

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA  
PROJETO DE MONOGRAFIA

AVALIAÇÃO EMPRESARIAL DA LOCALIZA RENT A CAR

Rafael de Castro Salgado  
1911480

Orientador: Maria Elena Gava Reddo Alves

Junho de 2023

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA  
PROJETO DE MONOGRAFIA

AVALIAÇÃO EMPRESARIAL DA LOCALIZA RENT A CAR

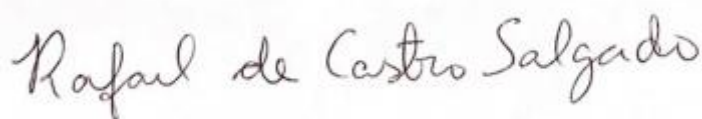
Rafael de Castro Salgado

1911480

Orientador: Maria Elena Gava Reddo Alves

Junho de 2023

**Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.**

A handwritten signature in black ink that reads "Rafael de Castro Salgado". The signature is written in a cursive style and is centered on the page.

**As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.**

## **Agradecimentos**

À minha família, por todo apoio e suporte na minha vida acadêmica e pessoal. Além do incentivo e dedicação para me prover as melhores oportunidades possíveis.

Aos meus amigos da PUC, pelo companheirismo e suporte nesses quatro anos de formação acadêmica.

À professora Maria Elena Alves, por todos ensinamentos e orientação necessária para conclusão dessa monografia.

A todos os outros professores do curso de economia da PUC, por todo ensinamento promovido nos últimos anos.

## **Resumo**

O presente trabalho consiste em um estudo sobre a empresa Localiza Rent a Car, uma locadora de veículos brasileira, cuja ação listada na B3 tem como código RENT3. O objetivo foi estimar o valor justo da empresa através do método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF), método em que é feita a projeção de fluxos de caixa futuros e sua devida valorização a valor presente.

A análise foi dividida em etapas que abordaram a análise do setor em que a Localiza atua e, a compreensão do método de DCF e a coleta de dados para a modelagem financeira. Ao final, foi obtido um valor justo para a empresa, considerando suas perspectivas de crescimento e riscos inerentes ao setor. O estudo também levou em conta a recente fusão da Localiza com a Unidas, outra importante empresa do setor, e as possíveis implicações dessa união. Os resultados e conclusões obtidos fornecem uma visão abrangente sobre a avaliação da Localiza e podem auxiliar investidores e tomadores de decisão a entenderem o valor e o potencial dessa empresa no mercado de locação de veículos.

Palavras-chave: Localiza, Fluxo de Caixa Descontado, valor justo, locação de veículos.

## **Abstract**

The present work consists of a study on Localiza Rent a Car, a Brazilian car rental company, whose stock listed on B3 has the code RENT3. The objective was to estimate the fair value of the company using the Discounted Cash Flow (DCF) method, which involves projecting future cash flows and valuing them at present value.

The analysis was divided into stages that addressed the examination of the sector in which Localiza operates, the understanding of the DCF method, and the collection of data for financial modeling. In the end, a fair value was obtained for the company, considering its growth prospects and inherent risks in the industry. The study also considered the recent merger of Localiza with Unidas, another important company in the sector, and the possible implications of this union. The results and conclusions provide a general view of the evaluation of Localiza and can assist investors and decision-makers in understanding the value and potential of this company in the car rental market.

Key-words: Localiza, Discounted Cash Flow, fair value, car rental.

## SUMÁRIO

<b>1.Introdução.....</b>	<b>11</b>
<b>2. Metodologia.....</b>	<b>12</b>
<b>2.1. Métodos de Avaliação de Empresas.....</b>	<b>12</b>
<b>2.2. Fluxo de Caixa Descontado.....</b>	<b>13</b>
<b>2.2.1. Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF) x Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE) .....</b>	<b>14</b>
<b>2.3. Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) .....</b>	<b>15</b>
<b>2.3.1. Custo de Capital de Terceiros (Kd).....</b>	<b>16</b>
<b>2.3.2. Custo de Capital de Acionista (Ke).....</b>	<b>16</b>
<b>2.3.2.1. Ativo Livre de Risco (Rf).....</b>	<b>16</b>
<b>2.3.2.2. Beta (<math>\beta</math>).....</b>	<b>17</b>
<b>2.3.2.3. Prêmio de Risco do Mercado (<math>E[R_m] - R_f</math>).....</b>	<b>17</b>
<b>3. Análise Qualitativa.....</b>	<b>17</b>
<b>3.1. Setor .....</b>	<b>17</b>
<b>3.2. Companhia .....</b>	<b>21</b>
<b>3.2.1. História .....</b>	<b>21</b>
<b>3.2.2. Perfil Corporativo .....</b>	<b>21</b>
<b>4. Fluxo de Caixa.....</b>	<b>22</b>
<b>4.1. Interpretação das Demonstrações Financeiras.....</b>	<b>24</b>
<b>4.2. Fluxo de Caixa da Localiza.....</b>	<b>26</b>
<b>4.2.1. Receita Líquida Aluguel de Veículos.....</b>	<b>26</b>
<b>4.2.2. Receita Líquida Venda de seminovos.....</b>	<b>28</b>
<b>4.2.3. Custos e Despesas.....</b>	<b>30</b>
<b>4.2.4. Depreciação e Amortização.....</b>	<b>32</b>
<b>4.2.5. Capex.....</b>	<b>34</b>
<b>4.2.6. Variação de Capital de Giro.....</b>	<b>35</b>
<b>4.2.7. Imposto de Renda.....</b>	<b>37</b>
<b>4.2.8. Projeção do Fluxo de Caixa.....</b>	<b>37</b>
<b>5. Modelo de Valuation.....</b>	<b>37</b>
<b>5.1. Aplicação do Fluxo de Caixa Descontado.....</b>	<b>37</b>
<b>5.1.1. WACC Aplicado.....</b>	<b>39</b>
<b>5.1.2. Taxa de Crescimento Médio na Perpetuidade.....</b>	<b>40</b>
<b>5.1.3. Valor Justo da Localiza.....</b>	<b>40</b>

<b>6. Conclusão.....</b>	<b>41</b>
<b>7. Referências Bibliográficas.....</b>	<b>43</b>



## **Lista de Gráficos**

Gráfico 1 – Desempenho de principais empresas no setor de Locação de veículos (Fonte: Bloomberg, 2021)

Gráfico 2 – Evolução da participação de mercado das maiores locadoras de veículos (Fonte: Genial Investimentos, 2021)

Gráfico 3 – Receita Líquida Aluguel de Veículos da Localiza. (Fonte: Elaboração própria. Dados Localiza RI, 2023)

Gráfico 4 – Projeção Receita Líquida Aluguel de Veículos. (Fonte: Elaboração própria. Dados Localiza RI, 2023)

Gráfico 5 – Receita Líquida Venda de Seminovos da Localiza. (Fonte: Elaboração própria. Dados Localiza RI, 2023)

Gráfico 6 – Receita Projeção Líquida Venda de Seminovos da Localiza. (Fonte: Elaboração própria. Dados Localiza RI, 2023)

Gráfico 7 – Projeção custos p/ Segmento (Fonte: Dados Localiza RI, 2023)

Gráfico 8 – Projeção Despesas p Segmento (Fonte: Dados Localiza RI, 2023)

Gráfico 9 – Projeção Frota. (Fonte: Elaboração própria. Dados Localiza RI, 2023)

Gráfico 10 – Histórico receita líquida & Nº de carros comprados. (Fonte: Elaboração própria. Dados Localiza RI, 2023)

Gráfico 11 – Histórico variação de Capital de Giro sobre Receita Líquida. (Fonte: Elaboração própria. Dados Localiza RI, 2023)

## **Lista de Tabelas**

Tabela 1 – Tabela Estrutura fluxo de caixa. (Fonte: Elaboração própria)

Tabela 2 – Crescimento Receita Líquida (Fonte: Dados Localiza RI, 2023)

Tabela 3 – Custos & Despesas / Receita Líquida (Fonte: Dados Localiza RI, 2023)

Tabela 4 – Histórico Capital de Giro. Fonte: (Fonte: Elaboração própria)

Tabela 5 – Projeção Fluxo de Caixa. (Fonte: Elaboração própria)

Tabela 6 – WACC. (Fonte: Elaboração própria)

Tabela 7 – Cálculo Valor Justo. (Fonte: Elaboração própria)

## **Lista de Figuras**

Figura 1 – Diagrama do modelo de negócios (Fonte: Genial Investimentos, 2022)

Figura 2 – Fluxograma Demonstrações Financeiras no modelo de negócios. (Fonte: Elaboração própria)

## **Lista de Fórmulas**

Fórmula 1 – Cálculo do valor presente líquido.

Fórmula 2 – Cálculo do WACC.

Fórmula 3 – Cálculo do custo de capital de acionista.

Fórmula 4 – Cálculo do fluxo de caixa projetado na perpetuidade.

## 1. Introdução

Durante a pandemia do vírus COVID-19 diversos setores da economia sofreram, dentre eles estão o transporte aéreo, o transporte ferroviário e metroviário, o transporte interestadual e intermunicipal de passageiros, o transporte público urbano, a fabricação de automóveis e o comércio de veículos, peças e motocicletas.

Porém, nos últimos meses, o mercado de locação de veículos brasileiro chamou atenção, vindo de grande alta no ano de 2021. De acordo com a Associação Brasileira das Locadoras de Automóveis (ABLA), as locadoras brasileiras tiveram grande crescimento no número de automóveis, principalmente se comparado ao ano anterior, e dentre elas, está a Localiza Rent a Car, empresa escolhida para ser feito o Valuation nesse projeto.

O termo em inglês “Valuation” é utilizado para se referir a avaliação de empresas. Essa avaliação tem como objetivo identificar o seu valor de mercado e consiste na precificação da ação da empresa.

Cabe destacar que o valor das ações é algo muito subjetivo; logo essa atividade se torna útil ao comparar o valor calculado e preço de mercado atual.

Seguindo os conceitos trabalhados por Alexandre Póvoa em seu livro *Valuation Como Precificar Ações*: “Valuation é, por definição, a técnica de “reduzir a subjetividade” de algo que é subjetivo por natureza.”

Nesse contexto, diante da incerteza sobre o preço de um ativo, será abordada a importância do Valuation nas Finanças para permitir maior assertividade na tomada de decisões, o que inclui a avaliação do potencial de uma empresa, suas fragilidades, possibilidades de fusões e aquisições, e por fim uma precificação justa do ativo.

Para elaborar uma explicação concreta da avaliação da Localiza, esse trabalho será dividido em sete partes principais:

- Na primeira será a introdução do tema a ser abordado.
- Na segunda, será feita uma explicação de diferentes técnicas que podem ser utilizadas para inferir o valor de uma empresa, e o método escolhido nesse projeto;
- Na terceira, é a análise qualitativa como foco na análise de mercado, em que é feita uma descrição do setor de locação de veículos, e é abordada a história da empresa e o seu perfil corporativo;
- Na quarta seção realizaremos a análise das demonstrações financeiras e faremos a projeção do fluxo de caixa da empresa;

- Na quinta abordará o Valuation, com uma explicação do seu significado, e como será feito;
- Na sexta seção é a conclusão, com um breve resumo dos pontos abordados; e
- Por último, as referências bibliográficas utilizadas para a realização do trabalho.

## **2. Metodologia**

Certificar-se do valor de uma empresa é uma tarefa crítica para investidores, acionistas e gestores. Existem diversos métodos para avaliar uma empresa, cada um com suas vantagens e desvantagens. Nesse capítulo serão apresentados diferentes métodos e em seguida a estratégia escolhida para a análise da Localiza.

A primeira parte, será dividida entre três métodos:

- i. Valor contábil;
- ii. Avaliação relativa; e
- iii. Fluxo de caixa descontado.

A segunda parte aprofundará esse terceiro método, Fluxo de Caixa Descontado, que foi escolhido para avaliação da empresa.

### **2.1. Métodos de Avaliação de Empresas**

Ao realizar uma avaliação de empresas, é essencial escolher o método de avaliação correto para obter uma estimativa precisa do valor da empresa.

Utilizar o método errado pode levar a uma superestimação ou subestimação do valor da empresa, o que pode afetar negativamente a tomada de decisões de investimento. Cada método de avaliação é útil em diferentes situações e para diferentes tipos de empresas, e a escolha do método apropriado dependerá da disponibilidade de informações, do setor da empresa e das expectativas do mercado.

#### **(i) Valor Contábil**

O método de valor contábil envolve a avaliação dos ativos líquidos da empresa, que é determinada subtraindo-se os passivos da empresa dos ativos. Isso pode ser calculado utilizando-se a seguinte fórmula: Valor contábil líquido = Ativos - Passivos. O valor contábil é mais comumente usado para avaliar empresas que possuem ativos tangíveis, como empresas de manufatura ou indústrias. Isso porque empresas de serviços ou

tecnologia muitas vezes possuem ativos intangíveis que não podem ser facilmente valorados. É importante notar que o valor contábil líquido não reflete o valor de mercado da empresa. Os ativos podem ser subvalorizados ou supervalorizados no balanço patrimonial, e passivos não contabilizados podem afetar o valor real da empresa.

### **(ii) Avaliação Relativa:**

A avaliação relativa é um método de avaliação de empresas que envolve a comparação da empresa em questão com outras empresas comparáveis, a fim de obter uma estimativa do valor da empresa. Essas empresas comparáveis podem ser empresas do mesmo setor ou empresas que têm características semelhantes em termos de tamanho, crescimento, riscos e outras características financeiras.

É feita a comparação de múltiplos como P/L (preço por ação dividido pelo lucro por ação), EV/EBITDA (valor da empresa dividido pelo lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização), P/FCF (preço por ação dividido pelo fluxo de caixa livre por ação), entre a empresa em questão e as empresas comparáveis permite que se determine se a empresa está sendo negociada com um prêmio ou desconto em relação às outras empresas.

Por exemplo, se a empresa em questão estiver sendo negociada com um P/L mais alto do que suas empresas comparáveis, isso pode indicar que o mercado vê um potencial de crescimento maior na empresa. Entretanto, é apenas uma estimativa do valor da empresa e pode estar sujeita a variações no mercado e em suas características financeiras. Além disso, a escolha das empresas comparáveis adequadas é crucial para uma avaliação precisa e objetiva.

### **(iii) Fluxo de caixa descontado:**

O fluxo de caixa descontado é um método de avaliação de empresas normalmente utilizado e se baseia na premissa de que o valor de uma empresa é igual à soma do valor presente de todos os fluxos de caixa futuros gerados pela empresa.

Esse método é o mais aceito no mercado por ser mais rigoroso e preciso para avaliação de empresas. Para aplicá-lo é necessário projetar os fluxos de caixa futuros da empresa ao longo de um período de tempo e, em seguida, trazer esses fluxos de caixa para o valor presente utilizando uma taxa de desconto apropriada, que representa o custo de capital da empresa.

Cabe destacar que a projeção de fluxo de caixa futuro é uma estimativa e pode estar sujeita a variações no mercado e nas características financeiras da empresa. Portanto, a precisão da avaliação dependerá da qualidade das projeções de fluxo de caixa e da taxa de desconto escolhida. A taxa de desconto é frequentemente chamada de "retorno exigido do comprador", como é feito no livro *Valuation: como precificar ações* (PÓVOA, 2012), porque representa a taxa de retorno mínima que um potencial comprador exigiria para investir em uma determinada empresa ou ativo, ou seja, essa taxa representa o retorno esperado que um comprador espera obter em relação ao risco que está assumindo ao investir em um determinado negócio. Uma explicação mais detalhada desse método será feita no item 2.2.

## 2.2. Fluxo de Caixa Descontado

A aplicação do método DCF (Discounted Cash Flow<sup>1</sup>) possui três etapas essenciais: projeção dos fluxos de caixa futuros, cálculo do valor presente desses fluxos de caixa e ajuste do valor obtido para refletir riscos e incertezas associados à empresa.

### 1. Projeção dos fluxos de caixa futuros

Para aplicar o método DCF, é necessário projetar os fluxos de caixa futuros da empresa ao longo de um período de tempo e, em seguida, trazer esses fluxos de caixa para o valor presente utilizando uma taxa de desconto apropriada. A projeção de fluxo de caixa futuro deve levar em conta fatores como o crescimento da receita, a margem operacional, a taxa de imposto de renda, as despesas de capital e as mudanças no capital de giro.

Essa projeção pode ser feita de diversas maneiras, como por exemplo por meio de modelos de crescimento linear, modelos de crescimento acelerado, ou modelos de crescimento em múltiplos estágios.

### 2. Cálculo do valor presente líquido dos fluxos de caixa

O valor presente líquido (VPL) é calculado com base nos fluxos de caixa futuros projetados, descontados pela taxa de desconto.

$$\text{VPL} = \sum (\text{FC}(t) / (1 + r)^t) - I \quad (1)$$

- FC(t): Fluxo de caixa livre no período t
- r: Taxa de desconto
- t: Período

---

<sup>1</sup> Termo em inglês para Fluxo de Caixa Descontado

- I: Valor a ser descontado do valor presente (ex: valor inicial investido na empresa)

### 3. Ajuste do valor obtido para refletir riscos e incertezas

O valor obtido por meio da aplicação do DCF pode ser ajustado para refletir riscos e incertezas associados à empresa. Por exemplo, se a empresa tem um alto risco de falência, a taxa de desconto pode ser ajustada para refletir esse risco. Da mesma forma, se a empresa tem um alto potencial de crescimento, o valor obtido pode ser ajustado para refletir esse potencial.

O ajuste do valor obtido é por meio do uso de múltiplos de avaliação. Os múltiplos de avaliação são razões entre o valor de mercado da empresa e uma medida financeira, como o lucro, a receita ou o fluxo de caixa.

#### **2.2.1. Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF) x Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE)**

O Fluxo de Caixa para Firma (FCFF) mede a quantidade de dinheiro gerado pela empresa a ser distribuído a todos os provedores de capital, sejam eles acionistas, credores ou investidores. Ele representa o fluxo de caixa operacional líquido, ou seja, o montante de dinheiro gerado pelas atividades operacionais da empresa após o pagamento de impostos, investimentos em ativos fixos (Capex) e variações no capital de giro. Esse indicador permite avaliar a capacidade da empresa de gerar fluxo de caixa e financiar suas operações e investimentos.

O Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE), por outro lado, representa apenas o que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído para os detentores do capital próprio, após todas as obrigações financeiras e investimentos terem sido atendidos. Esse indicador é calculado a partir do FCFF, descontando-se o pagamento de juros e o endividamento e adicionando-se receitas financeiras, como juros de investimentos. Ele reflete quanto pode ser distribuído aos acionistas na forma de dividendos ou utilizado para recomprar ações.

Embora ambos os métodos sejam relevantes, são úteis em diferentes contextos e a escolha entre os dois depende do objetivo da análise. Para uma análise da empresa que tem como finalidade avaliar a capacidade da empresa de gerar fluxo de caixa operacional líquido e analisar sua capacidade de financiar investimentos, pagar dívidas e lidar com variações no capital de giro, o FCFF é mais adequado, uma vez que, considera todos os

provedores de capital da empresa enquanto o FCFE está focado diretamente nos acionistas. Portanto, para esse Valuation, será utilizado o FCFF.

### 2.3. Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

O WACC<sup>2</sup>, ou Custo Médio Ponderado de Capital, é de grande importância no método do Fluxo de Caixa Descontado. Essa métrica é utilizada como a taxa de desconto para o cálculo do valor presente líquido dos fluxos de caixa futuros da empresa, ou seja, ela determina o custo que um financiamento trará para a empresa. Nessa perspectiva, o WACC representa a taxa de retorno mínima que uma empresa deve alcançar para compensar seus investidores e financiadores pelos recursos fornecidos.

O cálculo do WACC envolve a ponderação dos custos de capital próprio e de terceiros, considerando suas respectivas proporções na estrutura de capital da empresa. Os custos de capital próprio são baseados no retorno esperado pelos acionistas, considerando o risco associado aos investimentos. Os custos de capital de terceiros refletem o custo de empréstimos e financiamentos obtidos pela empresa. O WACC é calculado multiplicando a proporção de capital próprio pelo custo de capital próprio e somando à proporção de capital de terceiros multiplicada pelo custo de capital de terceiros subtraído pelo que é pago em tributação.

$$WACC = Ke \cdot \left(\frac{E}{D+E}\right) + Kd \cdot \left(\frac{D}{D+E}\right) \cdot (1 - IR) \quad (2)$$

Para:

- Ke: custo de capital de acionista;
- Kd: custo de capital de terceiros;
- E: patrimônio líquido da empresa;
- D: dívida total;
- IR: Imposto de Renda.

#### 2.3.1. Custo de Capital de Terceiros (Kd)

Um componente importante no cálculo do WACC, é o Custo de Capital de Terceiros (Kd). O Kd é o custo da dívida, ou seja, é uma medida que representa o custo que uma empresa incorre ao utilizar recursos provenientes de fontes de financiamento por meio de dívidas.

---

<sup>2</sup> Weighted Average Cost of Capital (Custo Médio Ponderado de Capital)



O  $K_d$  é calculado com base na taxa de juros ou no custo efetivo que a empresa paga em suas obrigações de dívida. Geralmente, envolve o uso de informações sobre empréstimos, títulos ou outros instrumentos de dívida contratados pela empresa. A taxa de juros pode ser considerada o custo da dívida, pois representa o pagamento que a empresa deve fazer aos credores como contrapartida pelo uso desses recursos.

### **2.3.2. Custo de Capital de Acionista ( $K_e$ )**

O custo de capital do acionista, também conhecido como custo de capital próprio ( $K_e$ ), é a taxa de retorno mínima que os acionistas esperam receber ao investir na empresa. Ele reflete o custo de oportunidade de investir no patrimônio da empresa em vez de buscar alternativas de investimento com riscos semelhantes. Para cálculo do  $K_e$  foi utilizado o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (Capital Asset Pricing Model - CAPM), teoria financeira que fornece uma estimativa do retorno esperado de um ativo financeiro com base em seu risco sistemático, também conhecido como risco de mercado. O modelo parte do pressuposto de que os investidores exigem um retorno adicional para investir em ativos financeiros arriscados, em comparação com investimentos livres de risco. Portanto, o Custo de Capital de Acionista é composto pela soma do ativo livre de risco e o prêmio de risco do mercado.

$$K_e = R_f + \beta \cdot (E[R_m] - R_f) \quad (3)$$

Para:

- $R_f$ : ativo livre de risco;
- $\beta$ : Beta;
- $(E[R_m] - R_f)$ : prêmio de risco do mercado.

#### **2.3.2.1. Ativo Livre de Risco ( $R_f$ )**

No cálculo do  $K_e$ , o “ $R_f$ ” refere-se à taxa de retorno de um ativo livre de risco. O ativo livre de risco é geralmente considerado como um investimento sem risco, no qual não há possibilidade de perdas ou inadimplência. O ativo livre de risco é frequentemente representado pelo rendimento de títulos de dívida governamentais de curto prazo, como os títulos do Tesouro Nacional. Esses títulos são considerados de baixo risco, uma vez que, são emitidos pelo governo e têm alta probabilidade de reembolso.

Essa taxa é utilizada no cálculo do Custo de Capital de Acionista porque ele representa a taxa de retorno esperada em um investimento considerado livre de risco. Ao investir em uma empresa, os acionistas assumem um certo nível de risco, pois os retornos

futuros não são garantidos. Portanto, eles exigem um retorno adicional para compensar esse risco, uma vez que, se investissem em títulos do Tesouro, por exemplo, os acionistas teriam a taxa de retorno ( $R_f$ ) mas livres de risco.

### **2.3.2.2. Beta ( $\beta$ )**

No modelo utilizado, CAPM, o  $\beta$  é um importante componente na equação de cálculo do Custo de Capital de Acionista. Ele representa uma medida de sensibilidade do ativo em relação ao mercado, de forma que indica o grau de volatilidade ou risco sistemático do ativo em relação aos movimentos do mercado. Nesse contexto, Beta igual a 1 significa que o ativo tende a se mover em linha com o mercado, Beta maior que 1 indica que o ativo é mais volátil do que o mercado e, por último, Beta menor que 1 indica menor volatilidade.

O  $\beta$  é usado para ajustar o retorno do ativo livre de risco ( $R_f$ ) na equação do CAPM, permitindo que se incorpore o prêmio de risco de mercado ( $R_m - R_f$ ). Quanto maior o beta, maior será o prêmio de risco exigido pelos investidores para investir nesse ativo. O beta é frequentemente estimado por meio de análises estatísticas que comparam o desempenho histórico do ativo com o desempenho do mercado.

### **2.3.2.3. Prêmio de Risco de Mercado ( $E[R_m] - R_f$ )**

No cálculo do  $K_e$ , o prêmio de risco de mercado ( $E[R_m] - R_f$ ) representa o retorno adicional que os investidores exigem por assumir o risco de investir em ações em vez de investimentos considerados livres de risco, como títulos governamentais. Esse prêmio de risco compensa os acionistas pelo risco associado ao investimento na empresa, como volatilidade do mercado, incertezas econômicas e setoriais, riscos operacionais e outros fatores específicos da empresa.

O valor do prêmio de risco de mercado pode variar ao longo do tempo e é influenciado por fatores como cenário econômico, governo e setor. Normalmente, é determinado com base em análises históricas de retornos de mercado a longo prazo.

## **3. Análise Qualitativa**

### **3.1 Setor**

No período da pandemia, iniciado em 2020, muitos setores da economia sofreram grande impacto. Dentre eles, os setores relacionados ao transporte, em geral, estão entre os mais afetados, em razão das restrições de movimentação em todo o país.

Ao mesmo tempo, se evidencia nos últimos anos, o surgimento e crescimento de muitas empresas que representam a economia do compartilhamento, modelo econômico que surgiu das novas tendências de consumo colaborativo que consistem nas chamadas atividades de compartilhamento, como trocas ou aluguel de bens, envolvendo muitas empresas que hoje são muito famosas, por exemplo Uber e Airbnb. Nesse contexto, o setor de locação de veículos passou a ser visto como um serviço essencial para essas atividades e se viu diante de uma grande oportunidade para crescimento.

Em resumo, a trajetória do setor foi, no geral, de queda no início do período de pandemia, mas se recuperou rapidamente após uns meses.

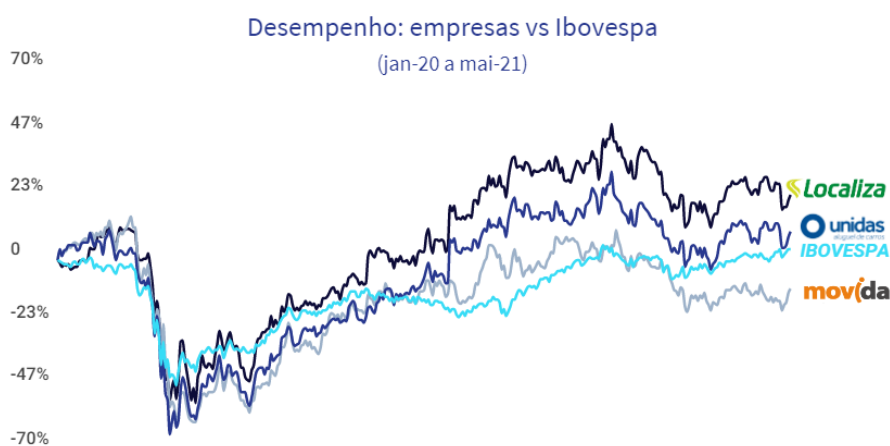


Gráfico 1 – Desempenho de principais empresas no setor de Locação de veículos. Fonte: Bloomberg, 2021

Se for utilizado o último ano como análise, o mercado de locação de veículos chamou atenção vindo de grande alta no ano de 2021. Segundo levantamento feito pela Associação Brasileira das Locadoras de Automóveis, as locadoras brasileiras atingiram uma frota total de 1,136 milhão de automóveis no ano, o que representa um crescimento de 12,8% na comparação a 2020, ano anterior. Comparando ao ano passado, as locadoras emplacaram 441,8 mil carros, contra 360 mil um ano antes. E, vale ressaltar, que o setor tinha estimativa de emplacar 420 mil veículos no ano. Percebe-se, portanto, o crescimento desse mercado diante do cenário enfrentado pelas empresas que nele se encontram.

Para entender melhor o mercado para o setor de locação de automóveis, é necessário entender mais de suas empresas líderes e concorrentes. Nesse caso, nos últimos anos, as três maiores empresas foram Unidas, Movida e Localiza. Das mais de 11 mil locadores

de veículos no Brasil, as três juntas possuem 50% da frota do setor. Isso causa consolidação do setor, pois torna muito improvável uma empresa pequena conseguir competir com essas maiores.

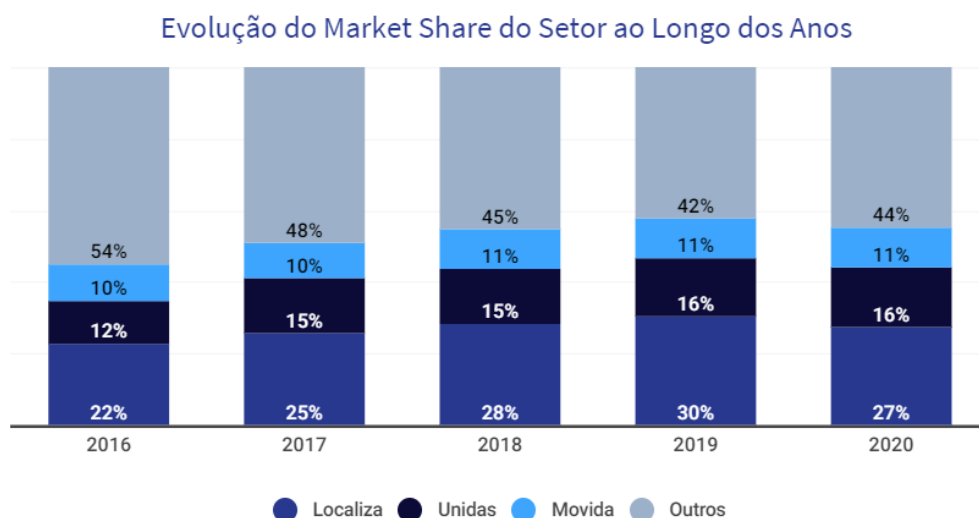


Gráfico 2 – Evolução da participação de mercado das maiores locadoras de veículos

Fonte: Genial Investimentos, 2021

A análise do market share no setor é importante para entendermos a dominância no mercado, e a dificuldade de entrada de novas empresas. Além disso, percebem-se oportunidades, como por exemplo, a fusão da Localiza com a Unidas, algo que parecia vantajoso para o setor, pois com menor concorrência, as empresas teriam mais liberdade para aumentar os preços das tarifas.

Embora o setor esteja aquecido nos últimos meses, sofreu grande impacto com o início da pandemia, e até hoje enfrenta alguns desafios, como falta de peças, concorrência com o exterior e desvalorização cambial. Um exemplo de concorrência com o exterior é a competição de semicondutores, que ocorre a nível global, e muitas vezes com países que tem renda disponível maior. Por exemplo, em momentos de restrição, a Chevrolet tem que decidir entre colocar o chip no Onix no Brasil ou no Escalade no Estados Unidos, e como pode-se presumir, a preferência raramente é no carro do Brasil.

O período da pandemia e esses outros desafios citados acima, evidenciam a importância da empresa não depender de apenas um produto ou atividade, e sim ter vários produtos e/ou atividades para não ficar vulnerável a crises.

No livro “Built to Last”<sup>3</sup> de Jim Collins, o escritor fala sobre a importância da empresa não ser um veículo para o produto e sim os produtos serem um veículo para

<sup>3</sup> Construído para Durar, em tradução livre.

empresa, ou seja, o produto existir para viabilizar a empresa, e mudar a empresa de “time teller” para “clock builder”.

“Time teller” é ter um ótimo produto para o qual a empresa precisa para sobreviver, “Clock builder” é criar um ambiente propício para o desenvolvimento de diversos ótimos produtos e atividades, para se uma delas se tornar obsoletas, a empresa conseguir se sustentar. Nessa perspectiva, é introduzida as divisões de atividades dentro das empresas de locação de veículos.

Quando as empresas de locação de veículos começaram, suas atividades consistiam apenas no aluguel de carros para pessoas físicas. Entretanto, hoje em dia, esse setor é dividido em três áreas principais de atuação:

1. Aluguel de Carros (Rent a Car ou RAC);
2. Gestão e Terceirização de Frotas (GTF); e
3. Venda de seminovos.

O RAC é destinado a pessoas físicas (“Business to Consumer”); geralmente utilizado por turistas e pelos motoristas de aplicativo, como o Uber.

A GTF é um serviço feito às empresas para que elas possam fazer seu uso no dia a dia. Diferente do aluguel de veículos, a GTF oferece não só a locação, mas uma série de benefícios e serviços agregados que possibilitam diminuição de custos e ganho de desempenho para negócios.

A terceira área, é destinada a venda dos seminovos, ou seja, os carros da locadora são revendidos após um tempo de uso, e como os carros são comprados a atacado e vendidos a varejo, é muito comum que sejam vendidos ao preço de compra ou até mais caro.

Essa divisão do setor foi muito vantajosa devido ao seu modelo de negócio, que funciona basicamente através da captação de recursos, compra de veículos, aluguel de veículos e venda de veículos.

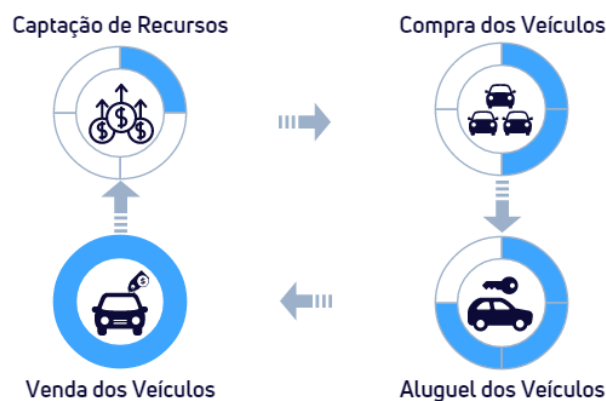


Figura 1 – Diagrama do modelo de negócios

Fonte: Genial Investimentos, 2022

Vemos no modelo que as empresas captam recursos, o que pode ser feito via dívida ou emissão de ações para investimentos, por exemplo. Em seguida, as empresas compram os carros, e, nesse momento, quanto maior o volume de compra, melhores serão os preços.

Em posse dos carros, as empresas os alugam, e em seguida os vendem, após um período de 1 a 2 anos, para poder renovar a frota. Quanto melhor for a venda, mais recursos a empresa terá para renovação da frota. Dessa forma, vemos como a implementação da Venda de Seminovos permitiu que empresas como a Localiza maximizassem o valor de recuperação desses ativos, reduzindo a depreciação dos carros e o investimento líquido para renovação da frota.

Isso mostra como as empresas foram capazes de inovar dentro do setor para não dependerem de apenas uma atividade no mercado, o que nos remete ao conceito de “clock builder”.

## 3.2 Companhia

### 3.2.1 História

A Localiza Rent A Car, listada como RENT3 na B3, foi fundada em 1973 com apenas 6 fuscas. De lá para cá, a expansão da empresa não foi só no território brasileiro, como também expandiu para outros países da América Latina, como Argentina, Chile, Uruguai, entre outros.

Ao longo dos anos, com a criação de novas iniciativas, a empresa conseguiu expandir seu negócio para atividades que vão além do aluguel de carros para pessoas físicas. Posteriormente, realizou a abertura de seu capital na bolsa de São Paulo, Bovespa, em 2005. E hoje, empresa conseguiu alcançar mais de 200 mil carros, com mais de 600 agências no Brasil e 81 no exterior.

Nos últimos anos a empresa enfrentou desafios em função da pandemia, mas durante o período mostrou sua capacidade de adaptação, chegando no fim do ano de 2020 sem grandes perdas. No ano seguinte, ainda sofreu com a disponibilidade de veículos zero quilômetro, por conta da falta de insumos e ainda impacto da pandemia, mas, ainda assim, a empresa teve resultados positivos na sua performance. Apesar dos contratemplos nesses dois anos, a empresa conseguiu inovar com a criação de duas iniciativas: Localiza Meoo em 2020 e Localiza Zarp em 2021.

Em setembro de 2020, a empresa fez uma proposta de fusão com a Unidas, que foi finalizado em julho de 2022, após período em análise pelo CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica). Essa fusão pode ter grande benefício para a indústria de aluguel e gerar muito valor para o ativo da empresa, uma vez que, a consolidação do mercado vai promover maior poder sobre a determinação de preços das tarifas.

### **3.2.2 Perfil Corporativo**

Quando foi criada a empresa contava apenas com o aluguel de carros para pessoas físicas, mas atualmente, a plataforma da empresa é composta por três divisões:

1. Aluguel de Carros;
2. Gestão de Frotas; e
3. Seminovos.

A Divisão de Aluguel de Carros é responsável pelo aluguel de carros em agências e seus clientes são empresas, pessoas físicas em negócios ou lazer, motoristas de aplicativos, seguradoras e montadoras.

Dentro dessa área surgiu a iniciativa da Localiza Zarp, em que a empresa faz parcerias com motoristas de aplicativos, onde eles recebem uma série de benefícios para alugarem carros na empresa por um preço diferenciado. Essa divisão também engloba a área de Franchising, responsável por franquear o Aluguel de Carros no Brasil e América do Sul.

A segunda divisão, de Gestão de Frotas, terceiriza frotas para empresas com base em contratos de longo prazo. Além disso, em 2020 lançou nova iniciativa, o Localiza Meoo, modelo de carro por assinatura de longo prazo para pessoas físicas e pequenas e médias empresas.

A terceira divisão surgiu devido à necessidade constante de renovação da frota, chamada de Seminovos, a Localiza desativa os carros usados que são vendidos em sua maioria, diretamente a consumidores finais através de uma rede própria de loja.

A empresa possui alguns pontos positivos e oportunidades em relação aos seus concorrentes. Entre os pontos positivos estão: um custo menor de capital no setor; maior compradora de carros no país, o que é vantajoso na negociação de preços ao comprar das montadoras; potencial para consolidação do setor após fusão com a Unidas; a empresa está presente em mais que o dobro de cidades que seus concorrentes; empresa investe muito em novas iniciativas, alguns resultados são Meoo e o Zarp.

Em contrapartida, a empresa possui alguns desafios também, por exemplo: lançamento de um programa de assinaturas e locação de veículos, o que aumenta a concorrência; o aumento da taxa de juros pode prejudicar o setor, que é intensivo em capital.

#### **4 Fluxo de Caixa**

Como mencionado no capítulo 2, o método escolhido para determinar o valor da Localiza foi o de fluxo de caixa descontado.

Nessa perspectiva, a previsão da geração dos fluxos de caixa futuros da companhia é parte fundamental do modelo, e é motivo de grande atenção, uma vez que, é uma ferramenta fundamental na análise de investimentos e na avaliação do valor de uma empresa.

No decorrer desse capítulo, serão analisados o modelo financeiro e as premissas utilizadas para a projeção do DRE e do fluxo de caixa da firma. A projeção é uma estimativa baseada em diversas premissas, tais como crescimento da receita, custos operacionais, investimentos, depreciação etc., que devem ser cuidadosamente avaliadas e justificadas, uma vez que, a precisão do modelo depende delas. Vale ressaltar que serão utilizados os dados disponibilizados pela empresa na Central de Resultados da Relação com Investidores, em que é apresentado o Balanço Patrimonial, Fluxo de Caixa, e Demonstração do Resultado dos últimos anos.



Estrutura Fluxo de Caixa	
=	Receia Líquida
-	Custos
-	Despesas Gerais e Administrativas
=	EBITDA
-	Depreciação e Amortização
=	EBIT
-	Imposto
+	Depreciação e Amortização
-	CAPEX
+	Valor Residual Veículos
+/-	Necessidade Capital de Giro
=	FCFF

Tabela 1 – Tabela Estrutura fluxo de caixa

Fonte: Elaboração própria.

Como observa-se na tabela acima (Figura 4), o fluxo de caixa da firma é dado pelos seguintes passos: receita líquida menos custos e despesas resultam no lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA), que menos a Depreciação e Amortização resulta no lucro antes de juros e imposto de renda (EBIT), que menos imposto, Capex e valor residual de veículos, mais Depreciação e Amortização e Necessidade de Capital de Giro resultam no Fluxo de Caixa da Firma.

Alguns pontos a serem destacados são: para calcular o EBIT subtraído a Depreciação e Amortização, mas ele não é descontado no fluxo de caixa; a necessidade de capital de giro pode ser positivo ou negativo, logo pode impactar o fluxo de caixa de ambos modos; o valor residual dos veículos serão explicados nos capítulos seguintes, mas basicamente são gastos no segmento da venda de seminovos que entram em custos impactando negativamente, mas não devem impactar o fluxo de caixa, por isso são adicionados novamente após o EBIT para não impactar o caixa.

Como falado no parágrafo acima e observado na Figura 4, na estrutura do fluxo de caixa, obtêm-se dois indicadores financeiros da empresa utilizadas para avaliar o desempenho operacional de uma empresa além do fluxo de caixa. Esses são o EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization<sup>4</sup>) e EBIT (Earnings before interest and taxes<sup>5</sup>). O EBITDA é utilizado como uma medida da geração de caixa da empresa, pois exclui os efeitos de fatores não operacionais, como a estrutura de capital da empresa e as políticas contábeis de depreciação e amortização. O EBIT, por sua vez, é importante para avaliar a rentabilidade operacional de uma empresa, pois reflete o

<sup>4</sup> Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização, em tradução livre.

<sup>5</sup> Lucro antes de juros e impostos, em tradução livre.

desempenho das atividades principais do negócio, independentemente de sua estrutura de capital ou políticas contábeis.

Para análise dos números da Localiza, foram utilizados dados divulgados no site de Relações com Investidores da empresa. O site fornece as demonstrações até o final de 2022, portanto, serão utilizados os anos de 2017 a 2022 como base para projeção. O horizonte de projeção utilizado foi de 5 anos, ou seja, até 2028.

#### 4.1 Interpretação das Demonstrações Financeiras

No terceiro capítulo, foi explicado que o setor de locação de veículos possui três principais áreas de atuação. São elas:

- Aluguel de carros (Rent a Car ou RAC),
- Gestão e terceirização de frotas (GTF), e
- Venda de seminovos

Também foi falado e demonstrado em um fluxograma (Figura 3), sobre como essa divisão do setor pode ser vantajosa devido ao seu modelo de negócio, que funciona basicamente através da captação de recursos, compra de veículos, aluguel de veículos e venda de veículos.

Para melhor entendimento de como isso reflete nas demonstrações financeiras foi elaborada a figura 4.

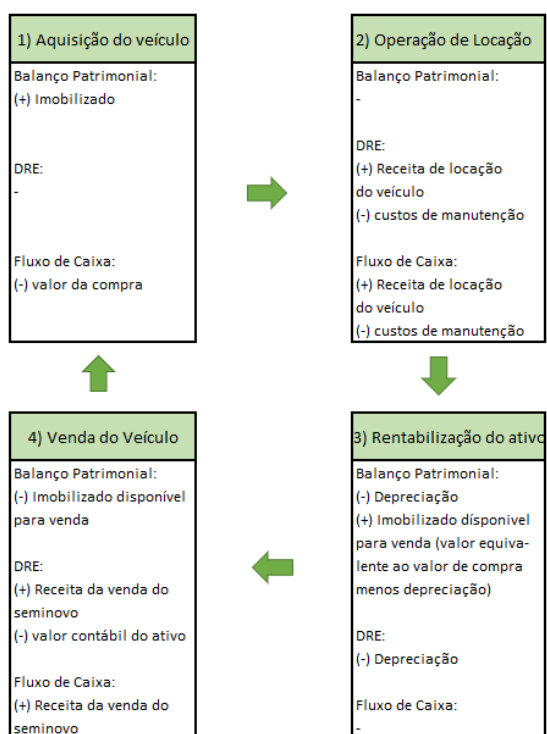


Figura 2 – Fluxograma Demonstrações Financeiras no modelo de negócios.

Fonte: Elaboração própria.

### Resumo do fluxograma:

1-No primeiro quadro, temos a aquisição do veículo pela empresa. Nesse momento, há um aumento no valor total dos bens da empresa, logo, é registrado no Balanço Patrimonial como um ativo e há um impacto negativo no Fluxo de Caixa, pois a compra representa uma saída de dinheiro. No DRE o impacto é nulo, uma vez que, compra de um ativo não é uma despesa, e sim um investimento.

2-Em seguida, temos a operação de locação dos veículos. Ao alugar o carro para um cliente, é registrado no DRE como uma receita, e o aluguel do carro também tem um impacto positivo no Fluxo de Caixa, uma vez que, representa entrada de dinheiro, mas em ambos também entram os custos de manutenção. Em um primeiro momento, não terá impacto no Balanço Patrimonial, até o ativo começar a depreciar.

3-No terceiro quadro, da rentabilização do ativo, o valor contábil do carro deve ser atualizado para refletir o valor de mercado naquele momento. Portanto, é registrada a depreciação tanto no Balanço Patrimonial como no DRE, mas no Balanço também é registrado o novo valor do ativo imobilizado, que possui o valor equivalente a compra menos a depreciação.

4-Por último, a venda do veículo é registrada no Balanço Patrimonial como uma diminuição no valor do ativo. Ao mesmo tempo, a venda do carro também tem um impacto positivo no Fluxo de Caixa e DRE, pois representa receita da venda do seminovo. Dependendo do valor de venda, pode haver um impacto positivo ou negativo no DRE, depende do valor contábil do carro (custo original menos a depreciação acumulada). Vale ressaltar que o valor contábil do ativo não é incluído no fluxo de caixa na venda do veículo, já que o fluxo de caixa considera apenas as entradas e saídas de dinheiro, ou seja, o valor efetivamente recebido pela venda do veículo.

Cabe destacar alguns pontos importantes no fluxograma apresentado na figura 4. Assim como no fluxograma do capítulo 3, percebe-se a importância da inclusão da venda de seminovos no modelo de negócios da empresa, pois representa a captação de recursos para que o modelo funcione como um ciclo. Além disso, é válido salientar que há contas que impactam o DRE, mas não impactam o fluxo de caixa, como a depreciação dos ativos.

## 4.2 Fluxo de Caixa da Localiza

### 4.2.1. Receita Líquida de Aluguel de Veículos

Como mencionado anteriormente, o aluguel de veículos é a principal atividade da Localiza, e por isso, responsável por grande parte da receita da empresa. Nesse contexto, a receita líquida gerada por essa atividade, através do RAC e do GTF, é de grande importância para a projeção do fluxo de caixa. A abordagem escolhida para a projeção da receita é o crescimento histórico, ou seja, análise do crescimento histórico nos últimos períodos e aplicação para estimar a receita líquida futura.

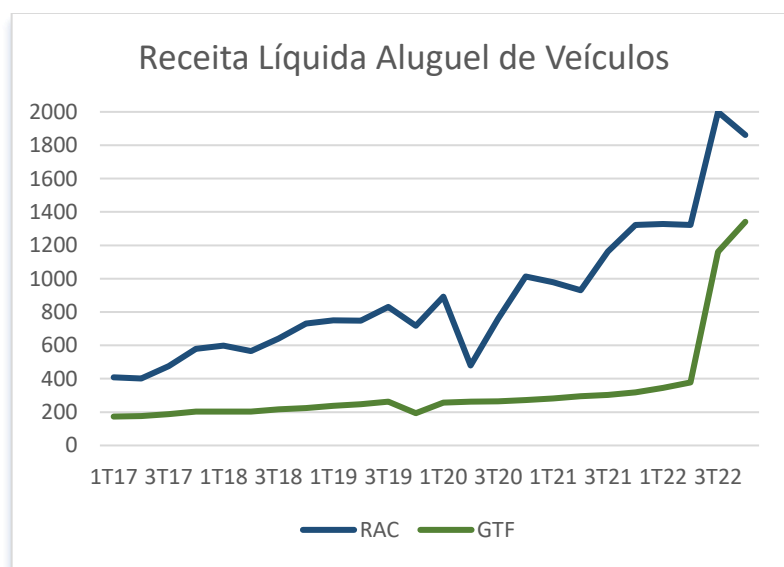


Gráfico 3 – Receita Líquida Aluguel de Veículos da Localiza.

Fonte: Elaboração própria (Dados Localiza RI, 2023)

No gráfico acima, podemos analisar a receita líquida da Localiza nos últimos períodos. Percebe-se o crescimento constante, porém moderado, com uma média de crescimento trimestral de aproximadamente 8% para RAC e 4% para GTF até julho de 2022, período em que foi aprovada a fusão da empresa com a Unidas. Esse resultado sugere um cenário de estabilidade, em que a empresa conseguiu manter um nível de receita relativamente constante ao longo dos anos, o que pode ser considerado positivo para a empresa em termos de sua sustentabilidade e capacidade de manter-se competitiva no mercado.

R\$ mil	2020				2021				2022			
	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	3T22	4T22
RAC	892,9	479,6	759,3	1013,2	979,3	930,6	1163,7	1321,8	1327,6	1321,6	1999,6	1861,4
crescimento	24,31%	-46,29%	58,32%	33,44%	-3,35%	-4,97%	25,05%	13,59%	0,44%	-0,45%	51,30%	-6,91%
GTF	256,2	261,7	264	271,6	280,9	296,1	302,7	318,2	345	378,3	1160,3	1341,1
crescimento	32,88%	2,15%	0,88%	2,88%	3,42%	5,41%	2,23%	5,12%	8,42%	9,65%	206,71%	15,58%

Tabela 2 – Crescimento Receita Líquida Fonte: Dados Localiza RI, 2023

Um ponto de destaque no gráfico (Figura 5), bem destacado na Figura 6, é o período entre o primeiro e segundo trimestre de 2020. Esse foi o período de primeiro impacto da pandemia do Covid-19, e observa-se como a receita líquida no segmento de RAC sofre uma queda significativa (diminuição de 46%) segundo divulgado na Relação com Investidores da empresa, enquanto a receita líquida no segmento de GTF não sofre impacto nenhum.

Vale ressaltar que o segmento de Rent a Car é direcionado a pessoas físicas, como turistas e motoristas de aplicativo; logo é coerente com a queda, uma vez que, o período inicial da pandemia foi de *lockdown* e paralisação de todas as atividades.

Já o segmento de Gestão e Terceirização de Frotas, é direcionado para empresas; portanto, os contratos de terceirização de frotas geralmente possuem prazos mais longos, o que garante uma receita mais estável e previsível para a empresa, mesmo em momentos de incerteza econômica. Além disso, é um período em que empresas podem optar por terceirizar suas frotas em vez de investir em novos veículos, por ser mais vantajoso financeiramente.

Outro ponto de destaque no gráfico (Figura 5), é o período entre o segundo e terceiro trimestre de 2022. O crescimento da receita líquida foi constante nos 5 anos anteriores, com exceção do período da pandemia, mas segundo dados divulgados no RI da Localiza (Figura 6), em julho de 2022 teve salto de 51% e 207% na receita líquida dos segmentos de RAC e GTF, respectivamente.

Nesse período houve a fusão da Localiza com a Unidas, outra grande empresa do setor de locação de veículos, e percebe-se o impacto positivo na receita líquida da Localiza, principalmente no segmento de Gestão e Terceirização de frotas. Nesse caso, a fusão da empresa é transformacional e traz importantes sinergias de custos e operacionais, o que leva a uma redução das despesas operacionais e, conseqüentemente, um aumento da receita líquida.

Nesse cenário, para projetar a receita líquida para os próximos períodos, a partir de 2023 serão utilizados os dados históricos dos últimos cinco anos, desde 2017, mas com atenção a esses dois choques mencionados acima.

Tanto a queda entre o primeiro e segundo trimestres de 2020, período marcado pelo início da pandemia do Covid-19, quanto o salto entre o segundo e terceiro trimestre de 2022, período marcado pela fusão da empresa com a Unidas, são pontos de pico no gráfico da Figura 5, mas não necessariamente devem ter o mesmo peso no cálculo da taxa de

crescimento da receita líquida. Por exemplo, a taxa de crescimento média trimestral da receita líquida da GTF até julho de 2022 era de 4%, e após o choque passa a ser 14%. Portanto, a taxa média de crescimento foi feita com uma média ponderada dando mais peso a taxa média em maior parte dos períodos, chegando a uma taxa média de 8,09% para RAC e 4,87% para GTF.

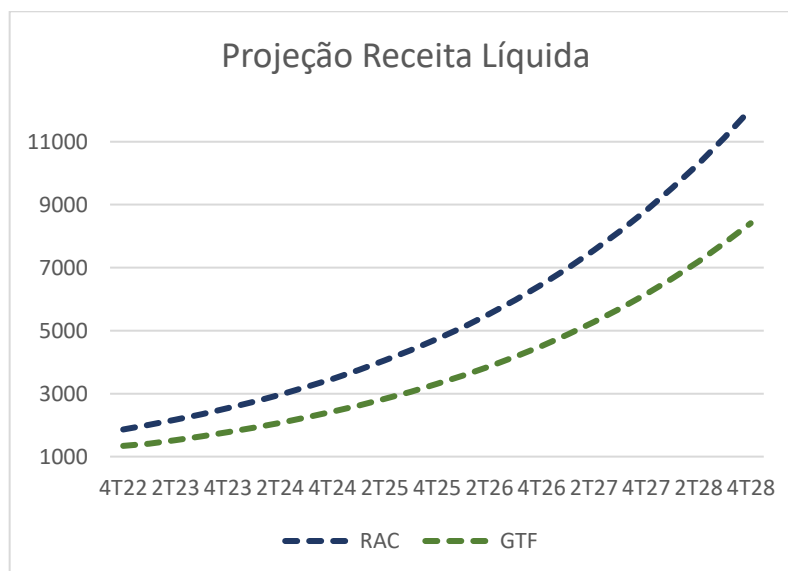


Gráfico 4 – Projeção Receita Líquida Aluguel de Veículos.

Fonte: Elaboração própria (Dados Localiza RI, 2023)

Nota-se que apesar de grande salto na receita líquida do segmento de GTF após a fusão com a Unidas, o crescimento no segmento de RAC é maior; então a discrepância entre as curvas tende a aumentar.

#### 4.2.2. Receita Líquida de Venda de Seminovos

A atividade final da Localiza é locação de veículos, mas como foi falado no capítulo 3, a inclusão da Venda de Seminovos no setor permitiu que as empresas maximizassem o valor de recuperação desses ativos, minimizando a depreciação dos carros e o investimento líquido para renovação da frota.

A receita com a venda de seminovos depende de diversos fatores, principalmente os seguintes:

1. Variação do preço médio de venda dos seminovos: variação significativa no preço médio de venda dos veículos tem impacto direto na receita líquida da empresa.
2. Estoque de seminovos: um estoque muito baixo pode limitar a quantidade de vendas, porém um estoque muito alto pode gerar custos extras para a empresa.

3. Cenário econômico: O cenário econômico pode influenciar diretamente o mercado de seminovos. Por exemplo, em períodos de crise econômica, pode haver uma queda na demanda e no preço dos veículos.

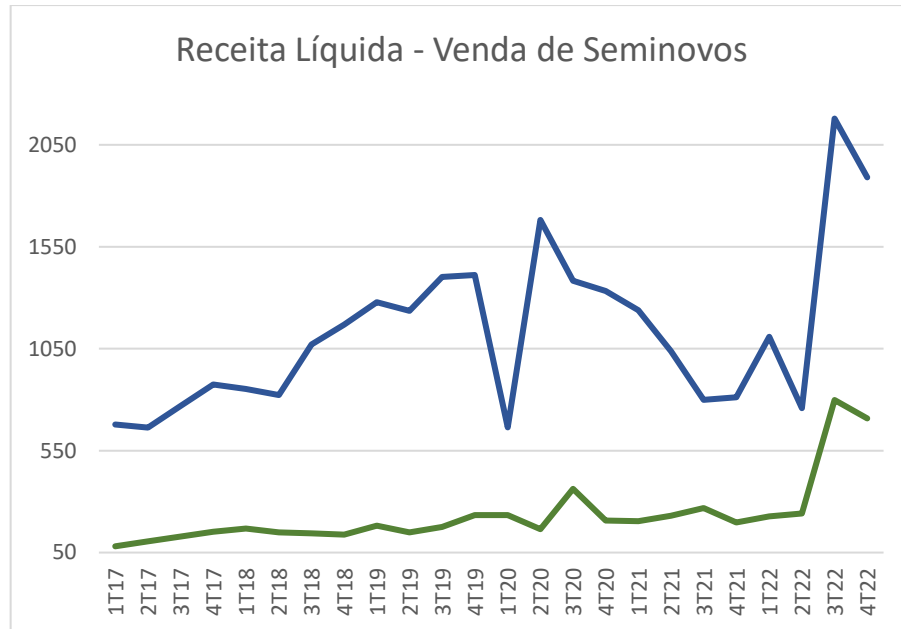


Gráfico 5 – Receita Líquida Venda de Seminovos da Localiza.

Fonte: Elaboração própria (Dados Localiza RI, 2023)

Para a projeção da receita líquida com a venda de seminovos será feita a média histórica, e a partir da taxa de crescimento médio, será feita a projeção. Como foi explicado, a receita nesse segmento depende de diversos fatores, mas a projeção de cada um desses fatores pode torná-la muito complexa, e nessa projeção o objetivo é evitar a complexidade excessiva para manter a clareza, a compreensão e a aplicabilidade da projeção, permitindo uma análise mais eficaz das perspectivas financeiras da empresa.

Taxa de crescimento médio:

RAC: 5,20%

GTF: 8,93%

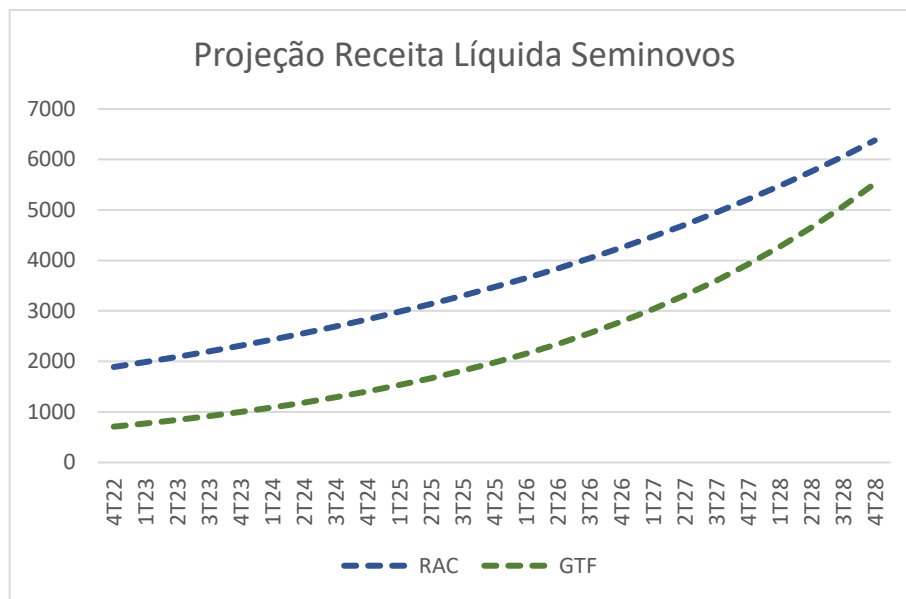


Gráfico 6 – Receita Projeção Líquida Venda de Seminovos da Localiza.

Fonte: Elaboração própria (Dados Localiza RI, 2023)

### 4.2.3. Custos e Despesas

Outros componentes cruciais para elaboração e análise do fluxo de caixa de uma empresa são os custos e despesas. Esses desempenham papel muito importante na lucratividade e gestão financeira da empresa. A diferença entre custos e despesas de uma empresa, é que os custos são os gastos diretos associados à produção de bens ou à prestação de serviços, como matéria-prima, mão de obra direta e custos de produção, enquanto despesas representam os gastos necessários para o funcionamento do negócio, como despesas administrativas, despesas com vendas, marketing, aluguel e outras obrigações operacionais.

No caso de uma empresa de aluguel de veículos como a Localiza, os principais gastos associados à sua atividade principal são: custos de aquisição de frotas, manutenção e reparos dos veículos, depreciação, seguros e combustível. As principais despesas são: despesas administrativas, marketing e publicidade.

Os gastos para a área de aluguel de veículos da empresa não são exatamente os mesmos da área de venda de seminovos, uma vez que, para locação de veículos os gastos principais serão com manutenção e reparos dos veículos, enquanto para a venda de seminovos o principal gasto é representado pelo valor residual dos veículos vendidos, que será o valor da compra menos a depreciação acumulada do automóvel. Esse é o valor contábil do ativo mencionado no início do capítulo que é usado apenas para fins contábeis, não impactando o caixa. Nesse contexto, ele deve ser somado ao fluxo de caixa. Percebe-



se, portanto, a importância de ser feita a análise e projeção separadamente, uma vez que, os gastos das diferentes áreas da empresa são diferentes.

Para a realização da projeção dos custos e despesas, serão utilizados os dados históricos da empresa e, através da média do crescimento desses indicadores, serão projetados os valores para os anos seguintes. Mas assim como foi feito nas projeções anteriores, os períodos de maior variação como de início da pandemia do Covid-19 e fusão com a Unidas, terão um peso menor na taxa de crescimento médio.

É importante essa diferenciação na taxa de crescimento para os períodos de pico, pois são períodos atípicos que se forem atribuídos o mesmo peso que aos demais períodos podem atrapalhar a projeção. No cenário de custos e despesas principalmente, segundo reportagem de Sérgio Ripardo na Bloomberg, o lucro da empresa caiu no terceiro trimestre de 2022, com despesas da fusão com a Unidas. Isso ocorreu porque a locadora teve maiores gastos com a separação e venda de ativos exigida pelo Cade para dar aval à combinação de negócios com a Unidas e garantir a concorrência no mercado. Utilizando essa memória de cálculo, as taxas de crescimento médio encontradas foram:

Custos:

RAC: 6,90%

GTF: 6,91%

V. Seminovos: 4,12%

Despesas:

RAC: 9,60%

GTF: 9,25%

V. Seminovos: 4,95%

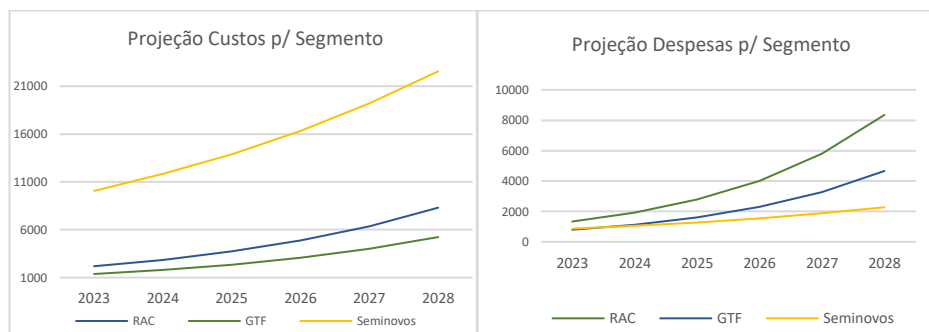


Gráfico 7 – Projeção custos p/ Segmento (Localiza RI, 2023)

Gráfico 8 – Projeção Despesas p Segmento (Localiza RI,

2023)

Percebe-se como os custos relacionados à Venda de Seminovos se sobressaem diante dos demais segmentos, porém as despesas não. Esse gasto é o custo depreciado dos carros vendidos, ou seja, valor contábil dos veículos que estão sendo vendidos após terem sofrido depreciação ao longo do tempo. Como explicado anteriormente, depois de comprar um veículo, no decorrer do tempo esse ativo sofre desgaste e perda de valor devido ao uso, idade, obsolescência e outros fatores. A depreciação é a forma de contabilizar essa redução de valor ao longo do tempo.

A fim de entender melhor a projeção dos gastos, uma alternativa é analisar a projeção dos custos/despesas sobre receita, pois assim há uma visão mais abrangente da saúde financeira da empresa através de indicadores como margem de lucro, eficiência operacional e planejamento financeiro.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
RAC - Custos/Receita Líquida	24,07%	23,03%	22,04%	21,09%	20,18%	19,30%	18,47%	17,67%
GTF - Custos/Receita Líquida	21,67%	20,74%	19,85%	19,00%	18,19%	17,41%	16,66%	15,95%
V. Seminovos - Custos/Receita Líquida	82,99%	76,31%	69,88%	63,70%	57,81%	52,21%	46,93%	41,98%
RAC - Despesas/Receita Líquida	14,72%	15,56%	16,45%	17,39%	18,38%	19,43%	20,54%	21,71%
GTF - Despesas/Receita Líquida	12,53%	13,08%	13,65%	14,24%	14,86%	15,51%	16,19%	16,89%
V.Seminovos - Despesas/Receita Líquida	7,14%	6,78%	6,41%	6,03%	5,65%	5,27%	4,89%	4,51%

Tabela 3 – Custos & Despesas / Receita Líquida. Fonte: (Dados Localiza RI, 2023)

Elaboração própria

Como pode ser visto na Figura 12 acima, temos a projeção até 2030 dos Custos e Despesas sobre a projeção da Receita Líquida, que havia sido projetada em um capítulo anterior. A informação nessa tabela é essencial, pois mostra a possibilidade de uma empresa, eventualmente, começar a ter prejuízo. Isso ocorre porque se os valores na tabela estiverem crescendo a cada período, chegará o momento em que os custos e/ou despesas estarão maiores que a receita líquida, e isso significará que a empresa está no vermelho.

No caso de análise, observa-se que as despesas dos segmentos de RAC e GTF crescem mais rápido que a receita líquida nos respectivos segmentos, o que chama atenção para uma necessidade de aumento da receita ou diminuição das despesas. Mas cabe destacar que fusão entre Localiza e Unidas pode ter papel fundamental na solução, pois embora em um primeiro momento, a fusão possa aumentar as despesas, a união das duas tem potencial para trazer benefícios operacionais que tem impacto direto nessas despesas. Por exemplo, ao unir operações são encontradas atividades, processos e vagas duplicadas que ao serem eliminadas proporcionam economia de escala.

#### 4.2.4. Depreciação e Amortização

A depreciação e amortização são aspectos fundamentais a serem considerados na projeção financeira de uma empresa. A depreciação refere-se à redução sistemática do valor de um ativo ao longo do seu tempo de vida útil. No caso da Localiza, que possui uma frota de veículos, a depreciação é particularmente relevante, uma vez que os veículos sofrem desgaste e perda de valor ao longo do tempo de uso. Já a amortização, refere-se à redução sistemática do valor de um ativo intangível ao longo do seu período de utilização. Para o caso da Localiza, exemplos de ativos intangíveis que podem ser amortizados incluem licenças, patentes, softwares e marcas registradas.

Ao projetar a depreciação e amortização, a empresa obtém uma visão abrangente dos custos associados ao desgaste e ao uso tanto de seus ativos tangíveis quanto dos ativos

intangíveis. Isso permite uma melhor compreensão dos impactos desses custos na rentabilidade da empresa, na geração de caixa e na tomada de decisões estratégicas relacionadas aos ativos e investimentos.

De acordo com informação divulgada no formulário de referência da Localiza, a premissa utilizada pela empresa para cálculo da depreciação é a utilização da diferença entre o custo de aquisição do carro e seu valor estimado para a data prevista de venda, deduzidos os descontos comerciais e as despesas de venda estimados. Mas o cálculo deve ser feito com cuidado, pois superestimar o valor de venda dos veículos implicará na redução da depreciação estimada, podendo afetar negativamente os resultados no momento da venda dos carros. Em contrapartida, subestimar o valor de venda dos carros acarretará custos de depreciação mais altos e, conseqüentemente, no aumento das tarifas de aluguel, podendo impactar a competitividade ou o ritmo de crescimento (Localiza RI, 2023).

Para projeção da Depreciação, não se pode utilizar o valor depreciado nos últimos anos e projetar, pois com um aumento da frota, o aumento desse valor vai aumentar. Logo, será utilizado a depreciação percentual média dos anos anteriores para os anos seguintes. Para obtenção dessa taxa em cada trimestre, será feita a divisão da depreciação média por carro sobre o valor médio dos carros em cada período e em seguida a multiplicação pela projeção da frota média nos próximos anos para chegar na depreciação em cada ano. Para Amortização, serão utilizados os dados dos últimos períodos para realizar a média de crescimento. E partir disso, a projeção dos valores para os próximos períodos. Esses dados são encontrados na central de dados do RI da empresa.

Taxa de depreciação Média:

RAC: 3,56%

GTF: 6,42%

Taxa de crescimento Amortização (ao trimestre):

RAC: 14,94%

GTF: 10%

Taxa de crescimento Frota média (ao trimestre):

RAC: 4,54%

GTF: 4,18%

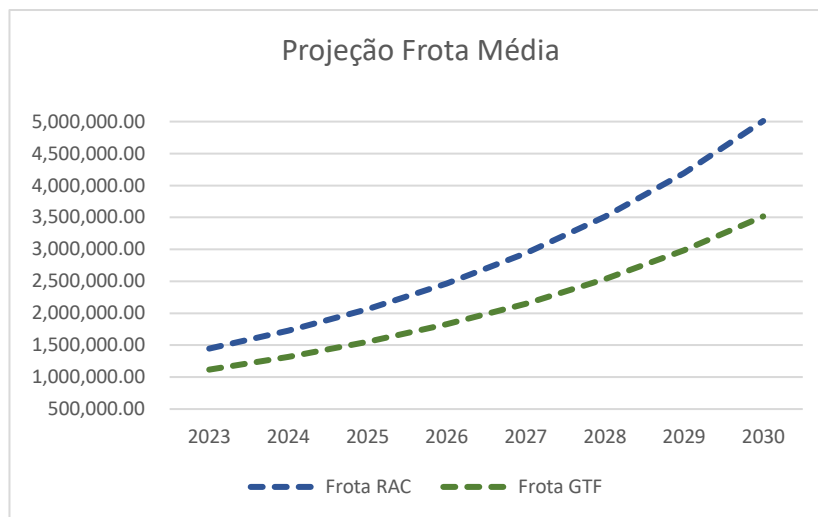


Gráfico 9 – Projeção Frota. Fonte: Elaboração própria (Dados Localiza RI, 2023)

Após fusão com a Unidas, a frota média da empresa teve grande aumento, e embora a projeção seja feita a partir da frota no último trimestre de 2022, o aumento da frota entre o segundo e terceiro trimestre de 2022 não foi considerado na taxa de crescimento médio da frota. Cabe destacar que, como mencionado anteriormente, os carros do segmento de Gestão de Frotas ficam por mais tempo em uso e, portanto, sofrem depreciação por mais tempo, logo a taxa de depreciação média será maior que do segmento de aluguel de carros.

#### 4.2.5. Capex

O Capex (Despesas de Capital) representa os investimentos em ativos fixos realizados por uma empresa. No caso da Localiza, consiste na aquisição de veículos, expansão de suas instalações e a implementação de tecnologia. O Capex tem efeito direto no fluxo de caixa da empresa, pois representa investimentos que resultam em saídas de caixa significativas.

Nesse contexto, a projeção desses investimentos permite a antecipação e planejamento adequado desses gastos de capital, garantindo que tenha os recursos necessários para financiar seus investimentos. Ou seja, a partir dessa projeção, a empresa pode tomar decisões estratégicas sobre investimentos, avaliar a viabilidade de projetos, identificar fontes de financiamento e manter um equilíbrio saudável entre as necessidades de capital e a disponibilidade de recursos financeiros.

Os gastos com Capex para uma empresa com foco na locação de carros consistem principalmente na aquisição de veículos, infraestrutura e instalação, sistemas e tecnologias, e renovação e melhoria da frota.

1. Aquisição de veículos: A empresa precisa adquirir veículos para expandir sua frota e atender à demanda dos clientes.
2. Infraestrutura e instalação: isso inclui investimentos em escritórios, lojas de aluguel de veículos, centros de manutenção e outros locais físicos necessários para a operação do negócio.
3. Sistemas e tecnologias: Investimentos em sistemas de TI, software de gerenciamento de frota, aplicativos e outras soluções tecnológicas que aprimoram a eficiência operacional e a experiência do cliente.
4. Melhoria da frota: À medida que os veículos envelhecem, a empresa pode investir na renovação da frota, substituindo os veículos mais antigos por modelos mais novos e atualizados.

A Localiza não divulga números de investimento em infraestrutura e instalações e sistemas e tecnologias, logo não há um parâmetro para projeção. No entanto, a empresa divulga o número de carros comprados por período, e a partir disso é possível projetarmos o quanto a empresa investirá na aquisição de carros nos próximos anos. Como o aluguel de carros é a base do negócio, a projeção desses números é parte significativa do Capex.

Para projeção da compra de carros será utilizado o histórico da empresa na aquisição de veículos e comparado a receita líquida por segmento. A relação entre a receita líquida e a compra de carros pode ser útil para identificar a necessidade de expansão da frota em resposta ao crescimento do negócio.

Na maioria das vezes, um aumento na receita líquida indica uma maior demanda pelos serviços da empresa, o que resulta na necessidade de aquisição de mais carros para suprir essa demanda. Nessa perspectiva, se for notado que o investimento em ativos fixos está relacionado com a receita líquida, de forma que se ambos os indicadores andam juntos, a projeção será feita com base no crescimento da receita líquida.

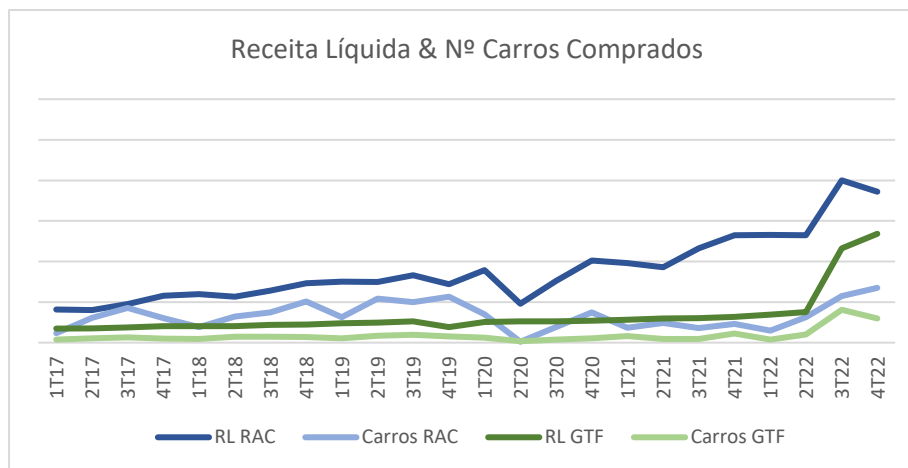


Gráfico 10 – Histórico receita líquida & Nº de carros comprados.

Fonte: Elaboração própria (Dados Localiza RI, 2023)

Observa-se pelo gráfico acima (Figura 14), como a trajetória do número de carros comprados segue uma trajetória parecida com a receita líquida em ambos os segmentos, mas enquanto para o segmento de GTF o crescimento segue em linha, para o segmento de RAC o crescimento não é na mesma proporção, o crescimento da frota é 2/3 do crescimento na receita líquida. O crescimento é constante, com queda expressiva no período inicial da pandemia do Covid-19, mas desde então com crescimento, principalmente após fusão com a Unidas.

Portanto, utilizaremos uma proporção de 2/3 da taxa de crescimento utilizada para a receita líquida para a projeção do número de carros comprados no segmento de RAC e para o segmento de GTF utilizaremos a mesma taxa de crescimento da receita líquida. Para a projeção do investimento no aumento e renovação da frota, também será necessário projetar o valor médio pago na compra dos carros. Através da média de crescimento do preço de 2017 até o meio de 2022, as taxas de crescimento no preço de compra dos carros nos segmentos de RAC e GTF encontradas foram 2,37% e 2,71%, respectivamente.

#### 4.2.6. Variação de Capital de Giro

O capital de giro é uma medida utilizada para analisar a liquidez e a saúde financeira de uma empresa. Ele representa os recursos financeiros necessários para sustentar as operações diárias e garantir a continuidade das atividades, e é composto pelos ativos circulantes, como contas a receber, estoques e disponibilidades, menos os passivos circulantes, como contas a pagar e obrigações de curto prazo. A projeção da variação do capital de giro é importante para o planejamento financeiro e a gestão do fluxo de caixa de forma eficiente.

O cálculo do capital de giro é feito com a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante da empresa.

Capital de Giro	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	3T22	4T22
Ativo Circulante	5.317,30	4.460,70	5.921,30	5.569,60	5.041,80	5.623,20	5.496,90	6.942,80	7.876,20	9.032,80	14.984,30	11.688,90
Passivo Circulante	3.667,60	2.097,00	2.672,80	4.296,40	4.423,40	4.400,20	3.934,10	4.984,50	4.202,20	5.700,80	14.148,30	11.236,60
Capital de giro	1.649,70	2.363,70	3.248,50	1.273,20	618,40	1.223,00	1.562,80	1.958,30	3.674,00	3.332,00	836,00	452,30

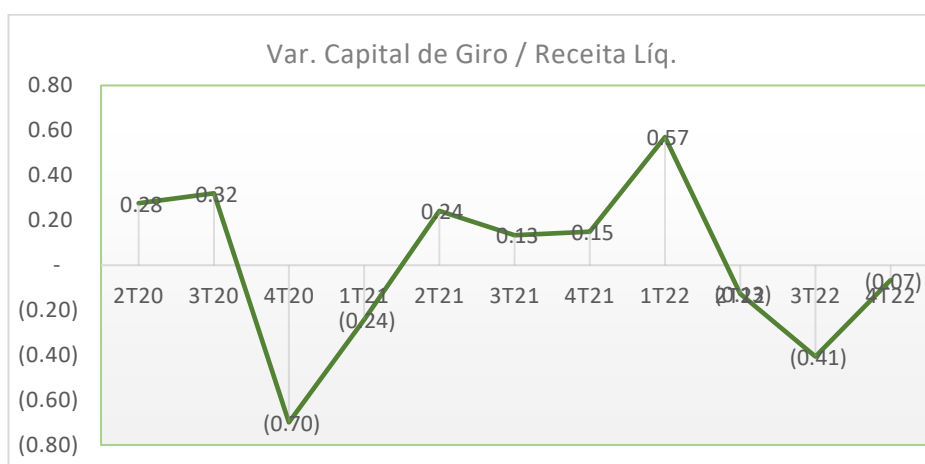
Tabela 4 – Histórico Capital de Giro.

Fonte: Elaboração própria (Dados Localiza RI, 2023)

Um capital de giro positivo por períodos consecutivos de uma empresa, onde o ativo circulante é constantemente maior que o passivo circulante, é um indicativo positivo em relação à saúde financeira da empresa. Isso indica que a empresa tem ativos líquidos suficientes para cobrir seus passivos circulantes, como fornecedores, salários, impostos e outras obrigações de curto prazo. Isso proporciona uma posição financeira mais estável e reduz a dependência de fontes de financiamento externas, como empréstimos ou linhas de crédito.

Em uma análise do fluxo de caixa, tem que ser considerada a variação do capital de giro, pois captura as mudanças nas necessidades de financiamento de curto prazo da empresa. Logo, sua projeção permite a estimativa de necessidades futuras de financiamento de curto prazo, o que ajuda a empresa a planejar adequadamente suas fontes de financiamento, ajustar suas estratégias de cobrança e pagamento, controlar os custos operacionais e tomar decisões estratégicas para gerenciar seu capital de giro de maneira eficiente.

Para projetá-lo pelos próximos períodos, será considerada média histórica da variação do capital de giro sobre a receita líquida dos últimos 36 meses. Média de 1,37% da receita líquida.



Como se observa no gráfico acima (Figura 16), mesmo mantendo um capital de giro geralmente positivo, a empresa tem variações positivas e negativas no capital de giro. Isso indica flutuações nos níveis de liquidez e nas necessidades de financiamento de curto prazo. Variações positivas no capital de giro indicam um aumento dos ativos circulantes em relação aos passivos circulantes. Isso pode ser resultado de fatores como aumento nas vendas, recebimento antecipado de pagamentos de clientes, redução de estoques ou negociações favoráveis com fornecedores.

Essas variações positivas são favoráveis para o fluxo de caixa, pois implicam em maior disponibilidade de recursos para a empresa. Já situações de variação negativa no capital de giro podem ser fruto de fatores como aumento nos estoques, atrasos no recebimento de pagamentos de clientes, aumento nas despesas operacionais ou necessidade de pagar fornecedores antecipadamente. Essas variações negativas podem impactar negativamente o fluxo de caixa, pois exigem que a empresa utilize mais recursos para financiar suas operações e cumprir suas obrigações de curto prazo.

#### **4.2.7 Imposto de Renda**

O imposto de renda é um tributo obrigatório que incide sobre o lucro das empresas. Logo deve ser levado em conta na projeção do fluxo de caixa da Localiza. A projeção do imposto de renda é de grande importância para o fluxo de caixa, pois ele representa uma saída de recursos financeiros que impacta diretamente a disponibilidade de caixa da empresa. Nessa perspectiva, ao realizar a projeção do imposto de renda, a empresa pode se preparar adequadamente para honrar seus compromissos fiscais, garantindo a conformidade com a legislação e uma gestão financeira eficiente.

Para cálculo e pagamento do imposto de renda, a empresa deve se basear em sua lucratividade, considerando a alíquota estabelecida pela legislação fiscal. De forma geral, quando não há benefícios fiscais, o imposto de renda para pessoa jurídica no regime de lucro real para empresas não financeiras é de 15% do lucro tributável, e para empresas que excedem R\$ 20.000,00 de lucro ao mês há um adicional de 10%, logo para empresas de grande porte, a taxa efetiva em cerca de 25%. E, além disso, são pagos 9% de contribuição social sobre este lucro, chegando a uma taxa combinada de 34% para imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido.



No entanto, foi realizado o cálculo da média histórica dos impostos pagos pela empresa, e esse média é de 17% do EBIT. Esse percentual pago pode variar de empresa para empresa, uma vez que, as empresas podem ter benefícios fiscais ou deduções permitidas pela legislação que reduza o imposto a pagar. O valor escolhido para a projeção foi o da média histórica.

#### 4.2.8 Projeção do Fluxo de Caixa

Para projeção do fluxo de caixa foram utilizadas as premissas descritas nos últimos capítulos. Foi feita a projeção de cada indicador nos capítulos anteriores, receita líquida, custos, despesas, depreciação, imposto, capex e variação do capital de giro, e o resultado foi o demonstrado na tabela abaixo (Figura 17).

RS(MM)	Localiza							
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
= <b>Receita Líquida</b>								
RAC	9.077,64	12.389,85	16.910,61	23.080,89	31.502,54	42.997,06	58.685,65	80.098,63
GTF	6.345,57	8.660,92	11.821,07	16.134,30	22.021,32	30.056,36	41.023,20	55.991,58
Seminovos	12.121,02	15.490,72	19.881,21	25.629,41	33.191,84	43.189,35	56.469,32	74.191,99
- Custos								
RAC	- 2.184,88	- 2.853,40	- 3.726,48	- 4.866,69	- 6.355,77	- 8.300,48	- 10.840,22	- 14.157,06
GTF	- 1.375,16	- 1.796,43	- 2.346,76	- 3.065,67	- 4.004,82	- 5.231,66	- 6.834,35	- 8.928,00
Seminovos	- 10.059,14	- 11.821,61	- 13.892,88	- 16.327,06	- 19.187,74	- 22.549,64	- 26.500,58	- 31.143,77
- Despesas Gerais e Administrativas								
RAC	- 1.335,94	- 1.927,58	- 2.781,24	- 4.012,96	- 5.790,17	- 8.354,44	- 12.054,34	- 17.392,80
GTF	- 795,24	- 1.132,73	- 1.613,43	- 2.298,14	- 3.273,43	- 4.662,60	- 6.641,31	- 9.459,75
Seminovos	- 866,02	- 1.050,60	- 1.274,51	- 1.546,14	- 1.875,66	- 2.275,42	- 2.760,37	- 3.348,68
= <b>EBITDA</b>	10.927,84	15.959,14	22.977,60	32.727,94	46.228,11	64.868,53	90.547,00	125.852,13
Depreciação e Amortização (RAC)	- 380,65	- 636,00	- 1.076,18	- 1.837,88	- 3.159,51	- 5.456,88	- 9.455,50	- 16.421,30
Depreciação e Amortização (GTF)	- 142,57	- 187,93	- 250,56	- 337,75	- 460,07	- 632,78	- 878,02	- 1.227,92
= <b>EBIT</b>	10.404,62	15.135,21	21.650,86	30.552,30	42.608,53	58.778,87	80.213,49	108.202,91
- Imposto	1.768,79	2.572,99	3.680,65	5.193,89	7.243,45	9.992,41	13.636,29	18.394,50
+ Depreciação e Amortização	523,22	823,93	1.326,73	2.175,64	3.619,58	6.089,66	10.333,52	17.649,22
- CAPEX	31.635,17	37.738,61	44.404,26	52.633,26	62.858,90	75.642,07	91.710,21	112.010,38
+ Valor Residual Veículos	10.059,14	11.821,61	13.892,88	16.327,06	19.187,74	22.549,64	26.500,58	31.143,77
+/- Necessidade Capital de Giro	377,36	500,62	666,00	888,37	1.188,01	1.592,53	2.139,64	2.880,87
= <b>FCFF</b>	- 12.039,62	- 12.030,23	- 10.548,44	- 7.883,79	- 3.498,50	- 3.376,22	- 13.840,72	- 29.471,89

Tabela 5 – Projeção Fluxo de Caixa.

Fonte: Dados Localiza RI, 2023

Elaboração própria

Os valores negativos do FCFF indicam que a empresa está gerando fluxo de caixa livre negativo durante esses períodos. Isso significa que a empresa está gastando mais dinheiro do que está gerando em suas operações e investimentos. Nota-se pela tabela e pelo que foi falado nos capítulos anteriores que os gastos com Capex possuem grande relevância nesses números, uma vez que se não fosse por esses investimentos o fluxo de caixa seria constantemente positivo. Os valores negativos do FCFF significam que a empresa está gastando mais dinheiro do que está gerando em suas operações e investimentos. No entanto, com base na projeção realizada, observa-se uma tendência

positiva no fluxo de caixa ao longo dos anos, já que o fluxo de caixa projetado a partir do ano de 2028 é positivo. Essa tendência sugere que, à medida que os investimentos em Capex começam a gerar retornos financeiros, o fluxo de caixa negativo tende a diminuir progressivamente e entra em um período de crescimento constante.

## **5 Modelo do Valuation**

Como falado anteriormente nesse projeto, o Valuation de uma empresa pode ser feito através de diversas abordagens disponíveis, e o método escolhido nesse projeto foi o Fluxo de Caixa Descontado (DCF). Em resumo, o método DCF consiste na projeção do fluxo de caixa da empresa e, em seguida, utiliza uma taxa de desconto (nesse projeto o WACC) para trazer os fluxos de caixa futuros a valor presente, refletindo adequadamente o custo de capital da empresa. Essa abordagem permite uma avaliação mais precisa do valor intrínseco da empresa, considerando tanto o retorno esperado pelos acionistas como os custos de financiamento.

### **5.1. Aplicação do Fluxo de Caixa Descontado**

No capítulo de metodologia foi abordado como o método do DFC possui três etapas essenciais, que consistem na projeção dos fluxos de caixa futuros, cálculo do valor presente dessa projeção e ajuste do resultado obtido para refletir riscos e incertezas associados à empresa. No capítulo 4 foi feita a projeção do fluxo de caixa e explicada as premissas utilizadas na projeção de cada indicador da empresa. Nesse capítulo será abordado o cálculo do valor presente da projeção e dos ajustes feitos devido a riscos e incertezas relacionados a empresa.

#### **5.1.1. WACC Aplicado**

Como falado anteriormente, o WACC é calculado através das seguintes variáveis: custo de capital de acionista ( $K_e$ ), custo de capital de terceiros ( $K_d$ ), patrimônio líquido da empresa ( $E$ ), dívida total ( $D$ ), imposto de renda ( $IR$ ). Cabe destacar que essas variáveis podem variar de empresa para empresa e ao longo do tempo, faz-se necessário realizar análises e atualizações periódicas para refletir as condições de mercado e financeira da empresa.

$$WACC = Ke \cdot \left(\frac{E}{D+E}\right) + Kd \cdot \left(\frac{D}{D+E}\right) \cdot (1 - IR) \quad (2)$$

Segundo site Fundamentus<sup>6</sup>, os valores para Patrimônio Líquido e Dívida Bruta da Localiza em 16 de junho de 2023 são R\$ 29.868.100.000 e R\$ 35.805.500.000, respectivamente. Para alíquota de IR utilizada foi a taxa média dos últimos 5 anos.

Para cálculo do Kd, foi feita a soma do ativo livre de risco a NTN-B 2035, que possui cupom anual de 6% a.a., da diferença de inflação nos últimos 12 meses do Brasil e EUA, e spread e risco do país extraídos do site Damodaran.

Para cálculo do Ke, foi utilizada a fórmula do capítulo 2. Nesse caso, foram utilizados a NTN-B 2035 como ativo livre de risco, o prêmio de risco extraído do site Damodaran e o Beta do setor disponível no site StartUp Hero.

<b>Patrimônio Líquido (E) - R\$ Mil</b>	<b>29.868.100</b>
<b>Dívida Bruta (D) - R\$ Mil</b>	<b>35.807.500</b>
<b>E/(D+E)</b>	<b>36,79%</b>
<b>D/(D+E)</b>	<b>63,21%</b>
<b>Custo de Capital de Terceiros (Kd)</b>	<b>14,62%</b>
<b>Custo de Capital Acionista (Ke)</b>	<b>14,99%</b>
<b>Alíquota de IR</b>	<b>17%</b>
<b>Ativo Livre de Risco</b>	<b>6%</b>
<b>Prêmio de Risco</b>	<b>11,13%</b>
<b>Beta</b>	<b>0,8075</b>
<b>Risco Brasil</b>	<b>5,19%</b>

Tabela 6 – WACC. Elaboração própria

Portanto, o Custo Médio de Capital (WACC) encontrado foi 13,19% ao ano.

### 5.1.2. Taxa de Crescimento Médio na Perpetuidade

Na projeção do fluxo de caixa, a taxa de crescimento na perpetuidade é utilizada para estimar o crescimento contínuo dos fluxos de caixa da empresa após o período de projeção, ou seja, para a perpetuidade. Assume-se que, a partir desse ponto, a empresa entrará em uma fase de crescimento estável e sustentável. Nesse cenário, a empresa em questão atinge um estágio em que seu crescimento não está mais acelerado, mas em um ritmo constante e previsível, em que, na maioria das vezes, a empresa geralmente já consolidou sua posição no mercado e estabeleceu sua presença de forma significativa.

Uma vez que a empresa atingiu esse estágio, uma das maneiras de estimar a taxa de crescimento na perpetuidade é indicadores macroeconômicos, como o Produto Interno

<sup>6</sup> Sistema on-line que disponibiliza informações financeiras e fundamentalistas das empresas com ações listadas na B3.

Bruto (PIB) do país onde a empresa está situada. Essa estratégia é utilizada porque a performance das empresas está geralmente correlacionada com a atividade econômica. Em cenários de crescimento da economia, as empresas tendem a se beneficiar desse crescimento, gerando receitas e lucros maiores. Logo, ao estimar a taxa de crescimento na perpetuidade, a taxa de crescimento esperada do PIB como uma aproximação do crescimento futuro das empresas é muito utilizada.

O valor de fluxo de caixa projetado na perpetuidade é calculado através da seguinte fórmula:

$$\frac{\text{Fluxo de Caixa do último período projetado}}{\text{WACC} - \text{taxa de crescimento na perpetuidade}} \quad (4)$$

Como o valor encontrado pela fórmula acima representa os fluxos de caixa futuros da empresa em uma perpetuidade, nota-se a importância de uma taxa de crescimento precisa, uma vez que, pequenas variações nessa taxa podem ter um impacto significativo no valor final da empresa calculado.

A taxa de crescimento utilizada na perpetuidade seguirá o raciocínio abordado nos últimos parágrafos sobre o PIB. A taxa de crescimento esperada do PIB será feita através do crescimento do PIB nos de 2021, 2022 e primeiro trimestre de 2023. A taxa de crescimento do PIB em 2021 foi de 5%, em 2022 foi de 2,9% e no primeiro trimestre de 2023 foi de 1,9%. A partir dessas taxas foi feita a média de crescimento anual e a taxa a ser utilizada será 5,2% a.a.

### **5.1.3. Valor Justo da Localiza**

Para determinação do valor justo da empresa avaliada, serão utilizados os valores obtidos nos últimos capítulos, como o fluxo de caixa projetado, WACC e taxa de crescimento na perpetuidade. Além desses dados, serão necessários a dívida líquida e número de ações da empresa. Para chegar ao valor da ação seguirá o processo:

- 1) Enterprise Value da empresa: soma do valor presente dos fluxos de caixa até 2030 com valor presente do fluxo de caixa na perpetuidade.
- 2) Equity Value: valor encontrado com a subtração do Enterprise Value pela dívida líquida da empresa. A dívida líquida foi utilizada do site Fundamentus.
- 3) Valor da ação: Equity Value dividido pelo número de ações da empresa.

<b>WACC</b>	<b>13,19%</b>
<b>Taxa de Crescimento Perpetuidade</b>	<b>5,17%</b>
<b>Somatório FCFF até 2030 (R\$ MM)</b>	<b>(15.360,5)</b>
<b>FCFF na Perpetuidade (R\$ MM)</b>	<b>120.337,0</b>
<b>Enterprise Value (R\$ MM)</b>	<b>104.706,6</b>
<b>Dívida Líquida (R\$ MM)</b>	<b>29.868,1</b>
<b>Equity Value (R\$ MM)</b>	<b>74.838,5</b>
<b>Quantidade de ações da empresa (R\$ MM)</b>	<b>992,83</b>
<b>Valor Justo RENT3 (R\$)</b>	<b>75,38</b>

Tabela 7 – Cálculo Valor Justo. Fonte: Elaboração própria

Portanto, com base na análise do método de fluxo de caixa descontado (DCF) e utilização dos dados na tabela acima, o valor justo estimado para a empresa Localiza foi de R\$ 75,38. Esse valor é 11,67% maior que o valor real de fechamento em 23 de junho de 2023. Essa diferença pode ser atribuída a uma série de fatores, como variações nas expectativas de mercado, incertezas econômicas e setoriais, além de outros elementos específicos da empresa.

## 6 Conclusão

O objetivo desse estudo foi realizar um Valuation da empresa Localiza Rent a Car pelo método do fluxo de caixa descontado onde, por meio de premissas pré-estabelecidas, foi possível projetar os fluxos de caixa futuros e utilizar tais premissas encontrados para trazer os fluxos a valor presente e, por fim, encontrar o valor justo da empresa.

O estudo foi dividido em uma abordagem inicial do método a ser utilizado para avaliação da empresa, seguida de uma análise do setor em que a Localiza está inserida, e por último tratamento dos dados divulgados no RI da empresa para modelagem financeira e obtenção do valor justo da ação no mercado.

O valor resultante do modelo foi de um Equity Value de R\$ 74.838.470.000,00 que dividido pelas 992.830.399 ações negociadas na bolsa, resulta em um valor de R\$ 75,38 por ação, valor 11,67% maior que o valor real de mercado no dia 23 de junho de 2023. Recomenda-se, portanto, o investimento na empresa.

No entanto, vale ressaltar que o valor estimado pelo Valuation é uma estimativa baseada em premissas e informações disponíveis no momento da análise. No entanto, é essencial reconhecer a natureza dinâmica do mercado e a possibilidade de mudanças nas condições econômicas, regulatórias e competitivas, que podem afetar o valor da empresa no futuro.

Nesse contexto, é relevante destacar a fusão entre a Localiza e a Unidas como um fator significativo para o cenário atual e futuro da empresa. Essa fusão cria um player ainda mais forte e competitivo no mercado de locação de veículos, proporcionando sinergias operacionais, otimização de custos e acesso a novos segmentos e mercados. Portanto, a união entre as duas empresas pode influenciar positivamente a trajetória de crescimento e o valor da empresa no longo prazo.

Entretanto, é importante ressaltar que a análise de Valuation é uma ferramenta auxiliar na tomada de decisões de investimento e deve ser considerada em conjunto com outras informações e análises. Recomenda-se revisar e atualizar regularmente o Valuation, conforme novas informações e eventos surgem, para garantir uma visão abrangente e atualizada do valor da empresa.

Por último, com base no Valuation realizado, na perspectiva positiva do setor e nas oportunidades decorrentes da fusão, o investimento na empresa Localiza é uma boa opção a ser considerada. Porém, mostra-se fundamental realizar uma análise completa, considerando também outros aspectos relevantes, como a estratégia da empresa, a concorrência e as condições macroeconômicas, antes de tomar qualquer decisão de investimento.

## Referências Bibliográficas:

Livros:

SERRA, Ricardo G., WICKET, Michael. **Valuation: Guia fundamental e modelagem de excel**. Editora Atlas. 2021.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como precificar ações**. Elsevier Editora Ltda. 2012.

COLLINS, Jim. PORRAS, Jerry. **Built to Last: Successful Habits of Visionary Companies**. 2004

Reportagens:

FAVARO, Cristian. Locadoras de automóveis fecharam 2021 com 1,136 milhões de carros, alta de 12,8% no ano. No ano passado, as locadoras emplacaram 441,8 mil carros, contra 360 mil um ano antes. **Valor Econômico**, São Paulo, 8 mar. 2022. Disponível em:

<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2022/03/08/locadoras-de-automoveis-fecharam-2021-com-1136-milhoes-de-carros-alta-de-128percent-no-ano.ghtml>

Acesso em: 29/09/2022

PRADO, Matheus. Localiza e Unidas disparam na bolsa após anúncio de fusão; analistas comentam. Ações das empresas avançam mais de 10% no pregão de quarta-feira (23) após o anúncio. **CNN Brasil**, São Paulo, 23 set. 2022. Disponível em:

<https://www.cnnbrasil.com.br/business/localiza-e-unidas-disparam-na-bolsa-apos-anuncio-de-fusao-analistas-comentam/>

Acesso em: 4/10/2022

FAVARO, Cristian. Localiza prepara expansão na América Latina. Plano a ser deslançado em 12 a 24 meses considera aquisições e crescimento robusto. **Valor Investe**, São Paulo, 7 jul. 2022. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2022/07/07/localiza-prepara-expansao-na-america-latina.ghtml>

Acesso em: 20/11/2022

Localiza tem lucro líquido de R\$ 423,6 milhões no 3º trimestre, queda de 36,9% em base anual. **Valor Econômico**, São Paulo, 15 nov. 2022. Disponível em:

<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2022/11/15/localiza-tem-lucro-lquido-de-r-4236-milhes-no-3-trimestre-queda-de-369-pontos-percentuais-em-base-anual.ghtml>

Acesso em: 17/11/2022

Ministério da Economia divulga lista dos setores mais afetados pela pandemia da Covid-19 no Brasil. **Ministério da Economia**, São Paulo, 15 set. 2020. Disponível em:

<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2020/setembro/ministerio-da-economia-divulga-lista-dos-setores-mais-afetados-pela-pandemia-da-covid-19-no-brasil>

Acesso em: 22/11/2022

Economia compartilhada: O que é e 6 exemplos de aplicação. **Athon Ensino Superior**, 19 set. 2022. Disponível em: <https://athonedu.com.br/blog/economia-compartilhada/>

Acesso em: 22/11/2022

Setor de Locação de Veículos: Da posse para o uso. **Genial Investimentos**, 17 jun. 2022.

Disponível em: <https://analisa.genialinvestimentos.com.br/setores/transporte/setor-de-locacao-de-veiculos-da-posse-para-o-uso>

Acesso em: 29/11/2022

Lucro da Localiza cai no 3º tri com despesas da fusão com a Unidas. **Bloomberg Línea**, 15 nov. 2023.

Disponível em: <https://www.bloomberglinea.com.br/2022/11/15/lucro-da-localiza-cai-no-3-tri-com-despesas-da-fusao-com-a-unidas/#:~:text=Foram%20vendidos%2043%2C6%20mil,%2C2%25%20em%2012%20meses>

Acesso em: 28/04/2023

PIB brasileiro avança 1,9% no 1º trimestre, acima do esperado. Valor Investe, O Globo, 1 jun 2023.

Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/brasil-e-politica/noticia/2023/06/01/pib-brasileiro-avanca-19percent-no-1o-trimestre.ghtml>

Acesso em: 16/06/2023

Sites utilizados para consulta:

<https://www.localiza.com/brasil/pt-br>

<https://ri.localiza.com/>

<https://www.bloomberg.com/>

<https://valor.globo.com/>

<https://www.abla.com.br/>

<https://maisretorno.com/portal/termos/w/wacc>

[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<https://maisretorno.com/titulos-publicos/ntn-b-15-05-2035-brstnctnb3e2>

<https://www.fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=RENT3>

<https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>