



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Breno Aroeira

ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA LOCALIZA RENT A CAR S.A.

Rio de Janeiro

2023

Breno Aroeira

ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA LOCALIZA RENT A CAR S.A.

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Norberto Montani
Martins

Coorientador: Gabriel Martins da Silva
Porto

Rio de Janeiro

2023

CIP - Catalogação na Publicação

A769a Aroeira, Breno
 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA LOCALIZA RENT A
CAR S.A. / Breno Aroeira. -- Rio de Janeiro, 2023.
 93 f.

Orientador: Norberto Montani Martins.
Coorientador: Gabriel Martins da Silva Porto.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2023.

1. Valuation. 2. Fluxo de Caixa Descontado. 3.
Aluguel de Carros. 4. Localiza Rent a Car S.A.. I.
Montani Martins, Norberto, orient. II. Martins da
Silva Porto, Gabriel, coorient. III. Título.

BRENO AROEIRA

ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA LOCALIZA RENT A CAR S/A

Trabalho de conclusão de curso
apresentado ao Instituto de Economia da
Universidade Federal do Rio de Janeiro,
como requisito para a obtenção do título
de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 25/04/2023.

NORBERTO MONTANI MARTINS - Presidente
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

MARGARIDA SARMIENTO GUTIERREZ
Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

JOÃO FELIPPE CURY MARINHO MATHIAS
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, a minha família. Agradeço aos meus irmãos, Hugo e Rubens, que estiveram ao meu lado desde o início, e aos meus pais, Paulo e Raimunda, que com o seu suor, dedicação e carinho puderam pavimentar o caminho para a realização dos meus sonhos. Agradeço à minha namorada, Bryttnie, que me acompanhou em grande parte desta trajetória, compartilhando amor e cumplicidade durante as diversas noites em claro passadas durante a minha vida acadêmica e profissional. Agradeço à lista extensa de amigos de escola, meus maiores parceiros e indispensáveis nesta jornada, grupo que torna a vida mais leve com os infinitos momentos de boas risadas. Em especial, agradeço a Antonio e André, que aturaram diversos pedidos de ajuda, sempre proporcionando *insights* valiosos sem os quais este trabalho não seria possível, e Amanda, pela confiança e incentivo ao longo dos anos, sempre presente nos momentos mais necessários. Agradeço às amigadas que formei dentro da universidade e levo para a vida, em especial Felipe e Rafael, que estimularam profundamente o meu interesse pelo mercado financeiro, e Cristian, amigo que me acompanhou desde o primeiro dia do curso de ciências econômicas. Agradeço aos meus inúmeros colegas de trabalho que foram inspirações e fontes de conhecimento ao longo dos anos. Por último, agradeço a todos os funcionários e professores do Colégio Santo Agostinho e da UFRJ que, através do seu empenho e competência, possibilitaram que eu chegasse até aqui, em especial ao Professor Norberto e ao Gabriel, que tiveram contribuição fundamental para este trabalho, por todo o apoio e paciência durante a orientação.

RESUMO

Este trabalho realiza uma análise-econômico financeira da Localiza Rent a Car S.A. A Localiza, empresa brasileira fundada em 1973 e que possui capital aberto na bolsa de valores brasileira desde 2005, é a maior prestadora de serviços de aluguel de carros da América Latina. Aplicando a metodologia do fluxo de caixa descontado (DCF), são apresentados os contextos macroeconômicos, setoriais e específicos da companhia para que se possa estabelecer premissas para a construção das projeções financeiras da Localiza, a fim de determinar o valor justo da companhia e, dado o seu valor justo, verificar se há desvio em relação ao seu preço de mercado. Foram estabelecidos três cenários com variações de premissas, sendo um base, um otimista e um pessimista, estimando uma faixa de valor da ação variando entre R\$ 41,33 até R\$ 86,42, sendo R\$ 58,60 o cenário base. Assim, constatou-se desvio do valor justo da ação para o preço de mercado, que se encontrava em R\$ 51,43 na data-base estabelecida de Janeiro de 2022.

Palavras-chave: *Valuation*, Fluxo de Caixa Descontado, Aluguel de Carros, Localiza Rent a Car S.A.

ABSTRACT

This research executes an economic-financial analysis of Localiza Rent a Car S.A. Localiza, a Brazilian company founded in 1973 and publicly traded on the Brazilian stock exchange since 2005, is the largest car rental service provider in Latin America. Applying the discounted cash flow (DCF) methodology, the macroeconomic, sectoral and company specific contexts are presented in order that assumptions can be established for the construction of Localiza's financial projections, in order to determine the company's fair value and, given its fair value, examine if there are deviations from its market price. Three scenarios were established with variations in assumptions, a base case, as well as an optimistic case and a pessimistic case, estimating a value per share ranging from R\$ 41.33 to R\$ 86.42, of which R\$ 58.60 being the base case scenario. Thus, a deviation between the fair value and the market price of the share was verified, which was R\$ 51.43 on the established base date of January 2022.

Keywords: *Valuation*, *Discounted Cash Flow*, *Rent a Car*, *Localiza Rent a Car S.A.*

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Market Share Nacional de Volume de Aluguéis de Locadoras em 2021 ...	42
Figura 2: Número de Carros Alugados por Mil Habitantes por Ano	43
Figura 3: Penetração de Fleet no Mercado Corporativo.....	43
Figura 4: Número de Carros RaC por Mil Habitantes por Ano no Brasil	44
Figura 5: Acessibilidade ao Aluguel de Carros.....	45
Figura 6: Ter Transporte É Necessário, Mas Possuir Veículo Não (% Concordam).	45
Figura 7: Síntese do <i>Valuation</i>	82

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: DRE	16
Tabela 2: Balanço Patrimonial	18
Tabela 3: DFC (método indireto)	20
Tabela 4: Projeções Macroeconômicas para o Brasil.....	47
Tabela 5: Estrutura de Capital Histórica	48
Tabela 6: Receita Histórica - Aluguéis RaC	51
Tabela 7: Receita Histórica - Aluguéis Fleet.....	51
Tabela 8: Projeções de Receita - Aluguéis RaC.....	53
Tabela 9: Projeções de Receita - Aluguéis Fleet.....	54
Tabela 10: Receita Histórica - Seminovos RaC	56
Tabela 11: Receita Histórica - Seminovos Fleet	56
Tabela 12: Projeções de Receita - Seminovos RaC	58
Tabela 13: Projeções de Receita - Seminovos Fleet.....	58
Tabela 14: Projeções de Custos - Aluguéis RaC.....	59
Tabela 15: Projeções de Custos - Aluguéis Fleet.....	59
Tabela 16: Projeções de Custos - Seminovos RaC.....	59
Tabela 17: Projeções de Custos - Seminovos Fleet.....	60
Tabela 18: Projeções de Despesas - Aluguéis RaC.....	60
Tabela 19: Projeções de Despesas - Aluguéis Fleet.....	61
Tabela 20: Projeções de Despesas - Seminovos RaC.....	61
Tabela 21: Projeções de Despesas - Seminovos Fleet.....	61
Tabela 22: Projeções de Imobilizado e CapEx – RaC.....	63
Tabela 23: Projeções de Imobilizado e CapEx – Fleet.....	63
Tabela 24: Projeções de Depreciação e Amortização - Aluguéis RaC	64
Tabela 25: Projeções de Depreciação e Amortização - Aluguéis Fleet	65
Tabela 26: Projeções de Depreciação e Amortização - Seminovos RaC	65
Tabela 27: Projeções de Depreciação e Amortização - Seminovos Fleet	65
Tabela 28: Projeções de Resultado Financeiro.....	66
Tabela 29: Projeções de Impostos	67
Tabela 30: Capital de Giro Histórico	68
Tabela 31: Projeções de Capital de Giro	69
Tabela 32: Projeções Consolidadas do DRE.....	70
Tabela 33: Projeções Consolidadas do Fluxo de Caixa	71

Tabela 34: Projeções Consolidadas do Imobilizado e CapEx	72
Tabela 35: Projeções Consolidadas do Capital de Giro	72
Tabela 36: Perpetuidade e Valor Presente.....	73
Tabela 37: Cálculo do EV, <i>Equity Value</i> e Valor por Ação.....	74
Tabela 38: Cobertura de Bancos e Instituições Financeiras.....	74
Tabela 39: Projeções Consolidadas do DRE - Cenário <i>Bearish</i>	76
Tabela 40: Projeções Consolidadas do Fluxo de Caixa - Cenário <i>Bearish</i>	77
Tabela 41: Perpetuidade e Valor Presente – Cenário <i>Bearish</i>	77
Tabela 42: Cálculo do EV, <i>Equity Value</i> e Valor por Ação - Cenário <i>Bearish</i>	78
Tabela 43: Projeções Consolidadas do DRE - Cenário <i>Bullish</i>	79
Tabela 44: Projeções Consolidadas do Fluxo de Caixa - Cenário <i>Bullish</i>	80
Tabela 45: Perpetuidade e Valor Presente – Cenário <i>Bullish</i>	80
Tabela 46: Cálculo do EV, <i>Equity Value</i> e Valor por Ação - Cenário <i>Bullish</i>	81
Tabela A.1: DRE Histórico Consolidado	88
Tabela A.2: Balanço Patrimonial Histórico Consolidado	90
Tabela A.3: DRE Histórico do RaC – Aluguéis.....	91
Tabela A.4: DRE Histórico do RaC – Seminovos	91
Tabela A.5: Dados Operacionais Históricos do RaC	92
Tabela A.6: DRE Histórico Fleet – Aluguéis.....	92
Tabela A.7: DRE Histórico Fleet – Seminovos	93
Tabela A.8: Dados Operacionais Históricos do Fleet	93

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	12
1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	14
1.1 Introdução.....	14
1.2 Demonstrativos Contábeis.....	15
1.2.1 Demonstrativo de Resultado do Exercício	15
1.2.2 Balanço Patrimonial	16
1.2.3 Demonstrativo de Fluxo de Caixa.....	19
1.3 Demais Conceitos Contábeis.....	20
1.4 Diferenças Entre Valor e Preço	21
1.4.1 <i>Book Value</i>	22
1.4.2 <i>Market Value</i>	22
1.4.3 <i>Equity Value</i>	23
1.4.4 <i>Enterprise Value</i>	23
1.5 Valor do Dinheiro no Tempo	24
1.6 Síntese	25
2 METODOLOGIA.....	26
2.1 Introdução.....	26
2.2 <i>Valuation</i> por Múltiplos	26
2.3 <i>Valuation</i> pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado	29
2.3.1 WACC.....	31
2.3.2 Custo da Dívida.....	32
2.3.3 Custo do <i>Equity</i>	33
2.3.4 Beta.....	36
2.3.5 Desconto a Valor Presente e <i>Midyear Adjustment</i>	37
2.3.6 Valor Terminal e Perpetuidade	38

2.4	Síntese	39
3	ESTUDO DE CASO	41
3.1	Introdução.....	41
3.2	A Empresa.....	41
3.3	Setor de Atuação	42
3.4	Perspectiva Macroeconômica.....	46
3.5	Histórico de Demonstrativos Financeiros	47
3.6	Cálculo do WACC	47
3.6.1	Lado da Dívida	47
3.6.2	Lado do <i>Equity</i>	48
3.6.3	WACC Calculado.....	49
3.7	Premissas do Modelo e Projeções	49
3.7.1	Receita.....	50
3.7.2	Custos.....	58
3.7.3	Despesas	60
3.7.4	Imobilizado e CapEx.....	61
3.7.5	Depreciação e Amortização	64
3.7.6	Resultado Financeiro.....	66
3.7.7	Impostos	66
3.7.8	Capital de Giro	67
3.8	Projeções Consolidadas do Modelo	70
3.9	Cálculo dos Fluxos de Caixa Descontados e Valor Presente	71
3.10	Sensibilidades de Cenários.....	75
3.10.1	Cenário <i>Bearish</i>	75
3.10.2	Cenário <i>Bullish</i>	78
3.11	Síntese	81
	CONCLUSÃO.....	82

ANEXOS.....	87
ANEXO A – DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS.....	88

INTRODUÇÃO

O tema dessa monografia engloba a área de investimentos e finanças corporativas. A pesquisa irá explorar especificamente um modelo de *valuation* fundamentalista, frequentemente observado em operações realizadas por bancos, corretoras e distribuidoras, casas de *research*, *asset managers* e demais prestadores de serviços para fundos de investimento, mas não limitados a estes casos. Como principais características, este tipo de análise envolve uma diversidade de áreas de conhecimento em âmbitos fronteiriços, como contabilidade, modelagem financeira, análises setoriais, negociações, contratos, entre outros, dos quais alguns serão explorados durante esta monografia.

O objetivo geral desta pesquisa descritiva será observar qualitativamente como o cenário macroeconômico do Brasil, o panorama setorial do mercado analisado e os fundamentos individuais da companhia determinam o seu valor justo. Será utilizado como estudo de caso a companhia aberta Localiza Rent a Car S.A., listada sob o *ticker* de RENT3 na B3, a bolsa de valores brasileira. Para chegar ao valor justo da empresa, a pesquisa será dividida em duas frentes: uma setorial, onde serão levados em conta aspectos relativos ao setor específico no qual a empresa está inserida, e outra fundamentalista, onde os fundamentos individuais da companhia serão analisados.

As análises do setor e da empresa em questão têm o fim de construir suas projeções financeiras para um período de 10 anos, de forma a determinar quais serão suas principais métricas financeiras, como receita, lucro, geração de caixa, capital de giro, investimentos, entre outras, e desta forma, calcula-se o valor justo da mesma. Esse valor justo será comparado com o valor de mercado da companhia, identificando-se, portanto, se havia discrepância entre o valor de mercado e o valor justo da Localiza na data base de janeiro de 2022. A hipótese do trabalho, portanto, é que o valor de mercado reflete os fundamentos e o valor justo da Localiza.

É necessário pontuar que o *valuation* construído para esta pesquisa de forma alguma tem o objetivo de constituir uma recomendação de investimento, sendo estritamente um exercício acadêmico com objetivos de estudo da companhia, do setor, e das mecânicas e fatores que influenciam na determinação do valor justo da empresa. A metodologia utilizada para esse exercício tem como referência o método do fluxo de caixa descontado. Entretanto, em primeiro lugar, será feita uma revisão bibliográfica sobre os diferentes métodos existentes para se avaliar uma empresa. Em seguida, serão detalhados os conceitos e as variáveis referentes ao método do fluxo de caixa descontado, cujo uso se justifica pelas limitações do método de múltiplos e pela maior profundidade dada ao tratamento das informações da companhia.

Quanto à estrutura do trabalho, após esta introdução, o Capítulo 1 irá expor a Fundamentação Teórica acerca da precificação e valoração de empresas. O Capítulo 2 irá expor a Metodologia utilizada, detalhando o método do fluxo de caixa descontado. O Capítulo 3 apresenta o estudo de caso da Localiza, discutindo o histórico da empresa, as condições do mercado em que atua e as premissas adotadas para o *valuation*, apresentando também as estimativas oriundas do exercício realizado. Por fim, os principais resultados serão apresentados na Conclusão.

1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

1.1 Introdução

Dentre a diversidade de autores que escrevem sobre *valuation*, um dos grandes divulgadores deste tipo de análise e que, em parte é responsável pela democratização cada vez maior do acesso a informações sobre *valuations* e como construí-los, é Aswath Damodaran, professor da NYU Stern School of Business. O autor costuma, em seus livros, aulas e palestras, dizer que *valuation* não pode ser classificado como ciência, tampouco como arte: “*Valuation* é um ofício artesanal” (DAMODARAN, 2021, tradução do autor)¹.

Esse pensamento é justificado pela lógica de que não há uma fórmula matemática para determinar com exatidão o valor de uma empresa, posto que esse valor depende de projeções futuras que, inevitavelmente, serão imprecisas. Adicionalmente, o *valuation* não é algo resultante de uma inspiração ou de um talento natural, mas sim um exercício onde o aprendizado e o aperfeiçoamento derivam da prática e da repetição. Desta forma, depende de uma diversidade de conhecimentos de finanças, além de conhecimentos intrínsecos ao setor e à companhia, e mais ainda de premissas assumidas pelo analista. Isso significa que pessoas diferentes chegarão a resultados diferentes ao analisar o mesmo caso, ainda que utilizando projeções razoáveis dentro do contexto no qual a companhia está inserida.

Marks (2020) ironicamente afirma que a regra mais antiga dos investimentos é “Compre na baixa, venda na alta”. O autor, renomado gestor da Oaktree Capital Management, afirma o óbvio para chegar a um importante questionamento: como determinar o que é baixo e o que é alto? Ele destaca que algo de suma importância para um *valuation* é analisar os atributos da empresa, ou mais comumente referidos por investidores pelo jargão: fundamentos. E é extensa a lista de fundamentos que o autor considera como candidatos importantes em um *valuation*: recursos financeiros, gestão, fábricas, lojas, patentes, recursos humanos, marca, capacidade de crescimento, todos estes culminando em dois principais – lucros e geração de caixa.

Fama (1970) define um mercado eficiente como aquele em que o preço *sempre* reflete integralmente todas as informações disponíveis. A Hipótese dos Mercados Eficientes diz que, dado que temos uma grande quantidade de agentes qualificados com acesso às informações relevantes das empresas, qualquer informação deveria ser incorporada imediatamente ao preço

¹ Do original: “Valuation is not a science. Valuation is not an art. Valuation is a craft.”

da ação e não seria possível identificar distorções entre preços de ações e valor da empresa, dado que participantes do mercado irão se movimentar instantaneamente para corrigir tais distorções (MARKS, 2020).

Todavia, Kahneman e Tsversky (1979) descrevem que agentes atribuem um peso maior a uma perda do que a um ganho de quantidade equivalente, observando que decisões feitas sob risco não necessariamente são tomadas racionalmente como posto pela Teoria da Utilidade Esperada. Marks (2020) destaca ainda que os agentes dos mercados de ações não são máquinas sem emoções e que, quando as decisões passam por seres humanos, é razoável crer que podem carregar certas irracionalidades que, por sua vez, podem conferir algum grau de ineficiência ao mercado. Desta forma, pode haver situações no mercado ações em que os preços divirjam do seu valor justo. Portanto, ao identificar essas divergências, é possível identificar também oportunidades de ganhos através de operações de compra ou venda.

O presente capítulo apresenta as definições de elementos de contabilidade que são necessárias para a construção de um *valuation*. Com base nesses elementos, são abordadas ainda as diferenças entre o preço e o valor de um ativo, assim como o valor do dinheiro no tempo.

1.2 Demonstrativos Contábeis

A International Accounting Standards Board (IASB), órgão internacional de normas contábeis, determina convenções do formato padrão de como uma companhia deve demonstrar suas finanças, o chamado International Financial Reporting Standards (IFRS) . O governo brasileiro, por sua vez, estabeleceu as normas contábeis vigentes no país através da Lei nº 6.404, de 1976 (BRASIL, 1976), atualizada e modernizada através da Lei nº 11.638, de 2007 (BRASIL, 2007), seguindo as normas internacionais estabelecidas pelo IFRS. Desta forma, os dados financeiros de uma companhia são evidenciados através de convenções geralmente aceitas, que se utilizam principalmente de três Demonstrativos (ou Demonstrações) Contábeis: o Demonstrativo de Resultado do Exercício, o Balanço Patrimonial e o Demonstrativo de Fluxo de Caixa.

1.2.1 Demonstrativo de Resultado do Exercício

O Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE), segundo Iudícibus et al. (2010) é um relatório das operações realizadas pela empresa durante determinado período de tempo. Gelbcke et al. (2018) pontua que a lei vigente no Brasil exige que o DRE seja apresentado na forma dedutiva, com os detalhes necessários das receitas e despesas além de demais ganhos e

perdas que definam claramente o lucro ou prejuízo líquido do exercício apresentado. É destacado, ainda, que estas receitas e despesas devem seguir o Regime de Competência, ou seja, devem ser apropriadas em função da sua incorrência, e as despesas devem ser vinculadas às respectivas receitas, independentemente do seu impacto em caixa.

Companhia ABC CGC nº 00.000.000/0000-00 Demonstração do Resultado dos Exercícios Findos em 31 de Dezembro Em \$ mil, exceto lucro por ação		
	X2	X1
Receita Bruta de Vendas		
Mercadorias	19.050	18.601
Serviços	2.155	1.210
	21.205	19.811
Impostos s/ Vendas	(3.130)	(2.901)
Receita Líquida de Vendas	18.075	16.910
Custo Mercadorias e Serviços Vendidos	(14.087)	(13.105)
Lucro Bruto	3.988	3.805
Despesas com Vendas	(606)	(619)
Despesas Administrativas	(993)	(969)
Lucro Operacional Antes das Despesas e Receitas Financeiras	2.389	2.217
Despesas Financeiras Líquidas	(525)	(347)
Outras Receitas e Despesas Operacionais		
Resultado de Participações Societárias	(125)	5
Outras	38	(75)
Resultado antes do Imposto de Renda	1.777	1.800
Imposto de Renda e Contribuição Social	(586)	(594)
Participações no Resultado		
Dos Empregados	(119)	(121)
Dos Administradores	(59)	(108)
Lucro Líquido	1.013	977
Lucro por Ação	2,25	2,17

Tabela 1: Exemplo de DRE

Fonte: Iudícibus et al. (2010, p. 178)

1.2.2 Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial (BP), segundo Iudícibus et al. (2010), é um demonstrativo no qual se pode apurar a situação patrimonial e financeira da empresa em um determinado momento, em que são evidenciados o Ativo (bens e direitos), Passivo (obrigações) e Patrimônio Líquido (PL) da empresa. Em contraste ao DRE, que é um demonstrativo que evidência o

comportamento da companhia ao longo de um período, o BP evidencia a situação da empresa em um ponto específico do tempo.

Gelbcke et al. (2018) evidencia que a lei brasileira, para facilitar a análise e interpretação do BP, determina que as contas sejam classificadas de forma ordenada, seguindo, para o Ativo uma ordem decrescente de liquidez (iniciando-se pelo caixa e equivalentes disponível, seguidos de contas a receber, estoques e assim por diante), e para o Passivo, ordem decrescente de propriedade de pagamento das obrigações.

Iudícibus et al. (2010) apresenta também a Equação Fundamental do Patrimônio, que rege o comportamento do BP através dos seus três conceitos fundamentais:

$$\textit{Ativo} = \textit{Passivo} + \textit{Patrimônio Líquido}$$

Esta equação destaca uma característica importante do PL: ao subtrairmos o Passivo do Ativo de uma empresa, encontraremos o tamanho do seu Patrimônio Líquido.

Companhia ABC CGC nº 00.000.000/0000-00 Balanços Patrimoniais em 31 de Dezembro			Em \$ mil
Ativo	X2	X1	
Disponível	1.264	960	
Clientes	3.440	3.089	
Estoques	3.480	3.854	
Despesas Antecipadas	250	224	
Ativo Circulante	8.434	8.127	
Títulos a Receber	1.251	1.355	
Depósitos Judiciais	86	80	
Ativo Realizável a Longo Prazo	1.337	1.435	
Participações Societárias	3.495	3.157	
Investimentos	3.495	3.157	
Imóveis	1.050	1.050	
Móveis e Utensílios	244	208	
Veículos	1.336	1.078	
Depreciação Acumulada	(424)	(298)	
Imobilizado	2.206	2.038	
Marcas e Patentes	228	99	
Intangível	228	99	
Ativo Não Circulante	5.929	5.294	
Total do Ativo	15.700	14.856	
Passivo	X2	X1	
Salários e Encargos a Pagar	150	159	
Fornecedores	2.017	2.483	
Empréstimos	633	107	
Dividendos a Pagar	412	349	
Passivo Circulante	3.212	3.098	
Empréstimos	2.805	2.560	
Impostos Parcelados a Pagar	771	1.033	
Receitas de Luvas a Apropriar	228	782	
Passivo Não Circulante	3.804	4.375	
Capital Social	1.640	1.240	
Reservas de Capital	4.666	4.266	
Ajustes de Avaliação Patrimonial	950	1.000	
Reservas de Lucros	588	298	
Lucros ou Prejuízos Acumulados	840	579	
Patrimônio Líquido	8.684	7.383	
Total do Passivo	15.700	14.856	

Tabela 2: Exemplo de Balanço Patrimonial

Fonte: Iudícibus et al. (2010, p. 164)

1.2.3 Demonstrativo de Fluxo de Caixa

O Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC ou FC), segundo Gelbcke et al. (2018), visa mostrar como ocorreram as movimentações de disponibilidades da empresa em um dado período de tempo. Este evidencia todos os fluxos de entrada e de saída de caixa da empresa conforme ocorreram no período destacado no chamado Regime de Caixa, em contraste ao DRE, que deve mostrar as atividades da empresa em Regime de Competência.

O FC é de grande importância para avaliação do valor de uma empresa, afinal, gerar dinheiro é, na maioria dos casos, a grande finalidade de uma companhia. Iudícibus et al. (2010) pontua que o Lucro (ou prejuízo) e o Fluxo de Caixa podem se encontrar no longo prazo, mas que para períodos mais curtos, é possível que haja saída de dinheiro de uma companhia para comprar uma mercadoria que não é uma despesa, e de forma similar, é possível que o momento no qual ocorre uma receita de venda não seja o mesmo onde há entrada de caixa. Assim, é importante que se destaque a observação do DRE e do FC em conjunto, para apurar corretamente a ocorrência de fatos geradores de lucro e geradores de caixa através dos Regimes de Competência e de Caixa.

O FC é dividido usualmente em três grupos: o Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais (FCO), das Atividades de Investimento (FCI) e das Atividades de Financiamento (FCF) (GELBCKE et al., 2018).

É convencionalizado que o FC seja apresentado usualmente em uma de duas formas: pelo método direto ou pelo método indireto. O método direto pode ser interpretado como se fosse um “extrato bancário” de todos os fluxos de caixa da companhia (PÓVOA, 2012). Neste método, são somados e subtraídos cada uma das entradas e saídas observando todas as contas da companhia até se chegar ao fluxo de caixa total do período.

Já o método indireto, que, em um primeiro olhar, pode parecer menos intuitivo, é mais comumente utilizado. Neste método, parte-se de alguma das métricas de lucro (geralmente os Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização, Lucro Operacional Líquido Após Impostos ou Lucro Líquido, que serão definidas mais à frente), e faz-se ajustes para conciliar o lucro do regime de competência ao fluxo de caixa gerado no período (IUDÍCIBUS, 2010). Este segundo método é mais utilizado por sua simplicidade, dado que para empresas que fazem muitas transações, pode ser difícil observar o caixa através de cada transação de cada conta. No método indireto, basta-se observar as linhas já inclusas no DRE e BP para conciliar o FC. Por esses motivos, o presente trabalho utilizará o método indireto.

Companhia ABC CGC nº 00.000.000/0000-00 Demonstrações dos Fluxos de Caixa para X3		Em \$ mil
Caixa Gerado pelas Atividades Operacionais:		13.000
Lucro Líquido		10.000
(+) Aumento em Fornecedores		11.000
(+) Aumento em Desp. Antecipadas		1.000
(-) Aumento em Clientes		(2.000)
(-) Aumento em Mercadorias		(7.000)
Caixa Aplicado nas Atividades de Investimento:		(3.000)
Compra de Terrenos		(3.000)
Caixa das Atividades de Financiamento:		(11.000)
Pagamento de Empréstimos a Longo Prazo		(7.000)
Pagamento de Dividendos		(4.000)
Redução das Disponibilidades em X3		(1.000)
Saldo de Caixa e Bancos em 31/12/X2		3.000
Saldo de Caixa e Bancos em 31/12/X3		2.000

Tabela 3: Exemplo de DFC (método indireto)

Fonte: Iudícibus et al. (2010, p. 270).

1.3 Demais Conceitos Contábeis

Serão utilizados durante este trabalho outros conceitos contábeis que são de uso convencional tanto em demonstrativos financeiros de companhias quanto em construções de *valuations*, mas que não necessariamente aparecem em nenhuma lei ou regra determinada pelo governo brasileiro ou por órgãos internacionais. Dentre estas, são listadas:

- Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização, do inglês, *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (EBITDA): É uma medida amplamente utilizada como aproximação do fluxo de caixa operacional (DAMODARAN, 2012b, p. 536).
- Lucro Antes de Juros e Impostos, do inglês, *earnings before interest and taxes* (EBIT): Também chamado de lucro operacional, representa os ganhos da

empresa pós depreciação e amortização, e pode ser observado diretamente no DRE. (DAMODARAN, 2012b, p. 536).

- Lucro Antes de Impostos, do inglês, *earnings before taxes* (EBT): É o resultado do EBIT após o resultado financeiro líquido de uma firma. (PIGNATARO, 2013, p. 9)
- Lucro (ou prejuízo) Operacional Líquido Após Impostos, do inglês, *net operating profit or losses after taxes* (NOPAT ou NOPLAT): Calculado pela fórmula $EBIT * (1 - T)$, sendo T os impostos, é uma versão modificada do EBIT, onde são removidos itens não operacionais que poderiam afetar o EBIT (DAMODARAN, 2012b, p. 537).
- Capital de Giro: do inglês *working capital* (também conhecido pelas abreviações KGiro ou WK) e algumas vezes chamado de capital de giro líquido ou *net working capital*. É uma medida calculada ao subtrair-se os passivos circulantes dos ativos circulantes de uma firma, ou seja, uma representação da liquidez de curto prazo de uma firma, dado que mostra se os bens e direitos de uma companhia conseguem cobrir as obrigações dentro de um mesmo exercício (DAMODARAN, 2012b, p.88).

1.4 Diferenças Entre Valor e Preço

O objetivo de um *valuation*, assim como seu nome sugere, é determinar o valor de um ativo. Como observado por Póvoa (2012), estimar o valor de ativos é algo que as pessoas fazem habitualmente na sua rotina, mesmo que inconscientemente. Frequentemente as pessoas estimam valores ao avaliar se um apartamento que querem comprar está caro, ou se uma promoção no supermercado está barata. Desta forma, como o autor complementa, o valor de um ativo é algo que por definição é subjetivo, dado que cada pessoa pode estar utilizando um processo de avaliação diferente e pode ter preferências de risco diversas umas das outras.

De forma antagônica, o preço de um ativo é, em teoria, objetivo: é simplesmente o ponto de encontro entre sua oferta e demanda (PÓVOA, 2012). Ou seja, em um determinado momento, é o montante pelo qual o vendedor aceita vendê-lo e simultaneamente, o comprador aceita comprá-lo.

Desse modo, valor e preço não necessariamente estarão equiparados e o *valuation* pode ser uma ferramenta útil para determinar se um preço está subvalorizado, supervalorizado, ou com valor adequado, e conseqüentemente, realizar um investimento racional (PIGNATARO, 2013). Por diversos motivos, até por razões psicológicas, o preço de um ativo pode estar

distorcido para qualquer patamar no curto prazo, porém, com o tempo, deve, em teoria, convergir para seu valor justo (MARKS, 2020). Assim, agentes da economia que desejam investir estão constantemente buscando determinar corretamente o valor justo de ativos, para desta forma conseguir comprá-los baratos e/ou vendê-los caros.

Marks (2020), porém, faz um alerta importante citando uma célebre frase atribuída ao famoso economista britânico John Maynard Keynes: “o mercado pode permanecer irracional por mais tempo que o investidor é capaz de se manter solvente”. O que o autor pretende ilustrar com esta citação é que identificar um ativo que possui um preço atraente quando comparado ao seu valor não é o único fator necessário para um bom retorno em um investimento.

Além disso, é necessário o *timing* correto. Isto porque, como ele destaca, a distorção entre o preço e o valor justo pode se manter por longos períodos de tempo, certas vezes maiores do que o investidor dispõe. Mesmo assim, como é impossível prever ou controlar o comportamento do mercado ao longo do tempo, um preço atraente ainda é o maior determinante para investir.

Deve-se destacar que o valor de um ativo não deve ser algo estático e imutável para quem o está avaliando. O avaliador pode estar errado sobre o valor atual ou podem acontecer eventos que reduzam esse valor (MARKS, 2020). Ademais, se as companhias crescem com um retorno acima de seu próprio custo de capital, ao longo do tempo será gerado mais valor.

Estabelecida a relação entre valor e preço e a importância dela para o *valuation*, ainda resta determinar o que seria valor. Para isto, serão apresentadas as definições de valor mais comumente utilizadas no contexto de um *valuation*:

1.4.1 Book Value

O *Book Value*, conforme descrito por Pignataro (2013), é o valor de um ativo ou de um negócio de acordo com o que indicam seus livros contábeis. O *Book Value* de um determinado ativo pode ser encontrado no Balanço Patrimonial de uma companhia.

1.4.2 Market Value

O *Market Value* é o valor de mercado de um ativo. Em uma companhia aberta, o *Market Value* pode ser observado através do *Market Cap* (capitalização de mercado), que nada mais é do que a multiplicação entre o preço atual da sua ação e o total de ações em circulação em um determinado momento (PIGNATARO, 2013, p. 279).

Como exemplo, em 23 de fevereiro de 2022, ou seja, logo após a publicação de seus demonstrativos financeiros de 2021 completos, a Localiza possuía um *market cap* de

aproximadamente R\$ 43,9 bilhões, dado que à época possuía 752.191.325 ações ordinárias em circulação a um preço de R\$ 58,36 cada na bolsa brasileira, a Bovespa (S&P GLOBAL, 2022). Este valor representa o valor de mercado do *Equity Value* da companhia, que será definido adiante.

1.4.3 *Equity Value*

O *Equity Value* é o valor atribuível aos acionistas de uma companhia (*equityholders*), ou seja, não inclui o financiamento da companhia através de dívidas e outras obrigações (PIGNATARO, 2013, p. 279). O valor de mercado do *equity* não necessariamente equivale ao seu *book value*.

Em 23 de fevereiro de 2022, o *equity value* da Localiza era de R\$ 43,9 bilhões. À mesma época, o *book value* do seu *equity* pode ser observado através do Patrimônio Líquido: R\$ 7,6 bilhões. Ambos os valores representam visões diferentes do *equity value*, mas seguem o mesmo conceito de que este valor diz respeito aos acionistas apenas. A diferença entre os dois é que um é o valor de acordo com o preço negociado na bolsa de valores, e o outro de acordo com as regras e normas contábeis vigentes no Brasil. Isto demonstra, na prática, que o *equity value* da companhia, conforme transacionado em bolsa, pode ser negociado com um prêmio em relação ao *book*, ou seja, os investidores estão dispostos a pagar mais pela ação do que o valor descrito no seu balanço patrimonial.

1.4.4 *Enterprise Value*

O *Enterprise Value* (EV), também conhecido como valor da firma, é o valor total de uma companhia, incluindo o financiamento da companhia através de dívidas e outras obrigações (PIGNATARO, 2013, p. 280). Desta forma, em geral, *Enterprise Value* pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$\begin{aligned} \text{Enterprise Value} &= \text{Equity Value} + \text{Dívida Líquida} = \\ &= \text{Equity Value} + \text{Dívida Bruta} - \text{Caixa e Equivalentes} \end{aligned}$$

O *Enterprise Value*, de forma análoga ao *Equity Value*, reflete também uma visão através do *book* e outra através do mercado. Somando o *Market Cap* de uma empresa à dívida líquida, chegamos ao EV na visão do mercado, uma das métricas mais importantes e utilizadas por analistas em *valuations* como valor *de facto* de uma companhia, dado que o valor de acordo com a bolsa é o que é efetivamente negociado entre agentes, e usualmente, quando utilizada a expressão EV, refere-se a este. Pode-se também calcular o *Enterprise Value* na visão do *book*, ao adicionar o Patrimônio Líquido à dívida líquida da empresa.

Como exemplo semelhante ao evidenciado na seção anterior, o EV (visão de mercado) da Localiza em 23 de fevereiro de 2022 era de R\$ 52,3 bilhões, enquanto na visão do *book*, era de R\$ 16,0 bilhões (S&P GLOBAL, 2022).

1.5 Valor do Dinheiro no Tempo

Os agentes econômicos se deparam constantemente com decisões de como alocar seu dinheiro intertemporalmente. O dinheiro de um agente pode, por exemplo, ser gasto imediatamente, ou guardado para gastar no futuro, ou até mesmo o agente pode tomar um empréstimo para poder gastar mais dinheiro do que possui no momento, necessitando quitar sua dívida futuramente. Damodaran (2012a), pontua que a noção de que um real hoje é preferível a um real no futuro é bastante intuitiva, e as pessoas a compreendem sem necessidade de modelos matemáticos, sendo esta a base para o conceito de Valor do Dinheiro no Tempo. Segundo o autor, são três os motivos para um caixa futuro valer menos do que uma quantia igual no presente:

1. As pessoas preferem consumir hoje do que no futuro.
2. A inflação diminui o poder de compra do dinheiro ao longo do tempo.
3. A espera envolve riscos, já que o caixa pode não estar disponível futuramente.

Quando atribuímos valor a algum ativo, estamos tentando determinar o valor de um fluxo de caixa futuro (DEFUSCO et al., 2020). Um agente racional quer sempre determinar a melhor alocação para seu dinheiro. O que permite calcular o valor de um fluxo futuro em termos de hoje é o princípio do Valor Presente (DAMODARAN, 2012a). Se um valor futuro não equivale necessariamente a um valor presente, o agente deve comparar qualquer valor futuro com o valor nos termos de hoje para entender se aquela alocação é atrativa ou não. O agente, mesmo que inconscientemente, exige uma taxa de atratividade, ou custo de oportunidade, para alocar seus recursos. Essa taxa de oportunidade requerida é obtida de forma a remunerar adequadamente a expectativa de retorno definida pelos diversos proprietários de capital (ASSAF NETO, 2014).

Damodaran (2012a) detalha que o processo de ajustar fluxos de caixa futuros a valor presente é chamado Desconto, sendo a Taxa de Desconto uma reflexão do retorno real esperado, a inflação esperada e um prêmio pelo risco ou incerteza associada a determinado fluxo de caixa. A equação que relaciona todas estas variáveis para determinar o valor presente de um fluxo de caixa futuro, considerando o período de tempo t , é descrita da seguinte forma:

$$\frac{\text{Quantia em Período Futuro}}{(1 + \text{Taxa de Desconto})^t}$$

Este conceito de Taxa de Desconto é um fator crucial para estimar um *valuation* através do método do Fluxo de Caixa Descontado, dado que o mesmo, como será detalhado na seção de metodologia, envolve trazer fluxos de caixa futuros à valor presente para determinar o valor justo de uma companhia.

1.6 Síntese

Um *valuation* é, em suma, uma avaliação do valor de um ativo ou empresa. A estimativa de valor, porém, tem aspectos de subjetividade, e, portanto, será diferente dependendo do avaliador, de acordo com as suas observações, projeções financeiras e preferências de risco.

O referencial utilizado para analisar uma empresa são seus demonstrativos financeiros: DRE, Balanço Patrimonial e Fluxo de Caixa. Estes demonstrativos irão evidenciar o desempenho da companhia e a situação atual das suas finanças, e além de evidenciar o histórico da companhia, dão suporte à elaboração do *valuation*. Junto a estes demonstrativos, os analistas também utilizam outros conceitos contábeis como EBITDA, NOPAT e Capital de Giro como apoio para estimar o valor de uma empresa.

A importância de estimar um *valuation* é utilizá-lo como ferramenta para determinar se há uma oportunidade de ganho para o avaliador. Caso haja uma discrepância relevante entre o valor da empresa avaliada e seu preço de mercado, que é um valor objetivo, então existem oportunidades de ganhos nesse mercado, ou para vender com um preço alto, ou para comprar a preço baixo.

São usualmente utilizados quatro diferentes conceitos de valor dependendo do contexto. O *book value* é o valor patrimonial de acordo com as finanças da companhia, enquanto o *market value* é o valor de mercado, conforme indicado pela bolsa de valores. Não excludentes, utilizam-se também os conceitos de *equity value*, que é o valor da companhia atribuído ao acionista apenas, e o *enterprise value*, que é o valor da companhia quando se considera também seu o endividamento líquido.

Deve-se destacar também que a alocação de dinheiro para um agente é intertemporal, ou seja, são feitas decisões em diversos pontos do tempo. Ao evidenciar que as pessoas têm preferência por consumir imediatamente em vez de no futuro, que a inflação pode diminuir o poder de compra, e que o futuro reserva incertezas, chegamos ao conceito de que o dinheiro tem valor no tempo. Desta forma, agentes exigem uma taxa de atratividade, a taxa de desconto, que reflete estes pontos para avaliar o valor de um fluxo de caixa futuro em termos de valor presente.

2 METODOLOGIA

2.1 Introdução

Neste capítulo serão discutidas as duas metodologias mais relevantes utilizadas para elaboração de um *valuation*: o método por múltiplos e o método do fluxo de caixa descontado. Cada um destes métodos possui características únicas e podem fornecer visões diferentes do valor de uma mesma empresa. A seguir, cada um dos métodos será introduzido e suas particularidades detalhadas.

2.2 *Valuation* por Múltiplos

O método do *valuation* por múltiplos é um método de avaliação relativa de uma empresa. Neste tipo de método, o *valuation* do ativo analisado consiste em uma comparação, utilizando como base a precificação de ativos semelhantes disponíveis no mercado (DAMODARAN, 2012a, p. 47). Por ser um método comparativo, também é conhecido como *comparables* ou *comps* (do inglês comparáveis). A ideia fundamental deste tipo de análise é que ativos similares deveriam ser precificados de maneira similar (KOLLER et al., 2020).

Segundo Damodaran (2012a), são necessários três passos principais para fazer uma avaliação por *comps*:

1. Selecionar *comps*: encontrar ativos comparáveis precificados pelo mercado.
2. Selecionar a métrica (múltiplo) a ser comparada: utilizar uma variável em comum a todos, de forma a chegar a uma métrica padrão que possa ser comparada entre os ativos.
3. Caso necessário, realizar ajustes onde adequado: caso algum ativo possua algum atributo que possa distorcer a avaliação, este pode ser ajustado (como, por exemplo, ao se comparar uma companhia fechada com companhias publicamente listadas, pode-se fazer um desconto no preço da companhia fechada devido à falta de liquidez quando comparada às públicas; de maneira análoga, uma companhia que tem crescimento acelerado deveria ser negociada a um preço maior que outra semelhante com crescimento mais lento (DAMODARAN, 2012a., p. 47).

Nesta metodologia, a precificação consiste em atribuir um múltiplo pelo qual cada companhia é negociada. Esta técnica de atribuir um múltiplo à companhia, como mencionado anteriormente, objetiva padronizar a avaliação de todas as empresas para que a comparação possa ser realizada. O múltiplo nada mais é do que estabelecer uma razão entre o valor da empresa e alguma métrica do resultado da companhia. Analogamente ao que foi explanado na seção de definição de valor, existem múltiplos relacionados ao *equity value* e também ao

enterprise value, dependendo do que o analista deseja comparar. Abaixo estão listados alguns exemplos:

- O múltiplo de Preço/Lucro Líquido por Ação, também conhecido como P/L, é um múltiplo de *Equity Value*, dado que utiliza o valor da empresa atribuído apenas ao acionista (preço negociado em bolsa). O lucro líquido por ação é adequado para esta comparação pois este é uma métrica de lucro de onde já foi retirado qualquer resultado financeiro relacionado ao pagamento de juros, e, portanto, também reflete apenas o lucro atribuído ao acionista (capital próprio) (DAMODARAN, 2012a, p. 49). Esta é uma das métricas mais utilizadas pelo mercado financeiro.
- O múltiplo EV/EBITDA, por sua vez, é um múltiplo de *Enterprise Value*, pois utiliza o valor da empresa considerando também o endividamento líquido. O EBITDA, que é uma métrica de lucro “operacional”, é adequado para estabelecer uma relação com o EV justamente porque deste ainda não foram retirados itens não operacionais, como o pagamento de juros, que é um resultado atribuído ao capital de terceiros, e, portanto, reflete um lucro que é tanto do acionista como dos demais financiadores da companhia (DAMODARAN, 2012a, p. 49). Este múltiplo também é amplamente utilizado pelo mercado financeiro para avaliar empresas.
- De forma similar, destaca-se que podem ser utilizadas diversas métricas do resultado da empresa além das citadas, como o EBIT ou Receita. Analistas de diferentes setores possuem preferências por métricas mais específicas daquele setor. Como exemplo, no setor de saúde é comum utilizar-se de métricas como EV/Número de Leitos e no setor educacional é possível utilizar métricas como EV/Número de Vagas ou EV/Número de Matrículas. Cada analista deve utilizar o que entender como mais adequado para avaliar a companhia, mas o conceito principal, que é ter uma métrica padronizada de comparação, segue válida para qualquer caso.

Como regra geral, a avaliação por múltiplos segue a fórmula abaixo:

$$\text{Múltiplo} = \frac{\text{Métrica de Valor}}{\text{Métrica de Resultado ou Específica do Setor}}$$

Ainda, deve-se pontuar que o método de avaliação por múltiplos é mais comumente observado em dois tipos de abordagem diferentes: a de companhias públicas comparáveis

(também conhecido como *public comps*) e a de transações precedentes comparáveis (também conhecido como *precedent transaction comps*). A seguir as abordagens serão detalhadas:

- *Public Comps*: consiste em utilizar companhias comparáveis que sejam listadas publicamente nas bolsas de valores locais ou mundiais, ou seja, companhias que sejam similares em tamanho, produto, geografia, entre outros (PIGNATARO, 2013, p. 286). Como vantagem desta análise, ela permite uma comparação que reflete como o mercado avalia companhias deste setor atualmente, pois utiliza a precificação mais recente da bolsa de valores. Porém, como desvantagens, o mercado pode estar apresentando oscilações (exemplo: em 2020, o Brasil passou por uma grande baixa na Bovespa devido à covid-19, e o valor do mercado como todo estava abaixo do patamar usual) que podem distorcer o valor da companhia, ou, caso a empresa tenha um modelo de negócios único ou esteja inserida em um mercado muito novo ou nichado, pode ser difícil encontrar outras companhias que sejam realmente comparáveis (PIGNATARO, 2013, p. 287).
- *Precedent Transactions*: semelhante ao *public comps*, mas em vez de utilizar o preço da bolsa, são utilizados os preços de transações concluídas no passado envolvendo empresas comparáveis, ou seja, o quanto um comprador historicamente paga por uma empresa similar (PIGNATARO, 2013, p. 287). Esta análise pode ser bastante vantajosa no caso de transações privadas, ou pelo controle de uma firma, sendo o motivo disso o fato de que este tipo de comparação já inclui o prêmio pago por uma companhia similar, ou seja, o quanto um comprador deve pagar além do usual para que o vendedor aceite realmente realizar a transação. Como desvantagens, deve-se destacar que é uma análise histórica, que pode ficar enviesada caso o ambiente econômico tenha mudado ao longo do tempo, além de que se o setor da companhia em questão não possui muitas transações, pode ser difícil encontrar comparáveis que façam sentido e, mesmo que se encontre transações relevantes para a análise, pode haver dificuldade de encontrar dados sobre estas transações para chegar a um múltiplo de fato (PIGNATARO, 2013, p. 288).

Em geral, após a seleção dos comparáveis (transações ou companhias públicas), o último passo em qualquer uma das análises é o mesmo: deve-se unificar todos os selecionados para ter um múltiplo objetivo e, geralmente, é realizada uma média e/ou uma mediana, que será a referência para a companhia analisada. Caso o múltiplo da companhia analisada esteja abaixo

desta média/mediana, então a companhia está subvalorizada ou “barata” relativamente ao mercado; caso seu múltiplo esteja acima, então ela está supervalorizada, ou “cara” com relação as suas comparáveis.

Este tipo de análise, apesar de ser um método simplificado e rápido, tem suas limitações. Já foram listadas acima algumas desvantagens, mas também deve-se lembrar que a análise pode ser enviesada também pela seleção do analista, pois ela depende exclusivamente das empresas selecionadas. Por outro lado, ao utilizar-se muitas empresas comparáveis, distorções individuais podem ser “diluídas” entre as demais empresas. Segundo Damodaran (2012a), em uma avaliação relativa, estamos basicamente assumindo uma premissa de que, mesmo que os mercados cometam erros de precificação em relação a determinadas empresas, quando observadas individualmente, na média, o mercado está correto.

Deve-se salientar também que, por ser um método diferente da avaliação por fluxo de caixa descontado (DCF), é esperado que a avaliação por múltiplos gere resultados diferentes. Não é tão surpreendente se uma avaliação por *public comps* divergir em certo nível de uma avaliação por *precedent transactions*, por conta de todos os motivos listados acima. Porém, não se deve enxergar isto como um antagonismo entre as metodologias: elas podem ser utilizadas de maneira complementar, para que o analista tenha visões diferentes sobre o mesmo ativo e até como um “teste de sanidade” para avaliar se uma metodologia está sendo empregada corretamente. Em geral, se todos os métodos resultarem em *valuations* similares, isto é um bom indicativo de que o valor encontrado faz sentido e que está pouco enviesado, mas encontrar diferenças não necessariamente é sinal de que o valor encontrado é absurdo. Uma empresa pode estar subavaliada quando olhamos para o DCF e supervalorizada quando olhamos para seus múltiplos (DAMODARAN, 2012a).

Para encerrar esta seção, o último destaque a ser feito é de que este método não será o principal a ser utilizado neste trabalho. A avaliação por múltiplos terá papel secundário e será utilizada apenas como suporte ao método do fluxo de caixa descontado. Os motivos desta escolha não serão abordados com profundidade neste tópico, mas serão evidenciados na seção que detalha o DCF, que, em linhas gerais, é um método mais técnico de *valuation* por se apoiar nos fundamentos da companhia observada.

2.3 Valuation pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado

O método de *valuation* do Fluxo de Caixa Descontado (do inglês *Discounted Cash Flow* ou abreviado como DCF) é conhecido por ser a mais técnica das metodologias comumente

utilizadas. O DCF é o favorito de muitos acadêmicos e profissionais do mercado por, como seu nome sugere, basear-se nos fluxos de caixa de uma companhia (KOLLER et al., 2020), que, por sua vez, provêm dos seus fundamentos e projeções financeiras dos analistas.

Como evidenciado no Capítulo 1 deste trabalho, o dinheiro possui valor no tempo. O DCF se apoia neste conceito fundamental ao determinar o valor de um ativo através do valor presente de seus fluxos de caixa futuros.

Damodaran (2012b) expressa matematicamente esta ideia através da seguinte fórmula:

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

Onde t = tempo;

n = tempo de vida esperada do ativo;

VP = valor presente;

CF_t = fluxo de caixa (*cash flow*) no tempo t;

r = taxa de desconto.

Ou seja, o valor do ativo nada mais é do que a soma do valor presente dos seus fluxos de caixa futuros.

Para certos tipos de companhias, a sua operação pode ter um tempo de vida pré-estabelecido. Para ilustrar, podemos citar como exemplo genérico uma concessão pública, onde a companhia possui um contrato com o governo. Após o tempo determinado no contrato, não se deve esperar que a companhia gere fluxos de caixa adicionais, dado que a operação dependia de um contrato que foi encerrado. Porém, para a maioria das outras companhias, o tempo de vida esperado para a operação é algo indeterminado e, pelo menos teoricamente, poderia ser até infinito. Todavia, é evidente que um analista não conseguiria projetar infinitos anos de operação para descontar infinitos fluxos de caixa e, por isso, usualmente é utilizado o conceito de Valor Terminal, que terá uma seção dedicada dentro deste capítulo. De maneira simples, o Valor Terminal é o valor dos fluxos de caixa da companhia após o último ano projetado. Assim, o analista projeta os fluxos de caixa dentro de um horizonte de tempo (por exemplo, 5 ou 10 anos) e o restante dos seus fluxos que seriam gerados por um tempo indeterminado são representados pelo seu Valor Terminal, que também deverá ser descontado a valor presente (DAMODARAN, 2012b).

No DCF, quando se deseja encontrar o EV da companhia analisada através de projeções dos fluxos de caixa anuais da firma por 10 anos, e considerando o conceito de Valor Terminal expresso acima, utiliza-se a seguinte fórmula:

$$EV = \sum_{t=1}^{t=10} VP FCFF_t + VP VT = \sum_{t=1}^{t=10} \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + VP VT$$

Onde FCFF = fluxo de caixa da firma (*free cash flow to firm*)

VT = valor terminal.

Ao longo das próximas seções serão analisados cada um dos elementos que compõem a fórmula acima, para então chegar a uma fórmula mais robusta e detalhada.

2.3.1 WACC

A taxa de desconto utilizada em um DCF é uma taxa que determina o retorno exigido pelo investidor (PÓVOA, 2012), e implicitamente, que reflete o risco associado ao fluxo de caixa na sua visão (DAMODARAN, 2012b).

Dado que um investidor vai receber exatamente o custo de capital da companhia caso ela cumpra suas expectativas, o retorno esperado e o custo de capital são termos utilizados de maneira sinônima (KOLLER et al., 2020, p. 305).

Companhias em geral utilizam-se de uma mistura de dois tipos de financiamento: capital próprio (*equity*) ou dívida. Como o custo do financiamento de cada um deles tende a ser diferente, o custo de capital da firma deve refletir o peso e a proporção de cada um. Desta forma, o custo de capital da firma será uma média entre os custos de *equity* e os custos de dívida ponderados pela proporção de suas respectivas utilizações para financiá-la (DAMODARAN, 2012b, p. 309).

O principal método para determinar o custo de capital é o Custo Médio Ponderado do Capital (do inglês, *Weighted Average Cost of Capital*, abreviado como WACC), que é justamente o retorno que todo investidor (tanto com *equity* quanto com dívida) espera receber por investir na companhia (KOLLER et al., 2020, p. 305).

A fórmula geral que determina o cálculo do WACC pode ser expressa da seguinte forma:

$$WACC = [Ke * We] + [Kd * Wd * (1 - T)]$$

Onde Ke = custo de *equity*

We = proporção de *equity*

Kd = custo de dívida

Wd = proporção de dívida

T = impostos

Nota-se que a fórmula pode ser claramente separada em dois lados (o lado do *equity* e o lado da dívida) e reflete cada um dos custos e sua proporção de uso. Porém, deve-se ressaltar que, no WACC, o Custo da Dívida deve ser ajustado pelos impostos sobre a renda pagos pela firma. O motivo deste ajuste não é necessário para que seja entendido o conceito basilar do WACC, contudo, é fundamental para que o lado da dívida dentro do WACC seja calculado corretamente, e, portanto, será explanado na seção do Custo da Dívida.

2.3.2 Custo da Dívida

O Custo da Dívida (do inglês *Cost of Debt* e abreviado K_d) é o retorno exigido por financiadores de dívida de uma companhia, ou seja, a taxa de juros cobrada pelo financiamento (PIGNATARO, 2013).

O K_d , segundo Damodaran (2012b), sofre influência tanto da taxa livre de risco (que seria a taxa paga em operações com Títulos Públicos Federais no Brasil e ou com *T-Bonds* nos Estados Unidos), quanto do risco de *default* da companhia (ou seja, o risco de uma empresa dar um calote em suas dívidas).

O K_d a ser utilizado para o cálculo do WACC depende, portanto, do nível e do tipo de acesso que uma companhia possui ao mercado de crédito. Empresas abertas muitas vezes fornecem seu K_d atual em seus relatórios financeiros, a exemplo da Localiza, empresa analisada neste trabalho.

A proporção de dívida que uma companhia utilizará em relação ao seu *equity* é algo diferente para cada caso. Algumas companhias têm capacidades maiores de alavancagem, e outras menores, seja pelo acesso ao crédito, seja pela capacidade de geração de caixa ou por outros motivos. Para calcular esta proporção, basta fazer a conta simples de dividir o endividamento da companhia pela soma do endividamento e do *equity* alocado na companhia.

Para completar o cálculo do lado da dívida da equação do WACC, deve-se lembrar do questionamento feito na seção anterior sobre ajustar K_d pelos impostos pagos. Isto se deve ao fato de que juros são dedutíveis dos impostos (pode-se observar em um DRE que as despesas financeiras de uma companhia são deduzidas antes do cálculo dos impostos de renda e contribuição social), e, portanto, o benefício fiscal resultante do pagamento de juros faz com que o K_d pós impostos seja menor que o K_d antes dos impostos (DAMODARAN, 2012b, p. 309). Como esta redução de impostos tem valor, ela sempre deve ser incluída no WACC (KOLLER et al., 2020, p. 327). O imposto (T) no Brasil para companhias que estão dentro do regime de lucro real e possuem renda suficientemente alta – o que é o caso de companhias abertas como a Localiza –, será calculado de forma simplificada como 34%, relativo à soma da

alíquota de 25% de imposto de renda e a alíquota de 9% de contribuição social sobre o lucro líquido².

Assim, sem maiores complicações, permanecemos com a mesma equação do lado da dívida:

$$\text{Custo da Dívida} = Kd * Wd * (1 - T)$$

2.3.3 Custo do *Equity*

O Custo do *Equity* (do inglês *Cost of Equity* e abreviado Ke) é o retorno exigido por financiadores de *equity* de uma companhia (investidores de capital próprio, ou seja, acionistas) (ASSAF NETO, 2014).

O Ke, principalmente quando tratamos de companhias abertas, e ainda mais quando se considera companhias cujas ações estão distribuídas entre uma diversidade grande de acionistas, possui uma dificuldade no seu cálculo: não seria viável consultar diretamente cada um dos *equityholders* de uma companhia (ASSAF NETO, 2014, p. 467). Isto se opõe ao Kd de forma evidente, dado que as condições do custo de uma dívida podem ser avaliadas diretamente através das taxas de juros. Desta forma, é necessário aplicar algum método para realizar este cálculo, sendo o mais utilizado o *Capital Asset Pricing Model* (em português Modelo de Precificação de Ativos Financeiros), conhecido como CAPM (PIGNATARO, 2013).

O CAPM é um modelo de cálculo do Custo de *Equity* criado por Treynor, Sharpe, Lintner e Mossin apoiado nos trabalhos de Harry Markowitz (PÓVOA, 2012, p. 183) que se fundamenta na ideia de que o retorno exigido pelo investidor deve ser baseado no risco que o mesmo apresenta, conjuntamente com o risco que outros ativos do mercado oferecem, ou seja, uma ideia de custo de oportunidade (PÓVOA, 2012, p. 184; KOLLER et al., 2020, p. 308). Desta forma, o CAPM busca estabelecer uma relação linear entre risco-retorno para o cálculo do Ke (ASSAF NETO, 2014, p. 468).

A premissa central que norteia a construção da fórmula do CAPM é que os únicos riscos que importam para o investidor marginal são os riscos de mercado e, portanto, os riscos específicos da companhia podem ser descartados (DAMODARAN, 2012b, p. 113). O racional é que o investidor marginal tem um portfólio bem-diversificado, que o protege do risco específico e deixa com o risco do portfólio de ativos que o mercado em geral oferece.

² De acordo com as Leis nº 8.541 (BRASIL, 1992) e nº 7.689 (BRASIL, 1988). Empresas que possuem algum tipo de incentivo ou isenção fiscal podem estar sujeitas a alíquotas menores.

O argumento de que o investidor marginal é realmente um investidor diversificado sustenta-se no fato de que, se um investidor diversificado e um não diversificado avaliam um ativo da mesma forma e esperam o mesmo fluxo de caixa, o diversificado, por possuir menor risco, justamente por conta da sua diversificação, estará disposto a pagar mais pelo ativo e, portanto, será aquele que definirá o preço. Ainda, o CAPM assume premissas de que no mercado há total simetria de informações e apresenta total liquidez para operações de compra e venda, além de que não há custos de transação (PÓVOA, 2012, p. 183). É claro que, na realidade, os mercados não são exatamente assim, mas os trabalhos que utilizam o método em questão consideram que essas hipóteses são razoáveis em situação de normalidade.

Como citado anteriormente, o CAPM carrega o conceito de custo de oportunidade para a relação risco-retorno. Sabendo que um investidor racional é avesso ao risco, este irá procurar o maior benefício possível dentro desta relação, ou seja, para encontrar os melhores ativos, é necessário encontrar aqueles que oferecem maior retorno com o menor risco. É intuitivo entender se dois ativos oferecem o mesmo retorno, porém um possui risco menor do que outro, esse investidor irá aplicar naquele com o risco menor. Assim, ao assumirmos que existem ativos livres de risco (geralmente títulos públicos federais, como citado na seção anterior) que oferecem, portanto, taxas livres de risco (em inglês, *risk-free rate*) como retorno, pode-se extrapolar que um investidor racional nunca irá aceitar tomar qualquer risco com ativos que ofereçam retornos piores ou até iguais que a taxa livre de risco (PIGNATARO, 2013, p. 303). Por outro lado, a teoria do CAPM indica que um investidor pode tomar maior risco, desde que associado a um potencial de retorno também maior.

Koller et al. (2013) apresentam a fórmula de cálculo do K_e através do CAPM da seguinte forma:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Onde $R_f = \text{risk-free rate}$

β = sensibilidade do ativo ao mercado (Beta)

R_m = retorno de mercado

A equação, é, portanto, uma função do primeiro grau (do tipo $y = a.x + b$) que estabelece uma relação linear entre o risco e o retorno.

Ao analisar a equação por partes, pode-se observar que a primeira parcela estabelece que o Custo do *Equity* tem a taxa livre de risco como o coeficiente linear da equação. Na segunda parcela, podemos observar $(R_m - R_f)$, o chamado prêmio de mercado, ou seja, a diferença entre investir em ativos do mercado e investir na taxa livre de risco, em outras palavras, o *spread*, ou quanto de retorno acima da taxa livre de risco o mercado oferece, algo

que é comum para todos os ativos disponíveis no mercado em questão (KOLLER et al., 2020). Este prêmio de mercado está multiplicado pelo Beta, que é o coeficiente angular da equação, e representa a sensibilidade do ativo em questão ao mercado em geral. Ele é um valor específico para cada ativo avaliado, refletindo o risco do mercado ajustado para o ativo avaliado (ASSAF NETO, 2014, p. 468). O Beta será explorado com maior profundidade na próxima seção.

Será feito ainda um ajuste na equação no que tange ao prêmio de mercado. É certamente difícil prever com precisão o comportamento do mercado quando se considera um longo período, e esta não é a pretensão deste trabalho. Portanto, será usado o prêmio de mercado histórico, ou seja, o quanto historicamente investir em ativos do mercado confere de retornos acima da taxa livre de risco. Quando considerado o histórico dos EUA, pode-se ter um embasamento mais sólido, dado que o seu mercado de ações, por ser mais antigo e maduro, fornece um histórico longo, desde 1929. Assim, chegamos na seguinte equação:

$$Ke = R_f + \beta(R_{hm} - R_{fh})$$

Onde R_{fh} = *risk-free rate* histórico

R_{hm} = retorno histórico de mercado

Desta forma, a fórmula do CAPM reflete algumas considerações feitas nesta seção: a firma incorre em um custo de *equity* acima da taxa livre de risco. O quanto acima dessa taxa livre de risco é determinado por dois fatores: o quanto o mercado paga em excesso à taxa livre de risco por ativos em geral e o quanto este ativo especificamente está exposto ao risco sistemático do mercado (ASSAF NETO, 2014, p. 468).

A fórmula que observamos até então pode ser aplicada da forma que foi apresentada em diversos mercados e é comumente utilizada nos Estados Unidos, dado que este possui uma das bolsas de valores mais movimentadas do mundo. Porém, como alerta Pignataro (2013), deve-se atentar aos mercados relativos: o autor destaca que ao analisar uma companhia alemã, um analista não deveria simplesmente utilizar o S&P 500 e títulos do tesouro americano como referências, e sim índices e taxas livres de risco alemães, de forma a fazer um CAPM local.

Para mercados desenvolvidos com economias estáveis, esta lógica parece fazer total sentido. Porém, ao olhar para o Brasil, podem pairar questões sobre a cabeça do analista a respeito da aplicabilidade da fórmula como apresentada. Há de se questionar se um título do governo brasileiro é realmente livre de risco, dado que, historicamente, já observamos calotes do governo, sendo a mais recente moratória aquela declarada no governo Sarney. Ainda, podemos argumentar que o mercado de ações brasileiro é pouco desenvolvido quando comparado ao americano, além da sua economia possuir diversos eventos de inflação ao longo das décadas e, portanto, seu histórico não é tão confiável.

Desta forma, foi desenvolvido um mecanismo para realizar um ajuste adicional em países que apresentam um certo nível de incerteza, muito utilizado em países emergentes, como é o caso do Brasil, considerando-se uma exigência de prêmio pelo risco adicional chamada risco país (ASSAF NETO, 2014, p. 472). Ao utilizar-se do risco país, é recomendado também usar a taxa livre de risco americana, pois esta teria, em teoria, um risco menor de calote do que a brasileira. Isto faz sentido por se tratar de um prêmio que remunera o investidor por alocar recursos em uma economia relativamente menos estável que a americana. Assim, chegamos a seguinte fórmula para o CAPM aplicado a um país como o Brasil:

$$Ke = R_f + \beta(R_{hm} - R_{fh}) + \text{Risco País}$$

Ao substituímos esta fórmula na equação do lado do *equity* mencionada na seção de WACC, temos então:

$$\text{Custo de Equity} = Ke * We = [R_f + \beta(R_{hm} - R_{fh}) + \text{Risco País}] * We$$

2.3.4 Beta

O Beta (β), como citado na seção anterior, é um coeficiente que indica a sensibilidade que dada empresa tem ao mercado. Segundo Damodaran (2012a, p. 24), “ações com beta acima de um estão mais expostas ao risco de mercado, e ações com beta abaixo de um estão menos expostas ao risco de mercado”, ou seja, o beta mede um risco relativo aos demais ativos disponíveis no mercado.

O cálculo estatístico do beta usualmente dá-se da seguinte forma: realiza-se uma regressão entre o retorno de um determinado ativo e o retorno de um determinado índice de mercado e o beta será o coeficiente angular desta regressão. O beta é, portanto, sempre histórico, por utilizar-se de dados do passado.

Koller et al. (2020) alertam que o objetivo de estimar um beta ao realizar-se um *valuation* não é encontrar com precisão o beta histórico, mas sim, estimar-se um beta para o futuro. Portanto, alguma discricionariedade do analista é bem-vinda e não necessariamente deve-se utilizar uma abordagem puramente matemática. Por exemplo, um beta individual de uma companhia pode ser influenciado por eventos extremos e incomuns do passado, como uma crise, a exemplo da ocorrida em 2008.

Dessa forma, Damodaran (2012a) sugere que, para eliminar ruídos na estimativa do beta, utilize-se um beta médio do setor, dado que a ponderação de uma variedade de empresas que operam na mesma indústria poderia atenuar o efeito de eventuais distorções.

Para facilitar o trabalho de analistas em exercícios de *valuation*, diversas ferramentas de mercado, como Capital IQ ou Bloomberg, já fornecem o beta de ações da bolsa de valores calculado para diferentes janelas de tempo (como 3, 5 ou 10 anos) e tais ferramentas serão utilizadas conforme necessário neste trabalho.

2.3.5 Desconto a Valor Presente e *Midyear Adjustment*

Definida a fórmula para se chegar no valor de uma determinada companhia (a soma do valor presente de seus fluxos de caixa futuros e do seu valor terminal) e também a metodologia para cálculo da taxa de desconto (WACC), é necessário comentar eventuais ajustes que podem ser realizados ao descontar um valor futuro para um valor presente para aperfeiçoar o *valuation*.

Um dos ajustes mais comuns a se realizar é conhecido como *Midyear Adjustment* (em português, ajuste de meio de ano). Este ajuste consiste em alterar a potência utilizada na taxa de desconto de forma que a data em que se está descontando um fluxo de caixa gerado seja mais condizente com a realidade.

O ajuste se apoia na seguinte ideia: quando um fluxo de caixa é projetado anualmente, e após descontar-se o valor do ano totalmente, o analista está presumindo que o fluxo de caixa de um ano inteiro entra efetivamente no caixa da companhia no último dia do ano (PIGNATARO, 2013, p. 291). Porém, é possível entender que é altamente improvável que as firmas gerem seu caixa de um ano inteiro de atividades no dia do encerramento do exercício. É mais provável, e mais comum, que as empresas gerem caixa ao longo do ano inteiro.

Como foi pontuado no primeiro capítulo, há diferença de valor do dinheiro ao longo do tempo, então, obviamente, descontar um fluxo de caixa que é gerado no início do ano não é necessariamente igual a descontar um fluxo de caixa que é gerado no fim do ano. Porém, dessa forma chega-se a um impasse: sim, é irreal considerar que as companhias gerem caixa apenas no último dia do exercício, mas também poderia se tornar complexo demais projetar com precisão cada geração de caixa diária ou mensal para utilizar-se um fator de desconto correto.

Para evitar essa complexidade, mas garantir que os fluxos de caixa não sejam descontados de maneira demasiadamente inverossímil, convencionou-se realizar um ajuste para o meio do período, ou seja, utiliza-se um meio termo para não colocar o fluxo de caixa gerado totalmente no final do ano. Assim, em fluxos de caixas anuais, é feito o *mid-year adjustment* para ajustar-se moderadamente a data de ajuste ao descontar-se apenas meio ano. Assim, a potência que utilizamos para descontar o ano 1 é 0,5, o ano 2 é 1,5 e assim sucessivamente, até o ano n ser $n - 0,5$ (PIGNATARO, 2013, p. 291).

Este ajuste pode ser extrapolado para outras situações, como, por exemplo, para descontar um fluxo de caixa em um exercício que já está em andamento. Supondo-se que no dia 1º de julho de um determinado ano um analista queira fazer um fluxo de caixa descontado para uma empresa, ele não poderia usar o meio do ano como ajuste, pois assim ele presumiria que todo o caixa gerado no ano já entrou até o final de junho, justamente um dia antes da data onde ele está começando o *valuation*, e, portanto, o restante do ano da companhia não teria valor, dado que não geraria caixa. Seria razoável supor que a geração de caixa do resto do ano será distribuída entre 1º de julho e 31 de dezembro, e o meio do período, neste caso, é o último dia de setembro. Dessa forma, será ajustada a metade da metade do ano, e a potência da taxa de desconto seria $1 - 0,25 = 0,75$.

2.3.6 Valor Terminal e Perpetuidade

Descontando a valor presente os fluxos de caixa projetados de cada ano, tem-se o valor presente da empresa apenas referente a esses anos. Supondo que a empresa não irá encerrar todas as suas atividades exatamente após o último ano projetado, é necessário determinar como tratar os períodos posteriores (PIGNATARO, 2013). Como comentado neste capítulo, para uma empresa que deve operar de maneira indefinida ao longo do tempo, seria inviável projetar-se infinitos fluxos de caixa de infinitos anos para descontá-los a valor presente. Desta forma utiliza-se o conceito de Valor Terminal, ou seja, o valor da empresa após as projeções realizadas. O método mais utilizado para calcular o Valor Terminal de uma empresa em um DCF é através da Perpetuidade.

O Método da Perpetuidade consiste em calcular um fluxo constante de geração de caixa anual sem final determinado, seguindo a lógica de que a companhia irá continuar operando e gerando fluxos de caixa indefinidamente (PIGNATARO, 2013, p. 310). Segundo Damodaran (2012b), quanto mais uma companhia cresce, mais difícil fica de manter uma alta taxa de crescimento. É também razoável supor que quando uma companhia já está madura o suficiente, depois de muitos anos de operação, sua taxa de crescimento será igual ou menor do que a taxa de crescimento da economia em geral. Esta taxa de crescimento que é sustentada em perpetuidade é conhecida como g , que é aplicada a partir do último ano projetado.

Pignataro (2013, p. 310), define a fórmula para o Valor Terminal em Perpetuidade de uma companhia que foi projetada por 10 anos como:

$$VT = \frac{CF_{10} * (1 + g)}{(r - g)}$$

Sendo CF_{10} = fluxo de caixa do ano 10

r = taxa de desconto

g = taxa de crescimento na perpetuidade

Após determinar o Valor Terminal, este deve também ser descontado a valor presente, da mesma forma como foi feito com cada um dos fluxos de caixa projetados. Com este último termo da equação do DCF, conseguimos determinar o *valuation* de uma firma.

2.4 Síntese

Um *valuation* pode ser, como evidenciado neste capítulo, realizado empregando dois métodos distintos: por múltiplos ou por DCF. Estes métodos podem ser utilizados de forma complementar um ao outro para dar suporte aos valores encontrados e até como um teste de consistência.

O método dos múltiplos consiste em escolher uma métrica que permita que diversas companhias similares sejam comparadas e, desta forma, realizar um *valuation* de forma relativa às demais opções do mercado.

Já o DCF é um método mais técnico, que consiste em projetar os fluxos de caixa futuros de uma firma e descontá-los a valor presente. Para utilizar este método, o analista primeiro baseia-se nos fundamentos da firma para criar projeções e em seguida utiliza uma taxa de desconto para trazer estes fluxos para o valor de hoje.

A taxa de desconto utilizada é usualmente o WACC, um custo de capital ponderado, que utiliza o custo da dívida e do *equity* da firma em questão.

O custo da dívida é o custo exigido por financiadores através de empréstimos, e normalmente depende do acesso da companhia ao mercado de crédito.

Já o custo do *equity* é o custo exigido por financiadores através de capital próprio, e pode ser calculado através do método do CAPM, que estabelece uma relação entre o risco e o retorno de se investir em determinado ativo. O CAPM, além de incorporar a taxa de retorno de ativos livres de risco e do mercado, utiliza o Beta, um coeficiente que exprime a sensibilidade que uma companhia possui a variações do mercado como todo.

Ao descontar-se um fluxo de caixa a valor presente, é comum utilizar-se de uma técnica de ajuste de *midyear*, que evita que o fluxo de caixa de um ano seja inteiramente considerado no final do mesmo.

Além dos anos projetados, firmas em geral continuam operando indefinidamente e gerando fluxos de caixa. Dessa forma, para calcular o valor terminal, que é o valor da firma após o período de tempo projetado, é possível utilizar-se de técnica da perpetuidade, que presume um crescimento constante para a firma por um tempo indefinido. No presente trabalho,

o estudo de caso utilizará como referência o método do fluxo de caixa descontado, uma vez que ele não incorre nos problemas e nas imprecisões existentes no método dos múltiplos e que consiste em uma abordagem que leva em conta um conjunto mais amplo de variáveis referentes à empresa analisada.

3 ESTUDO DE CASO

3.1 Introdução

Este capítulo irá realizar o estudo de caso sobre a empresa escolhida, a Localiza, empresa que fornece serviços de aluguel e venda de automóveis. A seguir serão examinados diferentes aspectos relacionados à companhia, desde a apresentação de sua estrutura e serviços oferecidos, setor e contexto macroeconômico no qual está inserida, e seus demonstrativos financeiros. Em seguida, serão discutidos aspectos relacionados ao *valuation* da companhia, passando pelos insumos e premissas para o cálculo da taxa de desconto (WACC) utilizada e pelas projeções do modelo financeiro. Por fim, ao agregar-se todas as informações mencionadas, será determinado o seu valor justo para o cenário base. Além disso, será realizada uma análise de sensibilidade desenvolvendo dois cenários alternativos, sendo um otimista e outro pessimista.

Em geral, este tipo de avaliação exige aprofundado conhecimento tanto do negócio da companhia quanto de suas finanças, de forma que o estudo setorial e financeiro possa ser incorporado na modelagem, a fim de que esta fundamentação seja refletida no valor justo encontrado para a companhia. A análise compreende elementos tanto do mercado em geral quanto da empresa estudada e ilustra como diferentes métricas financeiras podem ser interpretadas e como os fundamentos de uma empresa podem influenciar no seu valor.

É relevante pontuar, como mencionado anteriormente, que este trabalho tem como data base janeiro de 2022, e, portanto, irá limitar-se ao máximo possível a incluir apenas informações disponíveis à época, refletindo também o contexto da empresa e do Brasil tal qual era observado neste período.

3.2 A Empresa

A Localiza Rent a Car S.A. (B3: RENT3) é uma empresa brasileira de capital aberto focada principalmente no serviço de aluguel e venda de automóveis. A companhia foi fundada em 1973 em Belo Horizonte, Minas Gerais, e possui registro de companhia aberta desde 2005. Atualmente, a empresa se consolidou como a maior plataforma de aluguel de automóveis da América Latina, atuando em sete países diferentes. Sua principal área de atuação é o território brasileiro, em que, segundo a Associação Brasileira de Agências de Viagens Corporativas (Abracorp) (2021) —, a empresa atingiu acima de 60% do *market share* (Figura 1).

A empresa possui atuação em todas as regiões do Brasil e se estrutura principalmente em duas divisões: Aluguel de Carros (chamada também de RaC, do inglês *rent a car*) e Gestão

de Frotas (chamada também de Fleet, tradução da palavra frota em inglês). Ambas as divisões funcionam de maneira similar: a Localiza adquire carros das montadoras, os disponibiliza para aluguel e, após algum tempo de uso, vende os carros como seminovos. A principal diferença entre as duas divisões é que o RaC realiza o aluguel sob demanda para pessoas físicas e jurídicas, enquanto o Fleet realiza o aluguel para pessoas jurídicas em contratos de longo prazo (até 48 meses), permitindo também um produto mais personalizado.

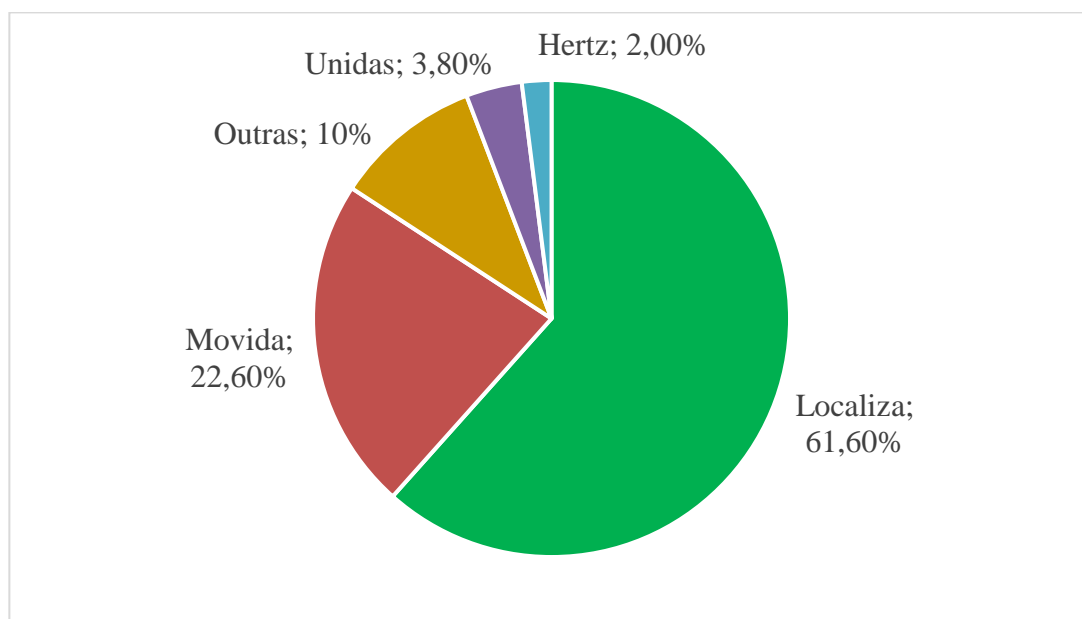


Figura 1: Market Share Nacional de Volume de Aluguéis de Locadoras em 2021

Fonte: Abracorp (2021).

3.3 Setor de Atuação

O aluguel de carros, apesar de ser uma realidade comum para europeus e norte-americanos, é menos usual no Brasil. Isso pode ser observado nas Figuras 2 e 3, que comparam a penetração deste segmento em diferentes países.

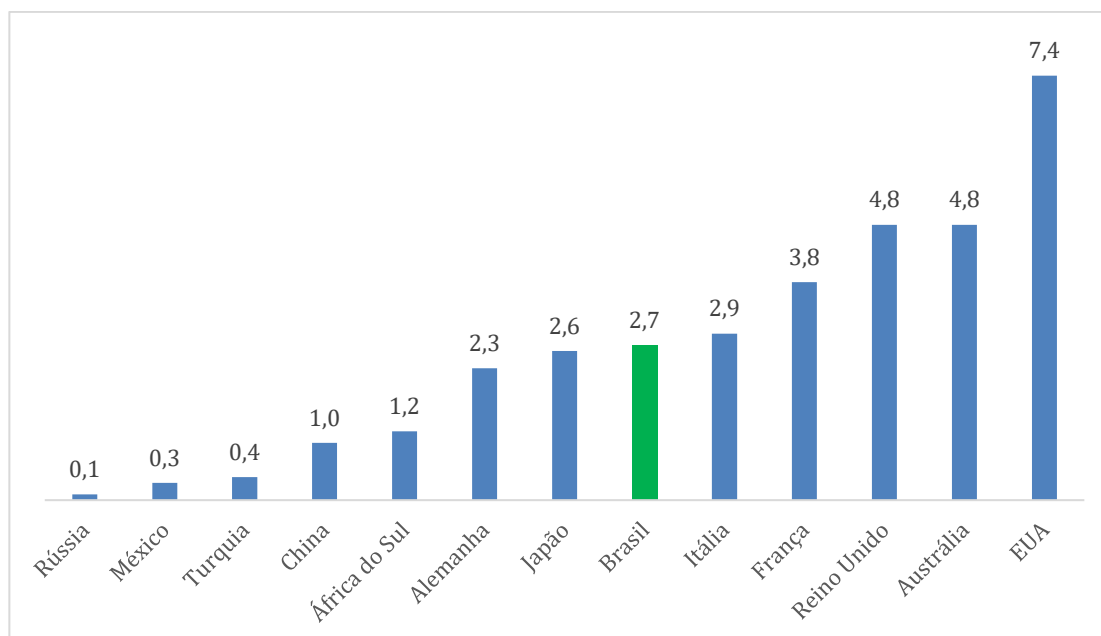


Figura 2: Número de Carros Alugados por Mil Habitantes por Ano – 2020

Fonte: XP Investimentos (2021).

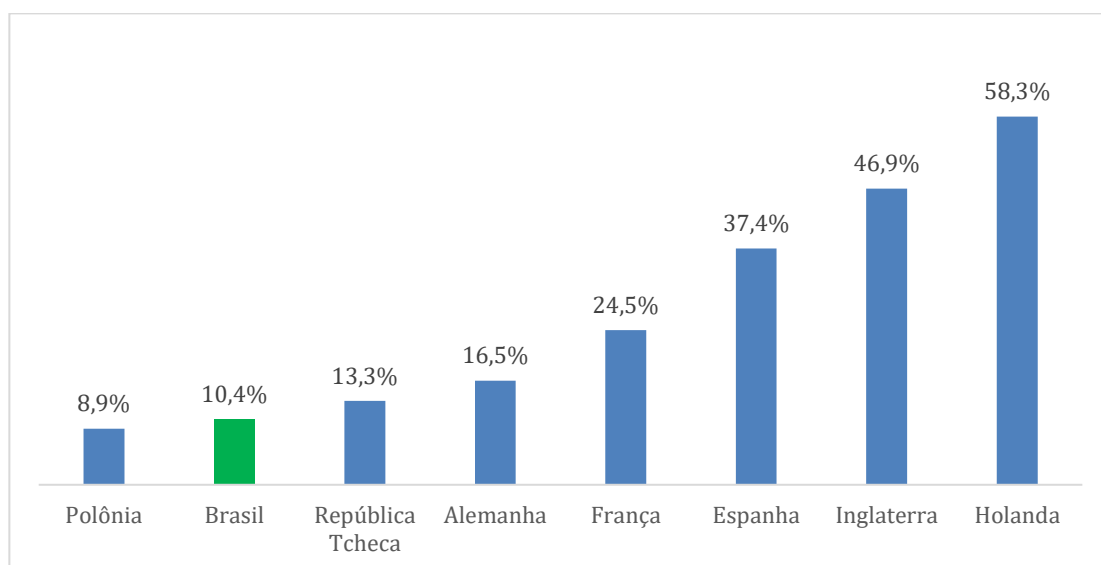


Figura 3: Penetração de Fleet no Mercado Corporativo – 2020

Fonte: Localiza (2021).

Todavia, este mercado vem crescendo ao longo dos anos (Figura 4), se tornando uma alternativa viável à aquisição de automóveis, uma vez que pode proporcionar a mesma utilidade de ter um carro com custos menores. O setor em geral apresenta-se resiliente, com crescimento mesmo em anos nos quais o Brasil passou por cenários de crises e incertezas.

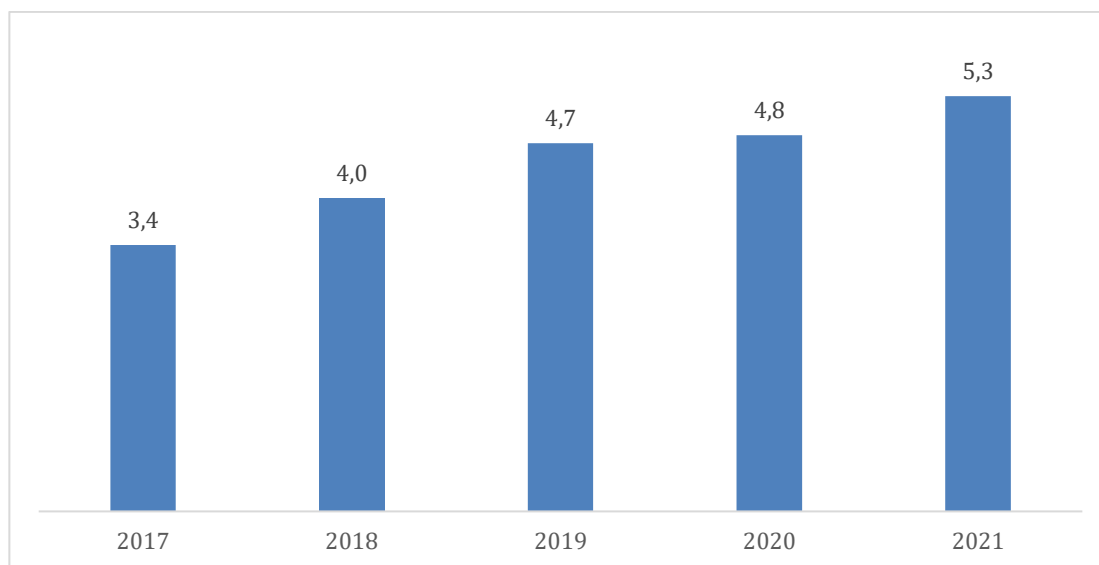


Figura 4: Número de Carros RaC por Mil Habitantes no Brasil – 2017-2021

Fonte: Localiza (2022b).

Associado ao crescimento do setor está um condicionante importante, ainda mais quando se trata de uma companhia atuante em um país desigual como o Brasil: a acessibilidade ao serviço. Relativamente ao salário mínimo do brasileiro, o serviço de RaC apresentou uma trajetória de barateamento ao longo dos últimos anos, fazendo com que cada vez mais pessoas possam ter acesso a este tipo de aluguel (Figura 5).

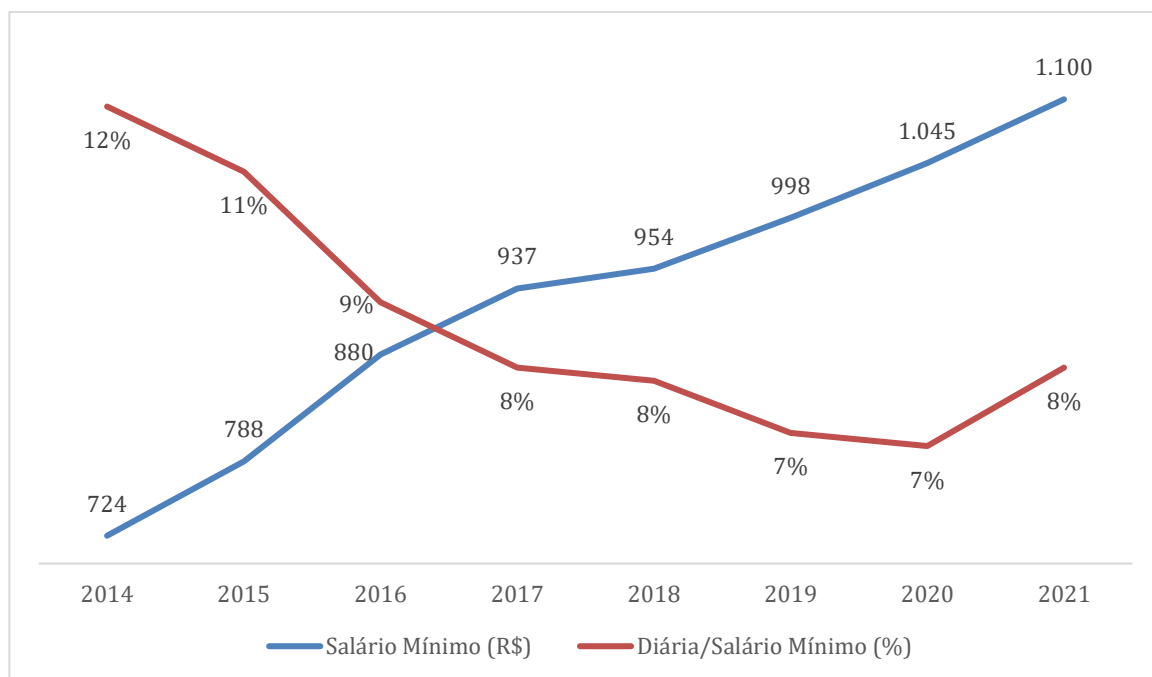


Figura 5: Acessibilidade ao Aluguel de Carros – 2014-2021

Fonte: Localiza (2022a).

Além disso, pode-se destacar que ainda há um espaço significativo para explorar maior crescimento desse mercado no Brasil. Como demonstra a Figura 6, o comportamento das novas gerações vem se alterando ao longo das décadas, de forma que as pessoas mais jovens enxergam menos valor em possuir um veículo, apesar de ainda terem a necessidade do meio de transporte, o que revela uma demanda de mercado que pode ser atendida pelo aluguel de veículos.

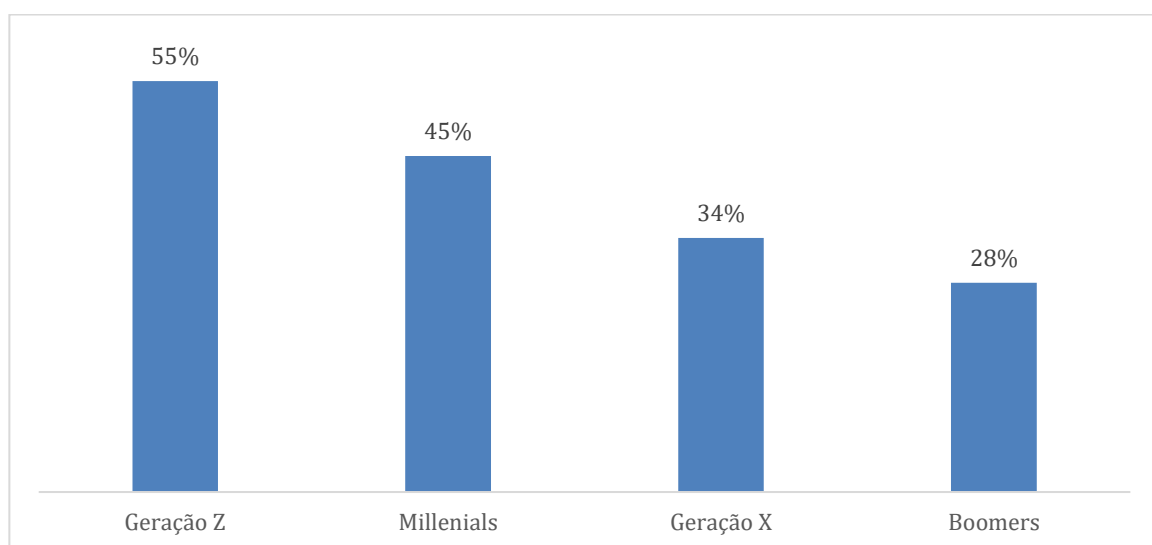


Figura 6: Ter Transporte É Necessário, Mas Possuir Veículo Não (% Concordam) – 2022

Fonte: Localiza (2022c).

Ao considerar-se esta mudança de comportamento com a popularização das corridas por aplicativo, é possível enxergar uma nova avenida de crescimento ao abordar o mercado de motoristas. Estes possuem diversas demandas que podem ser preenchidas pelo aluguel de veículos como: necessidade de sempre ter um veículo à disposição (o motorista perde seu sustento caso algum acidente ou manutenção faça com que ele fique sem carro), exigência pelos aplicativos de apresentarem modelos mais novos para garantir o conforto do passageiro e necessidade de utilizar veículos com menores custos para aumentarem suas margens de ganhos. Atualmente, apesar do grande volume de motoristas de aplicativo rodando no Brasil – aproximadamente um milhão somando Uber e 99 –, apenas 20% dos motoristas efetivamente alugam carros (LOCALIZA, 2022c) e, dentro desta parcela, é necessário considerar a possibilidade de que muitos não estão alugando de companhias próprias para este serviço, e sim de familiares e amigos. Desta forma, as companhias têm um mercado para ser incorporado e, de fato, pode-se observar esforços para oferecer soluções personalizadas que têm em mente as demandas para atingir os motoristas de aplicativo como público alvo.

3.4 Perspectivas Macroeconômicas

Para os dados macroeconômicos do Brasil, foram utilizadas as projeções construídas pelo Itaú BBA, braço de *investment banking* do grupo Itaú Unibanco (Tabela 4). As planilhas macroeconômicas do Itaú BBA são utilizadas devido à sua ampla disponibilidade, dado que podem ser acessadas por qualquer um em sua página, e por sua praticidade, visto que os dados são disponibilizados já no formato de planilha, o que facilita o uso na modelagem financeira.

Devido ao cenário de turbulências políticas, proximidade de eleições, e momento de pandemia da covid-19, durante o primeiro semestre de 2022, o Itaú BBA projetava para 2022 um crescimento real baixo do PIB (1%), inflação elevada (IPC-A de 8,5%) somada a uma taxa de juros Selic alta (13,75% a.a. no final do ano). No longo prazo (2026), os seus analistas macroeconômicos esperavam que o crescimento real do PIB se estabilizasse em 1,9% ao ano, com uma inflação de 3% e Selic a 6,75% a.a. A taxa de câmbio entre Real e Dólar para 2022 esperada era de 5,10, enquanto no longo prazo (2026), era esperado que a taxa fosse de 5,30 (ITAÚ BBA, 2022). Por serem as projeções mais longas disponíveis, os dados macroeconômicos de 2026 foram extrapolados para os demais anos subsequentes como valores estáveis.

Para os Estados Unidos, foram utilizados os *T-Bonds* de 10 anos como representativos da taxa livre de risco americana, com juros de 3,20% a.a. na data de junho de 2022 (US TREASURY, 2022). Para a inflação, foram utilizados dados do Itaú BBA, que enxergava o CPI

de longo prazo (2026) em 2,55% (ITAÚ BBA, 2022). Por ser a projeção mais longa disponível, a inflação de 2026 foi extrapolada para os demais anos subsequentes como valor estável.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
PIB	1,0%	0,2%	2,2%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
IPCA	8,5%	4,2%	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
IGP-M	12,5%	4,3%	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
SELIC	12,6%	12,0%	8,8%	7,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
BRL / USD	5,10	5,39	5,39	5,30	5,30	5,30	5,30	5,30	5,30	5,30

Tabela 4: Projeções Macroeconômicas para o Brasil

Fonte: Itaú BBA (2022)

3.5 Histórico de Demonstrativos Financeiros

Além de fornecer publicamente seus demonstrativos financeiros consolidados, a Localiza disponibiliza o detalhamento de suas finanças através das suas duas principais divisões: Rent a Car e Fleet. Dentro dessas duas divisões é apresentada ainda a separação entre o resultado gerado pelo serviço de aluguéis e o gerado pela venda de seminovos, além de diversos dados operacionais, como, por exemplo, a frota média operacional e o número de carros comprados e vendidos. Esta separação entre divisões e receitas, além dos dados operacionais, conforme pode ser observada no anexo, irá auxiliar nas análises e projeções ao providenciar maior clareza da capacidade de geração de receitas e rentabilidade de cada uma das atividades principais exercidas pela Localiza, além de permitir visibilidade do comportamento do seu imobilizado ao longo dos anos.

3.6 Cálculo do WACC

3.6.1 Custo da Dívida

Ao começar pela proporção de dívida, podemos observar a estrutura de capital da Localiza entre 2019 e 2021 na Tabela 5, o que evidencia que a Localiza vem, nos últimos anos, compondo sua estrutura de capital em uma proporção de aproximadamente 35% *equity* e 65% dívida, que será utilizada no WACC como a sua estrutura de longo prazo.

	2019	2020	2021
% Dívida	65,0%	65,0%	63,7%
% Equity	35,0%	35,0%	36,3%

Tabela 5: Estrutura de Capital da Localiza – 2019-2021

Fonte: S&P Global (2022).

Quanto ao custo da dívida, a empresa divulgou em seu relatório do quarto trimestre de 2021 que encerrou o ano com um custo da dívida pós-impostos com uma taxa de 3,7% ao ano (LOCALIZA, 2022d). Pelo fato de a Localiza já divulgar esta taxa líquida dos impostos, não é necessário multiplicar esta taxa pelo binômio $(1-T)$, dado que, tal como apresentada, já representa o produto $Wd*(1-T)$.

Portanto, substituindo os valores da equação do Lado da Dívida, temos:

$$\text{Custo da Dívida} = Kd * Wd * (1 - T) = 65\% * 3,7\% = 2,41\%$$

3.6.2 Custo de Equity

Dado que na seção anterior foi utilizada a proporção de dívida de 65%, a proporção do *equity* será de 35%, para que somados sejam 100% da estrutura de capital. Para a *risk-free rate* (taxa livre de risco), será utilizada a taxa de juros do *T-Bond* americano de 10 anos que, como mencionado na seção 3.4, era de 3,2%.

Ao determinar o retorno histórico de um investimento em *T-Bonds* americanos, foi utilizada a média geométrica dos retornos entre 1928 e 2021, sendo esta 4,84% (DAMODARAN, 2022), enquanto ao aplicar o mesmo método para encontrar o retorno histórico do mercado ao investir no S&P500 no mesmo período, o valor foi de 9,98% (DAMODARAN, 2022), o que resulta em um prêmio histórico de mercado de 5,13%.

O Beta histórico da companhia, considerado o período de cinco anos entre 2017 e 2021, é de 1,04 (S&P GLOBAL, 2021). O risco país relacionado ao Brasil, medido pelo Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+), era de 3,43% (IPEA, 2022).

Considerando que os dados utilizados estão baseados em referências do mercado americano, calculemos inicialmente o K_e . Incorporando os indicadores selecionados na respectiva equação, chegamos ao seguinte valor:

$$K_e = [R_f + \beta(R_{hm} - R_{fh}) + \text{Risco País}] =$$

$$[3,20\% + 1,04 \cdot (9,98\% - 4,84\%) + 3,43\% = 11,97\%$$

Deve-se considerar que este valor está em dólares por ter sido baseado em referências do mercado americano. É necessário convertê-lo para reais através do diferencial de inflação:

$$Ke_{reais} = (1 + Ke_{dólares}) * (1 + Inflação_{br} - Inflação_{us}) - 1$$

Sendo Ke_{reais} = Ke medido em reais

$Ke_{dólares}$ = Ke medido em dólares

$Inflação_{br}$ = Inflação de longo prazo do Brasil

$Inflação_{us}$ = Inflação de longo prazo dos EUA

O valor de inflação de longo prazo do Brasil, como mencionado anteriormente, é de 3%, enquanto o dos EUA é de 2,55% (ITAÚ BBA, 2022). Assim, substituindo os valores, chegamos no seguinte Ke em reais:

$$\begin{aligned} Ke_{reais} &= (1 + Ke_{dólares}) * (1 + Inflação_{br} - Inflação_{us}) - 1 \\ &= (1 + 11,97\%) * (1 + 3\% - 2,55\%) - 1 = 12,47\% \end{aligned}$$

Este Ke em reais, então, pode ser substituído na equação do Lado do *Equity*, chegando ao seguinte valor:

$$Lado\ do\ Equity = Ke * We = 12,47\% * 35\% = 4,37\%$$

3.6.3 WACC Calculado

Calculados os valores a serem utilizados nos lados da dívida e do *equity*, é possível então somá-los para chegar ao WACC que será utilizado para descontar o modelo:

$$WACC = Lado\ da\ Dívida + Lado\ do\ Equity = 2,41\% + 4,37\% = 6,77\%$$

3.7 Premissas do Modelo e Projeções

Ao longo desta seção serão expostas as principais premissas e fundamentos utilizados na modelagem, assim como a lógica de construção do modelo e as projeções dele resultantes. É necessário destacar que, pelas divisões RaC e Fleet terem lógicas de negócio similares, a sua modelagem também é bastante similar. Desta forma, para evitar repetitividade, a modelagem

explicada servirá simultaneamente para ambas as divisões, destacando apenas as diferenças entre as premissas de RaC e Fleet quando necessário.

3.7.1 Receita

A receita de qualquer empresa pode ser dividida em dois principais componentes: volume de produtos vendidos e preço dos produtos vendidos. É necessário primariamente determinar volumes e preços para calcular o quanto a companhia arrecadará de receita em um determinado período. Dentro das divisões da Localiza, temos duas fontes geradoras de receita: os serviços de alugueis e as vendas de seminovos.

A começar pela receita de alugueis, o produto é um serviço. Neste caso, o volume é o número total de diárias alugadas, enquanto seu preço será o preço do carro alugado nestas diárias – será usado um preço médio para simplificar os cálculos. Nas tabelas abaixo é possível observar os dados históricos da receita de alugueis de RaC e Fleet.

R\$ Milhões	2019	2020	2021
Receita Bruta - RaC	3.367,4	3.475,2	4.851,3
(-) Deduções RaC	(318,8)	(330,2)	(455,9)
<i>Deduções RaC %</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,4%)</i>
Receita Líquida	3.048,6	3.145,0	4.395,4
Frota Média (unidades)			
RaC - Operacional	173.649,0	200.742,0	195.242,0
RaC - Alugada	128.718,0	140.151,0	151.686,0
<i>RaC - Taxa de Utilização (%)</i>	<i>74,1%</i>	<i>69,8%</i>	<i>77,7%</i>
<i>Proporção Frota Média Alugada / Diárias</i>	<i>2,75</i>	<i>2,78</i>	<i>2,82</i>
Número de Diárias (milhares)			
RaC	46.745,9	50.446,5	53.756,6
<i>Taxa de Crescimento (%)</i>	<i>32,5%</i>	<i>7,9%</i>	<i>6,6%</i>
Diária Média por Carro (R\$)			
RaC	71,6	68,5	89,7
<i>Taxa de Crescimento (%)</i>	<i>(1,8%)</i>	<i>(4,3%)</i>	<i>30,9%</i>

Tabela 6: Receita Histórica - Aluguéis RaC

Fonte: Localiza (2022d).

R\$ Milhões	2019	2020	2021
Receita Bruta - Fleet	1.039,1	1.163,7	1.325,2
(-) Deduções Fleet	(98,8)	(110,2)	(127,3)
<i>Deduções Fleet %</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,6%)</i>
Receita Líquida	940,3	1.053,5	1.197,9
Frota Média (unidades)			
Fleet - Operacional	55.726,0	59.801,0	61.961,6
Fleet - Alugada	53.029,0	57.706,0	60.133,0
<i>Fleet - Taxa de Utilização (%)</i>	<i>95,2%</i>	<i>96,5%</i>	<i>97,0%</i>
<i>Proporção Frota Média Alugada / Diárias</i>	<i>2,78</i>	<i>2,71</i>	<i>2,63</i>
Número de Diárias (milhares)			
Fleet	19.090,5	21.328,0	22.857,3
<i>Taxa de Crescimento (%)</i>	<i>25,3%</i>	<i>11,7%</i>	<i>7,2%</i>
Diária Média por Carro (R\$)			
Fleet	53,9	53,8	57,5
<i>Taxa de Crescimento (%)</i>	<i>(3,1%)</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>6,8%</i>

Tabela 7: Receita Histórica - Aluguéis Fleet

Fonte: Localiza (2022d).

Primeiramente, tratando dos volumes, pode-se observar que o crescimento anual do número de diárias caiu drasticamente em 2020 e 2021 quando comparados a 2019, o que pode ser atribuído à pandemia da covid-19. Com o avanço da vacinação no Brasil, é possível esperar que este cenário seja diferente nos anos seguintes. O ano de 2022, porém, deve observar um crescimento similar a 2021, dado que as empresas e as pessoas ainda estavam se acostumando com a mudança de hábitos. Após 2022, consideraremos que haverá um crescimento maior, paulatinamente suavizado até que se estabeleça em um patamar estável de longo prazo em 3%, aproximadamente 1 ponto percentual acima da estimativa de crescimento do PIB brasileiro, dada a capacidade de expansão da Localiza mesmo em cenários de recuo da economia.

Abordando agora os preços, é possível destacar que entre 2019 e 2020 houve redução da diária média por carro, o que atesta a acessibilidade crescente deste tipo de serviço. Em 2021, porém, houve crescimento, efeito que tem apoio no cenário geral de inflação observado no país. Dada a projeção macroeconômica de desaceleração da inflação para 2022 e 2023, será considerada uma manutenção de preços para estes anos, e para os anos seguintes, uma correção de apenas 0,5%, ou seja, abaixo da inflação anual, para que seja refletida a maior acessibilidade dos serviços da empresa ao longo dos anos, mantendo a sua estratégia de redução dos preços reais da diária média que foram observados nos últimos anos, com exceção de 2021.

Multiplicando então os volumes de diárias total pelo preço médio, calcula-se a receita bruta de aluguéis de RaC e Fleet. Estabelecida a receita bruta dos aluguéis, será calculada a receita líquida, ou seja, a receita bruta descontada das deduções como impostos sobre receita (como o Imposto sobre Serviços, Programa de Integração Social e Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social), devoluções e descontos. Será observada a média percentual de deduções dos últimos 3 anos (que é de 9,5% tanto no RaC quanto no Fleet) e esta será o percentual de deduções para 2022. Aplicando este método para todos os anos subsequentes, o percentual de deduções da receita irá convergir para um patamar de longo prazo conforme mostram as tabelas de projeções da Tabela 8.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Receita Bruta - RaC	5.138,9	5.652,8	6.135,6	6.597,9	7.028,7	7.417,1	7.752,3	8.024,8	8.306,9	8.598,9
(-) Deduções RaC	(485,9)	(534,3)	(578,9)	(623,3)	(663,8)	(700,3)	(732,2)	(757,8)	(784,5)	(812,1)
<i>Deduções RaC %</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,4%)</i>	<i>(9,4%)</i>	<i>(9,4%)</i>	<i>(9,4%)</i>	<i>(9,4%)</i>	<i>(9,4%)</i>	<i>(9,4%)</i>	<i>(9,4%)</i>
Receita Líquida	4.653,0	5.118,6	5.556,7	5.974,6	6.364,9	6.716,7	7.020,2	7.267,0	7.522,4	7.786,8
Frota Média (unidades)										
RaC - Operacional	215.906,7	238.643,5	253.686,0	273.876,4	290.107,1	303.845,2	316.603,7	325.960,1	335.622,1	345.821,0
RaC - Alugada	159.506,9	176.107,3	190.572,4	203.393,7	215.821,6	226.648,1	235.607,8	242.736,3	250.014,6	257.496,4
<i>RaC - Taxa de Utilização (%)</i>	<i>73,9%</i>	<i>73,8%</i>	<i>75,1%</i>	<i>74,3%</i>	<i>74,4%</i>	<i>74,6%</i>	<i>74,4%</i>	<i>74,5%</i>	<i>74,5%</i>	<i>74,5%</i>
<i>Proporção Frota Média</i>										
<i>Alugada / Diárias</i>	<i>2,78</i>	<i>2,79</i>	<i>2,80</i>	<i>2,79</i>	<i>2,80</i>	<i>2,80</i>	<i>2,80</i>	<i>2,80</i>	<i>2,80</i>	<i>2,80</i>
Número de Diárias (milhares)										
RaC	57.283,9	63.012,3	68.053,3	72.817,0	77.186,0	81.045,3	84.287,1	86.815,7	89.420,2	92.102,8
<i>Taxa de Crescimento (%)</i>	<i>6,6%</i>	<i>10,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>
Diária Média por Carro (R\$)										
RaC	89,7	89,7	90,2	90,6	91,1	91,5	92,0	92,4	92,9	93,4
<i>Taxa de Crescimento (%)</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>

Tabela 8: Projeções de Receita - Aluguéis RaC

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Receita Bruta - Fleet	1.408,3	1.549,1	1.681,4	1.808,1	1.926,2	2.032,6	2.124,5	2.199,1	2.276,4	2.356,5
(-) Deduções Fleet	(134,2)	(147,7)	(160,7)	(172,5)	(183,8)	(194,0)	(202,7)	(209,9)	(217,3)	(224,9)
<i>Deduções Fleet %</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,6%)</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,5%)</i>
Receita Líquida	1.274,1	1.401,4	1.520,7	1.635,6	1.742,4	1.838,6	1.921,7	1.989,3	2.059,2	2.131,6
Frota Média (unidades)										
Fleet - Operacional	68.847,9	74.772,6	80.474,0	86.675,9	91.580,4	96.155,5	100.112,2	103.041,1	106.144,4	109.346,8
Fleet - Alugada	66.256,0	72.225,6	77.758,7	83.629,2	88.437,5	92.847,5	96.645,9	99.491,5	102.483,3	105.571,9
<i>Fleet - Taxa de Utilização (%)</i>	<i>96,2%</i>	<i>96,6%</i>	<i>96,6%</i>	<i>96,5%</i>	<i>96,6%</i>	<i>96,6%</i>	<i>96,5%</i>	<i>96,6%</i>	<i>96,6%</i>	<i>96,5%</i>
<i>Proporção Frota Média</i>										
<i>Alugada / Diárias</i>	<i>2,70</i>	<i>2,68</i>	<i>2,67</i>	<i>2,69</i>	<i>2,68</i>	<i>2,68</i>	<i>2,68</i>	<i>2,68</i>	<i>2,68</i>	<i>2,68</i>
Número de Diárias (milhares)										
Fleet	24.496,3	26.945,9	29.101,6	31.138,7	33.007,0	34.657,3	36.043,6	37.124,9	38.238,7	39.385,8
<i>Taxa de Crescimento (%)</i>	<i>7,2%</i>	<i>10,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>
Diária Média por Carro (R\$)										
Fleet	57,5	57,5	57,8	58,1	58,4	58,6	58,9	59,2	59,5	59,8
<i>Taxa de Crescimento (%)</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>

Tabela 9: Projeções de Receita - Aluguéis Fleet

Fonte: Elaboração Própria.

Em nota separada, cabe comentar também sobre um item relacionado nas tabelas acima, que será usado em diferentes momentos mais à frente. O tamanho da frota necessário para que a operação da Localiza tenha sucesso afeta diversas linhas das suas finanças, como a capacidade de geração de receita de seminovos (quantidade de carros para vender), os custos (custo do carro vendido) e itens de Capex, imobilizado e depreciação (dado que carros são itens imobilizados no balanço).

Para chegar à frota média operacional indicada acima, foi feito um cálculo reverso: a partir do número de diárias que a companhia espera alugar, chega-se ao número de veículos necessários para cumprir tal volume. Será observada a média dos últimos três anos da proporção entre a frota média alugada e número de diárias total (que é de 2,78 no RaC e 2,70 no Fleet) e esta será a proporção para 2022. Aplicando este método para todos os anos subsequentes, a proporção frota média alugada / número de diárias irá convergir para um patamar de longo prazo de 2,80 no RaC e 2,68 no Fleet (Tabelas 8 e 9).

Existe, ainda, veículos que possuem capacidade operacional, mas que acabam ficando ociosos: como nem toda frota operacional é alugada, devemos ainda calcular o seu valor. Será observada a taxa de utilização média dos últimos 3 anos (que é de 73,9% no RaC e 96,2% no Fleet) e esta será projetada para 2022. Aplicando este método para todos os anos subsequentes, a taxa de utilização irá convergir para um patamar de longo prazo de 74,5% no RaC e 96,5% no Fleet (Tabelas 8 e 9). É interessante notar que a utilização do Fleet é maior do que a do RaC por utilizar contratos longos, com uma demanda mais previsível.

Agora é possível seguir para a receita de seminovos, que se trata de uma operação de vendas no sentido mais tradicional. Após atingirem uma certa idade, os carros previamente utilizados em aluguéis são vendidos como seminovos em lojas da Localiza, ou seja, o volume de produtos vendidos é o número de carros seminovos vendidos em um período, enquanto o preço é o preço de venda de cada carro – será usado um preço médio para simplificar os cálculos. Nas Tabelas 10 e 11 é possível observar os dados históricos da receita de seminovos de RaC e Fleet.

R\$ Milhões	2019	2020	2021
Receita Bruta - Seminovos RaC	5.479,6	5.150,7	4.413,3
(-) Deduções Seminovos RaC	(13,8)	(10,0)	(5,2)
<i>Deduções Seminovos RaC %</i>	<i>(0,3%)</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>(0,1%)</i>
Receita Líquida	5.465,8	5.140,7	4.408,1
Volume de Vendas (Unidades)			
Seminovos RaC	128.677,0	113.346,0	76.906,0
Preço Médio por Vendido (R\$)			
Seminovos RaC	42.584,1	45.442,3	57.385,6
<i>Taxa de Crescimento em Relação ao Carro Comprado (%)</i>	<i>102,5%</i>	<i>99,3%</i>	<i>117,3%</i>

Tabela 10: Receita Histórica - Seminovos RaC

Fonte: Localiza (2022d).

R\$ Milhões	2019	2020	2021
Receita Bruta - Seminovos Fleet	742,4	969,2	900,7
(-) Deduções Seminovos Fleet	(1,5)	(0,8)	(0,8)
<i>Deduções Seminovos Fleet %</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>(0,1%)</i>	<i>(0,1%)</i>
Receita Líquida	740,9	968,4	899,9
Volume de Vendas (Unidades)			
Seminovos Fleet	19.238,0	22.144,0	15.939,0
Preço Médio por Vendido (R\$)			
Seminovos Fleet	38.590,3	43.768,1	56.509,2
<i>Taxa de Crescimento em Relação ao Carro Comprado (%)</i>	<i>84,9%</i>	<i>92,9%</i>	<i>96,0%</i>

Tabela 11: Receita Histórica - Seminovos Fleet

Fonte: Localiza (2022d).

Para explicar o volume o total de seminovos vendidos, é necessário explorar mais profundamente a mecânica de composição da frota de veículos. A demanda por aluguéis irá determinar a quantidade de carros comprados em um determinado período e, no período seguinte, a Localiza tem uma política de manutenção da idade média da frota que faz com que ela venda parte dos carros comprados no período anterior, para conter o envelhecimento da frota, e compre novos, formando um ciclo. Em suma, como *proxy* para esta política de manutenção da idade média realizada pela Localiza, será adotado um volume de vendas que seja 80% do volume de carros comprados no ano imediatamente anterior.

Para comentar sobre os preços dos seminovos vendidos, é necessário esclarecer uma dinâmica com relação ao mercado de montadoras. Por ser a maior companhia de aluguel de carros do Brasil, a Localiza possui alta demanda pela compra de carros, realizando a aquisição de, em média, 110 mil carros por ano nos últimos 10 anos (LOCALIZA, 2022d). Para colocar

em perspectiva, 6,5% das vendas totais de montadoras no Brasil em 2021 foram para a Localiza (LOCALIZA, 2022b).

Este fato faz com que a companhia possua alto poder de barganha em relação às montadoras, e que, frequentemente, a companhia compre carros com desconto em relação ao valor comercial deles. Estes descontos recebidos são tão representativos que, consequentemente, quando a Localiza vende os mesmos carros como seminovos em um período seguinte, a companhia por vezes consegue auferir preços acima daqueles pagos na aquisição do veículo, mesmo após a sua degradação natural de uso.

Em síntese, a Localiza recebe descontos tão positivos na aquisição de veículos, que quando a companhia os revende como seminovos após usá-los para aluguel, estes podem ser vendidos com lucro, mesmo praticando preços de revenda compatíveis com o restante do mercado. A modelagem de preços de compra de carros será abordada na seção de imobilizado e Capex, porém será utilizada como *proxy* para esta capacidade de aumento de preços no momento da venda em relação a compra uma média da taxa de crescimento do preço médio do carro vendido em relação ao carro comprado entre os anos de 2019 e 2021 (que é de 106,3% para o RaC e 91,2% para o Fleet). Esta taxa será utilizada para todos os anos modelados para calcular o preço médio dos carros vendidos (Tabelas 12 e 13).

Multiplicando então os volumes de vendas pelo preço médio de vendas, calcula-se a receita bruta de seminovos de RaC e Fleet. Estabelecida a receita bruta dos seminovos, será calculada a receita líquida, ou seja, a receita bruta descontada das deduções como impostos sobre receita, devoluções e descontos. Será observada média percentual de deduções dos últimos 3 anos (que é de 9,5% tanto no RaC quanto no Fleet) e esta será o percentual de deduções para 2022. Aplicando este método para todos os anos subsequentes, o percentual de deduções da receita irá convergir para um patamar de longo prazo de 9,4% no RaC e 9,4% no Fleet.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Receita Bruta - Seminovos RaC	4.785,7	5.376,6	6.095,6	6.225,6	6.597,1	6.711,3	6.649,0	6.517,6	6.172,2	5.935,7
(-) Deduções Seminovos RaC	(9,0)	(9,0)	(9,6)	(10,6)	(10,9)	(11,0)	(11,1)	(10,8)	(10,2)	(9,8)
<i>Deduções Seminovos RaC %</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>(0,2%)</i>
Receita Líquida	4.776,8	5.367,6	6.086,0	6.214,9	6.586,2	6.700,2	6.637,9	6.506,8	6.162,0	5.925,9
Volume de Vendas (Unidades)										
Seminovos RaC	66.705,6	69.038,9	75.103,9	74.255,1	76.394,5	75.453,2	72.576,2	69.069,7	63.504,6	59.292,5
Preço Médio por Vendido (R\$)										
Seminovos RaC	71.744,3	77.877,9	81.161,8	83.840,2	86.355,4	88.946,0	91.614,4	94.362,9	97.193,7	100.109,5
<i>Taxa de Crescimento em Relação ao Carro Comprado (%)</i>	<i>106,3%</i>	<i>106,3%</i>	<i>106,3%</i>	<i>106,3%</i>	<i>106,3%</i>	<i>106,3%</i>	<i>106,3%</i>	<i>106,3%</i>	<i>106,3%</i>	<i>106,3%</i>

Tabela 12: Projeções de Receita - Seminovos RaC

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Receita Bruta - Seminovos Fleet	1.476,0	1.423,6	1.575,4	1.817,5	1.844,2	1.892,0	1.926,2	1.868,5	1.780,0	1.724,2
(-) Deduções Seminovos Fleet	(1,8)	(1,4)	(1,6)	(2,0)	(1,9)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(1,9)	(1,8)
<i>Deduções Seminovos Fleet %</i>	<i>(0,1%)</i>	<i>(0,1%)</i>	<i>(0,1%)</i>	<i>(0,1%)</i>	<i>(0,1%)</i>	<i>(0,1%)</i>	<i>(0,1%)</i>	<i>(0,1%)</i>	<i>(0,1%)</i>	<i>(0,1%)</i>
Receita Líquida	1.474,2	1.422,2	1.573,8	1.815,5	1.842,3	1.890,0	1.924,2	1.866,5	1.778,1	1.722,4
Volume de Vendas (Unidades)										
Seminovos Fleet	22.502,4	19.994,7	21.231,0	23.711,2	23.358,5	23.266,8	22.997,5	21.658,0	20.031,2	18.838,5
Preço Médio por Vendido (R\$)										
Seminovos Fleet	65.592,7	71.200,4	74.202,8	76.651,4	78.951,0	81.319,5	83.759,1	86.271,9	88.860,0	91.525,8
<i>Taxa de Crescimento em Relação ao Carro Comprado (%)</i>	<i>91,2%</i>	<i>91,2%</i>	<i>91,2%</i>	<i>91,2%</i>	<i>91,2%</i>	<i>91,2%</i>	<i>91,2%</i>	<i>91,2%</i>	<i>91,2%</i>	<i>91,2%</i>

Tabela 13: Projeções de Receita - Seminovos Fleet

Fonte: Elaboração Própria.

3.7.2 Custos

Os custos (conhecido também como pela sigla COGS, do inglês *cost of goods sold*) da Localiza são compostos por diversos itens, mas, em sua maior parte, são concentrados em duas principais linhas: o custo do carro vendido, quando tratamos de vendas de seminovos, e o custo das operações de aluguel e gestão de frotas, quando tratamos de aluguéis, sendo que a soma destas representou de mais de 88% dos custos da Localiza em 2021 (LOCALIZA, 2022d). Nas tabelas A.1, A.4, A.6 e A.7 apresentadas no anexo é possível observar o histórico de custos da Localiza.

Para projetar os custos da companhia, será utilizado como referência o percentual que, historicamente, os custos representam em relação à receita líquida. Será observada a média do

percentual de receita líquida dos últimos 3 anos (que é de 34,7% no RaC – Aluguéis, 23,6% no Fleet – Aluguéis, 86,6% no RaC – Seminovos e 82,3% no Fleet – Seminovos) e este será o percentual que os custos representam da receita líquida para 2022. Aplicando este método para todos os anos subsequentes, o percentual de receita irá convergir para um patamar de longo prazo de 34,0% no Aluguéis RaC, 24,1% no Aluguéis Fleet, 84,2% no Seminovos RaC e 79,9% no Seminovos Fleet, como mostram as Tabelas 14 a 16.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Receita Líquida	4.653,0	5.118,6	5.556,7	5.974,6	6.364,9	6.716,7	7.020,2	7.267,0	7.522,4	7.786,8
(-) COGS	(1.616,7)	(1.748,9)	(1.869,3)	(2.042,3)	(2.163,9)	(2.279,7)	(2.389,7)	(2.470,2)	(2.557,0)	(2.648,1)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(34,7%)</i>	<i>(34,2%)</i>	<i>(33,6%)</i>	<i>(34,2%)</i>	<i>(34,0%)</i>	<i>(33,9%)</i>	<i>(34,0%)</i>	<i>(34,0%)</i>	<i>(34,0%)</i>	<i>(34,0%)</i>
Lucro Bruto	3.036,4	3.369,7	3.687,4	3.932,2	4.201,0	4.437,1	4.630,5	4.796,7	4.965,5	5.138,7
<i>Margem Bruta %</i>	<i>65,3%</i>	<i>65,8%</i>	<i>66,4%</i>	<i>65,8%</i>	<i>66,0%</i>	<i>66,1%</i>	<i>66,0%</i>	<i>66,0%</i>	<i>66,0%</i>	<i>66,0%</i>

Tabela 14: Projeções de Custos - Aluguéis RaC

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Receita Líquida	1.274,1	1.401,4	1.520,7	1.635,6	1.742,4	1.838,6	1.921,7	1.989,3	2.059,2	2.131,6
(-) COGS	(300,8)	(331,6)	(373,2)	(391,5)	(418,9)	(444,4)	(462,2)	(479,2)	(496,3)	(513,3)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(23,6%)</i>	<i>(23,7%)</i>	<i>(24,5%)</i>	<i>(23,9%)</i>	<i>(24,0%)</i>	<i>(24,2%)</i>	<i>(24,1%)</i>	<i>(24,1%)</i>	<i>(24,1%)</i>	<i>(24,1%)</i>
Lucro Bruto	973,3	1.069,8	1.147,6	1.244,1	1.323,4	1.394,1	1.459,5	1.510,1	1.562,8	1.618,3
<i>Margem Bruta %</i>	<i>76,4%</i>	<i>76,3%</i>	<i>75,5%</i>	<i>76,1%</i>	<i>76,0%</i>	<i>75,8%</i>	<i>75,9%</i>	<i>75,9%</i>	<i>75,9%</i>	<i>75,9%</i>

Tabela 15: Projeções de Custos - Aluguéis Fleet

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Receita Líquida	4.776,8	5.367,6	6.086,0	6.214,9	6.586,2	6.700,2	6.637,9	6.506,8	6.162,0	5.925,9
(-) Custo Depreciado dos Carros Vendidos (Book Value)	(4.135,5)	(4.547,0)	(5.047,0)	(5.266,4)	(5.540,7)	(5.623,6)	(5.593,5)	(5.472,7)	(5.182,3)	(4.987,1)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(86,6%)</i>	<i>(84,7%)</i>	<i>(82,9%)</i>	<i>(84,7%)</i>	<i>(84,1%)</i>	<i>(83,9%)</i>	<i>(84,3%)</i>	<i>(84,1%)</i>	<i>(84,1%)</i>	<i>(84,2%)</i>
Lucro Bruto	641,2	820,6	1.039,0	948,5	1.045,5	1.076,7	1.044,5	1.034,1	979,7	938,8
<i>Margem Bruta %</i>	<i>13,4%</i>	<i>15,3%</i>	<i>17,1%</i>	<i>15,3%</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,1%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,8%</i>

Tabela 16: Projeções de Custos - Seminovos RaC

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Receita Líquida	1.474,2	1.422,2	1.573,8	1.815,5	1.842,3	1.890,0	1.924,2	1.866,5	1.778,1	1.722,4
(-) Custo Depreciado dos Carros Vendidos (Book Value)	(1.213,3)	(1.144,8)	(1.238,4)	(1.461,4)	(1.471,9)	(1.506,2)	(1.539,9)	(1.490,8)	(1.420,1)	(1.376,6)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(82,3%)</i>	<i>(80,5%)</i>	<i>(78,7%)</i>	<i>(80,5%)</i>	<i>(79,9%)</i>	<i>(79,7%)</i>	<i>(80,0%)</i>	<i>(79,9%)</i>	<i>(79,9%)</i>	<i>(79,9%)</i>
Lucro Bruto	260,8	277,4	335,4	354,1	370,4	383,8	384,3	375,7	358,0	345,8
<i>Margem Bruta %</i>	<i>17,7%</i>	<i>19,5%</i>	<i>21,3%</i>	<i>19,5%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,3%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,1%</i>

Tabela 17: Projeções de Custos - Seminovos Fleet

Fonte: Elaboração Própria.

Estabelecidas as projeções de custos para aluguéis e seminovos, pode-se chegar ao lucro bruto projetado.

3.7.3 Despesas

As despesas da Localiza são compostas por diversos itens entre classificações de despesas de vendas, gerais e administrativas, que em sua maior parte são concentrados em salários, encargos e benefícios e serviços de terceiros. Nas tabelas A.1, A.4, A.6 e A.7 apresentadas no anexo é possível observar o histórico de despesas da Localiza.

Para projetar as despesas da companhia, será utilizado como referência o percentual que as despesas representam em relação a receita líquida historicamente. Será observada a média do percentual de receita líquida dos últimos 3 anos (que é de 18,6% no RaC – Aluguéis, 9,1% no Fleet – Aluguéis, 6,6% no RaC – Seminovos e 6,0% no Fleet – Seminovos) e este será o percentual que as despesas representam da receita líquida para 2022. Aplicando este método para todos os anos subsequentes, o percentual de receita irá convergir para um patamar de longo prazo de 18,8% em Aluguéis RaC, 9,6% em Aluguéis Fleet, 7,1% em Seminovos RaC e 6,5% em Seminovos Fleet (Tabelas 18 a 21).

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Lucro Bruto	3.036,4	3.369,7	3.687,4	3.932,2	4.201,0	4.437,1	4.630,5	4.796,7	4.965,5	5.138,7
<i>Margem Bruta %</i>	<i>65,3%</i>	<i>65,8%</i>	<i>66,4%</i>	<i>65,8%</i>	<i>66,0%</i>	<i>66,1%</i>	<i>66,0%</i>	<i>66,0%</i>	<i>66,0%</i>	<i>66,0%</i>
(-) SG&A	(864,2)	(963,1)	(1.043,4)	(1.118,6)	(1.194,8)	(1.259,8)	(1.316,3)	(1.363,2)	(1.410,9)	(1.460,4)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(18,6%)</i>	<i>(18,8%)</i>	<i>(18,8%)</i>	<i>(18,7%)</i>	<i>(18,8%)</i>	<i>(18,8%)</i>	<i>(18,8%)</i>	<i>(18,8%)</i>	<i>(18,8%)</i>	<i>(18,8%)</i>
EBITDA	2.172,2	2.406,6	2.644,0	2.813,7	3.006,2	3.177,2	3.314,2	3.433,5	3.554,6	3.678,3
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>46,7%</i>	<i>47,0%</i>	<i>47,6%</i>	<i>47,1%</i>	<i>47,2%</i>	<i>47,3%</i>	<i>47,2%</i>	<i>47,2%</i>	<i>47,3%</i>	<i>47,2%</i>

Tabela 18: Projeções de Despesas - Aluguéis RaC

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Lucro Bruto	973,3	1.069,8	1.147,6	1.244,1	1.323,4	1.394,1	1.459,5	1.510,1	1.562,8	1.618,3
<i>Margem Bruta %</i>	<i>76,4%</i>	<i>76,3%</i>	<i>75,5%</i>	<i>76,1%</i>	<i>76,0%</i>	<i>75,8%</i>	<i>75,9%</i>	<i>75,9%</i>	<i>75,9%</i>	<i>75,9%</i>
(-) SG&A	(115,7)	(128,4)	(152,2)	(154,1)	(166,1)	(177,5)	(183,2)	(190,4)	(197,4)	(203,9)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(9,1%)</i>	<i>(9,2%)</i>	<i>(10,0%)</i>	<i>(9,4%)</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,7%)</i>	<i>(9,5%)</i>	<i>(9,6%)</i>	<i>(9,6%)</i>	<i>(9,6%)</i>
EBITDA	857,6	941,4	995,3	1.090,1	1.157,4	1.216,7	1.276,3	1.319,6	1.365,4	1.414,4
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>67,3%</i>	<i>67,2%</i>	<i>65,5%</i>	<i>66,6%</i>	<i>66,4%</i>	<i>66,2%</i>	<i>66,4%</i>	<i>66,3%</i>	<i>66,3%</i>	<i>66,4%</i>

Tabela 19: Projeções de Despesas - Aluguéis Fleet

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Lucro Bruto	641,2	820,6	1.039,0	948,5	1.045,5	1.076,7	1.044,5	1.034,1	979,7	938,8
<i>Margem Bruta %</i>	<i>13,4%</i>	<i>15,3%</i>	<i>17,1%</i>	<i>15,3%</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,1%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,8%</i>
(-) SG&A	(315,6)	(374,7)	(441,6)	(431,8)	(465,1)	(475,0)	(466,8)	(459,5)	(435,1)	(417,9)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(6,6%)</i>	<i>(7,0%)</i>	<i>(7,3%)</i>	<i>(6,9%)</i>	<i>(7,1%)</i>	<i>(7,1%)</i>	<i>(7,0%)</i>	<i>(7,1%)</i>	<i>(7,1%)</i>	<i>(7,1%)</i>
EBITDA	325,6	446,0	597,3	516,7	580,4	601,7	577,6	574,6	544,6	520,9
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>6,8%</i>	<i>8,3%</i>	<i>9,8%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,8%</i>	<i>9,0%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,8%</i>

Tabela 20: Projeções de Despesas - Seminovos RaC

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Lucro Bruto	260,8	277,4	335,4	354,1	370,4	383,8	384,3	375,7	358,0	345,8
<i>Margem Bruta %</i>	<i>17,7%</i>	<i>19,5%</i>	<i>21,3%</i>	<i>19,5%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,3%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,1%</i>
(-) SG&A	(87,9)	(90,6)	(106,2)	(115,5)	(119,6)	(123,5)	(124,4)	(121,3)	(115,5)	(111,7)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(6,0%)</i>	<i>(6,4%)</i>	<i>(6,7%)</i>	<i>(6,4%)</i>	<i>(6,5%)</i>	<i>(6,5%)</i>	<i>(6,5%)</i>	<i>(6,5%)</i>	<i>(6,5%)</i>	<i>(6,5%)</i>
EBITDA	172,9	186,8	229,2	238,6	250,8	260,3	259,9	254,4	242,5	234,1
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>11,7%</i>	<i>13,1%</i>	<i>14,6%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>

Tabela 21: Projeções de Despesas - Seminovos Fleet

Fonte: Elaboração Própria.

Estabelecidas as projeções de despesas para aluguéis e seminovos tanto de RaC quanto Fleet, pode-se chegar ao EBITDA (lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) projetado.

3.7.4 Imobilizado e Capex

O imobilizado da Localiza, é, naturalmente, composto principalmente pelos carros utilizados pela companhia em seus serviços, que representaram acima de 90% do imobilizado líquido da empresa em 2021 (LOCALIZA, 2022d). É possível observar o histórico de

imobilizado e Capex (do inglês *capital expenditures*, ou seja, despesas de capital) da Localiza nas tabelas A.5 e A.8 do anexo.

O Capex gasto pela companhia, também é, em sua maior parte, composto pela aquisição de veículos. Para simplificação, portanto, serão considerados no modelo que immobilizado e Capex totais da companhia são compostos apenas pelas linhas referentes a veículos. É importante notar também que, para este trabalho, não é relevante projetar o valor do immobilizado conforme consta no balanço patrimonial. Será fundamental, porém, discutir o immobilizado no que tange à quantidade de carros total na frota da companhia, pois eles representam o quanto a companhia consegue atingir sua demanda, e o preço de compra e venda dos mesmos, dado que estes irão efetivamente compor o fluxo de caixa da firma. Ao discutir immobilizado, portanto, serão considerados os veículos da frota da Localiza.

Foi estabelecido na seção de receita o cálculo da frota média operacional da companhia. Deve-se destacar, porém, que existem veículos na frota da Localiza que não estão operacionais, como por exemplo, carros em ativação e desativação para renovação da frota. Assim, deve-se observar a taxa operacional histórica, ou seja, a proporção entre a frota total e a frota operacional. Será observada a média da taxa operacional dos últimos 2 anos (que é de 91,5% no RaC e 90,5% no Fleet) e esta será a taxa operacional para 2022. A partir de 2023, será considerada a média da taxa operacional dos últimos 3 anos. A taxa operacional de 2019 será desconsiderada por estar distante do restante das taxas históricas, representando um *outlier* na análise. Aplicando este método para todos os anos subsequentes, a taxa operacional irá convergir para um patamar de longo prazo de 91,3%. Com estes valores, é possível chegar, portanto, à frota total da companhia em cada ano projetado.

Em seguida, deve-se determinar a quantidade de carros vendidos pela Localiza a cada ano. Como mencionado anteriormente, a Localiza renova sua frota constantemente para mitigar o seu envelhecimento. Como *proxy* para esta política de renovação, será considerado que a empresa vende uma quantidade equivalente a 80% da quantidade de carros comprados no ano imediatamente anterior. Para determinar a quantidade de carros que a Localiza compra em cada ano, portanto, será feito um cálculo para atingir a frota total projetada dado o número de carros vendidos, ou seja:

$$\begin{aligned} \text{Carros Comprados no Ano} &= \\ &= \text{Frota do Ano} - \text{Frota do Ano Anterior} + \text{Carros Vendidos no Ano} \end{aligned}$$

Feito isto, fica estabelecida a frota anual, assim como o total de carros comprados e vendidos no mesmo ano. Sabendo exatamente o número de carros comprados, para chegar ao Capex total, será necessário projetar também o preço médio de compra destes carros. O preço médio de compra dos carros em um determinado ano será o preço médio do ano anterior corrigido pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). As projeções podem ser observadas nas Tabelas 22 e 23.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Imobilizado										
Frota Final do Período (unidades)	235.886,0	260.727,0	278.442,0	299.680,0	317.602,0	332.869,0	346.630,0	356.941,0	367.552,0	378.676,0
Taxa Operacional (%)	91,5%	91,5%	91,1%	91,4%	91,3%	91,3%	91,3%	91,3%	91,3%	91,3%
Carros Comprados	86.298,6	93.879,9	92.818,9	95.493,1	94.316,5	90.720,2	86.337,2	79.380,7	74.115,6	70.416,5
Carros Vendidos	66.705,6	69.038,9	75.103,9	74.255,1	76.394,5	75.453,2	72.576,2	69.069,7	63.504,6	59.292,5
CapEx (R\$ milhões)	6.319,6	7.164,7	7.317,5	7.754,2	7.888,4	7.815,2	7.660,8	7.254,8	6.976,8	6.827,5
Carros Comprados (unidades)	86.298,6	93.879,9	92.818,9	95.493,1	94.316,5	90.720,2	86.337,2	79.380,7	74.115,6	70.416,5
Preço Médio por Carro Comprado (R\$)	73.229,7	76.317,6	78.836,1	81.201,1	83.637,2	86.146,3	88.730,7	91.392,6	94.134,4	96.958,4
Taxa de Crescimento (%)	8,5%	4,2%	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Tabela 22: Projeções de Imobilizado e CapEx – RaC

Fonte: Elaboração Própria

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Imobilizado										
Frota Final do Período (unidades)	76.051,0	82.595,0	91.003,0	96.490,0	102.215,0	107.695,0	111.770,0	115.151,0	118.668,0	122.175,0
Taxa Operacional (%)	90,5%	90,5%	88,4%	89,8%	89,6%	89,3%	89,6%	89,5%	89,4%	89,5%
Carros Comprados	24.993,4	26.538,7	29.639,0	29.198,2	29.083,5	28.746,8	27.072,5	25.039,0	23.548,2	22.345,5
Carros Vendidos	22.502,4	19.994,7	21.231,0	23.711,2	23.358,5	23.266,8	22.997,5	21.658,0	20.031,2	18.838,5
CapEx (R\$ milhões)	1.950,4	2.158,3	2.490,0	2.526,5	2.592,1	2.639,0	2.559,8	2.438,6	2.362,2	2.308,8
Carros Comprados (unidades)	24.993,4	26.538,7	29.639,0	29.198,2	29.083,5	28.746,8	27.072,5	25.039,0	23.548,2	22.345,5
Preço Médio por Carro Comprado (R\$)	78.035,7	81.326,3	84.010,1	86.530,4	89.126,3	91.800,1	94.554,1	97.390,7	100.312,4	103.321,8
Taxa de Crescimento (%)	8,5%	4,2%	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Tabela 23: Projeções de Imobilizado e CapEx – Fleet

Fonte: Elaboração Própria.

Projetados a quantidade de carros comprados e o preço médio de compra tanto de RaC quanto de Fleet, obtém-se a projeção de Capex.

3.7.5 Depreciação e Amortização

As depreciação e amortização da Localiza são compostas pela desvalorização de diversos itens imobilizados e intangíveis que, pela natureza do negócio da companhia, são em sua maior parte concentrados na depreciação de carros. Nas tabelas A.1, A.4, A.6 e A.7 apresentadas no anexo é possível observar o histórico de depreciação e amortização da Localiza.

Para projetar a depreciação e amortização da companhia, será utilizado como referência o percentual que, historicamente, a depreciação e amortização representam em relação à receita líquida. Especificamente para os resultados de serviços de seminovos, será feita a divisão entre a depreciação dos carros e o restante da depreciação e amortização de outros itens. Será observada a média do percentual de receita líquida dos últimos 3 anos (que é de 3,6% no RaC – Aluguéis, 0,7% no Fleet – Aluguéis, 1,1% no RaC – Seminovos Outros, 1,1% no Fleet – Seminovos Outros, 5,6% no RaC – Seminovos Carros e 17% no Fleet – Seminovos Carros) e este será o percentual que a depreciação e amortização representam da receita líquida para 2022. Aplicando este método para todos os anos subsequentes, o percentual de receita irá convergir para um patamar de longo prazo de 3,5% no Aluguéis RaC, 0,7% no Aluguéis Fleet, 5,3% no Seminovos RaC Carros, 1,1% no Seminovos RaC Outros, 13,4% no Seminovos Fleet Carros e 1,1% no Seminovos Fleet Outros (Tabelas 24 a 27).

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
EBITDA	2.172,2	2.406,6	2.644,0	2.813,7	3.006,2	3.177,2	3.314,2	3.433,5	3.554,6	3.678,3
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>46,7%</i>	<i>47,0%</i>	<i>47,6%</i>	<i>47,1%</i>	<i>47,2%</i>	<i>47,3%</i>	<i>47,2%</i>	<i>47,2%</i>	<i>47,3%</i>	<i>47,2%</i>
(-) Depreciação e Amortização	(165,2)	(181,4)	(191,5)	(209,9)	(222,9)	(234,2)	(245,8)	(254,1)	(262,9)	(272,3)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(3,6%)</i>	<i>(3,5%)</i>	<i>(3,4%)</i>	<i>(3,5%)</i>	<i>(3,5%)</i>	<i>(3,5%)</i>	<i>(3,5%)</i>	<i>(3,5%)</i>	<i>(3,5%)</i>	<i>(3,5%)</i>
EBIT	2.007,0	2.225,2	2.452,5	2.603,8	2.783,4	2.943,0	3.068,4	3.179,4	3.291,7	3.405,9
<i>Margem EBIT %</i>	<i>43,1%</i>	<i>43,5%</i>	<i>44,1%</i>	<i>43,6%</i>	<i>43,7%</i>	<i>43,8%</i>	<i>43,7%</i>	<i>43,8%</i>	<i>43,8%</i>	<i>43,7%</i>

Tabela 24: Projeções de Depreciação e Amortização - Aluguéis RaC

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
EBITDA	857,6	941,4	995,3	1.090,1	1.157,4	1.216,7	1.276,3	1.319,6	1.365,4	1.414,4
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>67,3%</i>	<i>67,2%</i>	<i>65,5%</i>	<i>66,6%</i>	<i>66,4%</i>	<i>66,2%</i>	<i>66,4%</i>	<i>66,3%</i>	<i>66,3%</i>	<i>66,4%</i>
(-) Depreciação e Amortização	(8,9)	(10,2)	(10,8)	(11,6)	(12,5)	(13,1)	(13,7)	(14,2)	(14,7)	(15,2)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(0,7%)</i>	<i>(0,7%)</i>	<i>(0,7%)</i>	<i>(0,7%)</i>	<i>(0,7%)</i>	<i>(0,7%)</i>	<i>(0,7%)</i>	<i>(0,7%)</i>	<i>(0,7%)</i>	<i>(0,7%)</i>
EBIT	848,7	931,2	984,6	1.078,4	1.144,9	1.203,6	1.262,6	1.305,4	1.350,7	1.399,2
<i>Margem EBIT %</i>	<i>66,6%</i>	<i>66,4%</i>	<i>64,7%</i>	<i>65,9%</i>	<i>65,7%</i>	<i>65,5%</i>	<i>65,7%</i>	<i>65,6%</i>	<i>65,6%</i>	<i>65,6%</i>

Tabela 25: Projeções de Depreciação e Amortização - Aluguéis Fleet

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
EBITDA	325,6	446,0	597,3	516,7	580,4	601,7	577,6	574,6	544,6	520,9
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>6,8%</i>	<i>8,3%</i>	<i>9,8%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,8%</i>	<i>9,0%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,8%</i>
(-) Depreciação e Amortização	(321,2)	(355,8)	(381,2)	(406,4)	(426,6)	(430,6)	(430,2)	(420,5)	(397,9)	(383,2)
(-) Depreciação de Carros	(269,4)	(294,7)	(310,3)	(336,2)	(351,3)	(353,8)	(354,6)	(346,1)	(327,4)	(315,5)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(5,6%)</i>	<i>(5,5%)</i>	<i>(5,1%)</i>	<i>(5,4%)</i>	<i>(5,3%)</i>	<i>(5,3%)</i>	<i>(5,3%)</i>	<i>(5,3%)</i>	<i>(5,3%)</i>	<i>(5,3%)</i>
(-) Depreciação e Amortização de Outros Imobilizados	(51,8)	(61,1)	(70,9)	(70,2)	(75,3)	(76,8)	(75,6)	(74,4)	(70,4)	(67,7)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,2%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,1%)</i>
EBIT	4,4	90,2	216,1	110,3	153,8	171,1	147,4	154,2	146,7	137,7
<i>Margem EBIT %</i>	<i>0,1%</i>	<i>1,7%</i>	<i>3,6%</i>	<i>1,8%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,6%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,3%</i>

Tabela 26: Projeções de Depreciação e Amortização - Seminovos RaC

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
EBITDA	172,9	186,8	229,2	238,6	250,8	260,3	259,9	254,4	242,5	234,1
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>11,7%</i>	<i>13,1%</i>	<i>14,6%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>
(-) Depreciação e Amortização	(265,9)	(197,9)	(215,9)	(276,4)	(263,2)	(272,3)	(281,7)	(269,6)	(257,8)	(250,2)
(-) Depreciação de Carros	(250,2)	(181,9)	(197,8)	(256,2)	(242,4)	(250,9)	(260,0)	(248,5)	(237,7)	(230,8)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(17,0%)</i>	<i>(12,8%)</i>	<i>(12,6%)</i>	<i>(14,1%)</i>	<i>(13,2%)</i>	<i>(13,3%)</i>	<i>(13,5%)</i>	<i>(13,3%)</i>	<i>(13,4%)</i>	<i>(13,4%)</i>
(-) Depreciação e Amortização de Outros Imobilizados	(15,7)	(16,0)	(18,1)	(20,2)	(20,8)	(21,4)	(21,7)	(21,1)	(20,1)	(19,4)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,2%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,1%)</i>
EBIT	(93,0)	(11,1)	13,3	(37,8)	(12,4)	(12,0)	(21,8)	(15,2)	(15,3)	(16,1)
<i>Margem EBIT %</i>	<i>(6,3%)</i>	<i>(0,8%)</i>	<i>0,8%</i>	<i>(2,1%)</i>	<i>(0,7%)</i>	<i>(0,6%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(0,8%)</i>	<i>(0,9%)</i>	<i>(0,9%)</i>

Tabela 27: Projeções de Depreciação e Amortização - Seminovos Fleet

Fonte: Elaboração Própria.

Estabelecidas as projeções de depreciação e amortização de aluguéis e seminovos, tanto de RaC quanto Fleet, pode-se chegar ao EBIT (lucros antes de juros e impostos) projetado.

3.7.6 Resultado Financeiro

O resultado financeiro da Localiza é composto por suas diversas receitas e despesas financeiras, que, em sua maior parte, são concentrados em juros de aplicações financeiras e de empréstimos e financiamentos em geral. Na tabela A.1 apresentada no anexo é possível observar o histórico de resultado financeiro da Localiza.

Para projetar as receitas despesas e financeiras da companhia, será utilizado como referência o percentual que, historicamente, as receitas e despesas representam em relação à receita líquida. Será observada a média do percentual de receita líquida dos últimos 3 anos (que é de 1,9% nas receitas financeiras, 5,5% nas despesas financeiras) e este será o percentual que as receitas e despesas financeiras representam da receita líquida para 2022. Aplicando este método para todos os anos subsequentes, o percentual de receita irá convergir para um patamar de longo prazo de 2,0% nas receitas financeiras e 5,3% nas despesas financeiras (Tabela 28).

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
EBIT	2.767,0	3.235,5	3.666,5	3.754,7	4.069,7	4.305,6	4.456,7	4.623,9	4.773,9	4.926,7
<i>Margem EBIT %</i>	22,7%	24,3%	24,9%	24,0%	24,6%	25,1%	25,5%	26,2%	27,2%	28,0%
(+/-) Resultado Financeiro	(430,1)	(448,4)	(483,6)	(530,9)	(553,7)	(572,9)	(588,4)	(590,7)	(587,2)	(589,2)
(+) Receita Financeira	237,3	250,1	303,4	306,9	325,2	342,2	345,7	348,9	347,5	347,6
<i>Percentual de Receita %</i>	1,9%	1,9%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
(-) Despesas Financeiras	(667,4)	(698,5)	(787,0)	(837,8)	(878,8)	(915,1)	(934,0)	(939,5)	(934,6)	(936,9)
<i>Percentual de Receita %</i>	(5,5%)	(5,2%)	(5,3%)	(5,4%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)
Lucro Antes dos Impostos	2.336,9	2.787,1	3.182,9	3.223,8	3.516,0	3.732,7	3.868,3	4.033,2	4.186,7	4.337,5

Tabela 28: Projeções de Resultado Financeiro

Fonte: Elaboração Própria

Estabelecidas as projeções de receitas e despesas anuais da companhia, pode-se chegar ao EBT (lucros antes de impostos) projetado.

3.7.7 Impostos

Os impostos da Localiza são compostos por tributos sobre o lucro, como imposto de renda da pessoa jurídica e contribuição social do lucro líquido. Na tabela A.1 apresentada no anexo é possível observar o histórico de impostos da Localiza.

Em geral, empresas do porte da Localiza devem pagar por lei 25% e 9% dos seus lucros através do imposto de renda e contribuição social, respectivamente, totalizando 34% dos lucros antes de impostos. Todavia, a Localiza frequentemente remunera seus acionistas através de JCP

(juros sobre capital próprio), que, por natureza, transitam pelo DRE (através do resultado financeiro), porém são deduzidos da base de cálculo dos impostos, o que faz com que, efetivamente, quando comparado o percentual dos impostos da Localiza em relação ao seu EBT, essa porcentagem seja inferior a 34%. Dessa forma, para projetar os impostos da companhia, não será utilizada a alíquota padrão de 34%, mas sim será utilizado como referência o percentual que, historicamente, os impostos representam em relação ao EBT. Será observada a média do percentual do EBT dos últimos 3 anos (que é de 26,3%) e este será o percentual que os impostos representam do EBT para 2022. Aplicando este método para todos os anos subsequentes, o percentual do EBT irá convergir para um patamar de longo prazo de 27,4% (Tabela 29).

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Lucro Antes dos Impostos	2.336,9	2.787,1	3.182,9	3.223,8	3.516,0	3.732,7	3.868,3	4.033,2	4.186,7	4.337,5
(-) IR/CSLL	(614,9)	(766,2)	(884,9)	(876,9)	(966,8)	(1.026,5)	(1.059,9)	(1.107,8)	(1.149,5)	(1.190,2)
<i>Alíquota Efetiva %</i>	<i>(26,3%)</i>	<i>(27,5%)</i>	<i>(27,8%)</i>	<i>(27,2%)</i>	<i>(27,5%)</i>	<i>(27,5%)</i>	<i>(27,4%)</i>	<i>(27,5%)</i>	<i>(27,5%)</i>	<i>(27,4%)</i>
Lucro Líquido	1.722,0	2.020,9	2.298,0	2.346,9	2.549,2	2.706,2	2.808,4	2.925,4	3.037,3	3.147,3
<i>Margem Líquida %</i>	<i>14,1%</i>	<i>15,2%</i>	<i>15,6%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,4%</i>	<i>15,8%</i>	<i>16,0%</i>	<i>16,6%</i>	<i>17,3%</i>	<i>17,9%</i>

Tabela 29: Projeções de Impostos

Fonte: Elaboração Própria.

Estabelecidas as projeções de impostos anuais da companhia, estes podem ser utilizadas para chegar ao lucro líquido projetado e construir a DRE projetada de forma completa.

3.7.8 Capital de Giro

O capital de giro da Localiza será construído através de duas contas que podem ser observadas no ativo e passivo circulantes no balanço patrimonial: contas a receber e fornecedores. O primeiro passo será expressar ambas as contas através de uma convenção comumente utilizada para o capital de giro: em número de dias em relação à alguma linha do DRE. A rubrica de contas a receber, por estar relacionada a recebimentos futuros, será expressa em dias de receita líquida, enquanto a conta de fornecedores, por estar relacionada a pagamentos futuros, será expressa em dias de custo (COGS total da empresa). Observar linhas do capital de giro em número de dias é adequado para este tipo de projeção, pois dá uma visão mais clara do tempo que leva para que uma movimentação de competência se transforme efetivamente em

uma movimentação de caixa (como, por exemplo, quantos dias leva para que uma receita se torne uma efetiva entrada de caixa na companhia).

Desta forma, as contas do balanço indicadas acima serão divididas pelas respectivas linhas do DRE indicadas e multiplicadas por 365 (número de dias em um ano comum), para expressar o capital de giro em número de dias. Na Tabela 30, é possível observar o capital de giro histórico da Localiza.

R\$ Milhões	2019	2020	2021
Contas a Receber	1.274,7	1.107,5	1.310,4
<i>Dias de Receita Líquida</i>	<i>45,6</i>	<i>39,2</i>	<i>43,9</i>
Fornecedores	2.565,4	1.661,0	2.059,3
<i>Dias de COGS</i>	<i>133,4</i>	<i>89,1</i>	<i>129,6</i>
Capital de Giro Líquido	(1.290,7)	(553,5)	(748,9)
Δ Capital de Giro	104,6	(737,2)	195,4

Tabela 30: Capital de Giro Histórico

Fonte: Localiza (2022d).

Para projetar as linhas de contas a receber e fornecedores da companhia, será utilizado como referência o número de dias que, historicamente, essas contas representam, respectivamente, da receita líquida e dos custos. Será observada a média de dias de receita líquida e custos dos últimos 3 anos (que é de 42,9 dias para contas a receber, e 117,4 dias para fornecedores) e este será o número de dias de receita líquida e custos para 2022. Aplicando este método para todos os anos subsequentes, o número de dias de receita líquida e custos de cada uma irá convergir para um patamar de longo prazo. Projetadas as linhas expressas em número

de dias, deve-se realizar o cálculo reverso para expressá-las em milhões de reais novamente (Tabela 31).

R\$ Milhões		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Contas a Receber	1.431,6	1.531,6	1.733,3	1.826,0	1.926,0	2.005,1	2.043,1	2.057,6	2.046,4	2.050,8	
<i>Dias de Receita Líquida</i>	<i>42,9</i>	<i>42,0</i>	<i>42,9</i>	<i>42,6</i>	<i>42,5</i>	<i>42,7</i>	<i>42,6</i>	<i>42,6</i>	<i>42,6</i>	<i>42,6</i>	
Fornecedores	2.336,3	2.385,3	2.796,0	2.920,4	3.049,8	3.168,0	3.189,0	3.167,9	3.091,2	3.045,1	
<i>Dias de COGS</i>	<i>117,4</i>	<i>112,0</i>	<i>119,7</i>	<i>116,3</i>	<i>116,0</i>	<i>117,3</i>	<i>116,6</i>	<i>116,6</i>	<i>116,9</i>	<i>116,7</i>	
Capital de Giro Líquido	(904,7)	(853,7)	(1.062,7)	(1.094,5)	(1.123,8)	(1.162,9)	(1.145,9)	(1.110,2)	(1.044,8)	(994,3)	
Δ Capital de Giro	155,8	(51,0)	209,0	31,7	29,4	39,1	(17,0)	(35,6)	(65,5)	(50,5)	

Tabela 31: Projeções de Capital de Giro

Fonte: Elaboração Própria.

Estabelecidas de contas a receber e fornecedores da companhia, estas podem ser utilizadas para chegar ao capital de giro líquido (subtraindo fornecedores de contas a receber) e também a variação do capital de giro (subtraindo o capital de giro líquido de determinado ano do capital de giro líquido do ano anterior), sendo esta métrica a utilizada para construir o fluxo de caixa.

3.8 Projeções Consolidadas do Modelo

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Receita Bruta	12.809,0	14.002,2	15.488,0	16.449,1	17.396,2	18.053,0	18.452,1	18.610,1	18.535,6	18.615,3
RaC	5.138,9	5.652,8	6.135,6	6.597,9	7.028,7	7.417,1	7.752,3	8.024,8	8.306,9	8.598,9
Fleet	1.408,3	1.549,1	1.681,4	1.808,1	1.926,2	2.032,6	2.124,5	2.199,1	2.276,4	2.356,5
Seminovos RaC	4.785,7	5.376,6	6.095,6	6.225,6	6.597,1	6.711,3	6.649,0	6.517,6	6.172,2	5.935,7
Seminovos Fleet	1.476,0	1.423,6	1.575,4	1.817,5	1.844,2	1.892,0	1.926,2	1.868,5	1.780,0	1.724,2
(-) Impostos e Deduções	(630,9)	(692,3)	(750,8)	(808,4)	(860,5)	(907,4)	(948,1)	(980,5)	(1.013,8)	(1.048,6)
Receita Líquida	12.178,0	13.309,8	14.737,2	15.640,7	16.535,7	17.145,6	17.504,0	17.629,6	17.521,7	17.566,7
(-) COGS	(7.266,3)	(7.772,3)	(8.527,8)	(9.161,7)	(9.595,4)	(9.853,9)	(9.985,2)	(9.913,0)	(9.655,7)	(9.525,1)
Lucro Bruto	4.911,7	5.537,6	6.209,4	6.478,9	6.940,3	7.291,7	7.518,8	7.716,6	7.866,0	8.041,5
<i>Margem Bruta %</i>	40,3%	41,6%	42,1%	41,4%	42,0%	42,5%	43,0%	43,8%	44,9%	45,8%
(-) SG&A	(1.383,5)	(1.556,8)	(1.743,5)	(1.819,9)	(1.945,6)	(2.035,8)	(2.090,7)	(2.134,4)	(2.158,9)	(2.193,9)
EBITDA	3.528,3	3.980,8	4.465,9	4.659,0	4.994,8	5.255,9	5.428,1	5.582,2	5.707,1	5.847,7
<i>Margem EBITDA %</i>	29,0%	29,9%	30,3%	29,8%	30,2%	30,7%	31,0%	31,7%	32,6%	33,3%
(-) Depreciação & Amortização	(761,3)	(745,3)	(799,4)	(904,4)	(925,1)	(950,3)	(971,4)	(958,3)	(933,2)	(920,9)
EBIT	2.767,0	3.235,5	3.666,5	3.754,7	4.069,7	4.305,6	4.456,7	4.623,9	4.773,9	4.926,7
<i>Margem EBIT %</i>	22,7%	24,3%	24,9%	24,0%	24,6%	25,1%	25,5%	26,2%	27,2%	28,0%
(+/-) Resultado Financeiro	(430,1)	(448,4)	(483,6)	(530,9)	(553,7)	(572,9)	(588,4)	(590,7)	(587,2)	(589,2)
(+) Receita Financeira	237,3	250,1	303,4	306,9	325,2	342,2	345,7	348,9	347,5	347,6
<i>Percentual de Receita %</i>	1,9%	1,9%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
(-) Despesas Financeiras	(667,4)	(698,5)	(787,0)	(837,8)	(878,8)	(915,1)	(934,0)	(939,5)	(934,6)	(936,9)
<i>Percentual de Receita %</i>	(5,5%)	(5,2%)	(5,3%)	(5,4%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)
Lucro Antes dos Impostos	2.336,9	2.787,1	3.182,9	3.223,8	3.516,0	3.732,7	3.868,3	4.033,2	4.186,7	4.337,5
(-) IR/CSLL	(614,9)	(766,2)	(884,9)	(876,9)	(966,8)	(1.026,5)	(1.059,9)	(1.107,8)	(1.149,5)	(1.190,2)
<i>Alíquota Efetiva %</i>	(26,3%)	(27,5%)	(27,8%)	(27,2%)	(27,5%)	(27,5%)	(27,4%)	(27,5%)	(27,5%)	(27,4%)
Lucro Líquido	1.722,0	2.020,9	2.298,0	2.346,9	2.549,2	2.706,2	2.808,4	2.925,4	3.037,3	3.147,3
<i>Margem Líquida %</i>	14,1%	15,2%	15,6%	15,0%	15,4%	15,8%	16,0%	16,6%	17,3%	17,9%

Tabela 32: Projeções Consolidadas do DRE

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Fluxo de Caixa Operacional	2.956,0	3.040,4	3.655,5	3.669,4	3.905,1	4.110,9	4.189,9	4.276,6	4.330,9	4.445,3
(+) Lucro Líquido	1.722,0	2.020,9	2.298,0	2.346,9	2.549,2	2.706,2	2.808,4	2.925,4	3.037,3	3.147,3
(+) Depreciação & Amortização	761,3	745,3	799,4	904,4	925,1	950,3	971,4	958,3	933,2	920,9
(+) Resultado Financeiro * (1-T)	316,9	325,2	349,2	386,5	401,4	415,3	427,2	428,4	425,9	427,5
(+/-) Δ Capital de Giro	155,8	(51,0)	209,0	31,7	29,4	39,1	(17,0)	(35,6)	(65,5)	(50,5)
Fluxo de Caixa de Investimentos	(2.921,1)	(3.631,2)	(3.522,1)	(3.552,8)	(3.467,9)	(3.324,4)	(3.087,2)	(2.729,8)	(2.736,6)	(2.772,6)
(-) CAPEX	(8.270,0)	(9.323,0)	(9.807,4)	(10.280,7)	(10.480,5)	(10.454,2)	(10.220,6)	(9.693,4)	(9.339,0)	(9.136,3)
(+) Custo Depreciado dos Carros Vendidos (Book Value)	5.348,9	5.691,8	6.285,4	6.727,9	7.012,6	7.129,8	7.133,4	6.963,6	6.602,4	6.363,7
Fluxo de Caixa da Firma	34,9	(590,8)	133,5	116,6	437,2	786,5	1.102,7	1.546,8	1.594,3	1.672,7

Tabela 33: Projeções Consolidadas do Fluxo de Caixa

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Imobilizado										
Frota Final do Período (unidades)	311.937,0	343.322,0	369.445,0	396.170,0	419.817,0	440.564,0	458.400,0	472.092,0	486.220,0	500.851,0
<i>Taxa Operacional (%)</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,7%</i>
Carros Comprados	111.292,0	120.418,6	122.457,9	124.691,3	123.400,0	119.467,0	113.409,6	104.419,7	97.663,8	92.762,0
Carros Vendidos	89.208,0	89.033,6	96.334,9	97.966,3	99.753,0	98.720,0	95.573,6	90.727,7	83.535,8	78.131,0
CapEx (R\$ milhões)	8.270,0	9.323,0	9.807,4	10.280,7	10.480,5	10.454,2	10.220,6	9.693,4	9.339,0	9.136,3
Carros Comprados (unidades)	111.292,0	120.418,6	122.457,9	124.691,3	123.400,0	119.467,0	113.409,6	104.419,7	97.663,8	92.762,0
Preço Médio por Carro Comprado (R\$)	74.309,0	77.421,4	80.088,3	82.449,1	84.930,9	87.506,7	90.120,8	92.830,9	95.624,0	98.491,3
<i>Taxa de Crescimento (%)</i>	<i>8,4%</i>	<i>4,2%</i>	<i>3,4%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>

Tabela 34: Projeções Consolidadas do Imobilizado e CapEx

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Contas a Receber	1.431,6	1.531,6	1.733,3	1.826,0	1.926,0	2.005,1	2.043,1	2.057,6	2.046,4	2.050,8
<i>Dias de Receita Líquida</i>	<i>42,9</i>	<i>42,0</i>	<i>42,9</i>	<i>42,6</i>	<i>42,5</i>	<i>42,7</i>	<i>42,6</i>	<i>42,6</i>	<i>42,6</i>	<i>42,6</i>
Fornecedores	2.336,3	2.385,3	2.796,0	2.920,4	3.049,8	3.168,0	3.189,0	3.167,9	3.091,2	3.045,1
<i>Dias de COGS</i>	<i>117,4</i>	<i>112,0</i>	<i>119,7</i>	<i>116,3</i>	<i>116,0</i>	<i>117,3</i>	<i>116,6</i>	<i>116,6</i>	<i>116,9</i>	<i>116,7</i>
Capital de Giro Líquido	(904,7)	(853,7)	(1.062,7)	(1.094,5)	(1.123,8)	(1.162,9)	(1.145,9)	(1.110,2)	(1.044,8)	(994,3)
Δ Capital de Giro	155,8	(51,0)	209,0	31,7	29,4	39,1	(17,0)	(35,6)	(65,5)	(50,5)

Tabela 35: Projeções Consolidadas do Capital de Giro

Fonte: Elaboração Própria.

3.9 Cálculo dos Fluxos de Caixa Descontados e Valor Presente

Estabelecidos os fluxos de caixa da firma consolidados para cada ano, deve-se calcular o valor da perpetuidade. Será utilizada a fórmula apresentada na seção 2.3.6, que pode ser observada abaixo. Será utilizado o valor de 1,75% como taxa de crescimento real na perpetuidade, de forma que o crescimento real da companhia na perpetuidade fica abaixo do patamar de crescimento real de longo prazo do PIB brasileiro (1,9%). Desta forma, dado o patamar de inflação (IPCA) de longo prazo estabelecido (3,0%), isso significa um crescimento nominal na perpetuidade de 4,8%.

$$VT = \frac{CF_{10} * (1 + g)}{(r - g)}$$

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Perpet.
Fluxo de Caixa da Firma	34,9	(590,8)	133,5	116,6	437,2	786,5	1.102,7	1.546,8	1.594,3	1.672,7	89.088,9
Auxiliar - <i>Midyear Adjustment</i>	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	9,5
Desconto	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,9	1,9
Valor Presente	33,8	(535,5)	113,3	92,7	325,5	548,6	720,3	946,3	913,6	897,7	47.813,0

Tabela 36: Perpetuidade e Valor Presente (R\$ milhões)

Fonte: Elaboração Própria.

Desta forma, determina-se que o valor presente dos fluxos de caixa da firma entre 2022 e 2031 somam um total de R\$ 4.056,4 milhões e que o valor presente dos fluxos de caixa em perpetuidade é de R\$ 47.813,0 milhões. Desta forma, a companhia possui um *enterprise value* de R\$ 51.869,4 milhões. Deduzido o valor da sua dívida líquida, conforme pode ser observado na Tabela 37, chega-se a um *equity value* de R\$ 44.445,8 milhões. Considerado o número de ações ordinárias da companhia de 758.466.670 ações ao final do exercício de 2021 (LOCALIZA, 2022d), chega-se a um valor por ação de R\$ 58,60.

Fluxos de Caixa Descontados	Valor (R\$ milhões)
2022 a 2031	4.056,4
Perpetuidade	47.813,0
EV	51.869,4
Dívida	12.433,1
Caixa e Equivalentes	5.009,5
Equity Value	44.445,8
Nº Ações Ordinárias (unidades)	758.466.670
Valor por Ação (R\$)	58,60

Tabela 37: Cálculo do EV, *Equity Value* e Valor por Ação

Fonte: Elaboração Própria.

Pode-se, ainda, como exercício de comparação, confrontar o valor calculado da ação com o dos bancos e instituições financeiras disponibilizados pela Localiza, atualizados até 28/01/2022 (Tabela 38). Observa-se que este valor está dentro da faixa dos analistas, porém, abaixo da média das projeções.

Instituição	Preço Alvo (R\$)
Banco do Brasil	69,20
BofA	68,00
Bradesco BBI	70,00
BTG Pactual	75,00
Citi	53,00
Credit Suisse	74,00
Eleven	64,00
Goldman Sachs	64,30
HSBC	62,00
JP Morgan	59,00
Morgan Stanley	65,00
Safra	71,20
Santander	76,00
UBS	66,00
XP	68,00
Média	66,98

Tabela 38: Cobertura de Bancos e Instituições Financeiras

Fonte: Localiza (2022e).

Além disso, deve-se considerar o preço da ação da Localiza em 30 de dezembro de 2021, o último dia de negociação da bolsa de valores no ano, de R\$ 51,43 (INFOMONEY, 2023). Baseado no valor calculado para a ação no *valuation*, um investidor que comprasse a ação ao final de 2021 poderia estimar um potencial de retorno de aproximadamente 13,9%.

3.10 Cenários

Dada a subjetividade de um *valuation*, por conta das premissas e observações estabelecidas pelo analista, é usual criar diferentes cenários mais otimistas ou pessimistas para a companhia avaliada, de forma que o analista encontre não somente um valor justo, mas uma faixa de valores, o que acaba provendo maior segurança na avaliação. O cenário pessimista, sendo mais conservador, pode prever eventuais dificuldades da companhia de performar conforme a avaliação inicial; e o cenário otimista pode revelar um potencial de crescimento maior, caso a companhia performe melhor do que a avaliação inicial. Assim, serão elaborados cenários alternativos ao apresentado na subseção 3.9, o cenário *bearish* (pessimista) e o cenário *bullish* (otimista), listando em cada um deles as diferenças em relação às premissas do modelo no cenário base.

3.10.1 Cenário *Bearish*

Para o cenário *bearish*, as premissas serão alteradas da seguinte maneira:

- i. 1 ponto percentual (p.p.) a menos na taxa de crescimento do número de diárias;
- ii. 1 p.p. a menos na taxa de crescimento da diária média por carro;
- iii. 1 p.p. a menos na taxa de crescimento em relação ao carro comprado de seminovos;
- iv. 1 p.p. a mais no percentual de receita de COGS e SG&A;
- v. 1 p.p. a mais no crescimento do preço médio por carro comprado.

Desta forma, pode-se observar nas Tabelas 39 a 42 os novos DRE e fluxo de caixa projetados, além dos novos valores obtidos, que resultam em um valor por ação de R\$ 41,33. Baseado neste valor, um investidor que comprasse a ação ao final de 2021 poderia estimar um prejuízo de 19,6%. De forma semelhante, um investidor que operasse a ação vendido (*short-selling*)³, poderia antecipar um retorno de 19,6%.

³ Em termos bastante gerais, esse tipo de operação pode ser descrito da seguinte maneira: “um investidor toma emprestadas as ações que ele acredita que ficarão mais baratas e, ato contínuo, vende-as ao preço de mercado. Até o prazo combinado no empréstimo, o investidor precisa comprar a mesma quantidade de ações, para então devolvê-las. Se os preços caírem nesse intervalo, o investidor ganha essa diferença; se os preços subirem, o investidor paga.” (PORTO, 2021).

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Receita Bruta	12.621,6	13.546,8	14.749,5	15.411,1	16.041,2	16.367,4	16.425,9	16.238,2	15.804,2	15.510,8
RaC	5.039,8	5.438,5	5.790,1	6.106,8	6.380,0	6.602,1	6.766,1	6.866,9	6.969,3	7.073,1
Fleet	1.381,2	1.490,5	1.586,8	1.673,6	1.748,5	1.809,3	1.854,3	1.881,9	1.910,0	1.938,4
Seminovos RaC	4.740,7	5.237,3	5.867,1	5.911,2	6.192,7	6.215,4	6.058,9	5.829,2	5.382,9	5.043,1
Seminovos Fleet	1.459,8	1.380,6	1.505,5	1.719,5	1.720,0	1.740,6	1.746,6	1.660,1	1.542,0	1.456,1
(-) Impostos e Deduções	(618,9)	(666,2)	(708,7)	(748,5)	(781,4)	(808,2)	(828,0)	(839,5)	(851,0)	(862,9)
Receita Líquida	12.002,7	12.880,6	14.040,8	14.662,5	15.259,8	15.559,2	15.598,0	15.398,7	14.953,2	14.647,9
(-) COGS	(7.297,2)	(7.669,8)	(8.297,8)	(8.782,4)	(9.070,8)	(9.174,1)	(9.138,4)	(8.897,1)	(8.461,0)	(8.146,7)
Lucro Bruto	4.705,5	5.210,8	5.742,9	5.880,1	6.188,9	6.385,1	6.459,6	6.501,6	6.492,2	6.501,2
<i>Margem Bruta %</i>	39,2%	40,5%	40,9%	40,1%	40,6%	41,0%	41,4%	42,2%	43,4%	44,4%
(-) SG&A	(1.480,7)	(1.631,8)	(1.795,3)	(1.843,8)	(1.936,0)	(1.988,5)	(2.002,9)	(2.002,2)	(1.978,4)	(1.964,9)
EBITDA	3.224,9	3.579,1	3.947,6	4.036,3	4.252,9	4.396,6	4.456,7	4.499,4	4.513,8	4.536,4
<i>Margem EBITDA %</i>	26,9%	27,8%	28,1%	27,5%	27,9%	28,3%	28,6%	29,2%	30,2%	31,0%
(-) Depreciação & Amortização	(752,0)	(722,8)	(764,1)	(852,4)	(859,5)	(869,5)	(873,9)	(845,2)	(803,2)	(773,4)
EBIT	2.472,9	2.856,2	3.183,5	3.183,8	3.393,4	3.527,2	3.582,8	3.654,3	3.710,6	3.763,0
<i>Margem EBIT %</i>	20,6%	22,2%	22,7%	21,7%	22,2%	22,7%	23,0%	23,7%	24,8%	25,7%
(+/-) Resultado Financeiro	(423,9)	(434,0)	(460,8)	(497,7)	(510,9)	(519,9)	(524,3)	(515,9)	(501,1)	(491,3)
(+) Receita Financeira	233,9	242,0	289,1	287,7	300,1	310,5	308,0	304,7	296,6	289,9
<i>Percentual de Receita %</i>	1,9%	1,9%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
(-) Despesas Financeiras	(657,8)	(676,0)	(749,8)	(785,4)	(811,0)	(830,4)	(832,3)	(820,6)	(797,6)	(781,2)
<i>Percentual de Receita %</i>	(5,5%)	(5,2%)	(5,3%)	(5,4%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)
Lucro Antes dos Impostos	2.049,0	2.422,2	2.722,7	2.686,2	2.882,4	3.007,3	3.058,5	3.138,3	3.209,5	3.271,7
(-) IR/CSLL	(539,1)	(665,9)	(757,0)	(730,7)	(792,6)	(827,0)	(838,0)	(862,0)	(881,2)	(897,8)
<i>Alíquota Efetiva %</i>	(26,3%)	(27,5%)	(27,8%)	(27,2%)	(27,5%)	(27,5%)	(27,4%)	(27,5%)	(27,5%)	(27,4%)
Lucro Líquido	1.509,9	1.756,3	1.965,8	1.955,5	2.089,8	2.180,3	2.220,5	2.276,4	2.328,3	2.373,9
<i>Margem Líquida %</i>	12,6%	13,6%	14,0%	13,3%	13,7%	14,0%	14,2%	14,8%	15,6%	16,2%

Tabela 39: Projeções Consolidadas do DRE - Cenário *Bearish*

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Fluxo de Caixa Operacional	2.760,6	2.730,3	3.260,1	3.188,7	3.337,8	3.450,8	3.443,0	3.443,8	3.411,3	3.435,9
(+) Lucro Líquido	1.509,9	1.756,3	1.965,8	1.955,5	2.089,8	2.180,3	2.220,5	2.276,4	2.328,3	2.373,9
(+) Depreciação & Amortização	752,0	722,8	764,1	852,4	859,5	869,5	873,9	845,2	803,2	773,4
(+) Resultado Financeiro * (1-T)	312,4	314,7	332,7	362,3	370,4	376,9	380,6	374,2	363,5	356,5
(+/-) Δ Capital de Giro	186,3	(63,6)	197,6	18,5	18,0	24,1	(32,0)	(51,9)	(83,7)	(67,9)
Fluxo de Caixa de Investimentos	(2.768,1)	(3.441,5)	(3.280,9)	(3.271,1)	(3.133,1)	(2.935,3)	(2.644,9)	(2.229,0)	(2.182,0)	(2.164,3)
(-) CAPEX	(8.126,7)	(9.047,0)	(9.395,7)	(9.730,4)	(9.785,9)	(9.608,5)	(9.216,1)	(8.523,0)	(8.000,9)	(7.628,9)
(+) Custo Depreciado dos Carros Vendidos (Book Value)	5.358,6	5.605,5	6.114,9	6.459,3	6.652,8	6.673,2	6.571,2	6.294,0	5.819,0	5.464,6
Fluxo de Caixa da Firma	(7,6)	(711,2)	(20,7)	(82,3)	204,6	515,4	798,1	1.214,8	1.229,4	1.271,6

Tabela 40: Projeções Consolidadas do Fluxo de Caixa - Cenário *Bearish*

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Perpet.
Fluxo de Caixa da Firma	(7,6)	(711,2)	(20,7)	(82,3)	204,6	515,4	798,1	1.214,8	1.229,4	1.271,6	67.723,2
Auxiliar – <i>Midyear Adjustment</i>	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	9,5
Desconto	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,9	1,9
Valor Presente	(7,3)	(644,7)	(17,6)	(65,5)	152,4	359,5	521,4	743,2	704,5	682,4	36.346,3

Tabela 41: Perpetuidade e Valor Presente – Cenário *Bearish*

Fonte: Elaboração Própria.

Fluxos de Caixa Descontados	Valor (R\$ milhões)
2022 a 2031	2.428,3
Perpetuidade	36.346,3
EV	38.774,6
Dívida	12.433,1
Caixa e Equivalentes	5.009,5
Equity Value	31.351,0
Nº Ações Ordinárias (unidades)	758.466.670
Valor por Ação (R\$)	41,33

Tabela 42: Cálculo do EV, *Equity Value* e Valor por Ação - Cenário *Bearish*

Fonte: Elaboração Própria

3.10.2 Cenário *Bullish*

Para o cenário *bullish*, as premissas serão alteradas da seguinte maneira:

- i. 1 p.p. a mais na taxa de crescimento do número de diárias;
- ii. 1 p.p. a mais na taxa de crescimento da diária média por carro;
- iii. 1 p.p. a mais na taxa de crescimento em relação ao carro comprado de seminovos;
- iv. 1 p.p. a menos no percentual de receita de COGS e SG&A;
- v. 1 p.p. a menos no crescimento do preço médio por carro comprado.

Desta forma, pode-se observar nas Tabelas 43 a 46 os novos DRE e fluxo de caixa projetados, além dos novos valores obtidos, que resultam em um valor por ação de R\$ 86,42. Baseado neste valor, um investidor que comprasse a ação ao final de 2021 poderia estimar um retorno de 68,0%.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Receita Bruta	12.997,6	14.464,5	16.243,8	17.521,2	18.809,9	19.831,4	20.614,7	21.171,5	21.522,2	22.053,2
RaC	5.239,0	5.873,5	6.498,1	7.123,2	7.736,2	8.323,4	8.870,6	9.363,8	9.884,5	10.434,1
Fleet	1.435,6	1.609,5	1.780,7	1.952,0	2.119,9	2.280,8	2.430,8	2.566,0	2.708,6	2.859,2
Seminovos RaC	4.830,7	5.515,1	6.320,4	6.532,6	6.988,9	7.188,7	7.214,3	7.173,9	6.922,3	6.781,0
Seminovos Fleet	1.492,2	1.466,4	1.644,5	1.913,4	1.964,9	2.038,4	2.099,0	2.067,8	2.006,8	1.979,0
(-) Impostos e Deduções	(643,1)	(719,2)	(794,9)	(872,4)	(946,5)	(1.017,6)	(1.084,0)	(1.143,2)	(1.205,5)	(1.271,6)
Receita Líquida	12.354,5	13.745,3	15.448,9	16.648,8	17.863,4	18.813,7	19.530,7	20.028,3	20.316,6	20.781,6
(-) COGS	(7.232,3)	(7.867,6)	(8.746,3)	(9.525,9)	(10.102,1)	(10.515,2)	(10.814,9)	(10.914,9)	(10.843,1)	(10.905,5)
Lucro Bruto	5.122,2	5.877,7	6.702,5	7.123,0	7.761,3	8.298,5	8.715,8	9.113,4	9.473,6	9.876,1
<i>Margem Bruta %</i>	41,5%	42,8%	43,4%	42,8%	43,4%	44,1%	44,6%	45,5%	46,6%	47,5%
(-) SG&A	(1.282,9)	(1.474,3)	(1.680,6)	(1.782,1)	(1.939,4)	(2.066,6)	(2.162,5)	(2.252,6)	(2.328,8)	(2.417,3)
EBITDA	3.839,3	4.403,4	5.021,9	5.340,8	5.821,9	6.231,9	6.553,2	6.860,8	7.144,8	7.458,8
<i>Margem EBITDA %</i>	31,1%	32,0%	32,5%	32,1%	32,6%	33,1%	33,6%	34,3%	35,2%	35,9%
(-) Depreciação & Amortização	(770,6)	(767,9)	(834,9)	(956,6)	(991,4)	(1.032,2)	(1.070,6)	(1.074,2)	(1.067,1)	(1.073,8)
EBIT	3.068,7	3.635,5	4.187,1	4.384,2	4.830,6	5.199,7	5.482,6	5.786,6	6.077,7	6.385,0
<i>Margem EBIT %</i>	24,8%	26,4%	27,1%	26,3%	27,0%	27,6%	28,1%	28,9%	29,9%	30,7%
(+/-) Resultado Financeiro	(436,3)	(463,1)	(507,0)	(565,1)	(598,1)	(628,6)	(656,5)	(671,0)	(680,8)	(697,1)
(+) Receita Financeira	240,8	258,2	318,0	326,7	351,3	375,5	385,7	396,4	402,9	411,3
<i>Percentual de Receita %</i>	1,9%	1,9%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
(-) Despesas Financeiras	(677,1)	(721,3)	(825,0)	(891,8)	(949,4)	(1.004,1)	(1.042,2)	(1.067,4)	(1.083,7)	(1.108,3)
<i>Percentual de Receita %</i>	(5,5%)	(5,2%)	(5,3%)	(5,4%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)	(5,3%)
Lucro Antes dos Impostos	2.632,4	3.172,4	3.680,1	3.819,1	4.232,4	4.571,1	4.826,1	5.115,6	5.396,9	5.687,9
(-) IR/CSLL	(692,6)	(872,1)	(1.023,1)	(1.038,9)	(1.163,8)	(1.257,1)	(1.322,4)	(1.405,1)	(1.481,7)	(1.560,8)
<i>Alíquota Efetiva %</i>	(26,3%)	(27,5%)	(27,8%)	(27,2%)	(27,5%)	(27,5%)	(27,4%)	(27,5%)	(27,5%)	(27,4%)
Lucro Líquido	1.939,8	2.300,3	2.657,0	2.780,3	3.068,6	3.314,0	3.503,8	3.710,5	3.915,1	4.127,1
<i>Margem Líquida %</i>	15,7%	16,7%	17,2%	16,7%	17,2%	17,6%	17,9%	18,5%	19,3%	19,9%

Tabela 43: Projeções Consolidadas do DRE - Cenário *Bullish*

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Fluxo de Caixa Operacional	3.156,0	3.363,8	4.075,7	4.190,4	4.531,0	4.852,1	5.044,8	5.247,6	5.424,1	5.668,6
(+) Lucro Líquido	1.939,8	2.300,3	2.657,0	2.780,3	3.068,6	3.314,0	3.503,8	3.710,5	3.915,1	4.127,1
(+) Depreciação & Amortização	770,6	767,9	834,9	956,6	991,4	1.032,2	1.070,6	1.074,2	1.067,1	1.073,8
(+) Resultado Financeiro * (1-T)	321,5	335,8	366,0	411,4	433,7	455,8	476,6	486,7	493,9	505,8
(+/-) Δ Capital de Giro	124,1	(40,1)	217,8	42,1	37,4	50,2	(6,1)	(23,8)	(52,0)	(38,2)
Fluxo de Caixa de Investimentos	(3.071,3)	(3.814,7)	(3.753,4)	(3.820,5)	(3.784,6)	(3.690,8)	(3.501,8)	(3.198,7)	(3.253,9)	(3.338,3)
(-) CAPEX	(8.409,3)	(9.588,4)	(10.199,8)	(10.800,9)	(11.133,2)	(11.245,0)	(11.155,8)	(10.780,1)	(10.577,9)	(10.528,1)
(+) Custo Depreciado dos Carros Vendidos (Book Value)	5.337,9	5.773,7	6.446,4	6.980,4	7.348,6	7.554,3	7.654,0	7.581,4	7.324,0	7.189,8
Fluxo de Caixa da Firma	84,6	(450,9)	322,2	369,9	746,4	1.161,3	1.543,1	2.048,9	2.170,2	2.330,2

Tabela 44: Projeções Consolidadas do Fluxo de Caixa - Cenário *Bullish*

Fonte: Elaboração Própria.

R\$ Milhões	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Perpet.
Fluxo de Caixa da Firma	84,6	(450,9)	322,2	369,9	746,4	1.161,3	1.543,1	2.048,9	2.170,2	2.330,2	124.109,4
Auxiliar - <i>Midyear Adjustment</i>	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	9,5
Desconto	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,9	1,9
Valor Presente	81,9	(408,7)	273,6	294,1	555,9	810,0	1.008,0	1.253,6	1.243,6	1.250,6	66.608,2

Tabela 45: Perpetuidade e Valor Presente – Cenário *Bullish*

Fonte: Elaboração Própria.

Fluxos de Caixa Descontados	Valor (R\$ milhões)
2022 a 2031	6.362,6
Perpetuidade	66.608,2
EV	72.970,8
Dívida	12.433,1
Caixa e Equivalentes	5.009,5
Equity Value	65.547,2
Nº Ações Ordinárias (unidades)	758.466.670
Valor por Ação (R\$)	86,42

Tabela 46: Cálculo do EV, *Equity Value* e Valor por Ação - Cenário *Bullish*

Fonte: Elaboração Própria.

3.11 Síntese

A Localiza (listada na bolsa de valores brasileira sob o *ticker* RENT3) é uma empresa de aluguel de carros, atuando através das suas divisões de RaC e Fleet, em um ciclo onde adquire carros das montadoras, disponibilizando-os para aluguel, e posteriormente vendendo os carros como seminovos para renovação da frota.

Atualmente, a empresa é a maior do setor na América Latina e possui mais de 60% do *market share* de aluguel de carros do Brasil. Seu mercado de atuação ainda é subpenetrado quando comparado a outros países e vêm crescendo ao longo dos anos, ao mesmo passo que seus produtos se tornam cada vez mais acessíveis, mesmo em anos onde a economia brasileira enfrentou cenários adversos.

Inicialmente, para realizar um *valuation* da companhia, deve-se observar os indicadores macroeconômicos projetados, dado que informações como crescimento do PIB, inflação, juros e câmbio podem afetar o valor da empresa de diferentes formas. Em seguida, é feito o cálculo do WACC, que é a taxa de desconto utilizada para trazer os fluxos de caixa futuros a valor presente, e das projeções financeiras da companhia, a fim de determinar tais fluxos de caixa, como mostra a Figura 7.

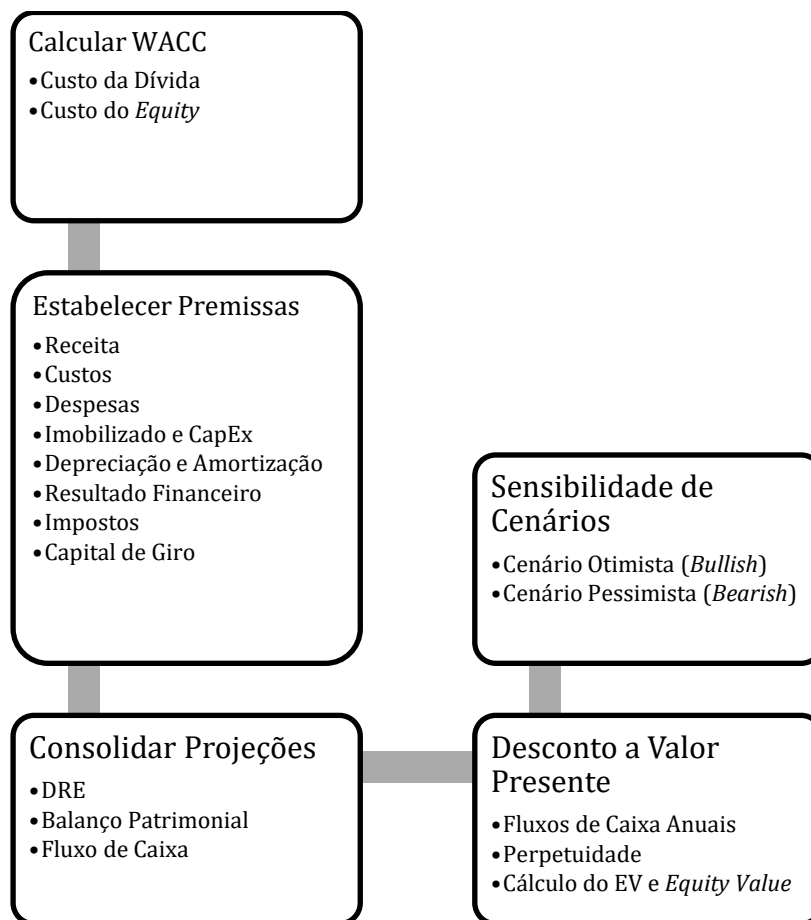


Figura 7: Síntese do Valuation

Fonte: Elaboração Própria.

Com base nas premissas estabelecidas durante este trabalho, estabeleceu-se que o valor justo da ação da Localiza pode variar entre **R\$ 41,33 (cenário pessimista)** até **R\$ 86,42 (cenário otimista)**, sendo **R\$ 58,60 o caso base**.

CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo demonstrar como fatores os macroeconômicos, setoriais e fundamentalistas de uma companhia afetam o seu *valuation*, utilizando como estudo de caso a Localiza, empresa de aluguel de carros. A partir do método do fluxo de caixa descontado, identificado como mais adequado para o caso e utilizado frequentemente por investidores em geral, o trabalho buscou observar se o preço de mercado da companhia contemplaria desvio do valor justo encontrado.

Partindo-se de uma data base de janeiro de 2022, foram construídas projeções financeiras a partir de uma série de premissas e foram determinados os fluxos de caixa futuros

para 10 anos, além da perpetuidade, que foram descontados através da taxa de desconto (WACC) calculada. Através desta metodologia, estimou-se que o valor justo das ações da Localiza era de R\$ 58,60. Esses ativos foram negociados ao final de dezembro de 2021 por R\$ 51,43, o que permite concluir que havia um desvio entre o preço praticado em mercado e o valor calculado para a companhia.

Ademais, devido à subjetividade do método adotado, foram realizadas análises de cenários mais pessimistas e otimistas, através da variação das premissas adotadas sobre a empresa. Os valores de R\$ 41,33 e R\$ 86,42 foram encontrados com base nos respectivos casos, determinando-se assim uma faixa de *valuations*.

Importante notar que uma hipotética materialização do cenário pessimista geraria retornos positivos apenas para posições vendidas – o oposto do que ocorreria em relação aos cenários base e otimista. Portanto, o trabalho evidencia ainda como a confiança que cada agente detém em relação às suas projeções pode afetar suas respectivas decisões de portfólio.

Por fim, é necessário reiterar o propósito acadêmico deste trabalho. Ele não constitui, portanto, recomendação de investimento.

REFERÊNCIAS

- ABRACORP. **Pesquisa de Vendas da ABRACORP 2021**. ABRACORP, 2021. Disponível em: <https://www.abracorp.org.br/bi-2021/>. Acesso em: 01 de janeiro de 2023.
- ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2014.
- BRASIL. LEI No 6.404, DE 15 DE DEZEMBRO DE 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 30 de novembro de 2022.
- BRASIL. Lei Nº 7.689, de 15 de Dezembro de 1988. **Institui contribuição social sobre o lucro das pessoas jurídicas e dá outras providências**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7689.htm. Acesso em: 29 de novembro de 2022.
- BRASIL. Lei Nº 8.541, de 23 de Dezembro de 1992. **Altera a legislação do Imposto de Renda e dá outras providências**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8541.htm. Acesso em: 29 de novembro de 2022.
- BRASIL. LEI Nº 11.638, DE 28 DE DEZEMBRO DE 2007. **Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm. Acesso em: 30 de novembro de 2022.
- DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. New Jersey: Wiley, 2012b.
- DAMODARAN, A. **Valuation: Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações**. Rio de Janeiro: LTC, 2012a.
- DAMODARAN, A. **O QUE É VALUATION NA VISÃO DE DAMODARAN | LIMFIE Day 2021**. YouTube, 2021. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=lj_OljgY9cY. Acesso em: 05 de julho de 2022.
- DAMODARAN, A. **Historical Returns on Stocks, Bonds, Bills & Real Estate- United States**. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. 2022. Acesso em: 28 de junho de 2022.
- FAMA, E.F. **Efficient capital markets: a review of theory and empirical work**. The Journal of Finance. Cambridge, v. 25, n.2, p.383-417, 1970.
- GELBCKE, E; SANTOS, A; IUDÍCIBUS, S; MARTINS, E. **Manual de Contabilidade Societária: Aplicável a Todas as Sociedades de Acordo com as Normas Internacionais e do CPC**. São Paulo: Atlas, 2018.

INFOMONEY. **Localiza (RENT3) – Histórico. 2023.** Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/cotacoes/b3/acao/localiza-rent3/historico/>. Acesso em: 29 de março de 2023.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Ipeadata: EMBI+ Risco-Brasil.** Ipea, 2022. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>. Acesso em: 24 de junho de 2022.

ITAÚ BBA. **Projeções: Longo Prazo – Maio 2022.** 2022. Disponível em: <https://www.italy.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/projecoes>. Acesso em: 12 de junho de 2022.

IUDÍCIBUS, S; MARTINS, E; KANITZ, S; TOLEDO RAMOS, A; CASTILHO, E; BENATTI, L; WEBER FILHO, E; DOMINGUES JÚNIOR, R. **Contabilidade Introdutória.** São Paulo: Atlas, 2010.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. **Prospect theory: An Analysis of Decision under Risk.** *Econometrica*, v. 47, n.2, p. 263-291, 1979.

KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies.** New Jersey: Wiley e McKinsey & Company, 2020

LOCALIZA. **Apresentação Institucional - Agosto de 2021.** Disponível em: <https://ri.localiza.com/informacoes-aos-acionistas/apresentacoes-e-teleconferencias/>. 2021. Acesso em: 10 de fevereiro de 2023.

LOCALIZA. **Apresentação Institucional - Março de 2022.** Disponível em: <https://ri.localiza.com/informacoes-aos-acionistas/apresentacoes-e-teleconferencias/>. 2022a. Acesso em: 10 de fevereiro de 2023.

LOCALIZA. **Apresentação Institucional - Agosto de 2022.** Disponível em: <https://ri.localiza.com/informacoes-aos-acionistas/apresentacoes-e-teleconferencias/>. 2022b. Acesso em: 10 de fevereiro de 2023.

LOCALIZA. **Apresentação Institucional - Novembro de 2022.** Disponível em: <https://ri.localiza.com/informacoes-aos-acionistas/apresentacoes-e-teleconferencias/>. 2022c. Acesso em: 10 de fevereiro de 2023.

LOCALIZA. Central de Resultados. Disponível em: <https://ri.localiza.com/informacoes-aos-acionistas/central-de-resultados/>. 2022d. Acesso em: 13 de abril de 2022.

LOCALIZA. Cobertura de Analistas. Disponível em: <https://ri.localiza.com/mercado-de-capitais/cobertura-de-analistas/>. 2022e. Publicado em: 28/01/2022. Acesso em: 30 de junho de 2022.

MARKS, H. **O mais importante para o investidor**. São Paulo: Edipro, 2020.

PIGNATARO, P. **Financial Modeling & Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity**. New Jersey: Wiley, 2013.

PORTO, G. **Mercados em Guerra: O que você precisa saber sobre a saga da WallStreetBets**. Blog do Observatório do Sistema Financeiro. 2021. Disponível em: <https://sites.google.com/view/osfufrrj/blog#h.gejy0c6xsk45>. Acesso em: 30 de março de 2023.

PÓVOA, A. **Valuation: Como Precificar Ações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

S&P GLOBAL INC. **Capital IQ**, 2022. Disponível em: <https://www.capitaliq.com/ciqdotnet/company.aspx?leftlink=true&companyId=30900>. Acesso em: 18 de novembro de 2022.

US TREASURY. **U.S. Department of the Treasury: Daily Treasury Par Yield Curve Rates**. Disponível em: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/textview.aspx?data=yield>. Acesso em: 28 de junho de 2022.

XP. **XP Investimentos: Locadoras de Automóveis (RENT3, LCAM3, MOVI3): Sem Trânsito nas Avenidas de Crescimento**. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/locadoras-de-automoveis-rent3-lcam3-movi3-sem-transito-nas-avenidas-de-crescimento/>. Publicado em 2021. Acesso em: 10 de fevereiro de 2023.

ANEXO

ANEXO A – DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS

R\$ Milhões	2019	2020	2021
Receita Bruta	10.628,5	10.758,8	11.490,5
RaC	3.367,4	3.475,2	4.851,3
Fleet	1.039,1	1.163,7	1.325,2
Seminovos RaC	5.479,6	5.150,7	4.413,3
Seminovos Fleet	742,4	969,2	900,7
(-) Impostos e Deduções	(432,9)	(451,2)	(589,2)
Receita Líquida	10.195,6	10.307,6	10.901,3
(-) COGS	(7.020,4)	(6.807,5)	(5.798,0)
Lucro Bruto	3.175,2	3.500,1	5.103,3
<i>Margem Bruta %</i>	31,1%	34,0%	46,8%
(-) SG&A	(962,4)	(1.032,0)	(1.405,7)
EBITDA	2.212,8	2.468,1	3.697,6
<i>Margem EBITDA %</i>	21,7%	23,9%	33,9%
(-) Depreciação & Amortização	(723,2)	(666,4)	(473,5)
EBIT	1.489,6	1.801,7	3.224,1
<i>Margem EBIT %</i>	14,6%	17,5%	29,6%
(+/-) Resultado Financeiro	(409,8)	(374,4)	(320,9)
(+) Receita Financeira	220,2	138,0	256,0
<i>Percentual de Receita %</i>	2,2%	1,3%	2,3%
(-) Despesas Financeiras	(630,0)	(512,4)	(576,9)
<i>Percentual de Receita %</i>	(6,2%)	(5,0%)	(5,3%)
Lucro Antes dos Impostos	1.079,8	1.427,3	2.903,2
(-) IR/CSLL	(245,9)	(379,1)	(859,4)
<i>Alíquota Efetiva %</i>	(22,8%)	(26,6%)	(29,6%)
Lucro Líquido	833,9	1.048,2	2.043,8
<i>Margem Líquida %</i>	8,2%	10,2%	18,7%

Tabela A.1: DRE Histórico Consolidado

Fonte: Localiza (2022d)

ATIVOS (R\$ Milhões)	2019	2020	2021
Caixa e equivalentes de caixa	2.220,1	2.586,4	444,1
Aplicações financeiras	610,8	1.380,2	4.565,4
Aplicação em títulos e valores mobiliários	-	-	-
Contas a receber	1.274,7	1.107,5	1.310,4
Instrumentos derivativos - swap	-	154,3	89,6
Outros ativos circulantes	246,8	300,7	351,3
Carros em desativação para renovação da frota	141,7	40,5	182,0
Total dos ativos circulantes	4.494,1	5.569,6	6.942,8
Aplicações financeiras	-	-	3,0
Instrumentos derivativos - swap	18,2	353,0	448,1
Contas a receber	1,8	2,0	2,7
Depósitos judiciais	114,6	113,7	121,8
Imposto de renda e contribuição social diferidos	32,4	24,4	24,3
Aplicações em contas vinculadas	22,3	44,9	46,1
Outros ativos não circulantes	0,1	0,1	286,3
Total do realizável a longo prazo	189	538,1	932,3
Imobilizado:			
Carros	13.374,1	12.923,3	15.842,9
Direito de uso	625,0	624,5	736,0
Outros	570,5	633,5	715,0
Intangível:			
Software	49,9	46,7	37,6
Ágio na aquisição de investimentos	90,0	105,4	105,4
Total dos ativos não circulantes	14.898,9	14.871,5	18.369,2
TOTAL DOS ATIVOS	19.393,0	20.441,1	25.312,0

PASSIVOS E PATRIMÔNIO LÍQUIDO (R\$ Milhões)	2019	2020	2021
Fornecedores	2.565,4	1.661,0	2.059,3
Obrigações sociais e trabalhistas	161,8	218,5	276,1
Empréstimos, financiamentos e debêntures	144,3	1.615,0	1.884,8
Passivo de arrendamento	116,0	130,2	157,0
Instrumentos derivativos - swap	26,8	66,4	9,1
Imposto de renda e contribuição social a pagar	54,6	117,6	9,0
Dividendos e juros sobre o capital próprio a pagar	63,4	72,4	288,8
Outros passivos circulantes	390,0	415,3	300,4
Total dos passivos circulantes	3.522,3	4.296,4	4.984,5
Empréstimos, financiamentos e debêntures	9.235,1	8.882,7	10.548,3
Passivo de arrendamento	526,8	532,5	635,2
Instrumentos derivativos - swap	62,3	37,2	134,7
Provisões	207,2	158,6	163,6
Imposto de renda e contribuição social diferidos	352,7	412,1	1.147,9
Obrigações vinculadas	22,5	45,4	47,0
Outros passivos não circulantes	16,6	23,6	33,7
Total dos passivos não circulantes	10.423,2	10.092,1	12.710,4
Total dos passivos	13.945,5	14.388,5	17.694,9
Capital social	4.000,0	4.000,0	4.000,0
Gastos com emissões de ações	(43,1)	(43,1)	(43,1)
Ações em tesouraria	—	(175,5)	(162,1)
Reservas de capital	163,2	174,9	203,0
Reservas de lucro	1.327,4	2.096,3	3.618,4
Ajustes de avaliação patrimonial	—	—	0,9
Total do patrimônio líquido	5.447,5	6.052,6	7.617,1
TOTAL DOS PASSIVOS E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	19.393,0	20.441,1	25.312,0

Tabela A.2: Balanço Patrimonial Histórico Consolidado

Fonte: Localiza (2022d)

R\$ Milhões	2019	2020	2021
Receita Bruta	3.367,4	3.475,2	4.851,3
(-) Impostos e Deduções	(318,8)	(330,2)	(455,9)
Receita Líquida	3.048,6	3.145,0	4.395,4
(-) COGS	(1.112,0)	(1.124,3)	(1.406,9)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(36,5%)</i>	<i>(35,7%)</i>	<i>(32,0%)</i>
Lucro Bruto	1.936,6	2.020,7	2.988,5
<i>Margem Bruta %</i>	<i>63,5%</i>	<i>64,3%</i>	<i>68,0%</i>
(-) SG&A	(544,0)	(595,4)	(832,6)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(17,8%)</i>	<i>(18,9%)</i>	<i>(18,9%)</i>
EBITDA	1.392,6	1.425,3	2.155,9
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>45,7%</i>	<i>45,3%</i>	<i>49,0%</i>
(-) Depreciação e Amortização	(108,8)	(120,7)	(142,6)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(3,6%)</i>	<i>(3,8%)</i>	<i>(3,2%)</i>
EBIT	1.283,8	1.304,6	2.013,3
<i>Margem EBIT %</i>	<i>42,1%</i>	<i>41,5%</i>	<i>45,8%</i>

Tabela A.3: DRE Histórico do RaC – Aluguéis

Fonte: Localiza (2022d)

R\$ Milhões	2019	2020	2021
Receita Bruta	5.479,6	5.150,7	4.413,3
(-) Impostos e Deduções	(13,8)	(10,0)	(5,2)
Receita Líquida	5.465,8	5.140,7	4.408,1
(-) Custo Depreciado dos Carros Vendidos (Book Value)	(5.037,8)	(4.629,7)	(3.416,2)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(92,2%)</i>	<i>(90,1%)</i>	<i>(77,5%)</i>
Lucro Bruto	428,0	511,0	991,9
<i>Margem Bruta %</i>	<i>7,8%</i>	<i>9,9%</i>	<i>22,5%</i>
(-) SG&A	(300,2)	(316,1)	(360,7)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(5,5%)</i>	<i>(6,1%)</i>	<i>(8,2%)</i>
EBITDA	127,8	194,9	631,2
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>2,3%</i>	<i>3,8%</i>	<i>14,3%</i>
(-) Depreciação e Amortização	(383,3)	(396,9)	(239,8)
(-) Depreciação de Carros	(332,8)	(342,6)	(183,7)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(6,1%)</i>	<i>(6,7%)</i>	<i>(4,2%)</i>
(-) Depreciação e Amortização de Outros Imobilizados	(50,5)	(54,3)	(56,1)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(0,9%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,3%)</i>
EBIT	(255,5)	(202,0)	391,4
<i>Margem EBIT %</i>	<i>(4,7%)</i>	<i>(3,9%)</i>	<i>8,9%</i>

Tabela A.4: DRE Histórico do RaC – Seminovos

Fonte: Localiza (2022d)

R\$ Milhões	2019	2020	2021
Imobilizado			
Frota Final do Período (unidades)	238.174,0	216.334,0	216.293,0
<i>Taxa Operacional (%)</i>	72,9%	92,8%	90,3%
Carros Comprados	192.292,0	92.801,0	83.382,0
Carros Vendidos	128.677,0	113.346,0	76.906,0
CapEx (R\$ milhões)	8.802,1	4.541,9	5.625,1
Carros Comprados (unidades)	192.292,0	92.801,0	83.382,0
Preço Médio por Carro Comprado (R\$)	45.774,7	48.942,4	67.462,1
<i>Taxa de Crescimento (%)</i>	10,2%	6,9%	37,8%
Custo Depreciado dos Carros Vendidos (Book Value)			
(R\$ milhões)	(5.037,8)	(4.629,7)	(3.416,2)

Tabela A.5: Dados Operacionais Históricos do RaC

Fonte: Localiza (2022d)

R\$ Milhões	2019	2020	2021
Receita Bruta	1.039,1	1.163,7	1.325,2
(-) Impostos e Deduções	(98,8)	(110,2)	(127,3)
Receita Líquida	940,3	1.053,5	1.197,9
(-) COGS	(220,5)	(221,5)	(315,6)
<i>Percentual de Receita %</i>	(23,4%)	(21,0%)	(26,3%)
Lucro Bruto	719,8	832,0	882,3
<i>Margem Bruta %</i>	76,6%	79,0%	73,7%
(-) SG&A	(83,2)	(69,7)	(141,2)
<i>Percentual de Receita %</i>	(8,8%)	(6,6%)	(11,8%)
EBITDA	636,6	762,3	741,1
<i>Margem EBITDA %</i>	67,7%	72,4%	61,9%
(-) Depreciação e Amortização	(5,7)	(8,4)	(8,3)
<i>Percentual de Receita %</i>	(0,6%)	(0,8%)	(0,7%)
EBIT	630,9	753,9	732,8
<i>Margem EBIT %</i>	67,1%	71,6%	61,2%

Tabela A.6: DRE Histórico Fleet – Aluguéis

Fonte: Localiza (2022d)

R\$ Milhões	2019	2020	2021
Receita Bruta	742,4	969,2	900,7
(-) Impostos e Deduções	(1,5)	(0,8)	(0,8)
Receita Líquida	740,9	968,4	899,9
(-) Custo Depreciado dos Carros Vendidos (Book Value)	(650,1)	(832,0)	(659,3)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(87,7%)</i>	<i>(85,9%)</i>	<i>(73,3%)</i>
Lucro Bruto	90,8	136,4	240,6
<i>Margem Bruta %</i>	<i>12,3%</i>	<i>14,1%</i>	<i>26,7%</i>
(-) SG&A	(35,0)	(50,8)	(71,2)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(4,7%)</i>	<i>(5,2%)</i>	<i>(7,9%)</i>
EBITDA	55,8	85,6	169,4
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>7,5%</i>	<i>8,8%</i>	<i>18,8%</i>
(-) Depreciação e Amortização	(225,4)	(140,4)	(82,8)
(-) Depreciação de Carros	(218,7)	(130,4)	(71,4)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(29,5%)</i>	<i>(13,5%)</i>	<i>(7,9%)</i>
(-) Depreciação e Amortização de Outros Imobilizados	(6,7)	(10,0)	(11,4)
<i>Percentual de Receita %</i>	<i>(0,9%)</i>	<i>(1,0%)</i>	<i>(1,3%)</i>
EBIT	(169,6)	(54,8)	86,6
<i>Margem EBIT %</i>	<i>(22,9%)</i>	<i>(5,7%)</i>	<i>9,6%</i>

Tabela A.7: DRE Histórico Fleet – Seminovos

Fonte: Localiza (2022d)

R\$ Milhões	2019	2020	2021
Imobilizado			
Frota Final do Período (unidades)	68.989,0	61.762,0	73.560,0
<i>Taxa Operacional (%)</i>	<i>80,8%</i>	<i>96,8%</i>	<i>84,2%</i>
Carros Comprados	31.242,0	16.578,0	28.128,0
Carros Vendidos	19.238,0	22.144,0	15.939,0
CapEx (R\$ milhões)	1.472,6	975,7	2.022,1
Carros Comprados (unidades)	31.242,0	16.578,0	28.128,0
Preço Médio por Carro Comprado (R\$)	47.135,3	58.855,1	71.889,7
<i>Taxa de Crescimento (%)</i>	<i>3,6%</i>	<i>24,9%</i>	<i>22,1%</i>
Custo Depreciado dos Carros Vendidos (Book Value)			
(R\$ milhões)	(650,1)	(832,0)	(659,3)

Tabela A.8: Dados Operacionais Históricos do Fleet

Fonte: Localiza (2022d)