
yoy%		17,0%	26,5%	25,7%	95,0%	65,3%	13,5%	13,3%	13,1%	12,9%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

Investimentos ou *capital expenditure* (CAPEX) é o montante de dinheiro despendido na aquisição de bens de capital de uma determinada firma. Uma métrica importante, pois, é por meio desse número que se mede o custo operacional da companhia. Isto é, é o gasto que a empresa tem para fazer expansão do negócio e até mesmo para mantê-lo. Usamos a premissa que a taxa de crescimento do Capex será a mesma da Receita líquida projetada, de 15,8%.

Tabela 11 CAPEX Projetado

(milhões de R\$)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Investimento (CAPEX)	(2.651)	(2.951)	(5.404)	(311)	(3.077)	(3.563)	(4.126)	(4.778)	(5.533)	(6.407)
Taxa de crescimento		11,3%	83,1%	-94,2%	889,4%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

O capital de giro são recursos necessários para o financiamento das atividades da empresa, isto é, é todo o capital necessário para financiar a continuidade da empresa. Para o seu cálculo, foram utilizadas informações obtidas no balanço patrimonial da Localiza. Com os valores históricos do capital de giro foi possível obter a variação do capital de giro, essencial para o cálculo do fluxo de caixa da firma.

Tabela 12 Variação do Capital de Giro Projetado

(milhões de R\$)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Capital de Giro	1.197	354	972	1.273	1.958	2.644	3.569	4.818	6.505	8.781
Δ capital de Giro		(843)	617	301	685	685	925	1.249	1.686	2.277

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

5.1 FLUXO DE CAIXA LIVRE DA FIRMA E RESULTADOS

De acordo com as premissas adotadas, dados históricos e valores de fluxo de caixa projetado, foi possível obter o fluxo de caixa livre para a firma (Tabela 13), portanto, podemos utilizá-lo para fazer o *valuation*, através do fluxo de caixa descontado.

Tabela 13 Fluxo de Caixa Projetado

(milhões de R\$)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	1.043	1.255	1.490	1.802	3.224	4.908	5.578	6.332	7.175	8.118
Taxe Rate	(165)	(227)	(246)	(379)	(859)	(1.152)	(1.307)	(1.481)	(1.675)	(1.891)
EBIT (1-T)	878,4	1.028	1.244	1.423	2.365	3.756	4.272	4.851	5.501	6.227
+ Depreciação	271,1	336	723,20	666	473,5	559	458	375,7	308	253
(+/-) Δ Capital de Giro		(843)	617	1.273	685,1	685,4	925,3	1.249,2	1.686	2.277
- CAPEX	(2.651)	(2.951)	(5.404)	(311)	(3.077)	(3.563)	(4.126)	(4.778)	(5.533)	(6.407)
= FCFE	(1.502)	(2.430)	(2.820)	3.051	446	1.437	1.529	1.698	1.962	2.349

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

Nesta parte da análise será feito o cálculo do fluxo de caixa descontado com o uso do WACC para a obtenção do fluxo de caixa descontado e por fim encontramos o valor econômico da empresa.

O WACC é o custo médio de capital ponderado, isto é, e o custo de capital do negócio ponderado pelo capital próprio e pelo capital de terceiros. Para o cálculo do capital próprio (K_e) foi utilizado o modelo CAPM e o valor encontrado foi de 13,35%.

$$K_e = RF + \beta(RM - RF)$$

Tabela 14 Custo do capital próprio

CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (Ke)	
Taxa Livre de Risco (Rf)	5,85%
Beta (β)	1,04
Prêmio de Risco (Rm - Rf)	7,21%
Ke	13,35%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

A interpretação do cálculo do capital próprio (K_e) é a taxa mínima que sócios ou investidores estão dispostos a aceitar para compensar o risco do investimento.

Como o último elemento para o cálculo do WACC, para o cálculo do custo de capital próprio foi utilizado informações do ano e 2021, último ano de exercício, para as seguintes premissas:

Tabela 15 Cálculo do custo do capital de terceiros (Kd)

FONTE DE CAPITAL	VALOR (R\$ milhões)
Taxa Livre de Risco	5,85%
Spread da Empresa	0,67%
IR	24,40%
Kd	4,93%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

O custo de capital de terceiros (Tabela 15) é igual a 4,93%, o IR é o imposto de renda (média histórica dos últimos 5 anos). Dessa forma, para obtermos o WACC, utilizamos o valor dos custos de capital próprio e o custo de capital de terceiros ponderados ao percentual que cada um representa na estrutura do capital.

A composição do financiamento da Localiza no ano de 2021 está detalhada na Tabela 16.

Tabela 16 Estrutura de capitais da Localiza

FONTE DE CAPITAL	VALOR (R\$ bilhões)
Dívidas bancárias (terceiros)	12.433,100
Patrimônio Líquido (próprio)	7.617,100
Total	20.050,200

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

A participação relativa do capital de terceiros no total das fontes de capital da localiza é de 62%. Ao mesmo tempo custo de capital próprio relativo no total de fontes de capital da empresa é de 38%.

Assim, podemos calcular o custo médio ponderado pela participação relativa de cada uma das fontes do capital, como está na tabela 17.

Tabela 17 Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)

FONTE DE CAPITAL	VALOR (R\$ bilhões)	PARTICIPAÇÃO	CUSTO DE CAPITAL
Capital Próprio	7.617,100	38%	13,3%
Capital de Terceiros	12.433,100	62%	4,93%
Total	20.050,200	100%	
WACC =			8,1%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

Com as premissas dadas acima podemos calcular o valor final da firma. Primeiramente, calculamos o valor presente do fluxo de caixa do período projetado, isto é, o valor presente líquido dos fluxos de caixa à taxa de desconto do custo médio ponderado (WACC) de 8,1%.

Tabela 18 Valor Presente do fluxo de Caixa Projetado

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
(milhões R\$)					
FCFF	1.437	1.529	1.698	1.962	2.349
WACC	8,1%				
FCFF Descontado	1.329	1.414	1.570	1.815	2.173
Valor Presente do Fluxo	R\$ 7.010				

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

Logo depois, calculamos o valor da perpetuidade (Tabela 19) e o valor presente da perpetuidade, com crescimento (g) de 5% a.a. Assim:

Tabela 19 Perpetuidade

PERPETUIDADE	
em milhões	
Último ano do FCFF	2.349
WACC	8,1%
Crescimento na perpetuidade	5%
Valor da Perpetuidade	79.571
Valor Presente da Perpetuidade	53.905

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

Por fim, após calcularmos o valor dos fluxos de caixa projetados com desconto e o valor presente da perpetuidade, podemos então chegar ao valor econômico da Localiza Rent a Car. Sendo assim, basta somarmos o VPL do Fluxo de caixa projetado com o VPL da perpetuidade. Logo depois, subtraímos o valor da dívida líquida do valor da empresa e então chegamos ao valor da empresa. Para chegarmos ao valor da empresa por ação dividimos o valor da empresa pelo número de ações em circulação (Tabela 20):

Tabela 20 Valor da Empresa

VALOR DA EMPRESA	
VPL do FCFF	R\$ 7.010 <i>bilhões</i>
VPL da Perpetuidade	R\$ 53.905 <i>bilhões</i>
Total	R\$ 60.915 <i>bilhões</i>
Dívida Líquida	-R\$ 8.150 <i>bilhões</i>
Valor da Empresa	R\$ 52.765 <i>bilhões</i>
Número de Ações	758,5 <i>milhões</i>
Valor da Empresa por ação	R\$ 69,56

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Localiza (2021a).

Assim, valor econômico obtido pelo modelo de fluxo de caixa descontado foi de quase R\$ 53 bilhões, dividido pelo número de ações da Localiza, aproximadamente 759 milhões, chegamos ao preço econômico por ação de R\$69,56.

De acordo com a data na qual foi realizada o estudo (17 de junho de 2022), a ação estava cotada ao valor de R\$50,40, Fundamentus (2022). No entanto, de acordo com mensuração e premissas utilizadas nesse trabalho o valor econômico é de R\$69,56 por ação. Portanto, essa análise sugere que a Localiza possui um *upside* de 38% em relação ao seu valor atual, ou seja, a empresa possui potencial para a valorização de 38% com relação ao seu valor atual.

5.2 LIMITAÇÕES E SENSIBILIDADE AOS PARÂMETROS DO MODELO

Todos as taxas projetadas foram suposições de um único cenário para a Localiza nos próximos 5 anos, ou seja, essas taxas projetadas são os parâmetros utilizados no trabalho para que fosse possível ser feita a avaliação da empresa. Na tabela 21 temos os parâmetros utilizados.

Tabela 21 Parâmetros

Parâmetros	
Receita Líquida	15,8%
Margem Bruta	46,8%
Custo da Mercadoria (CMV)	-53,2%
Despesas de Vendas, Administrativas e Gerais (VA&G)	22,0%
VA&G/Receita Líquida	14,0%
Depreciação e Amortização	-18,0%
IR/CSLL	25,4%
Lucro Líquido	65,3%
CAPEX	15,8%
Capital de Giro	35,0%
Taxa Livre de Risco (Rf)	5,85%
Beta (β)	1,04%
Prêmio de Risco (Rf - Rm)	7,21%
Custo do Capital Próprio (Ke)	13,35%
Spread da Empresa	0,67%
Custo de capital de Terceiros (Kd)	4,93%
Custo médio ponderado (WACC)	8,10%

Fonte: Elaborado pelo autor

O desempenho da companhia no futuro dependerá de diversos fatores, de diversos cenários, não só relacionado a administração como também do mercado em si. Portanto, outras avaliações com outros cenários são necessárias para uma avaliação com maior precisão. Nesse sentido, foi feito cenários diferentes para dois parâmetros, WACC e o crescimento (g) da perpetuidade, para testar a sensibilidade do modelo (Tabela 22). No modelo base supomos que o WACC era 8,1% e o crescimento (g) de 5%, agora, para medir a sensibilidade foi usado 0,5% para baixou e 0,5% para cima dos valores base, mantendo todas as outras premissas constantes.

O WACC é o custo médio ponderado do capital, ou seja, reflete a composição ponderada do custo do capital próprio e o custo do capital de terceiros. Já o (g) da perpetuidade é quanto

Localiza Rent a Car irá apresentar de crescimento no seu valor terminal. São dois parâmetros fundamentais para a construção do modelo que se tem alguma mudança, tem um impacto significativo para o resultado.

Tabela 22 Sensibilidade dos parâmetros – Valor da empresa

(em bilhões)

		g perp		
		4,5%	5%	5,5%
WACC	7,6%	R\$ 71,02	R\$ 85,4	R\$ 106,51
	8,1%	R\$ 59,40	R\$ 69,56	R\$ 83,64
	8,6%	R\$ 50,62	R\$ 58,17	R\$ 68,14

Fonte: Elaborado pelo autor.

A análise da sensibilidade dos parâmetros demonstra que pequenas variações na taxa de crescimento da perpetuidade e o WACC, a taxa que trazemos os fluxos de caixa para o presente, podem ocasionar uma alteração significativa no valor da empresa. Podemos ver exemplos extremos na tabela 22, no qual usamos a maior taxa de desconto e o maior crescimento e o valor da empresa se estabelece em R\$38.789 bilhões, por outro lado, pegamos o cenário diametralmente oposto no qual temos a menor taxa de desconto com o maior crescimento da perpetuidade e o resultado é R\$ 80.789 bilhões.

Já na tabela 23 temos a sensibilidade dos parâmetros para o valor da empresa por ação. No cenário com a menor taxa de crescimento da perpetuidade e maior taxa de desconto o valor da empresa por ação ficaria em R\$ 50,62, em comparação com o valor da cotação de 50,40 da RENT3 na bolsa, esse cenário está semelhante ao mercado nesse momento, com apenas um *upside* de 0,4%. Para o cenário oposto, no qual temos a maior taxa de crescimento da perpetuidade e a menor taxa de desconto temos um valor por ação de R\$ 106,51 por ação e um *upside* de 111,3%. Tanto o WACC como o crescimento da perpetuidade são parâmetros decisivos que influenciam diretamente a avaliação final da empresa.

Tabela 23 Sensibilidade dos parâmetros – Valor da empresa por ação

		g perp		
		4,5%	5%	5,5%
WACC	7,6%	R\$ 71,02	R\$ 85,4	R\$ 106,51
	8,1%	R\$ 59,40	R\$ 69,56	R\$ 83,64
	8,6%	R\$ 50,62	R\$ 58,17	R\$ 68,14

Fonte: Elaborado pelo autor

O Cade aprovou a fusão da Localiza com a Unidas, mediante a uma série de exigências, mas tudo indica que as maiores do setor de locação irão se unir. No entanto, neste trabalho não foi analisado o impacto da fusão, apenas foi feito o *valuation* da Localiza Rent a Car sozinha.

5.3 CONTINUIDADE DA PESQUISA

Cabe salientar que, por conta do tempo escasso e o próprio objetivo para o qual o trabalho se propõe, precisou ser um pouco mais conciso. Sendo assim, algumas das sugestões para trabalhos futuros seria aprofundar ainda mais o nível de pesquisa do setor e empresa para assim conseguir fazer projeções com mais propriedade e complexidade. Além disso, o trabalho usa demonstrações históricas de cinco anos e projeções de mesma duração, em trabalhos futuros poderia ser esticado para dez anos, dessa forma temos um período significativo para fazer uma análise com uma precisão maior.

Apesar do trabalho ter dado exemplos de outras formas que poderiam ter sido feitas na avaliação econômica da Localiza, pois uma das preocupações era justamente mostrar para o leitor que existiam outras formas, o meu objetivo era apenas seguir por uma metodologia, o modelo de fluxo de caixa descontado, que foi explicada na seção da metodologia e base de dados. Nesse sentido, uma sugestão seria usar outras duas metodologias para fazer o *valuation* e comparar os resultados.

Para além disso, seria interessante fazer uma *valuation* da empresa Unidas, antes da fusão e depois da fusão, para dessa forma compararmos se houve ou não uma sinergia significativa, se a fusão foi ou não uma boa opção para as empresas, para o próprio mercado de aluguel de automóveis no Brasil e seus consumidores.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou realizar a avaliação econômica ou *valuation* da Localiza Rent a Car através pelo modelo de fluxo de caixa descontado para a empresa, o método mais usado para determinar o valor de uma empresa. Para isso, foram feitas projeções para os fluxos de caixa futuros da empresa trazendo-os a valor presente por meio da taxa de desconto, o WACC.

Assim, como resultado da aplicação do método, foi encontrado o valor econômico da empresa seria de aproximadamente R\$53 bi. Desse valor foi subtraída a dívida líquida da empresa e depois dividido pelo número de ações (RENT3) da Localiza na data do trabalho, assim, foi encontrado o valor de econômico por ação de R\$69,56. Portanto, a nossa análise sugere que a Localiza possui um *upside* de 38% em relação ao seu valor atual, ou seja, a empresa possui potencial para a valorização de 38% com relação ao seu valor atual de, no dia 17 de junho de 2022, R\$50,40.

Por fim, os resultados obtidos não devem ser utilizados como recomendação de compra ou venda do ativo, não se trata de uma opinião de investimento, o trabalho foi realizado como objetivo único e exclusivo da realização do trabalho de conclusão de curso.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, Victor. Cade aprova fusão entre Localiza (RENT3) e Unidas (LCAM3) com restrições mais duras; ações sobem mesmo assim. **Seu dinheiro**. [s. l.], 15 dez. 2021. Disponível em: <<https://www.seudinheiro.com/2021/empresas/localiza-rent3-unidas-lcam3-cade-aprova-fusao-restricoes/>>. Acesso em: 16 jun. 2022.

ARAÚJO, Ygor; NISHIO, Eduardo. Setor de Locação de Veículos: Da posse para o uso. **Genial investimentos**. [s. l.]. 17 jun. 2021. Disponível em: <<https://analisa.genialinvestimentos.com.br/setores/transporte/setor-de-locacao-de-veiculos-da-posse-para-o-uso>>. Acesso em: 14 maio 2022.

ASSAF NETO, Alexandre. **Valuation**: métricas de valor & avaliação de empresas. São Paulo: Atlas, 2017.

B3 atinge 5 milhões de contas de investidores em renda variável em janeiro. **B3**, [s.l.], 04 fev. 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/5-milhoes-de-contas-de-investidores.htm> Acesso em: 28 jun. 2022

BRUNO, Pedro; LAGHI, Lucas; UNGARETTI, Marcella. Locadoras de Automóveis (RENT3, LCAM3, MOVI3): Sem Trânsito nas Avenidas de Crescimento. **XP Expert**. [s. l.]. 21 abr. 2021. Disponível em: <<https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/locadoras-de-automoveis-rent3-lcam3-movi3-sem-transito-nas-avenidas-de-crescimento/>>. Acesso em: 14 maio 2022.

BRUNO, Pedro; LAGHI, Lucas; FERRANTE, Gabriela. Locadoras de Automóveis: CADE Aprova Fusão RENT + LCAM Adicionando Remédios; Positivo. **XP Expert**. [s. l.]. 15 dez. 2021. Disponível em: <<https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/locadoras-de-automoveis-cade-aprova-fusao-rent-lcam-adicionando-remedios-positivo/>> . Acesso em: 11 jun. 2022.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de *qualquer* ativo. Trad. Bazán Tecnologia e Linguística. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2005.

DAMODARAN, Aswath. **Valuation**: como avaliar empresas e escolher as melhores ações. Trad. Afonso Celso da Serra. Rio de Janeiro: LTC, 2021.

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

DEBASTIANI, Carlos Alberto. **Avaliando empresa, investindo em ações**: a aplicação prática da análise fundamentalista na avaliação de empresas. São Paulo: Novatec Editora, 2008.

FAVARO, Cristian. Negócio entre Unidas e Localiza volta a ser criticado por concorrentes no Cade. **Valor investe**. [s. l.]. 13 out. 2021. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2021/10/13/negocio-entre-unidas-e-localiza-volta-a-ser-criticado-por-concorrentes-no-cade.ghtml>> Acesso em 11 jun 2022.

FITCHRATINGS. Fitch Afirma Ratings da Localiza. Brasil. 19 ago. 2021. Disponível em: <<https://www.fitchratings.com/research/pt/corporate-finance/fitch-affirms-localizas-ratings-19-08-2021>>. Acesso em: 20 jun. 2022.

FUNDAMENTUS. **RENT3**. [s. l.] [2022?]. Disponível em: <<https://fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=RENT3>>. Acesso em: 17 jun. 2022.

LOCALIZA RENT A CAR. **Demonstrações financeiras 2020**. [s. l.], 2020a. 130 p. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/08f327aa-e610-4d9d-b683-8ff0f7caae07/9ef7a723-0089-065c-53ef-4b407862d744?origin=1>>. Acesso em: 26 jun. 2022.

LOCALIZA RENT A CAR. **Demonstrações financeiras 2021**. [s. l.], 2021a. 128 p. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/08f327aa-e610-4d9d-b683-8ff0f7caae07/a8c6f60c-1ee1-1888-0c84-35d9731ebf5c?origin=1>>. Acesso em: 26 jun. 2022.

LOCALIZA RENT A CAR. **Earnings release 4T20 e 2020**. [s. l.], 2020b. 32 p. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/08f327aa-e610-4d9d-b683-8ff0f7caae07/22f434f3-2487-c953-0895-0037573fbad5?origin=1>>. Acesso em: 26 jun. 2022.

LOCALIZA RENT A CAR. **Earnings release 4T21 e 2021**. [s. l.], 2021b. 31 p. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/08f327aa-e610-4d9d-b683-8ff0f7caae07/522d6fb7-35e3-3610-3c09-2f882ce5292b?origin=1>>. Acesso em: 26 jun. 2022.

LOCALIZA RENT A CAR. **Formulário de referência 2021 – Localiza rent a car S.A.** [s. l.], 2021c. 378 p. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/08f327aa-e610-4d9d-b683-8ff0f7caae07/3d39e423-9d34-3966-2fa8-a2f2b09b8b99?origin=1>>. Acesso em: 26 jun. 2022.

PAIXÃO, André. Venda de carros cai, mas preços continuam subindo, diz estudo. **Auto esporte mercado**. [s. l.]. 21 mar. 2022. Disponível em: <<https://autoesporte.globo.com/mercado/noticia/2022/03/venda-de-carros-cai-mas-precos-continuam-subindo-diz-estudo.ghtml>>. Acesso em: 22 maio 2022.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation**: como precificar ações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2021.

PROBLEMAS nas cadeias de suprimento devem persistir por “vários meses”, diz OMC. **Valor Econômico**. [s. l.]. 19 out. 2021. Disponível em: <<https://valor.globo.com/mundo/noticia/2021/10/19/problemas-nas-cadeias-de-suprimento-devem-persistir-por-varios-meses-diz-omc.ghtml>>. Acesso em: 7 nov. 2021.

REIS, Tiago. Margem Bruta: entenda o que é e qual a sua importância. **Suno**. [s. l.]. 1 nov. 2019. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/artigos/margem-bruta-entenda-sua-importancia/#:~:text=Para%20que%20serve%20a%20margem,pagar%20o%20restante%20da%20despesas>>. Acesso em: 21 maio 2022.

RENT3 Localiza. **BTG Pactual**. [s. l.]. 4 fev. 2022. Disponível em: <<https://www.btgpactualdigital.com/analises/analises-de-aco-es/RENT3>>. Acesso em: 22 maio 2022.

SETOR de Locação. **ABLA – Associação Brasileira de Locadora de Automóveis**. São Paulo (SP). [2020?]. Disponível em: <<http://www.abla.com.br/setor-de-locacao>>. Acesso em: 14 maio 2022.

STERN. **Damodaran Online**. [s. l.], [2022?]. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm>. Acesso em: 20 jun. 2022.

TESOURO Nacional. Confira a rentabilidade de cada título. [s. l.], [2022?]. Disponível em: <<https://www.tesourodireto.com.br/titulos/precos-e-taxas.htm>>. Acesso em: 20 jun. 2022.
TEIXEIRA, Elson Hazelski. **Avaliação de empresas**. Curitiba: IESDE, 2021.

TOTAL de investidor pessoa física cresce 43% no primeiro semestre, mostra estudo da B3. **B3**, [s. l.], 11 ago. 2021. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/porcentagem-de-investidores-pessoa-fisica-cresce-na-b3.htm>. Acesso em: 30 out. 2021.

VALENTI, Graziela. Localiza e Unidas derretem na bolsa: concorrentes vão ao Cade contra fusão. **Exame**. [s. l.], 8 mar. 2022. Disponível em: <<https://exame.com/exame-in/localiza-e-unidas-derretem-na-bolsa-concorrentes-vao-ao-cade-contr-fusao/>>. Acesso em: 11 jun. 2022.

YAHOO Finance. **Localiza Rent a Car S.A. (RENT3.SA)**. [s. l.], [2022?]. Disponível em: <<https://finance.yahoo.com/quote/RENT3.SA?p=RENT3.SA&.tsrc=fin-srch>>. Acesso em: 20 jun. 2022.

ANEXOS

LOCALIZA RENT CAR											
	Métrica	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
X	DRE										
Receita líquida	R\$ milhões	6.058,3	7.895,7	10.195,6	10.307,6	10.901	12.626	14.623	16.937	19.616	22.719
% yoy			30,3%	29,1%	1,1%	6,9%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
(-) COGS/CMV	R\$ milhões	(4.095,00)	(5.502,0)	(7.020,4)	(6.807,5)	(5.798)	(5.454)	(6.317)	(7.317)	(8.474)	(9.815)
% receita líquida		-68%	-70%	-69%	-66%	-53,2%	-43,2%	-43,2%	-43,2%	-43,2%	-43,2%
= Lucro Bruto	R\$ milhões	1.963,3	2.394	3.175	3.500	5.103,3	7.171,5	8.306	9.620	11.142	12.904
% margem bruta		32,4%	30,3%	31,1%	34,0%	46,8%	56,8%	57%	57%	57%	57%
(-) SG&A/ VA&G	R\$ milhões	(649,1)	(803,6)	(962,4)	(1.032,0)	(1.405,8)	(1.715)	(2.092)	(2.553)	(3.114)	(3.799)
% crescimento yoy		22%	24%	20%	7%	36%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
(+/-) Outros	R\$ milhões	(271)	(336)	(723)	(666)	(474)	(548)	(635)	(736)	(852)	(987)
% receita líquida			-4%	-7%	-6%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%

LOCALIZA RENT CAR											
	Métrica	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
= EBIT	R\$ milhões	1.043	1.255	1.490	1.802	3.224	4.908	5.578	6.332	7.175	8.118
% receita líquida			16%	15%	17%	30%	39%	38%	37%	37%	36%
(+/-) Resultado financeiro	R\$ milhões	(315,0)	(368,9)	(409,8)	(374,4)	(320,9)	(378,8)	(438,7)	(508,1)	(588,5)	(681,6)
% receita líquida		-5%	-4%	-4%	-4%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
= EBT	R\$ milhões	728	886	1.080	1.427	2.903	4.529	5.140	5.823	6.587	7.437
% receita líquida		12%	11%	11%	14%	27%	36%	35%	34%	34%	33%
(+/-) IR e CSLL	R\$ milhões	(165)	(227)	(246)	(379)	(859)	(1.152)	(1.307)	(1.481)	(1.675)	(1.891)
% imposto		-22,6%	-25,6%	-22,8%	-26,6%	-29,6%	-25,4%	-25,4%	-25,4%	-25,4%	-25,4%
= Lucro líquido	R\$ milhões	563	659	834	1.048	2.044	3.378	3.833	4.343	4.912	5.546
% receita líquida		9%	8%	8%	10%	19%	27%	26%	26%	25%	24%
EBITDA	R\$ mil	772	919	766	1.135	2.751	4.908	5.579	6.332	7.176	8.119
% receita líquida			12%	8%	11%	25%	39%	38%	37%	37%	36%