

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

Marcus Vinicius Lanzini Prado

**AVALIAÇÃO RELATIVA E POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO
DA EMPRESA LOCALIZA S.A.**

Porto Alegre

2018

Marcus Vinicius Lanzini Prado

**AVALIAÇÃO RELATIVA E POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO
DA EMPRESA LOCALIZA S.A.**

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Administração apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Tiago P. Filomena

Porto Alegre

2018

Marcus Vinicius Lanzini Prado

**AVALIAÇÃO RELATIVA E POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO
DA EMPRESA LOCALIZA S.A.**

**Trabalho de Conclusão do Curso de
Graduação em Administração apresentado
ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do
Rio Grande do Sul, como requisito parcial
para obtenção do grau de Bacharel em
Administração.**

Conceito final:

Aprovado em de de

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Tiago Pascoal Filomena – Orientador

Prof. Dr. Marcelo Brutti Righi

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo avaliar o valor do justo da ação da Localiza S.A. através da utilização de dois métodos de precificação de ativos: avaliação por fluxo de caixa descontado e avaliação relativa (por múltiplos). A metodologia de pesquisa exploratória foi utilizada na realização do estudo. Inicialmente, foi realizada uma análise qualitativa, analisando-se o macroambiente, as forças da indústria e o modelo de negócio da empresa. Por fim, com a utilização dos dois métodos de precificação, estabeleceu-se o valor justo de R\$ 30,68 para a ação da empresa em novembro de 2018.

Palavras-chave: localiza s.a.. valuation. avaliação de empresas. indústria de locação de carros.

ABSTRACT

The purpose of this study is to evaluate the fair value of Localiza S.A. by using two valuation methods: discounted cash flow and relative. This paper used an exploratory research as a method. Firstly, a qualitative analysis was performed, analyzing the macroenvironment, the industry forces and the business model of the company. Lastly, with the use of the two pricing methods, the fair value of R\$ 30,68 was established for the company's stock.

Palavras-chave: localiza s.a.. valuation. car rental industry.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Participação da Localiza nas Vendas Internas das Montadoras	42
Gráfico 2 – Número de Carros Comprados	42
Gráfico 3 – Número de Agências RaC no Brasil	43
Gráfico 4 – Número de Cidades com Agências RaC no Brasil.....	43
Gráfico 5 – Agências em Aeroportos	44
Gráfico 6 – Agências Fora de Aeroportos	44
Gráfico 7 – RaC: Tamanho do Mercado (Brasil) 2017	48
Gráfico 8 – RaC: Tamanho do Mercado (EUA) 2017.....	48
Gráfico 9 – Participação Locadoras na Frota Total de Automóveis	49
Gráfico 10 – Acessibilidade ao Aluguel de Carros	50
Gráfico 11 – Localização Agências RaC.....	51
Gráfico 12 – Estimativa de Movimentação de Passageiros nos Aeroportos Brasileiros ..	52
Gráfico 13 – Número de Turistas: Viagens Domésticas.....	53
Gráfico 14 – Valor Total dos Prêmios de Seguro (% PIB)	54
Gráfico 15 – % da Frota das Locadoras sobre a Frota Corporativa	56
Gráfico 16 – Frota Corporativa Total x Frota Corporativa Alugada	56
Gráfico 17 – Poder de Compra de Veículos	57
Gráfico 18 – Pirâmide Etária Brasil 2018	59
Gráfico 19 – Projeção População Brasil 2018 - 2060.....	59
Gráfico 20 – Pirâmide Etária Brasil 2060	60
Gráfico 21 – Taxa de Crescimento Geométrica População Brasil.....	60
Gráfico 22 – Análise das 5 Forças da Indústria de Locação de Carros.....	71
Gráfico 23 – Receita Líquida.....	74
Gráfico 24 – Lucro Líquido	76

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 – Cinco Forças de Porter	18
--	-----------

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Plataforma de Negócios Localiza	39
Quadro 2 – Rating das Principais Empresas da Indústria de RaC	41
Quadro 3 – Divisão de Seminovos Localiza	45
Quadro 4 – Composição Acionária	46
Quadro 5 – Conselho de Administração	47
Quadro 6 – Diretoria Estatutária	47
Quadro 7 – Canais de Venda para Carros Usados	51
Quadro 8 – Viagens per capita no Mundo	53
Quadro 9 – Benefícios da Terceirização de Frotas	55
Quadro 10 – Boletim Focus	61
Quadro 11 – Múltiplos Empresas da Indústria de RaC	72
Quadro 12 – Target Price por Múltiplos (Média)	72
Quadro 13 – Target Price por Múltiplos (Mediana)	73
Quadro 14 - CPV	74
Quadro 15 – Despesas Administrativas, de Vendas e Gerais	75
Quadro 16 – Depreciação e Amortização	75
Quadro 17 – Impostos sobre a Receita	76
Quadro 18 – Contas a Receber (Dias)	77
Quadro 19 – Contas a Pagar (Dias)	77
Quadro 20 – Outros Ativos Circulantes	77
Quadro 21 – Dívida de Curto Prazo	78
Quadro 22 – Outros passivos circulantes	78
Quadro 23 – Intangível, Outros Ativos Não-Circulantes, Impostos Diferidos e Outros Passivos Não-Circulantes	78
Quadro 24 – Perfil da Dívida	79
Quadro 25 – Custo da Dívida	80
Quadro 26 – Estrutura de Capital	81
Quadro 27 – Beta	81
Quadro 28 – WACC	81
Quadro 29 – Fluxo de Caixa Descontado	82
Quadro 30 – Valor Terminal: Perpetuity Growth Method	83
Quadro 31 – EV/EBITDA: Multiplo	83
Quadro 32 – Valor Terminal: EBITDA Exit Multiple Method	84
Quadro 33 – Target Price	84
Quadro 34 – Análise de Sensibilidade: Perpetuity Growth Method	85
Quadro 35 – Análise de Sensibilidade: EBITDA Exit Multiple Method	85

SUMÁRIO

1. DELIMITAÇÃO DO PROBLEMA DE ESTUDO	9
2. JUSTIFICATIVA	13
3. REVISÃO TEÓRICA	14
3.1. ANÁLISE DO MACROAMBIENTE	14
3.1.1. Ambiente Demográfico	14
3.1.2. Ambiente Econômico	15
3.1.3. Ambiente Sociocultural	16
3.1.4. Ambiente Natural	16
3.1.5. Ambiente Tecnológico	16
3.1.6. Ambiente Político-Legal.....	17
3.2. ESTRUTURA COMPETITIVA.....	17
3.2.1. Ameaça de novos entrantes	18
3.2.2. Rivalidade entre empresas existentes	20
3.2.3. Ameaça de serviços ou produtos substitutos	21
3.2.4. Poder de negociação dos compradores.....	21
3.2.5. Poder de negociação dos fornecedores.....	22
3.2.6. O Governo como uma força na concorrência na indústria	22
3.3. ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS.....	22
3.3.1. Análise horizontal, vertical e de indicadores.....	23
3.3.2. Indicadores de liquidez.....	24
3.3.3. Indicadores de giro	25
3.3.4. Indicadores de margens financeiras.....	26
3.3.5. Indicadores de retorno	27
3.3.6. Indicadores de endividamento	28
3.3.7. Indicadores de alavancagem.....	29
3.3.8. Indicadores de imobilização do patrimônio líquido	29
3.4. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS.....	30
3.4.1. Avaliação relativa.....	30
3.4.2. Avaliação por fluxo de caixa descontado.....	32
3.4.2.1. Definição das premissas	33
3.4.2.2. Avaliação do valor da perpetuidade	33
3.4.2.3. Taxa de desconto	34
4. OBJETIVOS	36

4.1. OBJETIVO GERAL	36
4.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS	36
5. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	37
6. ANÁLISE DOS DADOS.....	39
6.1. A EMPRESA	39
6.1.1. Descrição do Negócio.....	39
6.1.2. Composição Acionária	46
6.1.3. Governança Corporativa.....	46
6.2. PANORAMA DA INDÚSTRIA	48
6.3. ANÁLISE DO MACROAMBIENTE	58
6.3.1. Ambiente demográfico	58
6.3.2. Ambiente econômico.....	61
6.3.3. Ambiente sociocultural.....	62
6.3.4. Ambiente natural	62
6.3.5. Ambiente tecnológico.....	63
6.3.6. Ambiente político-legal	64
6.4. ESTRUTURA COMPETITIVA.....	65
6.4.1. Ameaça de novos entrantes	65
6.4.2. Rivalidade entre empresas existentes	67
6.4.3. Ameaça de serviços ou produtos substitutos	68
6.4.4. Poder de negociação dos compradores.....	69
6.4.5. Poder de negociação dos fornecedores.....	69
6.4.6. O Governo como uma força na concorrência da indústria	70
6.4.7. Análise das 5 forças da indústria	70
6.5. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS.....	71
6.5.1. Avaliação por múltiplos	71
6.5.2. Avaliação por FCD (Fluxo de Caixa Descontado).....	73
6.5.2.1. Projeções.....	73
6.5.2.2. Custo médio ponderado de capital (WACC).....	79
6.5.2.3. Fluxo de Caixa Descontado	82
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS	86
REFERÊNCIAS	87
ANEXOS	96

1. DELIMITAÇÃO DO PROBLEMA DE ESTUDO

O Brasil sofreu nos últimos anos uma das piores crises econômicas de sua história. Em 2015, em que ocorreu o auge da recessão econômica brasileira, a inflação oficial (IPCA) fechou em 10,67%¹ (bem acima da meta de 4,5% a.a.). Com isso, a taxa Selic meta alcançou o patamar extremamente alto de 14,25%² a.a. em julho de 2015. Isto é, um ambiente bastante hostil para o mercado de capitais brasileiro, com o índice de ações da bolsa brasileira, o Ibovespa, marcando uma grande desvalorização no período.

Entretanto, em meados de 2016, com um cenário político mais favorável e a formação de uma equipe econômica que dava sinais positivos ao mercado, a economia brasileira começou a dar indicações de recuperação ainda em 2017. O Produto Interno Bruto (PIB) marcou uma alta de 1,0%, após duas quedas sucessivas, de -3,77% e -3,60%³.

Enquanto no biênio de 2014-2015, ocorreram apenas 9 operações de emissões de ações, no biênio de 2016-2017 foram realizadas 49 operações de emissão primária e secundária de ações, isto é, um crescimento de cerca de 444% no volume de operações segundo a Anbima. Ou seja, sinalizando a retomada do investimento por parte das empresas listadas na bolsa brasileira.

Ademais, ao passo que o índice Ibovespa saiu de 38.021⁴ pontos, em 22 de janeiro de 2016, para 85.530 pontos, em 26 de janeiro de 2018, ou seja, uma valorização de 125%, o cenário do mercado de capitais brasileiro está se mostrando uma alternativa mais favorável novamente. Segundo pesquisa realizada pelo Credit Suisse, 89% dos entrevistados acredita que o Ibovespa irá encerrar o ano em mais de 85 mil pontos, 32% projetam que a bolsa encerrará acima de 100 mil pontos e apenas 11% dos investidores esperam que índice encerre o ano abaixo dos 85 mil pontos.

Além disso, os fundos de investimentos em ações e multimercado foram os que apresentaram um maior crescimento na captação realizada no ano passado. Segundo dados da Anbima, os fundos de ações, saíram de uma captação negativa de R\$ 4,8 bilhões em 2016 para

¹ Disponibilizado por AGM Brasil Investimentos.

² Disponibilizado por AGM Brasil Investimentos.

³ Disponibilizado por AGM Brasil Investimentos.

⁴ Disponibilizado por AGM Brasil Investimentos.

uma captação positiva de R\$ 20,6 bilhões em 2017, assim como os fundos multimercados, que apresentaram uma captação de R\$ 101 bilhões frente ao valor de R\$ 19,6 bilhões em 2016.

Sendo assim, com a expectativa de um maior equilíbrio da economia brasileira no longo prazo, com uma inflação estável e a queda dos juros reais, os investidores tendem a buscar mais os ativos de maior risco para otimizar seus ganhos. Ou seja, com o maior interesse dos investidores pelo mercado de renda variável, é indispensável que o investidor possua um processo de análise mais criterioso sobre a sua carteira de ações, para assim atingir uma rentabilidade superior aos dos indexadores da bolsa brasileira, na maioria das vezes, resumido ao Ibovespa.

Segunda Póvoa (2012, p. 4), a Escola Fundamentalista, considera que as informações do mercado são assimétricas, isto é, o preço de mercado dos ativos não reflete o seu valor justo. Ou seja, os seguidores da doutrina fundamentalista interpretam cada um de uma forma as informações disponibilizadas, resultando em diferentes mensurações de valor sobre o mesmo ativo, ou seja, justificando um mercado de oferta de compra e venda para cada ativo.

Segundo Damodaran (2007, p.6) o princípio fundamental de um investimento sólido é que o investidor não pague por um ativo mais do que ele vale. Então, para avaliar o valor justo do ativo, o autor apresenta três abordagens: (1) avaliação pelo fluxo de caixa descontado (avaliação intrínseca), que associa o valor de um ativo ao valor dos fluxos de caixas futuros trazidos à valor presente; (2) avaliação relativa, que busca precificar os ativos através de indicadores padronizados do mercado; e (3) avaliação por direitos contingentes, que precifica os ativos através de um modelo de precificação de opções. Diversos autores que tratam do tema, tais como, Póvoa (2012) e Damodaran (2007), afirmam que a utilização conjunta de mais de um método, principalmente, dos modelos de avaliação intrínseca e relativa (modelos mais difundidos entre os teóricos e o mercado), tornam as projeções mais assertivas. Segundo Póvoa (2012, p.295), as metodologias, se desenvolvidas de forma consistente, devem produzir resultados semelhantes.

Koller, Goedhart e Wessels (2015, p.5), argumentam que os mercados realizam um grande trabalho com as informações públicas, porém, não possuem omnisciência. Então, utilizando uma pequena analogia: se você for adquirir um apartamento e o vendedor omitir que existe um problema de vazamento quando a ducha é ligada, seria bem difícil (ou praticamente impossível) você ou mesmo um técnico especialista descobrir o problema, com isso, você estaria sobreavaliando o ativo. Ou seja, assim como você não consegue precificar as referências

que não possui ao comprar um imóvel, os mercados não podem precificar as informações que ele não detém, isto é, reforçando a tese cujos mercados não são eficientes. Ainda para Debastiani e Russo (2008, p. 13), existem múltiplos aspectos que podem afetar a valorização dos ativos existentes no mercado, ou melhor, variáveis de alta complexidade, altamente independentes e passíveis de alterações ao longo do tempo.

Para o cálculo do valor intrínseco será necessário projetar os fluxos de caixas futuros da empresa e, através de uma taxa de desconto, trazê-los a valor presente. Para isso, será realizada uma análise minuciosa dos fatores externos à indústria, ou seja, avaliando-se as características sociais que extrapolam o negócio das empresas pertencentes à indústria, além de compreender o nível e a estrutura da competição da indústria de locação de veículos, com o intuito de avaliar como esses aspectos influenciam as empresas inseridas na indústria.

Portanto, serão utilizadas duas abordagens para analisar como os fatores externos impactam a indústria: (1) a análise do macroambiente proposta por Kotler (2012, p.76-86), que examina os ambientes demográfico, econômico, natural, tecnológico, político/legal e cultural; e (2) a análise da estrutura competitiva proposta por Porter (1980, p.3), que busca identificar as questões-chave que determinam a força da competição e a rentabilidade da indústria da qual a organização se encontra. Essas cinco forças competitivas são: ameaça de novos entrantes; ameaça de produtos substitutos; poder de barganha com os fornecedores; poder de barganha com os compradores; e rivalidade entre as empresas existentes.

Este estudo também utilizará demonstrativos financeiros para realizar a avaliação relativa da empresa. Com isso, será realizada a análise horizontal e vertical dos demonstrativos da instituição, bem como a análise de indicadores financeiros, como indicadores de solvência, giro, endividamento, alavancagem financeira, margem financeira e retorno, consoante com a doutrina de Póvoa (2012, p. 62) e Matarazzo (2010, p. 86).

Com isso, o presente trabalho possui o intuito de realizar uma análise sobre a Localiza S.A., de forma a analisar tanto o negócio da organização como o ambiente externo a empresa, com a finalidade de encontrar o preço justo da empresa e se esse condiz com o preço atual de mercado, mediante a avaliação relativa por indicadores financeiros e o modelo de fluxo de caixa descontado.

A Localiza é a maior companhia da indústria de aluguel de veículos na América Latina. A empresa é a líder no setor de locação de carros e a segunda principal empresa do segmento de gerenciamento de frotas (com a fusão da Unidas e da Locamerica), além de atuar também

nas áreas de *franchising* e seminovos. Fundada em 1973 por Salim Mattar com uma frota de 6 fúscas, a Localiza encerrou o ano de 2017 com uma frota 194 mil carros e 588 agências espalhadas pelo Brasil e mais 6 países da América do Sul, atingindo um *market cap*⁵ de R\$ 18,4 bilhões em 08 de março de 2018.

Ademais, a companhia foi selecionada como objeto para a elaboração do presente trabalho por historicamente apresentar uma alta eficiência operacional e resultados financeiros sólidos, simbolizados por lucros recorrentes e uma robusta geração de caixa, bem acima dos números apresentados por seus concorrentes. A plataforma integrada da companhia (aluguel de veículos, gerência de frotas, *franchising* e seminovos) e o grande *market share*⁶ da empresa (maior do que os 3 principais competidores juntos), propiciam diversas vantagens competitivas para a Localiza.

Portanto, através da realização desta pesquisa, propõe-se encontrar a solução para a seguinte indagação: o preço justo das ações da Localiza S.A. condiz com o preço de mercado da ação no dia 13 de novembro de 2018, de R\$ 26,81?

⁵ Valor de mercado.

⁶ Grau de participação de uma empresa no mercado.

2. JUSTIFICATIVA

O presente estudo possibilitará identificar o preço justo para a ação da Localiza, com início em uma avaliação qualitativa e, posteriormente, quantitativa da companhia. Além disso, o parecer sobre a posição estratégica e as políticas da empresa, permitirá verificar se a visão da companhia está alinhada com os interesses dos seus acionistas. Ademais, o pensamento crítico relativo à estrutura competitiva e análise da indústria do setor de locação de automóveis, propiciará entender se as vantagens competitivas da empresa são duráveis, além de identificar potenciais novas possibilidades de negócio dentro do setor.

Também, o conhecimento crítico quanto a companhia e o setor por parte dos sócios e potenciais sócios, permitirá o questionamento junto aos controladores quanto a criação de valor para os acionistas minoritários. Analistas do mercado de capitais, estudantes e demais interessados em técnicas de precificação de ativos, poderão, através desse estudo, verificar estratégias de precificação que podem ser aplicáveis na busca pelo “valor justo” de outras empresas. Além disso, profissionais da indústria, ou potenciais profissionais que desejam integrar a indústria, poderão compreender melhor o setor e identificar possíveis oportunidades de investimento.

Com relação as limitações do trabalho, devido às restrições de informações, pela utilização somente de informações públicas e pela falta de conhecimento do planejamento estratégico da empresa. Isto é, pela não oportunidade de acesso a plataformas como Thomson Reuters, Bloomberg, além de relatórios especializados sobre a indústria de locação de automóveis, o acesso a informações e dados mais estratégicos da Localiza (e seus pares nacionais e internacionais) poderá ser limitado. Ou seja, restringindo a possibilidade de assunção de premissas mais claras na realização do presente estudo.

Ademais, o caráter público da pesquisa e a disponibilização irrestrita no espaço virtual, permitirá o acesso por todos os interessados no estudo.

3. REVISÃO TEÓRICA

3.1. ANÁLISE DO MACROAMBIENTE

Segundo Kotler, a análise do macroambiente se refere aos fatores externos e forças que influem o saber da companhia em desenvolver e manter relações de sucessos com o seu público-alvo. Com isso, devem ser analisados seis aspectos que intervêm na eficácia das empresas: demográfica, econômica, sociocultural, natural, tecnológica e político-legal.

Ademais, segundo Kotler (2012, p. 76), “as empresas bem-sucedidas reconhecem as necessidades e tendências não atendidas e tomam medidas para lucrar com elas”, ou seja, sendo relevante a diferenciação entre três questões: modismo, tendência e megatendências. Quanto ao modismo, é uma condição de necessidade momentânea, totalmente imprevisível e que não possui significado para sociedade. Sob outra perspectiva, a tendência apresenta certo grau de previsibilidade e é mais longa do que um modismo. E, no que se refere a megatendência, se define como uma enorme transformação sociocultural ou econômico-política, que se realiza de forma lenta, mas extremamente duradoura.

Ou seja, a análise do macroambiente é essencial para que a organização reconheça novas oportunidades de negócio, identifique potenciais ameaças, direcione o seu planejamento estratégico, entre outras contribuições.

3.1.1. Ambiente Demográfico

O principal desdobramento monitorado são as características da população. Essas características costumam sofrer desdobramentos de modo lento e gradual, ou seja, ocorrendo em um ritmo capaz de ser previsto. De acordo com Kotler (2012, p. 77), as questões essenciais a serem estudadas são “o que abrange o tamanho da população e a taxa de crescimento populacional de diferentes regiões; a distribuição das faixas etárias e sua composição étnica; os graus de instrução; os padrões familiares, e as características das diferentes regiões”.

Com relação ao crescimento da população, o aumento da população é um fator importantíssimo para o desenvolvimento de mercado, porém, apenas o crescimento populacional não é determinante para essa expansão, é necessário também um avanço na capacidade de compra para que o mercado evolua.

Na questão etária, segundo Kotler (2012, p.78), normalmente, os especialistas “costumam dividir a população em seis grupos: crianças em idade pré-escolar; crianças em idades escolar; adolescentes; adultos jovens (20 a 40 anos); adultos de meia-idade (40 a 65 anos); e idosos (mais de 65 anos). Além disso, de acordo com Kotler, devem ser observados com atenção os *cohorts*⁷, pois, situações singulares podem fixar os princípios morais de um grupo, influenciando as preferências e o hábito de compra dos indivíduos pertencentes ao grupo por toda a vida. Um grande exemplo de *cohorts* são os *baby boomers*⁸.

No que se refere a questão étnica, Kotler afirma que devem ser consideradas a composição étnica e racial da população. Assim sendo, muitas empresas direcionam seus produtos para um grupo étnico, generalizando os indivíduos em apenas um grupo de consumo. Entretanto, cada grupo étnico é constituído por indivíduos com preferências de consumo bem distintas, ou seja, não se deve generalizar demais esses grupos, visto que os mercados étnicos podem ser segmentados conforme os valores e comportamento de compra de cada subgrupo. Ademais, os mercados não se resumem unicamente a padrões étnicos e raciais, a diversidade origina enormes mercados potenciais, como o de portadores de deficiência ou de diferentes orientações sexuais.

Quanto ao grau de instrução, “a população de qualquer sociedade se divide em cinco graus de instrução: analfabetos; pessoas com ensino médio incompleto; pessoas com ensino médio completo; pessoas com ensino superior completo; e pós-graduados” (KOTLER, 2012, p. 79).

Em relação aos padrões familiares, a composição dos lares, tradicionais ou não, impactam as preferências e a capacidade de compra de cada lar, seja em produtos (ou serviços) essenciais seja em produtos (ou serviços) que buscam suprir realizações pessoais.

3.1.2. Ambiente Econômico

Para Kotler (2012, p. 80), “o poder de compra de uma economia depende da renda, dos preços, da poupança, do endividamento e da capacidade de crédito”. Além disso, segundo o autor, períodos de recessão econômica impactam diretamente nos negócios, “especialmente no caso de produtos dirigidos aos consumidores de alto poder aquisitivo e aos sensíveis aos

⁷ Grupos de indivíduos nascidos no mesmo período e que seguem pela vida juntos. (KOTLER, Kevin L., 2012, p. 78).

⁸ Geração dos nascidos após a 2ª Guerra Mundial até a metade da década de 1960.

preços”. Isto é, os aspectos relacionados a economia comportamental, distribuição de renda e condições econômicas-financeiras, afetam o processo de compra dos indivíduos.

3.1.3. Ambiente Sociocultural

O ambiente sociocultural pode ser segmentado em seis perspectivas: sobre si mesmo; com relação aos outros; às organizações; à sociedade; sobre a natureza; e em relação ao universo. Ademais, segundo Kotler (2012, p.82), outras características importantes a serem investigadas são a conservação dos valores culturais fundamentais e a existência de subculturas⁹.

3.1.4. Ambiente Natural

As preocupações relacionadas ao crescimento econômico e a deterioração do meio ambiente cada vez mais estão sendo inseridas na pauta das organizações (e sociedade como um todo). Muitas pessoas estão mudando os seus hábitos de consumo, dando preferências para produtos e serviços que sejam mais sustentáveis, ou seja, que protejam mais o meio-ambiente. Regulamentações ambientais estão atingindo fortemente diversos setores, demandando um enorme investimento em equipamentos mais eficientes e menos danosos ao meio ambiente, além de, muitas vezes, impossibilitar ou dificultar, a continuidade de atividades relevantes para as organizações.

3.1.5. Ambiente Tecnológico

De acordo com Kotler (2012, p. 85), “é importante acompanhar quatro tendências tecnológicas: o ritmo acelerado das mudanças; as oportunidades ilimitadas para a inovação; as variações nos orçamentos de P&D e a regulamentação sobre os avanços tecnológicos”. Para o autor, as principais tecnologias incentivam a expansão da indústria, permitindo uma maior eficiência corporativa tanto nos meios de produção como na parte relacionada a gestão. Com isso, os setores (e empresas) devem acompanhar o ambiente tecnológico, para não pagarem o

⁹ Grupos com valores compartilhados que surgem de suas experiências de vida ou circunstâncias especiais. (KOTLER, Kevin L., 2012, p. 82)

alto preço de se tornarem ultrapassadas e, conseqüentemente, serem esquecidas pelos seus consumidores.

3.1.6. Ambiente Político-Legal

“O ambiente político-legal é formado por leis, órgãos governamentais e grupos de pressão que influenciam várias organizações e indivíduos. Às vezes, essas leis criam novas oportunidades de negócio” (KOTLER, 2012, p. 86). Por outro lado, essas leis também podem decretar o fim de diversas empresas ou desestimular o desenvolvimento econômico. Segundo Kotler (2012, p. 86), “a legislação que regulariza os negócios tem três propósitos centrais: proteger as empresas da concorrência desleal; proteger os consumidores de práticas de negócio desleais; e cobrar das empresas os custos sociais gerados por seus produtos ou processos de produção”. Também, existem grupos de interesses especiais, que através da atividade de *lobby*¹⁰, buscam pressionar autoridades governamentais ou empresas, para, geralmente, manter seus direitos ou conquistar benefícios.

3.2. ESTRUTURA COMPETITIVA

Segundo Porter (2004, p. 3), a base do processo de concepção de uma estratégia competitiva é associar uma organização ao seu meio ambiente, sendo o principal aspecto do meio ambiente a indústria (ou indústrias) que a empresa disputa. Portanto, Porter define cinco forças competitivas básicas em uma indústria que estabelecem a dinâmica de competição entre as empresas: ameaças de novos entrantes; ameaça de produtos substitutos; poder de negociação dos fornecedores; poder de negociação dos compradores; e rivalidade entre os concorrentes.

¹⁰ Atividade de pressão de um grupo organizado em favor de seus interesses, tentando influenciar um tomador de decisão.

Ilustração 1 – Cinco Forças de Porter



Fonte: Porter (1980, p. 4)

Essas forças estabelecem o nível de concorrência e indicam o potencial de retorno de uma indústria. Indústrias mais competitivas possuem um potencial de lucro menor, por outro lado, indústrias menos competitivas apresentam um maior potencial de lucro para as empresas participantes. Por isso, é importante a identificação das cinco forças, visto que, de acordo com Porter (2004, p. 3), “o conjunto dessas forças determina o potencial de lucro final na indústria, que é medido em termos de retorno a longo prazo sobre o capital investido.” É importante destacar que a taxa de retorno da indústria servirá como determinante para a entrada ou saída de capital, sendo assim, na maioria das vezes, quanto maior a taxa de retorno, maior será o nível de entrada de capital, e maior será a concorrência dentro dessa indústria. ‘

Por fim, com a identificação do conjunto de forças competitivas da indústria, a empresa busca um melhor posicionamento estratégico na indústria, se protegendo de potenciais ameaças ou encontrando formas de maximizar o seu retorno. Com isso, Porter apresenta as características essenciais de cada uma das cinco forças competitivas.

3.2.1. Ameaça de novos entrantes

A ameaça de novos entrantes é o risco de que uma nova empresa ingresse no mercado, ou seja, fracionando mais o mercado, inflando os custos de produção e, conseqüentemente, ameaçando a rentabilidade da indústria. Segundo Porter (2004, p. 7), “a ameaça de entrada de uma indústria depende das barreiras de entradas existentes, em conjunto com a reação que o novo concorrente pode esperar da parte dos concorrentes já existentes”. Com isso, o autor

estabelece seis principais barreiras de entrada: economias de escala; diferenciação do produto; necessidades de capital; custos de mudança; acessos aos canais de distribuição e desvantagens de custo independentes de escala.

A economia de escala é uma concepção econômica de que os custos fixos são diluídos quanto maior o volume de um determinado produto, ou seja, reduzindo o custo médio total das unidades produzidas. Dessa forma, muitas vezes, as economias de escala dificultam o ingresso de novos entrantes, visto que exigem um grande investimento para a diluição dos custos ou a opção de entrada em baixa escala, mas com uma desvantagem de custo perante os concorrentes.

Quanto à diferenciação de produto, o autor se refere a lealdade que os consumidores possuem com as marcas já estabelecidas. Essa lealdade gera um custo de oportunidade para o consumidor, que, dificilmente, optará por outra alternativa sem um benefício claro. Com isso, criando uma barreira à entrada de novos entrantes.

No que se refere à necessidade de capital, significa que a indústria requer um alto investimento por parte de uma nova empresa interessada em ingressar no mercado. As indústrias pesadas e as indústrias que a parte de P&D ¹¹ é chave, ou seja, que geralmente demandam capital intensivo, normalmente possuem um *hedge*¹² natural contra a possibilidade de ingresso de novos candidatos nessas indústrias.

Os custos de mudança, de acordo com Porter (2004, p. 10):

São os custos que o comprador se defronta quando muda de um fornecedor para outro. [...] Se esses custos de mudança são altos, os recém-chegados precisam oferecer um aperfeiçoamento substancial em custo ou desempenho para que o comprador se decida a deixar um produto já estabelecido.

Ou seja, por exemplo, custos de treinamento dos colaboradores ou custos gerados pela incompatibilidade dos demais recursos com o novo produto (necessitando recursos adicionais para a adaptação podem criar custo de mudança em uma indústria.

Com relação aos canais de distribuição, o novo entrante precisa convencer o detentor do canal a distribuir o seu produto, o que pode ser extremamente complicado, principalmente, em indústrias que possuem opções restritas de canais. Assim, os novos entrantes precisam encontrar uma forma de persuadir os canais de distribuição ou, em alguns casos, desenvolver seus próprios canais para ultrapassar essa barreira.

¹¹ Pesquisa e desenvolvimento.

¹² Estratégia de proteção de riscos.

Por fim, as desvantagens de custo independentes de escala podem acontecer, segundo Porter (2004, p. 11), pois algumas “empresas estabelecidas podem ter vantagens de custos impossíveis de serem igualadas pelas entrantes potenciais, qualquer que seja o seu tamanho e as economias de escalas obtidas”. Essas desvantagens podem acontecer devido a uma tecnologia patenteada (ou *know-how*); facilidade no acesso às matérias-primas; localizações privilegiadas; subsídios; e curva de aprendizagem.

3.2.2. Rivalidade entre empresas existentes

Segundo Porter (2004, p.18), a rivalidade acontece devido a um ou mais competidores se sentirem pressionados ou enxergarem a oportunidade de melhorar o seu posicionamento. Sendo assim, os competidores utilizam diversas táticas: mudança de preços; investimento em publicidade e propaganda; inserção de novos produtos; e mais vantagens aos consumidores. Através desses movimentos, os concorrentes podem incitar ações de retaliação, o que provavelmente irá piorar a situação na indústria e prejudicará a rentabilidade da indústria como um todo no longo prazo.

Então, para Porter (2004, p. 18), a concorrência deriva do número de concorrentes do mercado; da velocidade de crescimento da indústria; dos custos fixos; do nível de diferenciação dos produtos; da capacidade de produção instalada; das diferenças entre os concorrentes; dos interesses estratégicos; e das barreiras de saída.

Quanto ao número de concorrentes, quanto maior o número de empresas competindo, mais complexo é o funcionamento da indústria, ou seja, mais difícil é a ação de acompanhar os movimentos dos seus pares. Com relação ao avanço da indústria, se a expansão da indústria é lenta, os competidores precisam disputar as frações do mercado, porém, quando o crescimento da indústria é alto, mesmo perdendo participação, as empresas conseguem aumentar suas receitas. Os custos fixos submetem as empresas a decisão de reduzir os seus preços, com a finalidade de utilizar melhor a sua capacidade ou com a finalidade de assegurar as vendas dos seus produtos, isto é, reduzindo os potenciais lucros.

O nível de diferenciação quando é baixo, aumenta o nível de competição, visto que a tomada de decisão do consumidor se baseará no preço ofertado. Por outro lado, uma maior diferenciação no produto, assegurará uma certa proteção sobre a competição na indústria. No que tange a capacidade instalada, grandes incrementos de produção podem fornecer economias

de escala, porém, acréscimos de produção excessivos, podem acarretar um grande prejuízo para a indústria, forçando-a a reduzir preços.

Quanto às divergências entre os concorrentes, elas contribuem para a competição nas indústrias. Segundo Porter (2004, p. 20), as diferenças podem dificultar o entendimento das ações entre os concorrentes sobre o funcionamento da indústria e, mais do que isso, diferentes metas e objetivos podem fazer com que as organizações operem de forma diferente e mensurem os seus resultados de forma distintas, com isso, algumas empresas podem aceitar uma taxa de retorno inferior às outras simplesmente por estratégia.

Os grandes interesses estratégicos impactam no funcionamento da indústria. Conforme o interesse estratégico de um grande competidor, tais como conquistar liderança mundial ou dominar o mercado latino-americano, irão impactar a dinâmica de concorrência da indústria.

Por fim, as barreiras de saída, são questões econômicas que podem fazer com que a empresa decida pela sua continuidade, mesmo que a sua taxa de retorno não seja atrativa, o alto custo de encerramento pode tornar a situação atual da empresa mais vantajosa.

3.2.3. Ameaça de serviços ou produtos substitutos

Os produtos substitutos são alternativas aos produtos já existentes no mercado.

Segundo Porter (2004, p. 24):

Os substitutos reduzem os retornos potenciais de uma indústria, colocando um teto nos preços que as empresas podem fixar com o lucro. Quanto mais atrativa a alternativa de preço-desempenho oferecida pelos produtos substitutos, mais firme será a pressão sobre os lucros da indústria.

É importante que as organizações determinem e monitorem os produtos substitutos existentes ou em desenvolvimento, para planejar o seu posicionamento e levar esses fatores em conta. Além disso, a ameaça de produtos substitutos é passível de ações conjuntas da indústria, com a finalidade de proteger a posição de todas as empresas da indústria contra o produto substituto.

3.2.4. Poder de negociação dos compradores

“Os compradores competem com a indústria forçando os preços para baixo, barganhando por melhor qualidade ou mais serviços e jogando os concorrentes uns contra os

outros – tudo à custa da rentabilidade da indústria” (PORTER, 2004, p. 26). Segundo Porter, a força dos compradores é intensa caso as seguintes premissas sejam validadas: o comprador é responsável por adquirir uma parcela significativa das vendas do vendedor; os produtos adquiridos pelo comprador têm relevância nos seus custos ou compras, ou seja, necessita minimizar os preços junto ao vendedor; os produtos que o comprador adquire são padronizados isto é, não apresentam grau de diferenciação; os custos de mudança são reduzidos; os lucros do comprador são apertados; o comprador possui integração vertical para trás; a mercadoria ou serviço da indústria não é relevante para a manutenção da qualidade dos serviços do comprador; e o comprador tem absoluto conhecimento sobre os dados do fornecedor.

3.2.5. Poder de negociação dos fornecedores

Assim como os compradores, os fornecedores também podem exercer pressão sobre as empresas pertencentes a uma indústria. Modificando aspectos dos produtos fornecidos, como o preço e o padrão de qualidade, grandes fornecedores conseguem afetar o retorno potencial de uma indústria. De acordo com Porter (2004, p. 29), um conjunto de fornecedores é forte se o seguinte se aplica: é conduzido por um número restrito de empresas e é mais condensado do que o setor para qual os seus produtos são comercializados; não necessita disputar a venda de suas mercadorias com outros produtos substitutos (dentro da mesma indústria); o volume de aquisição da indústria não é relevante para o fornecedor; o objeto de fornecimento é importante para o comprador; as mercadorias do grupo fornecedor são diferenciadas ou foram desenvolvidos custos de mudanças; e o conjunto de fornecedores é uma ameaça de integração vertical para frente.

3.2.6. O Governo como uma força na concorrência na indústria

Segundo Porter (2004, p. 30) “o governo, em todos os níveis, precisa ser reconhecido como uma influência potencial em muitos, se não em todos, aspectos da estrutura da indústria, tanto direta como indiretamente.” O governo pode influenciar a todos participantes de uma indústria através de suas políticas, ou seja, com a implementação de subsídios e regulamentações, podem estimular ou restringir a atuação das empresas.

3.3. ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

“A análise de demonstrações financeiras é uma habilidade essencial em trabalhos que envolvam gestão de investimentos, alocação de recursos, finanças corporativas, concessão de crédito, entre outros” (MÁLAGA, 2012, p. 21). Com isso, existem três demonstrações que devem ser analisadas: o balanço patrimonial, a demonstração de resultado e o demonstrativo de fluxos de caixa. O balanço patrimonial, de acordo com Málaga (2012, p. 27), demonstra o elo entre o ativo e passivo, ou entre as decisões de investimento e de financiamento nas empresas. A demonstração de resultado, segundo Matarazzo (2010, p. 30), é uma demonstração que indica os aumentos e reduções ocasionadas no Patrimônio Líquido pelas operações da empresa, compreendendo todas as receitas e despesas de forma ordenada conforme a natureza de cada lançamento. Por fim, o demonstrativo de fluxos de caixa, para Málaga (2012, p. 87), “o objetivo primordial do FDC¹³ é fornecer informações relevantes sobre a movimentação de entrada e saídas de caixa da empresa em um determinado período de tempo”.

3.3.1. Análise horizontal, vertical e de indicadores

A análise de demonstrações financeiras pode ser realizada através da análise de índices financeiros (indicadores) ou análise horizontal e vertical. Segundo Matarazzo (2010, p. 176), a análise vertical revela “a importância de cada conta em relação à demonstração financeira a que pertence, e através da comparação com padrões do ramo ou com percentuais da própria empresa em anos anteriores, possibilita inferir se há itens fora das proporções normais”, ou seja, é factível analisar a evolução da participação de cada conta ao longo do tempo. A análise horizontal, para Póvoa (2012, p. 66), “indica o crescimento de cada rubrica, facilitando ao analista compreender onde estão os pontos fortes e frágeis de cada empresa através dos anos”, ou seja, mostra o desenvolvimento de cada soma das demonstrações.

De acordo com Matarazzo (2010, p. 82), “os índices constituem a técnica de análise mais empregada. [...] A característica fundamental dos índices é fornecer visão ampla da situação econômica ou financeira da empresa”. Ainda, segundo Matarazzo, os indicadores são segmentados em grupos que expõem as condições econômico-financeiras da empresa. Os índices de estrutura de capital e liquidez, sinalizam a situação financeira; enquanto os índices de rentabilidade, indicam a situação econômica. Póvoa (2012, p. 40), também divide os índices, porém, em sete categorias: liquidez, alavancagem, margens, giro, rentabilidade, dividendos e endividamento.

¹³ Fluxo de caixa descontado.

3.3.2. Indicadores de liquidez

Os indicadores de liquidez são os índices utilizados para analisar a liquidez de uma empresa, isto é, verificar a capacidade de pagamento. Segundo Póvoa (2012, p. 43), a doutrina antiga dizia que os índices deveriam ser superiores a 1, porém, ainda segundo o autor, “é mais importante observar a evolução dos indicadores em relação ao passado da empresa e ao mercado do que necessariamente se fixar em um patamar absoluto”. Ou seja, não existe um número mágico, o valor ideal dependerá de diversos fatores, porém, no limite, quanto maior o índice, melhor. Para Póvoa, devem ser analisados os seguintes índices: índice de solvência de caixa (ou índice de liquidez imediata), índice de liquidez corrente, índice de liquidez seca e índice de liquidez geral.

O índice de solvência de caixa “mostra se a empresa tem dinheiro em caixa para liquidar, no ato, qualquer dívida de curto prazo” (PÓVOA, Alexandre., 2012, p. 40). Ele é alcançado através do quociente do caixa sobre o passivo circulante (trazido a valor presente).

$$\text{Índice de Solvência de Caixa} = \frac{\text{Caixa}}{\text{Passivo Circulante}}$$

O índice de liquidez corrente, segundo Málaga (2012, p. 113), esse “índice transmite uma sensibilidade sobre o poder da empresa em honrar suas obrigações no curto prazo, sob a premissa de continuidade de suas operações”. O indicador pode ser estabelecido mediante o quociente entre o ativo circulante e o passivo circulante.

$$\text{Índice de Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Cabe destacar que o índice mostra a capacidade de liquidação das suas obrigações nos próximos 12 meses (curto prazo), mas não especifica qual o prazo exato de liquidação dos seus passivos, além disso, a contabilização dos estoques pode esconder um potencial problema de capacidade de pagamento. Com isso, existe o índice de liquidez seca, que não considera os estoques para apurar o nível de liquidez da empresa. O indicador é estabelecido ao descontar os estoques do ativo circulante, realizando o quociente do resultado pelo passivo circulante.

$$\text{Índice de Liquidez Seca} = \frac{(\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques})}{\text{Passivo Circulante}}$$

Enfim, o indicador de liquidez geral mostra genericamente a relação entre o ativo total e o passivo total da empresa. Esse índice pode ser obtido pelo quociente entre a soma do ativo

total e do ativo realizável de longo prazo com a soma do passivo circulantes e do passivo exigível de longo prazo.

$$\text{Índice de Liquidez Geral} = \frac{(\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Realizável LP})}{(\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Exigível LP})}$$

3.3.3. Indicadores de giro

Segundo Póvoa (2012, p. 44), “os indicadores de atividade demonstram em que medida a empresa está conseguindo transformar seus ativos e/ou patrimônio em receitas (“giro”). Quanto mais altos os indicadores de giro, teoricamente mais eficaz se apresenta a companhia”. O autor apresenta os seguintes indicadores: giro do ativo; giro de contas a receber e prazo médio de recebimento; giro de contas a pagar e prazo médio de pagamento; giro de estoques e prazo médio de estoques; e ciclo de caixa.

O giro de ativo demonstra o potencial de geração de caixa da empresa. O índice pode ser obtido pela divisão das receitas operacionais pelo ativo médio total.

$$\text{Giro do Ativo} = \frac{\text{Receitas Operacionais}}{\text{Ativo Médio Total}}$$

Segundo Póvoa (2012, p. 45), “o giro de contas a receber que resulta no cálculo do prazo médio de recebimento indica a flexibilidade da companhia em relação a seus clientes. Quanto menor o giro de contas a receber, maior será o prazo médio de recebimento”. Ou seja, a meta da organização é ter o menor prazo possível no giro de contas a receber, visto que uma maior agilidade no recebimento resultará em um menor custo de oportunidade sobre o crédito concedido e uma menor probabilidade de inadimplência (quanto maior o prazo, maior a probabilidade de inadimplência).

$$\text{Giro de Contas a Receber} = \frac{\text{Receitas Operacionais}}{\text{Contas a Receber Médias}}$$

$$\text{Prazo Médio de Recebimento} = \frac{365}{\text{Giro de Contas a Receber}}$$

O giro de contas a pagar, obtido através da divisão entre as compras médias e a média das contas a pagar durante o ano, “demonstra o poder de barganha da companhia em reação a seus fornecedores. Quanto menor o giro de contas a pagar, maior será o prazo médio de pagamento e mais forte estará a empresa perante os fornecedores” (PÓVOA, 2012, p. 46).

$$\text{Giro de Contas a Pagar} = \frac{\text{Compras Médias}}{\text{Contas a Pagar Médias}}$$

$$\text{Prazo Médio de Pagamento} = \frac{365}{\text{Giro de Contas a Pagar}}$$

Cabe destacar que a diferença entre os prazos médios de pagamento e de recebimento, não deve apresentar uma diferença muito grande, caso isso aconteça, pode ser que a empresa venha a ter sérios problemas na administração do seu capital de giro. Porém, não existe uma referência a ser seguida, o prazo adequado se modifica conforme as características da indústria que a empresa está inserida.

O prazo médio de estoques trata sobre a administração de estoque de uma empresa. O indicador é estabelecido através da divisão entre 365 e o giro de estoque da empresa, resultante do cálculo do quociente do custo de mercadoria vendida pelo estoque médio. Segundo Póvoa (2012, p. 47), “o ideal é estar sempre vendendo e renovando o estoque rapidamente, o que certamente será uma fonte a menos de pressão sobre o capital de giro da empresa. A explicação dada poderia ser traduzida em somente um objetivo: redução do prazo médio de estoques.

$$\text{Giro de Estoques} = \frac{\text{Custo de Mercadoria Vendidas}}{\text{Estoque Médio}}$$

$$\text{Prazo Médio de Estoques} = \frac{365}{\text{Giro de Estoque}}$$

Por fim, segundo Póvoa (2012, p. 48), “o ciclo de caixa representa o tempo decorrido entre o momento do pagamento das compras (matéria-prima), fornecedores, e recebimento dos recursos da venda do produto final”. Quanto menor o prazo de ciclo de caixa, maior será a disponibilidade de recursos para a empresa.

$$\text{Ciclo de Caixa} = \text{PM de Estoques} + \text{PM de Recebimento} - \text{PM de Pagamento}$$

3.3.4. Indicadores de margens financeiras

As margens financeiras mostram o impacto dos resultados bruto, operacional e líquido sobre a receita líquida da empresa. Os indicadores de margem financeiras são três: margem bruta, margem operacional e margem líquida. A margem bruta, pode ser obtida pelo quociente entre o lucro bruto e a receita líquida, ela mostra, no limite, o resultado da atividade produtiva da empresa, ou seja, mostra a eficácia da empresa no processo de produção. Já a margem

operacional, é definida através da divisão entre o lucro operacional e a receita líquida, isto é, ela indica a eficiência operacional da empresa. Por último, a margem líquida, que é estabelecida mediante a relação entre o lucro líquido e a receita líquida, demonstra qual a participação do montante remanescente para a empresa após a realização de todas as deduções sobre a receita líquida, ou seja, no limite, indica o valor que sobra para os sócios da empresa.

$$\text{Margem Bruta} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita Líquida}}$$

$$\text{Margem Operacional} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Receita Líquida}}$$

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}}$$

De acordo com Póvoa (2012, p. 49):

As margens comprovam as características de uma indústria, seja por monopólio (legal ou conquistado), seja por real diferenciação (qualidade, nome, etc). A decisão empresarial entre vender mais por menos ou vender menos por mais dependerá basicamente do negócio e da estratégia a ser seguida.

3.3.5. Indicadores de retorno

Segundo Póvoa (2012, p. 53), “a maximização consistente no retorno obtido por uma empresa, [...] é o objetivo principal de qualquer negócio. Compreender a evolução [...] dessa classe de indicadores deve ser o foco, visto que aqui se encontra o cerne da geração de valor”. Na ótica financeira, os credores também têm participação no lucro operacional, dado que a estrutura de capital da empresa é composta tanto por capital próprio como capital de terceiros. Assim, no limite, o lucro operacional não pertence somente aos acionistas, mas também aos credores da empresa. Por outro lado, “o lucro líquido e o patrimônio líquido pertencem somente aos acionistas, já que, nesse ponto, todas as despesas financeiras já foram pagas aos credores” (PÓVOA, Alexandre, 2012, p. 53). Com isso, o lucro líquido sendo distribuído para os acionistas ou reinvestido nas operações conforme a política de cada empresa. Sendo assim, existem dois indicadores principais: retorno sobre o ativo (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE).

O retorno sobre o ativo, que é a relação entre o lucro operacional após a dedução dos tributos e o ativo médio, segundo Póvoa (2012, p. 53), “mensura a rentabilidade dos recursos aplicados pelos acionistas da empresa e deve ser sempre comparado ao chamado custo médio

ponderado de capital, que é a média ponderada entre o custo da dívida e o custo do capital próprio”.

$$\text{Retorno sobre o Ativo} = \frac{\text{Lucro Operacional} (1 - t)}{\text{Ativo Médio}}$$

O ROE é a divisão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido médio da empresa. De acordo com Póvoa (2012, p. 54), “o retorno sobre o patrimônio líquido mede a rentabilidade dos recursos aplicados pelos acionistas da companhia”.

$$\text{Retorno sobre o PL} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}$$

3.3.6. Indicadores de endividamento

Segundo Póvoa (2012, p. 57), os indicadores de endividamento “demonstram não somente o tamanho relativo da dívida dentro da empresa, como também a qualidade da dívida (prazos e indexadores do passivo)”. Conforme Póvoa, cinco são os indicadores de endividamento: endividamento financeiro, participação de capital, endividamento de curto prazo, endividamento de longo prazo, e índice de cobertura de juros. Além disso, considerado por muitos o mais importante índice de endividamento, o indicador dívida líquida sobre o Ebitda ¹⁴ busca verificar quantos ciclos operacionais seriam necessários para a liquidação de sua dívida líquida, ou seja, desse modo, seria possível identificar a capacidade de abatimento da dívida bruta da empresa deduzida pelo caixa e equivalentes de caixa.

$$\text{Nível de Endividamento} = \frac{\text{Dívida Bruta} - \text{Caixa ou equivalente de caixa}}{\text{EBITDA}}$$

O índice de endividamento financeiro é estabelecido através da relação entre a dívida total e a soma da dívida total com o patrimônio líquido.

$$\text{Endividamento Financeiro} = \frac{\text{Dívida Total (Empréstimos CP e LP + Debêntures)}}{\text{Dívida Total + Patrimônio Líquido}}$$

O resultado do índice acima é essencial para encontrar qual é a participação do capital próprio sobre a dívida total da empresa. O índice é resultado de toda a parcela restante da dívida, que o índice de endividamento financeiro não cobre.

¹⁴ EBITDA, ou Lajida, é o lucro da empresa antes dos juros, impostos, depreciação e amortização, isto é, o resultado operacional da empresa.

$$\textit{Participação do capital próprio} = 1 - \textit{Endividamento Financeiro}$$

Os índices de endividamento de curto prazo e longo prazo buscam mostrar qual o perfil de vencimento da dívida pertencente a companhia. No limite, quanto mais alongada a dívida, melhor será a folga de caixa da empresa.

$$\% \textit{ de Endividamento de Curto Prazo} = \frac{\textit{Endividamento de Curto Prazo}}{\textit{Endividamento Total}}$$

$$\% \textit{ do Endividamento de Longo Prazo} = 1 - \textit{Endividamento do Curto Prazo}$$

Por fim, segundo Málaga (2012, p. 126), “o índice de cobertura de juros, mensura a capacidade da empresa em honrar o serviço de dívida, isto é, as despesas financeiras decorrentes do endividamento”.

$$\textit{Índice de Cobertura de Juros} = \frac{\textit{Lucro Operacional}}{\textit{Resultado Financeiro}}$$

3.3.7. Indicadores de alavancagem

Segundo Póvoa (2012, p. 59), os indicadores de alavancagem “demonstram como o controlador da empresa está mantendo a relação entre capital próprio e capital de terceiros e como está conseguindo transformar esses recursos entre ativos”. Para Póvoa, existem dois principais indicadores de alavancagem: multiplicador de capital próprio e multiplicador de capital de terceiros.

O multiplicador de capital próprio é a relação entre o total de ativos e o patrimônio líquido.

$$\textit{Multiplicador de Capital Próprio} = \frac{\textit{Total de Ativos}}{\textit{Patrimônio Líquido}}$$

Já o multiplicador de capital de terceiros é definido através da relação entre o total de ativos e o capital de terceiros (dívidas financeiras de curto, médio e longo prazo).

$$\textit{Multiplicador de Capital de Terceiros} = \frac{\textit{Total de Ativos}}{\textit{Capital de Terceiros}}$$

3.3.8. Indicadores de imobilização do patrimônio líquido

De acordo com Póvoa (2012, p. 60),

O índice de imobilização do patrimônio líquido “mede o quanto do capital está comprometido em ativos fixos, normalmente de menor liquidez. É um indicador importante, pois dá sinais sobre a redução/ampliação do financiamento à necessidade de capital de giro da empresa; seu crescimento excessivo pode trazer preocupações em termos de solvência.

$$\text{Imobilização do Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Ativo Imobilizado}}{PL}$$

3.4. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Para avaliar o valor justo de uma empresa, existem dois métodos principais: avaliação relativa (por múltiplos) e a avaliação por fluxo de caixa descontado. Segundo Damodaran (2007, p. 163), “na avaliação relativa, o objetivo é avaliar um ativo com base na forma como ativos similares são precificados correntemente pelo mercado”. Ou seja, o valor justo do ativo é obtido através da análise do preço de mercado de ativos comparáveis. Por outro lado, o método de avaliação por fluxo de caixa descontado, de acordo com Damodaran (2007, p. 163), busca “identificar o valor de um ativo, considerando-se o seu fluxo de caixa, crescimento e característica de risco”. Isto é, através da projeção dos fluxos de caixas futuros a valor presente, se pretende estimar o valor intrínseco do ativo. Além disso, o autor destaca que caso ambas as formas de precificação estejam estimando o ativo de forma correta, os preços encontrados nos dois métodos utilizados devem convergir.

3.4.1. Avaliação relativa

A avaliação relativa pressupõe que ativos que possuem as mesmas características devem ser comparados entre si. Segundo Damodaran (2007, p. 163), interessados em adquirir imóveis analisam os preços pagos em imóveis semelhantes para auxiliar no processo de formação do preço do imóvel, ou seja, de acordo com o autor, o mesmo deve ser realizado por um investidor para verificar o preço justo de determinado ativo.

De acordo com Martelanc, Pasin e Pereira (2010, p. 183):

Esse método pressupõe que o valor de uma empresa pode ser estimado em função dos múltiplos de outras empresas (empresas comparáveis). Assim, o valor da empresa A dividido por um indicador de referência – que pode ser o lucro dessas empresas – gerará um múltiplo que poderá ser aplicado ao lucro da empresa B para obter seu valor.

Sendo assim, os autores estabelecem três principais índices do mercado acionário: o índice preço/lucro (múltiplo de lucro); o índice preço/patrimônio (múltiplo de valor patrimonial); e o índice valor empresarial/ebitda (múltiplo de ebitda).

O múltiplo de lucro é obtido através do valor da ação dividido pelo lucro por ação, ou mediante o quociente entre o valor de mercado e o resultado líquido da empresa. No limite, esse múltiplo mostra o prazo estimado em que os acionistas vão recuperar o valor investido no ativo. Sendo assim, quanto menor o índice, mais rápido o investidor irá reaver o seu dinheiro. Porém, é importante destacar que não se pode verificar esse índice de forma isolada, indústrias possuem números distintos (rentabilidade, riscos, entre outros), ou seja, se deve utilizar o indicador em conjunto com outros dados para que não ocorram interpretações precipitadas sobre o seu resultado.

$$\text{Múltiplo de Lucro} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Resultado Líquido}}$$

Segundo Pasin, Martelanc e Pereira (2010, p. 206), o múltiplo de valor patrimonial é uma forma de mensurar quanto os investimentos realizados pelos acionistas (ao longo do tempo), a preço de custo de aquisição, estão valorizados, contribuindo na análise sobre a supervalorização ou valorização de ativos de indústrias semelhantes ou distintas. Ainda, para os mesmos autores, o múltiplo pode ser utilizado também para empresas que apresentam prejuízos, desde que esse prejuízo não afete o patrimônio líquido, o tornando negativo. De forma geral, quanto menor o valor do múltiplo (em comparação com a média dos seus pares), mais subvalorizado tende a estar o ativo. Esse múltiplo pode ser obtido pelo quociente do valor de mercado pelo patrimônio líquido.

$$\text{Múltiplo de Valor Patrimonial} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

O principal múltiplo de EBITDA é obtido através do quociente do valor da firma¹⁵, que é a soma do valor de mercado¹⁶ e a dívida líquida¹⁷, pelo resultado antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA). Ou seja, o múltiplo de EBITDA suprime os impactos resultantes dos principais itens que não influem o caixa (depreciação e amortização de ativos), da estrutura de capital e de amortizações ou empréstimos.

$$\text{Múltiplo de EBITDA} = \frac{(\text{Valor de Mercado} + \text{Dívida Líquida})}{\text{EBITDA}}^{18}$$

¹⁵ Valor da firma (ou *entreprise value*) = Valor de mercado (ou *equity*) + dívida – caixa e equivalentes

¹⁶ Valor de mercado = N° total de ações x preço por ação.

¹⁷ Dívida líquida = Dívida bruta – Caixa e equivalentes

¹⁸ EBITDA = Resultado Operacional + Depreciação e Amortização

Ademais, de acordo com Martelanc, Pasin e Pereira (2010, p. 196), a alta discrepância nos valores de múltiplos e indicadores financeiros das empresas, podem distorcer o resultado da avaliação relativa. Portanto, os autores, com base em estudos realizados por Damodaran, estabelecem que devem ser utilizados múltiplos medianos, com o objetivo de minimizar a influência de múltiplos muito altos ou muito baixos no processo de análise. Por fim, Martelanc, Pasin e Pereira (2010, p. 202), salientam que para a obtenção de um melhor resultado na utilização dos múltiplos, se deve empregar os dados projetados por diversos atores sobre os itens analisados (valor de mercado, dívida líquida, EBITDA e resultado líquido), por apresentar uma menor margem de erro.

3.4.2. Avaliação por fluxo de caixa descontado

O método de avaliação por fluxo de caixa descontado “está fundamentado na ideia de que o valor de uma empresa está diretamente relacionado aos montantes e às épocas em que os fluxos de caixa operacionais estarão disponíveis para distribuição” (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010, p. 14). Sendo assim, o modelo permite que o investidor encontre o valor justo das ativos pela análise do fluxo de caixa livre da empresa descontado pelo seu custo médio de capital.

Esse modelo de avaliação possui basicamente três etapas: projetar os fluxos de caixa futuros; construir a taxa de desconto e trazer os fluxos a valor presente pela taxa de desconto estabelecida. Quanto ao fluxo de caixa, ele pode ser segmentado em duas partes: os fluxos de caixas projetados para um determinado período e um valor terminal ao final do período estimado.

$$\text{Valor da Empresa} = \sum \frac{FCF_n}{(1 + WACC)^n} + \frac{\text{Valor terminal}_n}{(1 + WACC)^n}$$

Segundo Martelanc, Pasin e Pereira (2010, p. 28), o fluxo de caixa livre da empresa (FCLE) “é obtido a partir do lucro operacional líquido do imposto de renda (NOPAT), mais depreciação e amortização (D&A), menos investimentos em ativos permanentes (CAPEX) e em capital de giro (Δ Capital de Giro)”.

$$FCFF = NOPAT + D\&A - \text{Variação de Capital de Giro} - CAPEX$$

$$NOPAT = \text{Resultado Operacional} \times (1 - \text{Alíquota de Imposto Marginal})$$

$$\text{Capital de Giro} = \text{Ativo Circulante} - \text{Passivo Circulante}$$

3.4.2.1. Definição das premissas

De acordo com Martelanc, Pasin e Pereira (2010, p. 64), “os cenários alternativos para a avaliação de empresas contemplam diferentes premissas para receitas, custos e despesas, novos investimentos e taxa de desconto (os principais *value drivers*¹⁹ de uma empresa)”.

O primeiro fator é relativo as receitas. A projeção das receitas deve seguir dois principais cenários: o crescimento histórico da empresa ou o crescimento do setor projetado por especialistas. O segundo fator a ser analisado são os custos e as despesas, de acordo com Martelanc, Pasin e Pereira (2010, p. 65), “diversas premissas podem nortear a projeção dos custos e das despesas, tais como preço das matérias-primas, quantidades produzidas, eficiência da produção, maquinários utilizados, custo da mão de obra, energia e serviços prestados, etc.”. Ou seja, no limite, se pode afirmar que os custos fixos crescem e devem previstos conforme a expansão das receitas. Por fim, se existem novos investimentos, segundo os autores, se deve projetar os investimentos necessários para a expansão da empresa, e não somente observar os investimentos realizados no passado.

Com relação a alíquota de imposto, Damodaran (2007, p. 63) estabelece que deve ser utilizada a alíquota efetiva nas projeções realizadas, isto é, considerando a alíquota de 34% (valor médio do IR pago pelas empresas no Brasil).

3.4.2.2. Avaliação do valor da perpetuidade

Para se definir como será realizado o cálculo do valor presente da perpetuidade, é necessário antes estabelecer quantos estágios serão utilizados para a projeção do fluxo de caixa. Estágios são períodos pelos quais as empresas passam normalmente até atingir a sua maturidade. Esse período de maturação pode ir, de forma geral, de um a quatro estágios, ou seja, de empresas que já alcançaram o estágio de maturidade até empresas que estão na fase inicial e ainda possuem uma longa trajetória para alcançar a sua maturidade.

De acordo com Póvoa (2012, p. 115), o cálculo da perpetuidade pode ser realizado da seguinte forma:

¹⁹ Itens de geração de valor.

$$Perpetuidade = \frac{FCF_{n-1} \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Outra forma de calcular o valor da perpetuidade é através do *exit multiple method*. Esse método consiste em calcular o valor terminal através da multiplicação de um múltiplo de saída (representado, na maioria das vezes, pelo EV/EBITDA) pelo valor projetado do EBITDA no último ano da projeção. Em geral, são analisados os múltiplos dos pares da indústria da empresa analisada, extraindo-se a média ou a mediana do múltiplo para a utilização no modelo e, conseqüentemente, apurando-se o valor terminal.

$$Perpetuidade = \frac{EV}{EBITDA} \times EBITDA \text{ (último ano da projeção)}$$

3.4.2.3. Taxa de desconto

Para o cálculo do fluxo de caixa, de forma geral, se utiliza como taxa de desconto o custo médio ponderado de capital. Segundo Póvoa (2012, p. 231), “o WACC será usado para se descontar o chamado fluxo de caixa para a firma ou empresa. O WACC reflete a composição ponderada do custo do capital próprio e da dívida, de acordo com suas participações no total”.

$$WACC = \left(\frac{\text{Valor de Mercado}}{(\text{Valor de Mercado} + \text{NPV da Dívida})} \right) \times Ke + \left(\frac{\text{NPV da Dívida}}{(\text{Valor de Mercado} + \text{NPV da Dívida})} \right) \times Kd \times (1 - t)$$

ou

$$WACC = We^{20} \times Ke^{21} + Wd^{22} \times Kd^{23} \times (1 - t), \text{ onde } t \text{ é alíquota média do IR}$$

O net present value (NPV) da dívida é o valor presente de toda a dívida caso fosse possível liquidá-la de forma integral. Entretanto, segundo Póvoa (2012, p. 231), como no Brasil o mercado secundário de dívida privada não apresenta liquidez, deve-se utilizar o valor contábil como referência. Além disso, para o cálculo da taxa de desconto, devem ser considerados dois benefícios fiscais: (i) benefício fiscal sobre o pagamento dos juros da dívida, visto que ele é dedutível do lucro passível de tributação; e (ii) benefício dos juros sobre capital próprio que existe no Brasil.

²⁰ We = Patrimônio Líquido / (Dívida Total + Patrimônio Líquido).

²¹ Custo de capital próprio.

²² Wd = Dívida Total / (Dívida Total + Patrimônio Líquido).

²³ Custo de capital de terceiros.

Com relação à estrutura de capital da empresa, ela pode se dar através do capital de terceiros ou próprio. O custo de capital de terceiros (ou custo da dívida) é o custo médio ponderado das dívidas atuais e das possíveis dívidas contraídas no futuro. Por outro lado, o custo de capital próprio é a taxa de retorno que os investidores demandam para realizar um investimento em um ativo. O custo de capital da empresa é composto parte pelo risco não diversificável e parte pelo risco diversificável.

$$Ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

O risco não diversificável é representado pela taxa livre de risco (Rf). A parte que diz respeito ao risco diversificável, é aquela em que o retorno esperado do ativo (Rm) descontada pela taxa livre de risco (Rf), é acertado pelo beta (β).

De acordo com Póvoa (2012, p. 193), “o beta representa o coeficiente angular de uma regressão, que visa quantificar o grau de variação de determinado ativo em função da variação de outro ativo”.

$$\beta = \frac{cov(Ri, Rm)}{\sigma^2}$$

Por fim, conforme estabelecido por Damodaran (2007, p. 34), deve ser utilizado um beta normalizado do setor, que é obtido através da alavancagem do beta desalavancado na estrutura de capital da empresa.

$$\beta_l = \beta_u \times \frac{Dívida Líquida}{Valor de Mercado} \times (1 - T)$$

Com isso, pode se observar que o custo da dívida da empresa é obtido mediante a média ponderada dos custos da dívida de terceiros e da dívida dos acionistas.

4. OBJETIVOS

4.1. OBJETIVO GERAL

Verificar se o valor atual da ação da empresa é justo, ou seja, se a empresa representa uma boa oportunidade de investimento em novembro de 2018. A análise do macroambiente e do posicionamento competitivo da empresa, buscam fundamentar as premissas aplicadas nos modelos e diminuir a incerteza sobre o preço-justo obtido.

4.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- i) Analisar o negócio da empresa e a indústria de locação de veículos;
- ii) Analisar os dados do macroambiente;
- iii) Analisar os dados da estrutura competitiva;
- iv) Analisar as demonstrações financeiras;
- v) Definir as premissas a serem utilizadas nos métodos de precificação de ativos;
- vi) Empregar os modelos de avaliação relativa e fluxo de caixa descontado; e
- vii) Analisar o valor obtido entre os dois modelos e estabelecer o valor justo da ação da companhia em novembro de 2018.

5. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Com o objetivo de avaliar o preço justo da ação da Localiza S/A será realizada, primeiramente, uma pesquisa exploratória. Segundo Gil (2008, p. 27), esse tipo de pesquisa “tem como principal finalidade desenvolver, esclarecer e modificar conceitos e ideias, tendo em vista a formulação de problemas mais precisos ou hipóteses pesquisáveis para estudos posteriores”. Para atingir os objetivos propostos, o presente trabalho foi segmentado em quatro principais etapas: análise do macroambiente; análise da estrutura competitiva e das forças internas e externas; modelagem financeira; e mensuração do risco da decisão de tomada de investimentos.

Inicialmente, serão coletados dados públicos disponibilizados por alguns *players*²⁴ do mercado financeiro (relatórios macroeconômicos), Banco Central do Brasil (Boletim Focus), Anbima (Boletim de Mercado de Capitais), IBGE (Censo 2010), Associação Brasileira das Locadoras de Automóveis (publicações), Euromonitor (relatórios setoriais e de tendências de consumo), e empresas do setor (Localiza, Movida e Unidas). A utilização dessas fontes de informações permitirá a análise do negócio da Localiza e de sua governança corporativa, da mesma maneira que, posteriormente, a apresentação de um panorama geral da indústria de locação de veículos no Brasil. Após isso, essas informações possibilitarão a compreensão das forças que afetam o macroambiente em que a empresa se localiza: demográficas; econômicas; tecnológicas; ecológicas; socioculturais; e políticas-legais. Ademais, serão utilizados materiais informativos disponíveis na área de relacionamento com investidores da empresa (e das companhias concorrentes), tais como demonstrativos financeiros, fatos relevantes e apresentações institucionais, com base nos resultados divulgados até o terceiro trimestre de 2018. Esses dados, depois de consolidados, juntamente com as demais informações públicas relevantes sobre o tema, contribuirão para a análise da estrutura competitiva da indústria e das forças internas e externas da empresa, analisando-se o impacto sobre a empresa analisada, seus principais concorrentes e o demais *players* da indústria. E, mais do que isso, servirão como base para a construção das premissas utilizadas nos modelos de precificação. Nessa etapa, serão trabalhados os seguintes pontos: análise do desempenho histórico dos principais dados econômico-financeiros da empresa; avaliação relativa (por múltiplos) para determinação do valor justo da empresa; construção das premissas com base na análise qualitativa prévia do setor, empresa e macroambiente; projeção dos fluxos de caixas futuros; estimativa do custo

²⁴ Empresas.

médio ponderado de capital da empresa; estimativa do valor terminal através de dois métodos (*perpetuity growth method e exit multiple method*); cálculo do valor justo da empresa através do FDC mediante a média dos valores encontrados pelos dois métodos de projeção do valor terminal; e análise de sensibilidade do valor justo pela variação dos principais *inputs* do modelo.

Então, após a análise do valor da empresa através dos métodos de avaliação por múltiplos e fluxo de caixa descontado, será possível concluir se a empresa é (ou não) uma boa oportunidade de investimento hoje, ou seja, em novembro de 2018.

6. ANÁLISE DOS DADOS

6.1. A EMPRESA

6.1.1. Descrição do Negócio

A Localiza é a principal empresa de aluguel de veículos na América Latina, sendo líder no segmento de aluguel de carros e a segunda maior empresa do segmento gestão de frotas (atrás da Unidas após a fusão com a Locamerica). Isso se deve muito às vantagens competitivas que a empresa apresenta nas quatro etapas do ciclo do seu negócio (captação de recursos, aquisições, aluguéis e vendas), que geram um grande valor para a companhia.

Fundada em 1973, em Belo Horizonte, a empresa iniciou a sua operação apenas com 6 fuscas usados. Porém, sua política de expansão permitiu que, em 1981, a Localiza se tornasse a líder no mercado de aluguel de carros (em número de agências). Então, em 2005, a empresa solicitou o registro de companhia aberta junto à CVM, abrindo seu capital na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), e ingressando no principal nível de governança das empresas listadas na Bovespa, o Novo Mercado. Ou seja, fazendo parte da lista de empresas negociadas que possuem o maior nível de transparência e respeito aos acionistas (mediante o cumprimento de regras predeterminadas). A Localiza opera, especialmente, no Brasil, mas também possui agências em 8 países da América Latina (Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Paraguai, Peru e Uruguai).

A plataforma de negócios da Localiza é dividida em quatro segmentos (conforme pode ser observado no Quadro 1).

Quadro 1 – Plataforma de Negócios Localiza

Aluguel de Carros	Gestão de Frotas
156.436 carros 8,3 milhões de clientes 395 agências 4.788 colaboradores	51.236 carros 1.404 clientes 304 colaboradores
Franchising	Seminovos
14.505 carros 127 agências no Brasil 61 agências no exterior 33 colaboradores	48% vendido a consumidor final 101 lojas 67 cidades 1.317 colaboradores

Fonte: Localiza (2018)

A divisão de aluguel de carros representa 66% do EBIT no 3Q18. Essa divisão é responsável por alugar carros para indivíduos e empresas, em aeroportos ou fora de aeroportos. Além disso, essa divisão pode ser segmentada em três áreas: lazer, corporativo e *replacement*. A divisão de aluguel de carros (ou *rent a car*) possui uma frota total de cerca de 156 mil carros distribuídos em 395 agências localizadas em 360 cidades ao redor do Brasil. A frota da divisão é padronizada e renovada em ciclos de um ano, ou seja, demandando um alto nível de capital para suportar a operação. As tarifas dessa divisão, geralmente, são superiores às tarifas da divisão de gestão de frotas, embora, as taxas de utilização historicamente sejam mais baixas.

A divisão de gestão de frotas (ou *fleet rental*) corresponde à 34% do EBIT no 3Q18, com uma frota total de mais de 51 mil carros e uma base de 1404 clientes. Essa divisão gerencia a frota, terceirizada, dos clientes, geralmente, de pequeno e médio porte, em contratos que tem duração média entre dois e três anos. A taxa de utilização desse segmento é de praticamente 100%, que somada aos baixos custos de operação, se traduzem em altas margens operacionais. Além disso, ao contrário da divisão de aluguel de carros, que possui uma frota altamente padronizada, a divisão de gestão de frotas customiza seus veículos de acordo com a demanda dos clientes.

Já a divisão de seminovos comercializa os carros usados, especialmente, para o consumidor final após o aluguel, estimando o valor residual dos carros. Ou seja, é uma área de suporte, mas extremamente importante para a perenidade da empresa. Essa área corresponde a 57% das receitas brutas consolidadas da empresa, mas por cerca de 0% do EBIT no 3Q18 (visto que ela deduz das receitas operacionais). A Localiza utiliza essa divisão para fortalecer o seu fluxo de caixa, visto que a empresa demanda um capital intensivo para renovar a sua frota com frequência, ou seja, a disponibilidade de um forte caixa para a sua operação. Além disso, o *know how* da empresa sobre o mercado de carros novos e usados somado a baixa dependência de intermediários, se resume na redução da depreciação da frota pela empresa.

Por fim, a divisão de *franchising* mesmo sendo menor (quando comparada as outras divisões), possui uma função estratégica muito importante, visto que o objetivo dela é expandir a rede ao redor da América Latina. Com a concessão de direitos de exploração da marca por períodos de cinco anos em locais ainda não explorados pela Localiza, essa divisão possui uma alta rentabilidade, porém, devido ao seu tamanho, possui um pequeno impacto no resultado da

empresa. A divisão de *franchising*, no 3Q18, apresenta uma frota de 14,5 mil carros distribuídas em 118 agências (127 agências no Brasil e 61 agências no exterior).

Além das quatro divisões, para compreender melhor o que leva a Localiza a liderar o mercado, é importante observar alguns pontos do ciclo operacional e de demais naturezas que agregam valor ao negócio da empresa: captação de recursos, poder de barganha, capilaridade, depreciação, marca e parcerias.

A empresa apresenta um poder de financiamento do capital intensivo muito melhor do que os seus concorrentes. Isso se deve a melhor classificação de crédito do setor, como pode ser visto no Quadro 2, especialmente, devido aos seus demonstrativos financeiros considerados extremamente confiáveis pelo mercado. Quando comparada com seus pares, em média, a Localiza consegue captar seus recursos a uma taxa 3% inferior do que os seus concorrentes. O custo da dívida apresentado no quadro abaixo, refere-se as captações com *duration*²⁵ aproximada de 5 anos realizadas em 2018 pelas três principais empresas da indústria no Brasil.

Quadro 2 – Rating das Principais Empresas da Indústria de RaC

Internacional	Localiza	avis budget	Hertz
S&P	BB+	BB	B+
Moody's	Ba2		
Fitch	BB		

Nacional	Localiza	Movida	Unidas
S&P	brAAA		brAA
Moody's	Aa1.br		
Fitch	AAA (bra)	A+ (bra)	AA (bra)

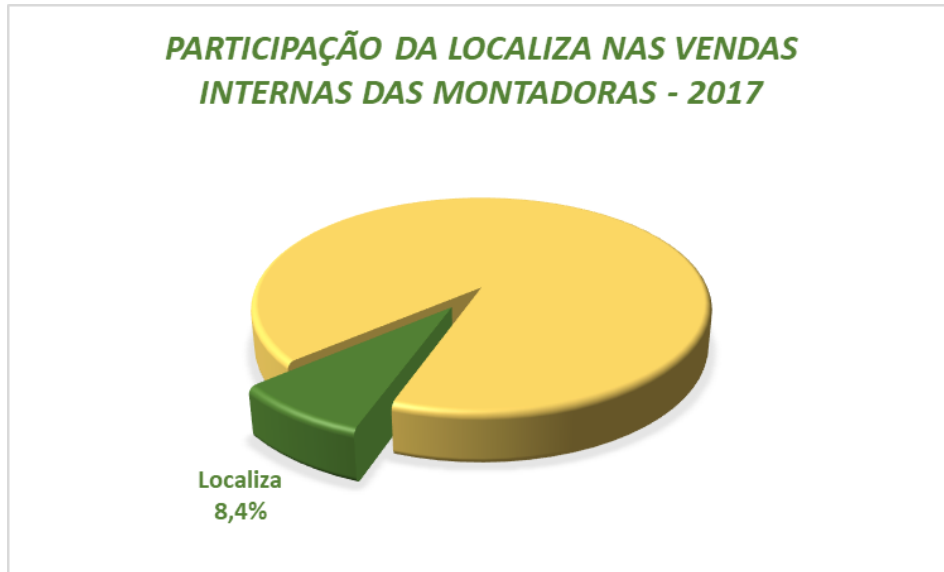
	Localiza	Movida	Unidas
Custo da Dívida	107,90%	121%	110,60%

Fonte: Localiza, Unidas, Movida, Fitch e S&P (2018)

O poder de barganha da Localiza quando adquire novos veículos é considerável. Em 2017, as aquisições da companhia totalizaram 8,7% das vendas totais internas das grandes montadoras (Gráfico 1).

²⁵ Duração.

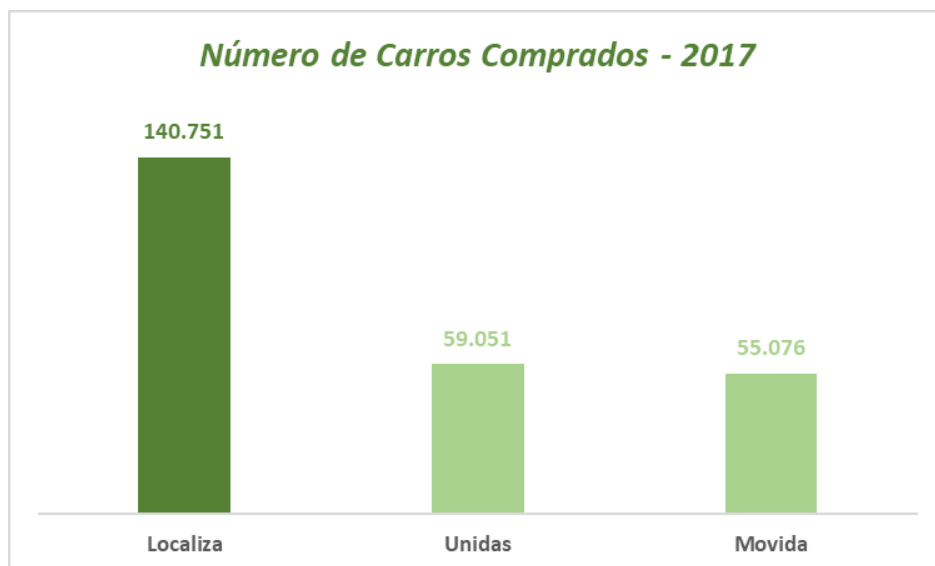
Gráfico 1 – Participação da Localiza nas Vendas Internas das Montadoras



Fonte: Localiza (2018)

Além disso, como pode ser observado no Gráfico 2, enquanto a Localiza adquiriu cerca de 141 mil carros, as três principais locadoras de veículos (após a Localiza), adquiriram cerca de 114 mil veículos, ou seja, um número quase 24% maior do que as suas três principais concorrentes somadas. Com isso, segundo dados das empresas da indústria, a Localiza consegue um desconto de cerca de 25% na aquisição junto as grandes montadoras, um desconto cerca de 10% maior do que as outras principais empresas da indústria.

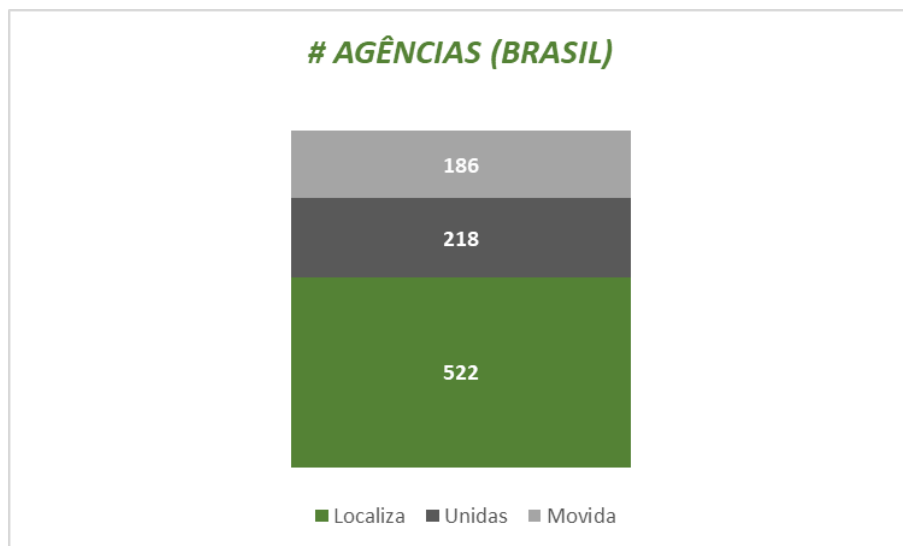
Gráfico 2 – Número de Carros Comprados



Fonte: Localiza e Unidas (2018)

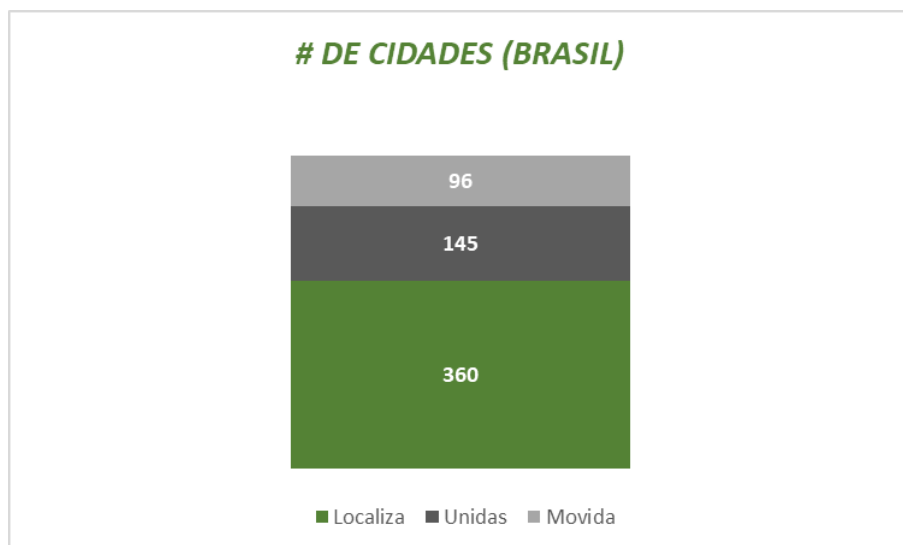
Com relação a capilaridade, a Localiza possui a mais ampla rede de agências do setor. No terceiro trimestre de 2018, com base nos Gráficos 3 e 4, enquanto a empresa detém 522 agências localizadas em 369 cidades na área de aluguel de carros, as duas principais concorrentes possuem apenas 404 agências ao redor do Brasil, distribuídas em um número muito mais restrito de cidades. A Unidas e Movida, possuem agências em apenas 145 e 96 cidades do Brasil, respectivamente.

Gráfico 3 – Número de Agências RaC no Brasil



Fonte: Localiza (2018)

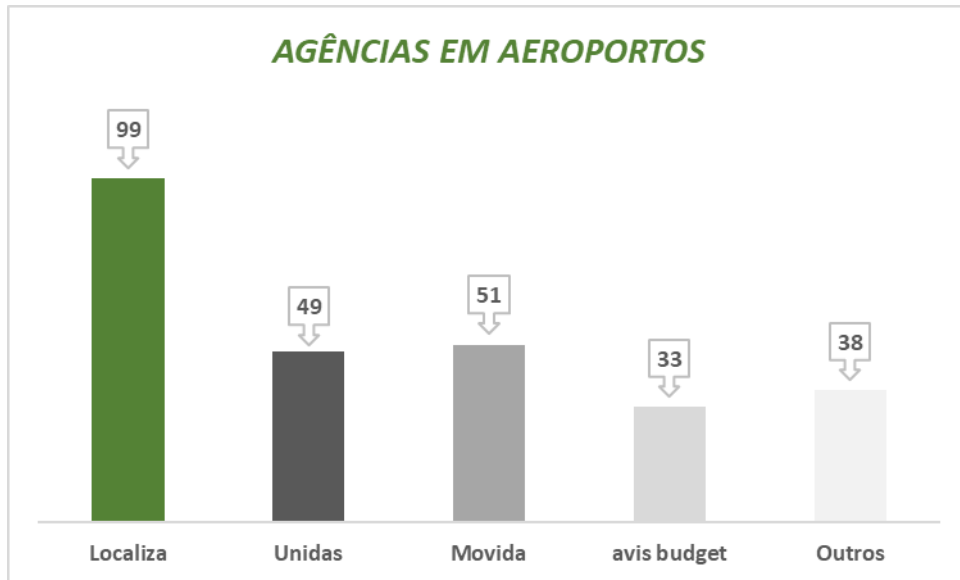
Gráfico 4 – Número de Cidades com Agências RaC no Brasil



Fonte: Localiza (2018)

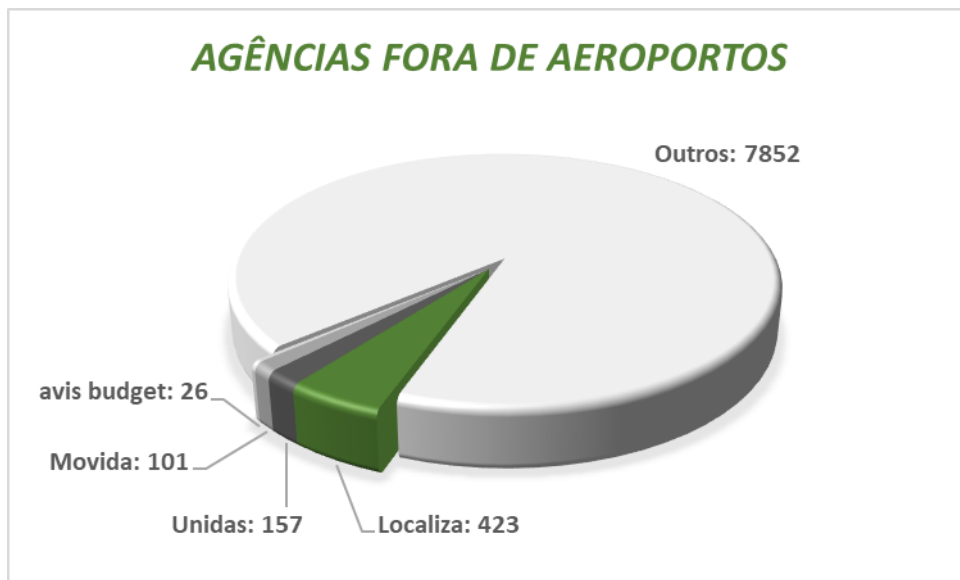
Além disso, a presença nos principais aeroportos do Brasil e a liderança no número de agências em aeroportos, ou seja, em um mercado mais consolidado (conforme Gráficos 5 e 6), impacta positivamente o resultado da empresa, visto que, em média, cerca de 1/3 da receita de aluguel de carros é proveniente de agências localizadas em aeroportos.

Gráfico 5 – Agências em Aeroportos



Fonte: Localiza, Unidas e Avis Budget (2018)

Gráfico 6 – Agências Fora de Aeroportos



Fonte: Localiza, Unidas e Avis Budget (2018)

Conforme indicado anteriormente, a Localiza consegue um desconto considerável na aquisição de novos carros. Isso se reflete, principalmente, no valor da depreciação dos seus

veículos que, em média, de forma histórica, é bem abaixo dos seus pares. Porém, não é somente o desconto que afeta o valor da depreciação, a rede de agências de seminovos, que permite a comercialização direta do veículo junto ao consumidor, possibilita que a empresa aufera uma maior receita com as vendas dos veículos. Sendo assim, a empresa consegue apresentar uma margem EBITDA positiva no segmento. Além disso, em picos de demanda, a empresa pode utilizar a sinergia entre as divisões, utilizando carros da divisão de seminovos como frota adicional na área de aluguel de carros. No Quadro 3 abaixo, é possível verificar diversas contribuições que a divisão oferece para a empresa:

Quadro 3 – Divisão de Seminovos Localiza

Distribuição no Brasil	Venda para consumidor final	Know how do mercado de carros	Frota adicional em picos de demanda
101 lojas	Menor depreciação	Conhecimento da preferência do cliente	Disponibilidade de frota de seminovos
67 cidades	Fidelização dos clientes	Assertividade no cálculo da depreciação	
Venda digital	↑ Índices de recompra	Input para compra de carros	

Fonte: Localiza (2018)

No que se refere à marca, a empresa, segundo a Interbrand, é a 24^a marca mais valiosa do Brasil em 2017. Além disso, a cultura de alta qualidade da companhia, impactou na mudança, em 2015, do *mix* de carros para um *mix* mais premium, com o objetivo de adaptar os seus produtos a demanda dos clientes (o que fez com que o preço de compra e venda dos veículos aumentasse). Ademais, a aquisição da operação da *Hertz* no Brasil por um período, em 2017, empresa de locação presente em mais de 150 países, fortaleceu ainda mais a marca da empresa junto ao público com a junção das duas marcas no cenário local. A Localiza adquiriu os direitos de operação da *Hertz* por 20 anos, renováveis por 20 anos, permitindo também que os clientes da Localiza na América Latina, sejam atendidos globalmente através da rede da *Hertz*.

Por fim, a empresa tem como característica a realização de diversas parcerias, com o objetivo de capturar novos clientes, especialmente, para as suas agências localizadas em aeroportos (que possuem um maior impacto nas receitas). Como, por exemplo, no passado recente, foram realizadas parcerias com a Gol, Smiles e CVC. Além disso, a empresa fechou parceria com as empresas de transporte por aplicativo, para fornecer carros aos motoristas por um valor inferior a tarifa base.

6.1.2. Composição Acionária

A composição acionária da empresa é composta por cerca de 667,1 milhões de ações ordinárias, sendo que 75,40% delas estão em circulação no mercado, ou seja, segundo a Suno Research, um valor bem superior à média 55% das ações negociadas na Bovespa que possuem mais de 100 mil reais de liquidez diária. O restante das ações, ou seja, 24,6%, estão distribuídos, entre os fundadores da empresa (23,61%), ou estão em tesouraria (0,99%).

Quadro 4 – Composição Acionária

Composição Acionária	%
Salim Mattar	5,89%
Antônio C. Resende	6,50%
Eugêncio Mattar	6,09%
Flávio Resende	5,13%
Free-Float	75,40%
Ações em Tesouraria	0,99%

Fonte: Localiza e B3 (2018)

6.1.3. Governança Corporativa

Com um time de executivos com um grande tempo de companhia (aproximadamente 25 anos) e conselheiros independentes de grande reputação junto ao mercado, a empresa é muito conhecida pelos seus altos níveis de governança corporativa. O Conselho de Administração da empresa é composto de 6 a 8 membros, eleitos pela Assembleia Geral para um mandato de dois anos, passível de reeleição. Atualmente, o Conselho é composto por oito membros (conforme o Quadro 5), sendo quatro destes membro-fundadores da empresa, que lideraram a companhia durante grandes momentos: redução do IPI, introdução da divisão de seminovos, abertura de capital na Bovespa (atual B3), crise de 2008 e a grave crise econômica brasileira que iniciou em 2014.

Quadro 5 – Conselho de Administração

Conselho de Administração	
Nome	Cargo
Salim Mattar	Presidente
Antônio C. Resende	Vice-Presidente
Eugêncio Mattar	Conselheiro
Flávio Resende	Conselheiro
Letícia Costa	Conselheiro
José Galló	Conselheiro
Oscar Bernardes	Conselheiro
Paulo A. Veras	Conselheiro

Fonte: Localiza (2018)

Além do Conselho de Administração, a empresa possui seis comitês internos subordinados ao Conselho de Administração (Comitê de Estratégia, Comitê de Gestão de Pessoas e Comitê de Auditoria, Gestão de Riscos e Compliance), ao CEO (Comitê de Ética e Comitê de Sustentabilidade) e ao Diretor de Finanças e Relações com Investidores (Comitê de Divulgação). Adicionalmente, instalado em 2018, a Localiza também possui um Conselho Fiscal independente.

Com relação a Diretoria Estatutária (Quadro 6), ela é composta, atualmente, por oito membros (o máximo permitido são doze membros), eleitos pelo Conselho de Administração. Mas, apesar de ser reconhecida pelos altos níveis de governança corporativa, o CEO, Eugêncio Mattar, também é membro do Conselho de Administração, o que pode ocasionar situações potenciais de conflito de interesse.

Quadro 6 – Diretoria Estatutária

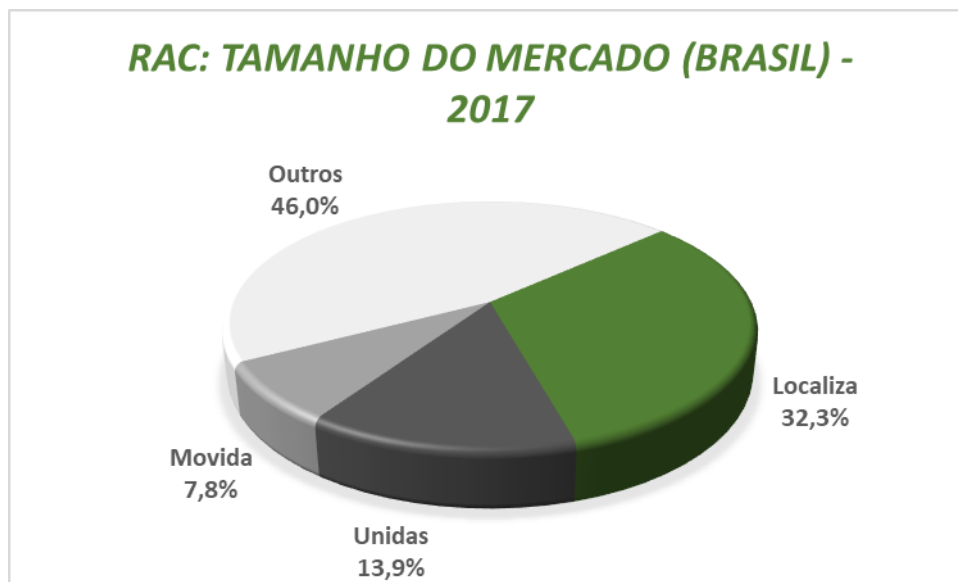
Diretoria Estatutária	
Nome	Cargo
Eugêncio Mattar	CEO
Maurício F. Teixeira	CFO
Bruno S. Lasanky	Diretor Executivo
Claudio J. Zattar	Diretor Executivo
Daniel G. Linhares	Diretor Executivo
Heros di Jorge	Diretor Executivo
João H. de Ávila V. Filho	Diretor Executivo
João Alberto M. Andrade	Diretor Executivo - Fleet

Fonte: Localiza (2018)

6.2. PANORAMA DA INDÚSTRIA

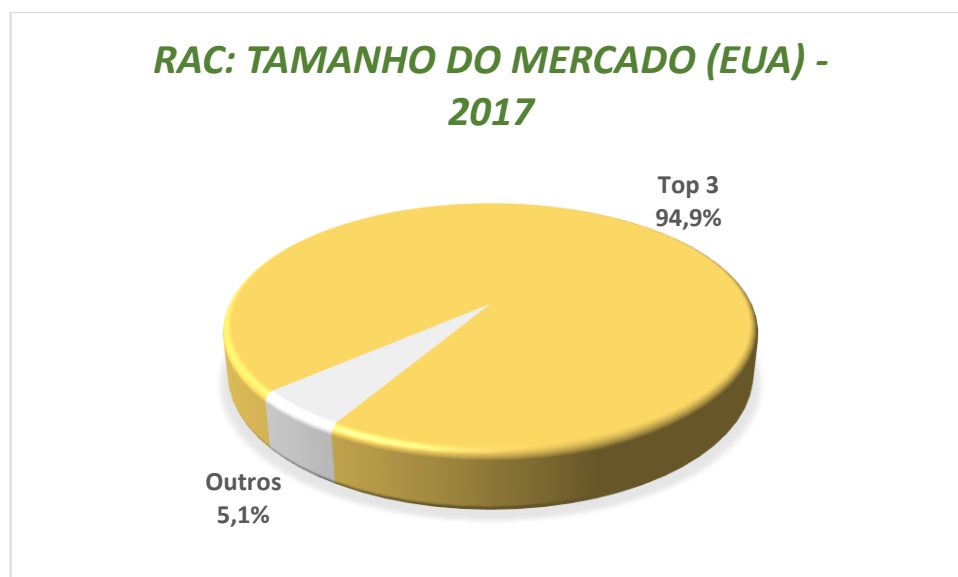
O mercado de aluguel de carros no Brasil continua bastante fragmentado, com as três principais empresas dominando 54% e os demais 46% compartilhando o restante do mercado (por receita) entre quase 11,5 mil empresas, como pode ser observado no Gráfico 7. Enquanto isso, nos Estados Unidos, as três principais empresas (*Enterprise Holdings, Hertz e Avis*), ao final de 2017, dominavam cerca de 95% do mercado (por receita), com uma frota total do setor maior em mais de três vezes do que a frota total brasileira (Gráfico 8).

Gráfico 7 – RaC: Tamanho do Mercado (Brasil) 2017



Fonte: Localiza (2018)

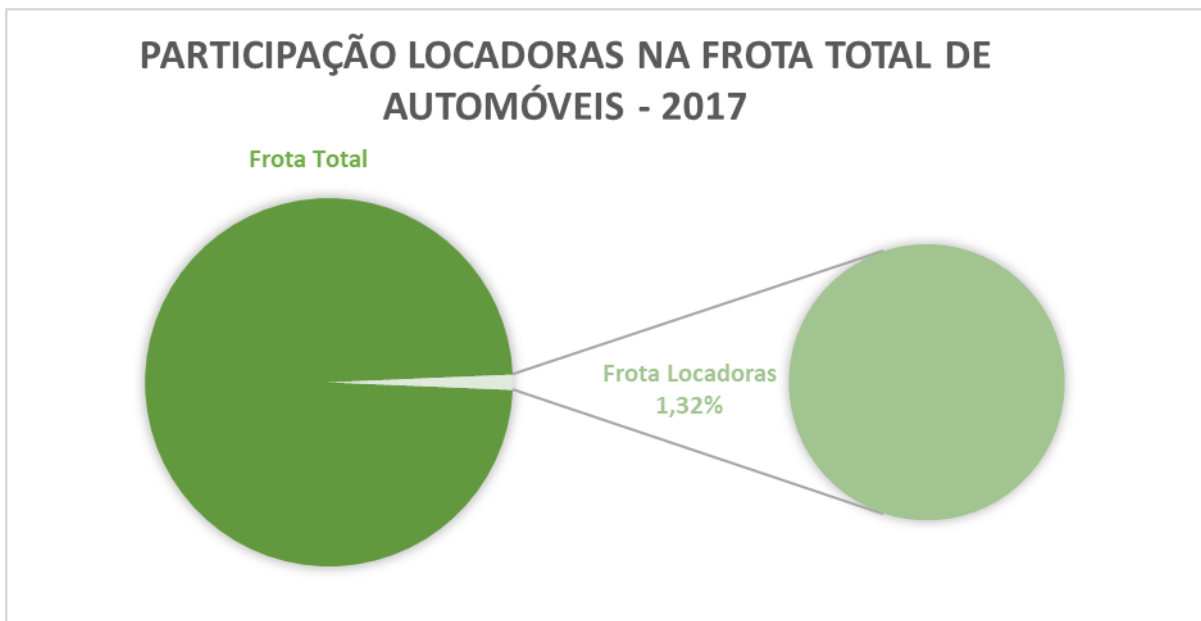
Gráfico 8 – RaC: Tamanho do Mercado (EUA) 2017



Fonte: Auto Rental News (2018)

Ademais, se pode verificar que a indústria de locação continua insignificante no Brasil, dado que o Gráfico 9 mostra que a frota total de veículos das locadoras de automóveis representa apenas 1,32% da frota total de automóveis no Brasil em 2017.

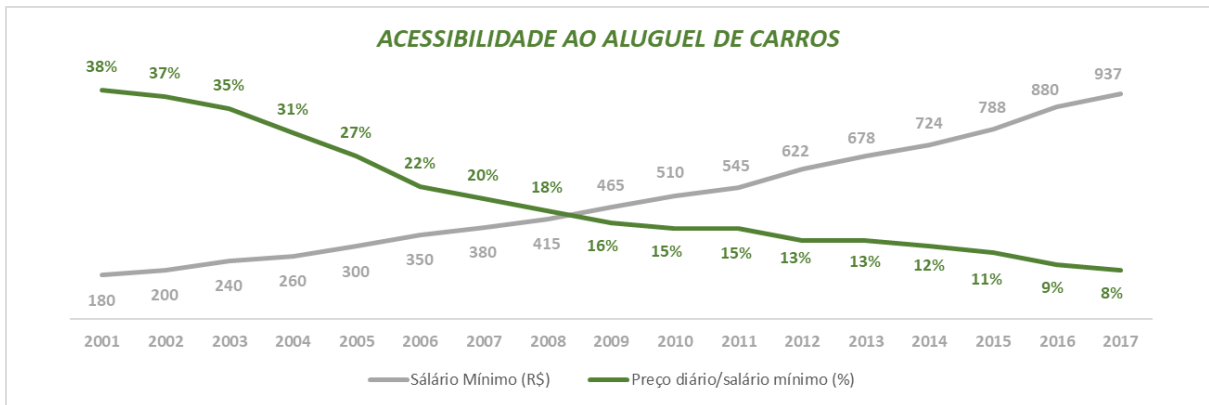
Gráfico 9 – Participação Locadoras na Frota Total de Automóveis



Fonte: ABLA e Denatran (2018)

Outra questão importante para a indústria de carros no Brasil, é o crescimento da sua acessibilidade. Esse crescimento, nos últimos anos, possibilitou a expansão contínua do tamanho do tamanho da frota e das receitas do setor, mesmo com as adversidades econômicas devido à crise que teve início em 2014. Enquanto no Brasil, com base no Gráfico 10, o valor da diária média o aluguel de um veículo representa cerca de 8% do salário mínimo - número que está reduzindo bastante desde a cada ano – o preço médio de uma diária em mercados mais maduros representa cerca de 6% do salário mínimo.

Gráfico 10 – Acessibilidade ao Aluguel de Carros

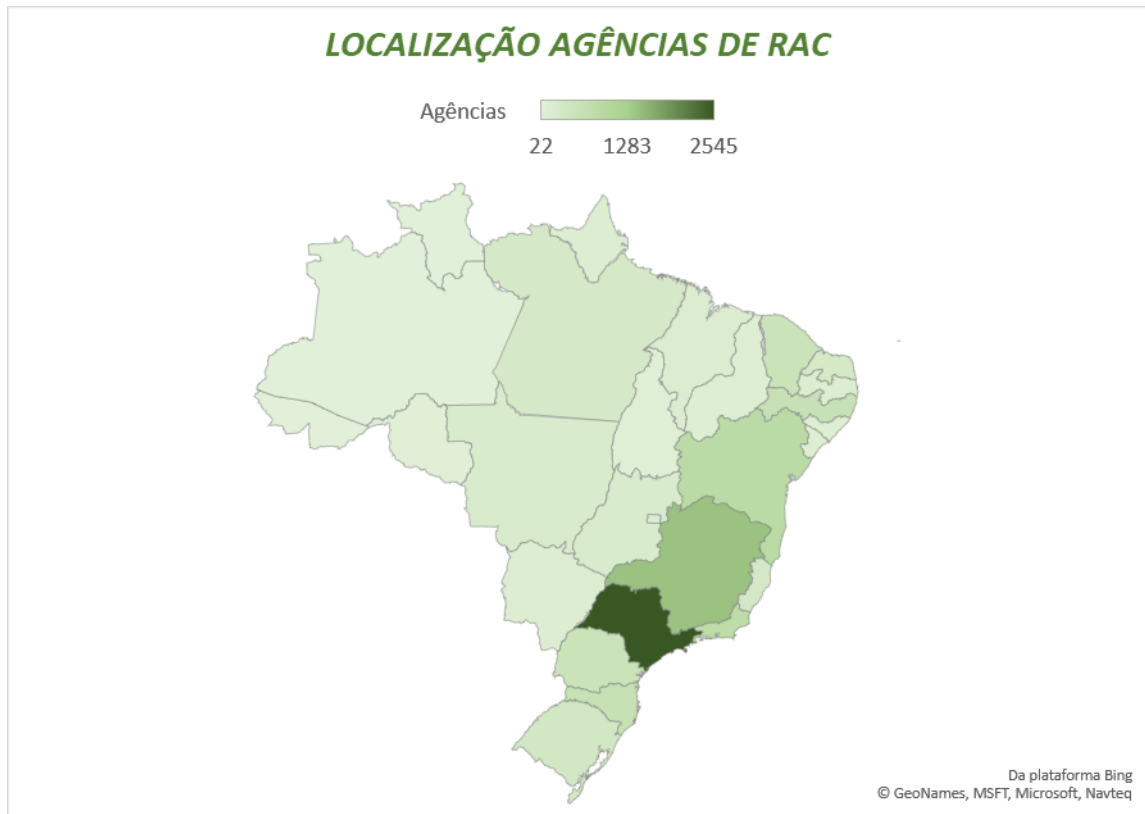


Fonte: J.P. Morgan (2017)

De acordo com a Associação Brasileira de Locadoras de Automóveis, o número de locadoras atingiu a marca de 11.482 empresas detentoras de 11.229 agências de aluguel de carros distribuídas ao redor do Brasil (conforme Gráfico 11), totalizando uma receita bruta total de 15,5 bilhões em 2017. Isto é, um aumento de 2,5% e 12,32%, respectivamente, quando comparado com os dados apurados ao final do ano anterior. O grande aumento das receitas é em parte reflexo do crescimento da estratégia de *yield management*²⁶ das empresas de aluguel de carros, desse modo, impulsionando o crescimento da indústria. Além disso, o ciclo de queda da taxa de juros, que iniciou em janeiro de 2016, em que a taxa básica de juros era de 14,25%, e finalizado, na opinião de diversos especialistas, em março de 2018, em que a taxa Selic foi reduzida para 6,5%, juntamente com os sinais de recuperação da economia e a eleição de um presidente com propostas reformistas, devem ser um *driver* adicional para o crescimento da indústria de locação de automóveis. Esses fatores devem impulsionar a indústria uma vez que o custo de financiamento (atrelado ao CDI), em um menor patamar, possibilita uma maior flexibilização das tarifas dos aluguéis de carros pelas empresas.

²⁶ Gestão de preços.

Gráfico 11 – Localização Agências RaC



Fonte: Elaborado pelo autor

Apesar de não ser o principal objetivo das empresas de aluguel de carros, a comercialização de carros é uma parte extremamente importante da operação. Esses carros, como pode ser observado no Quadro 7, podem ser vendidos de diferentes formas: (i) concessionárias; (ii) locadoras de automóveis; (iii) revendas de carros usados; e (iv) *auto malls*. O principal racional por trás da estratégia é estar apto a melhor compreender a depreciação de cada veículo, decidindo quais veículos comprar e contribuindo para a companhia atingir um preço maior de venda para a renovação da sua frota.

Quadro 7 – Canais de Venda para Carros Usados

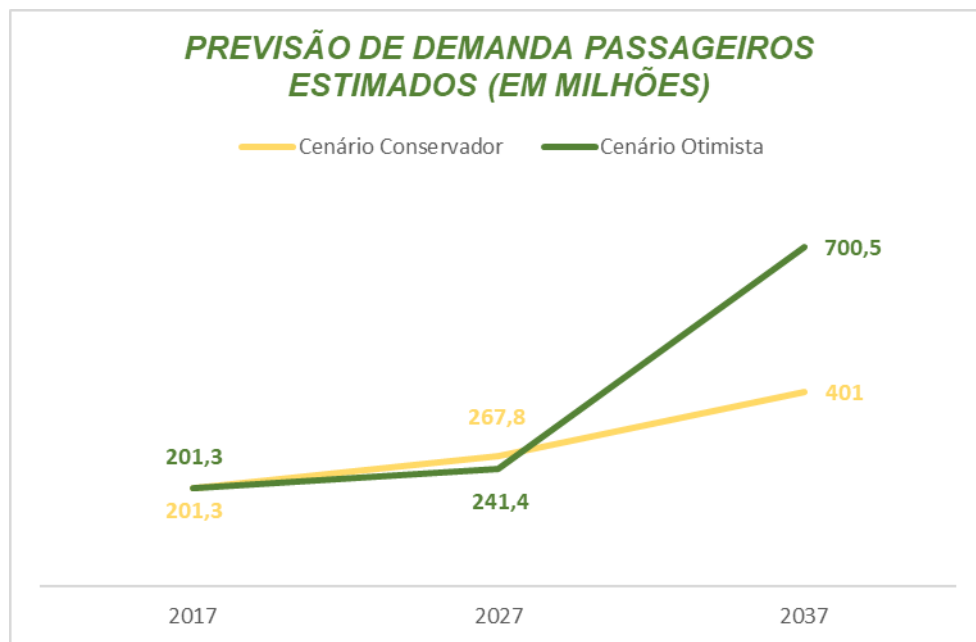
	Concessionárias	Locadoras de Carros	Revendas de Usados	Auto Malls
Forças	<p><i>Percepção de marca e experiência</i></p> <p><i>Suporte direto das montadoras</i></p> <p><i>Flexibilidade na troca de carros</i></p> <p><i>Forte presença de mídia</i></p>	<p><i>Customizado para a demanda popular</i></p>	<p><i>Geralmente o foco é em classes mais baixas (carros mais antigos)</i></p> <p><i>Especialização em nichos (às vezes)</i></p>	<p><i>Conforto e conveniência</i></p> <p><i>Alta variedade de modelos</i></p> <p><i>Flexibilidade em trocas</i></p>
Fraquezas	<p><i>Carros seminovos não é a atividade-chave</i></p> <p><i>Os carros seminovos costumam ter mais de 2 anos</i></p>	<p><i>Percepção de alto desgaste (alta utilização)</i></p> <p><i>Rede de vendas fraca</i></p> <p><i>Concentração geográfica em SP</i></p> <p><i>Baixa presença de mídia</i></p>	<p><i>Sem percepção de marca</i></p> <p><i>Opções de financiamento geralmente a taxas mais altas</i></p>	<p><i>Baixa presença de mídia</i></p> <p><i>Os carros seminovos costumam ter mais de 2 anos</i></p>

Fonte: ABLA e J.P. Morgan (2018 e 2017)

O segmento de alugueis de carros pode ser dividido em três principais categorias: (i) lazer; (ii) corporativo; e (iii) seguradoras (*replacement*). As duas últimas categorias possuem uma menor correlação com o crescimento econômico do país.

A categoria de viagens de lazer se caracteriza por apresentar a maior tarifa, além de ser altamente exposta aos *drivers* macroeconômicos e ao fluxo de passageiros em aeroportos. Com a taxa básica de juros em um patamar mais baixo, juntamente com um melhor *yield management* e uma média de tarifas mais baixas, essa categoria deve sentir um impacto positivo, que se refletirá no aumento no volume das locações. Conforme estimativas do Ministério dos Transportes, que podem ser observadas no Gráfico 12, em um cenário conservador, o fluxo de passageiro deve crescer a uma taxa de 3,35% a.a., ou seja, em 2037, a movimentação de passageiros nos aeroportos brasileiros será o dobro do fluxo atual.

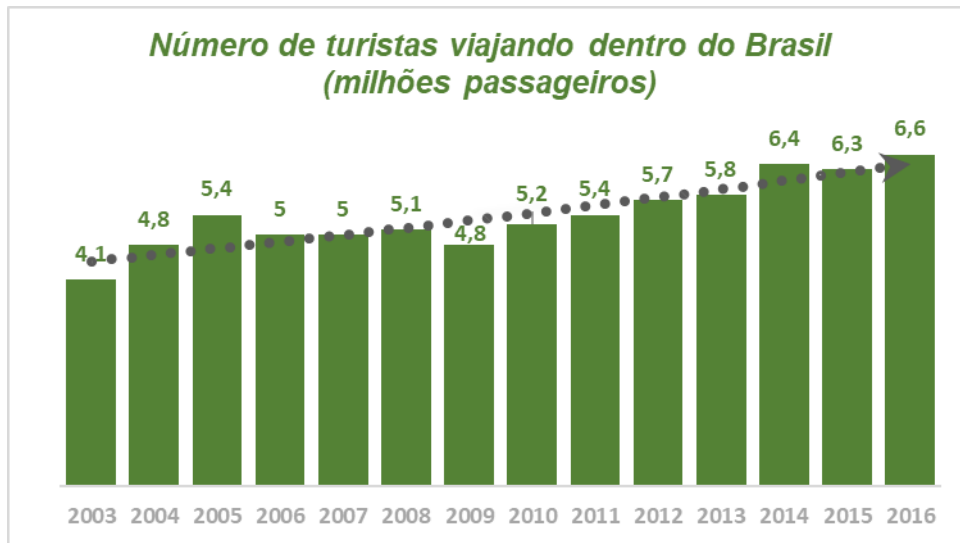
Gráfico 12 – Estimativa de Movimentação de Passageiros nos Aeroportos Brasileiros



Fonte: Ministério dos Transportes (2018)

Além disso, o crescimento da renda da população deve impulsionar o número de viagens e alugueis domésticos, principalmente, devido à maior circulação de passageiros nos aeroportos, que já vem apresentando uma tendência de crescimento quando analisamos os dados consolidados dos últimos anos (Gráfico 13).

Gráfico 13 – Número de Turistas: Viagens Domésticas



Fonte: J. P. Morgan (2017)

Com base no Quadro 8, se verifica que o índice de viagens per capita brasileiro ainda está muito abaixo de outros pares internacionais (mercados mais maduros). Isso demonstra um sinal de que o fluxo de passageiros no Brasil tende a crescer muito ainda, se aproximando da média dos índices dos pares apresentados. Com isso, trazendo muito mais clientes potenciais para as empresas da indústria de locação.

Quadro 8 – Viagens per capita no Mundo

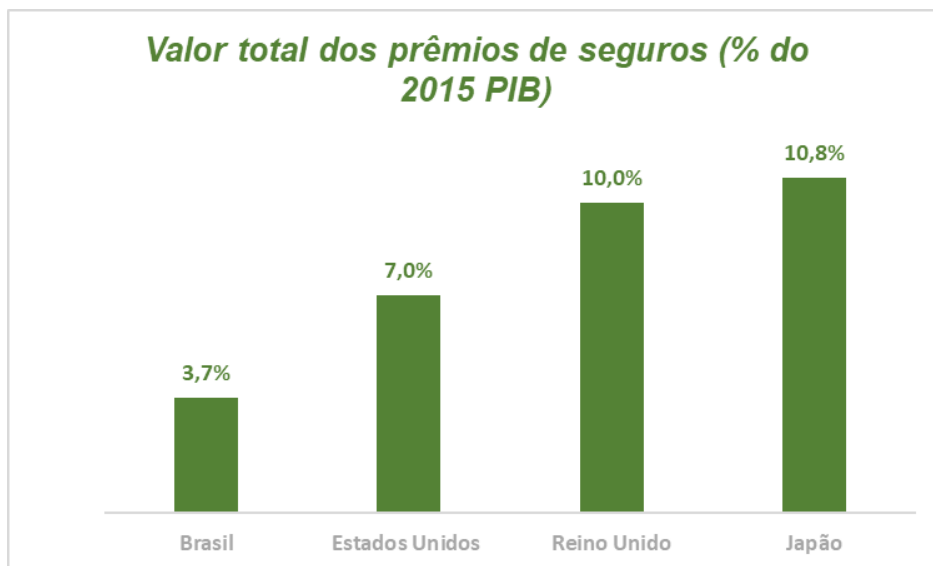
VIAGENS PER CAPITA NO MUNDO - 2016	
País	Viagens per capita
Estados Unidos	2,55
Espanha	1,44
Portugal	1,27
Brasil	0,54
Japão	0,93
Austrália	3,01

Fonte: Ministério dos Transportes (2018)

Já o segmento corporativo se caracteriza por apresentar menores tarifas (quando comparado com a divisão de lazer), mas possui uma demanda mais constante e uma taxa de utilização superior. Além disso, com a perspectiva do aumento do nível de investimento no país, a demanda por “mini-lease”, ou seja, aluguéis com prazo médio de 30 dias, deve crescer impulsionando esse segmento.

O segmento de *replacement*, de acordo com as empresas da indústria, é o segmento mais consolidado, visto que as empresas que conseguem prestar esse tipo de serviço para as seguradoras são apenas aquelas que possuem uma alta capilaridade para suportar a demanda. Apesar de não apresentar uma tarifa média diária alta, a divisão de *replacement* gera receitas consistentes ao longo do ano com altas taxas de utilização, uma vez que os carros são alugados por um período entre sete e trinta dias. Ademais, o Brasil ainda possui um mercado muito restrito em termos de carro por habitante e veículos segurados. Portanto, com o crescimento da frota e dos veículos segurados, esse segmento tende a crescer exponencialmente devido ao seu tamanho atual, quando comparado a outros mercados mais desenvolvidos (Gráfico 14).

Gráfico 14 – Valor Total dos Prêmios de Seguro (% PIB)



Fonte: J. P. Morgan (2017)

A divisão de terceirização de frotas oferece vantagens significativas (Quadro 9) para os clientes, como: (i) redução dos custos em relação a obter uma frota própria; (ii) permitir ao cliente concentrar seus esforços em sua atividade-chave; (iii) soluções específicas e personalizadas; (iv) menor demanda de capital e investimentos em ativos imobilizados; e (v) maior eficiência na gestão e renovação da frota.

Quadro 9 – Benefícios da Terceirização de Frotas

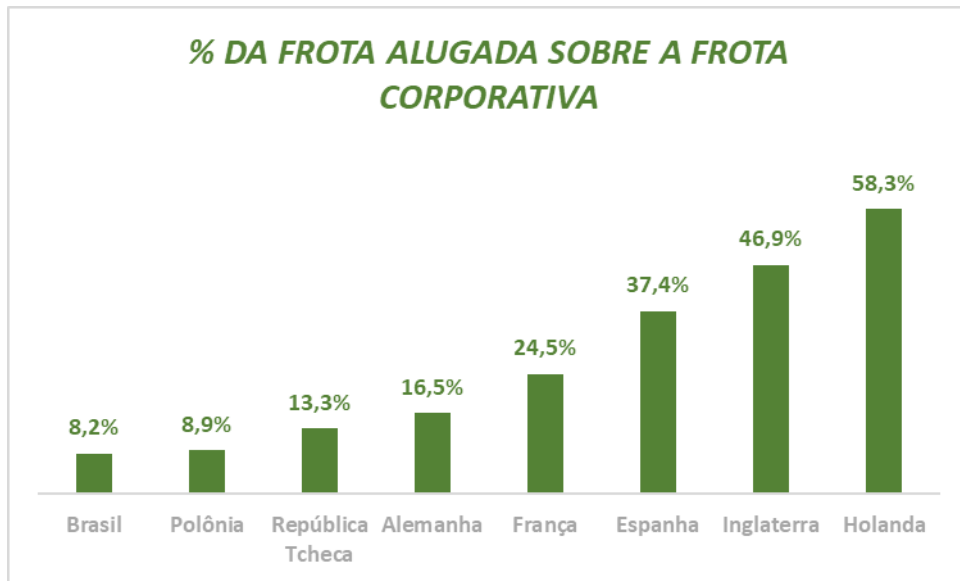
BENEFÍCIOS DA TERCEIRIZAÇÃO DE FROTAS		
Itens de Custo	Frota Própria (custos)	Frota Terceirizada (benefícios)
Licenciamento e emplacamento	Administração própria	Já vem licenciado e emplacado
Distribuição logística do veículo	Distribuição própria	Entregue onde solicitado
Seguros	Contratação e aquisição próprias	Já incluso no aluguel
Peças de reposição	Procura e aquisição próprias	A locadora paga a conta
Pessoal para manutenção	Contratação e remuneração própria	Pessoal da locadora/rede
Veículo reserva	Manutenção própria	Fornecido pela locadora
Assistência 24 horas	Contratação própria	Serviço da locadora
Roubo, incêndio ou colisão	Risco próprio	O risco é da locadora
Assessoria jurídica	Contratação própria	A Locadora cuida de tudo
Custo de oportunidade	Investimento próprio	A locadora investe na frota
Impostos	Pagamento próprio	As despesas são da locadora
Renovação da frota	Investimento próprio	Por conta da locadora
Ociosidade da frota	Pagamento próprio	Por conta da locadora

Fonte: ABLA (2018)

O mercado corporativo de aluguel de frotas caracteriza-se por apresentar uma base de clientes mais concentrada. Além disso, como as empresas de gestão de frotas possuem clientes nos diversos setores da economia, naturalmente, elas contam com um *hedge* natural contra a sazonalidade da demanda de seus respectivos clientes. Os contratos na divisão de aluguel de frotas costumam apresentar uma duração maior do que o de aluguel de carros (de 1 a 4 anos). Sendo assim, o crescimento do PIB não é tão relevante para essa divisão quanto para o segmento de aluguel de carros, ou seja, a demanda do mercado corporativo para o aluguel de frotas sendo mais previsível. Além disso, os contratos nesse segmento não são padronizados, sendo influenciados por alguns principais fatores, como: tamanho da frota, modelo dos carros, previsão de utilização e tempo de contrato.

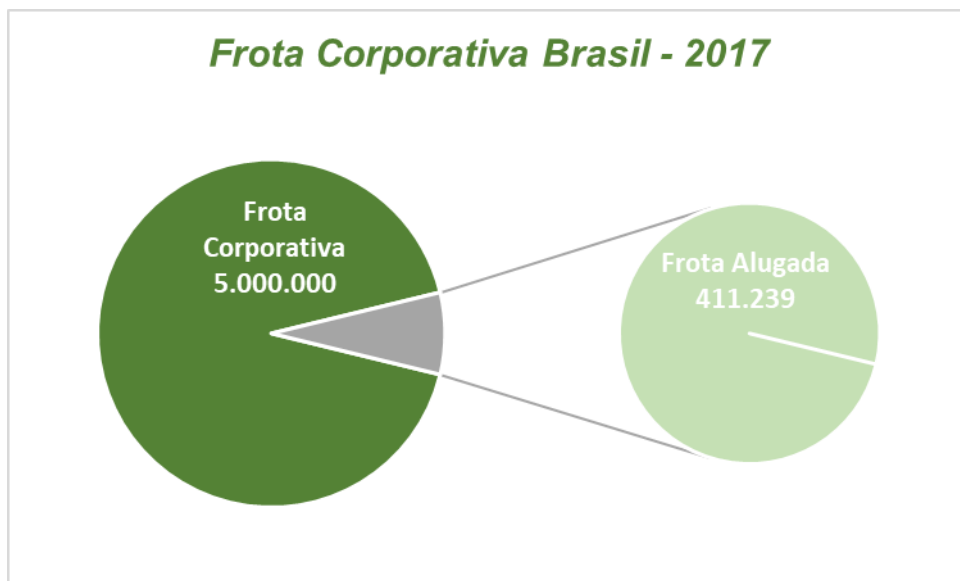
A operação da divisão de gestão de frotas geralmente é concentrada em uma unidade central que gerencia os acordos e a frota em todo o Brasil. Isto é, essa divisão possui a vantagem de requerer um baixo número de colaboradores e espaços físicos do que o mercado de aluguel de carros, ou seja, resultando em custos mais baixos. Portanto, não é uma surpresa que as margens dessa divisão historicamente são mais elevadas do que o segmento de aluguel de carros. Assim sendo, como podemos observar nos Gráficos 15 e 16, a penetração do mercado de terceirização de frotas ainda é muito baixa no Brasil, ou seja, as empresas têm um potencial de crescer bastante em um segmento de margens elevadas.

Gráfico 15 – % da Frota das Locadoras sobre a Frota Corporativa



Fonte: Unidas (2018)

Gráfico 16 – Frota Corporativa Total x Frota Corporativa Alugada



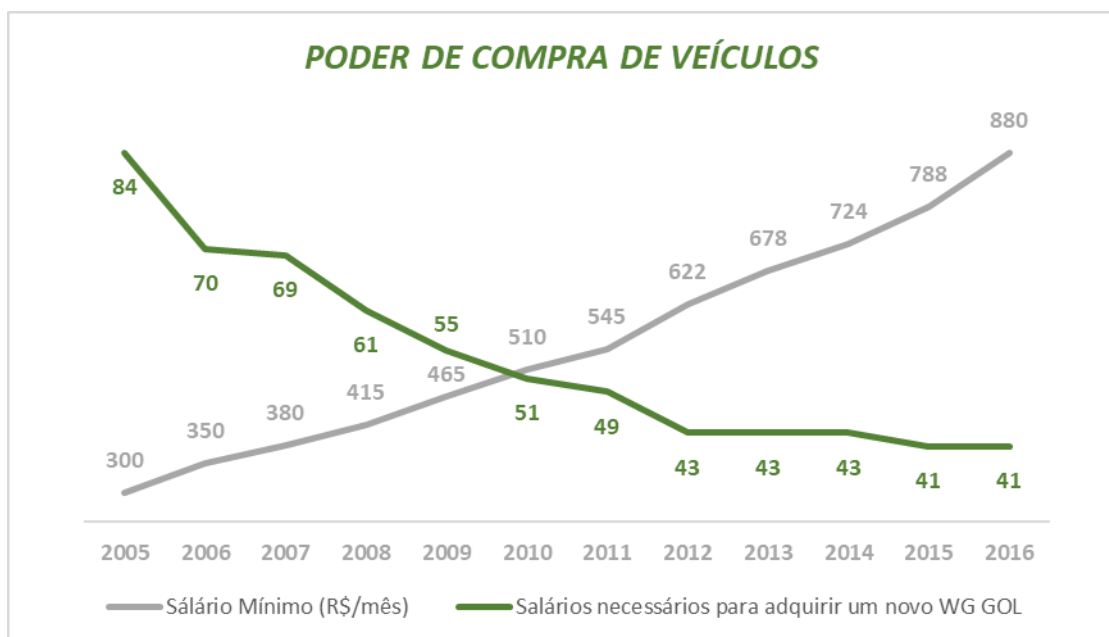
Fonte: Unidas (2018)

A divisão de vendas de carros é vista como estratégica para a operação. Ela permite que a companhia compreenda melhor a depreciação de cada veículo adquirido. Portanto, uma questão extremamente importante para a lucratividade das empresas do setor, ou seja, com o maior *know how* sobre a depreciação de seus veículos, a empresa pode optar por adquirir aqueles que possuem uma menor taxa de depreciação e, além do mais, conseguindo vender o

veículo à um preço mais alto devido à ausência de um intermediário. Ademais, isso também possibilita que a empresa comercialize a sua frota em um período mais curto, assegurando que a idade da frota e os custos de manutenção sejam mantidos em níveis baixos.

Nos últimos anos, o salário mínimo no Brasil tem crescido acima da inflação. Adicionalmente, nesse período, a melhor distribuição de renda e as melhores ofertas nas condições de financiamento de veículos aumentaram a acessibilidade aos carros (um benefício que foi se exaurindo com a acentuação da desaceleração da economia brasileira). Os impactos desses fatores foram sentidos de forma positiva no mercado de carros usados, visto que eles possuem um preço inferior ao de carros novos. O efeito do crescimento dos salários acima da inflação e, conseqüentemente, o aumento do poder de compra da população, pode ser observado no Gráfico 17.

Gráfico 17 – Poder de Compra de Veículos



Fonte: Localiza (2018)

Não só o crescimento orgânico através de todos os seus principais *drivers* que foram apresentados até agora são o único objeto de crescimento para a indústria de locação. O crescimento não-orgânico do segmento de RaC está no radar da indústria há alguns anos, desde que exista espaço para a atividade de fusões e aquisições.

As principais sinergias que uma operação de fusão ou aquisição pode oferecer para uma empresa do segmento são a escala e a capilaridade, o que implica que grandes companhias não vão procurar companhias menores para um acordo (os benefícios marginais seriam próximo de

zero). Uma transação plausível seria entre duas empresas com tamanho semelhantes, que poderiam ambas obter ganhos de sinergia, como a realizada recentemente pela Unidas e pela Locamerica. Porém, analisando o ambiente atual corporativo brasileiro, não é possível visualizar uma (ou mais) operação potencial que possa contribuir para a consolidação do mercado brasileiro de forma inorgânica. Ou seja, com a tendência de consolidação da indústria brasileira de locação através do crescimento orgânico, observar como foi consolidado o mercado norte-americano de RaC pode ser enganador, visto que a intensa atividade de M&A que consolidou o mercado, somente foi possível por que as cinco principais empresas que dominavam eram de médio porte (o que não é a realidade brasileira atual).

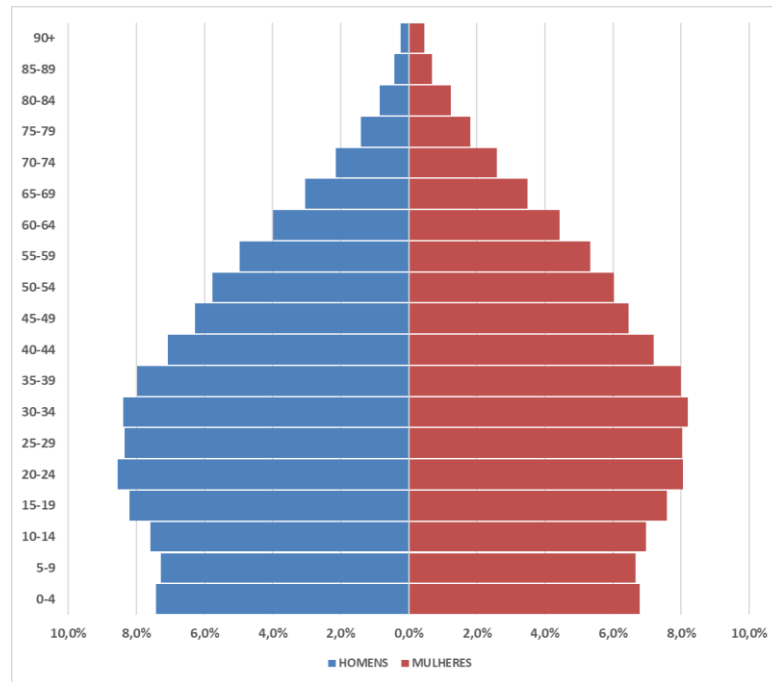
6.3. ANÁLISE DO MACROAMBIENTE

Com o objetivo de verificar fatores externos e tendências que possam influenciar o modelo de negócios das empresas e o funcionamento da indústria de locação, a análise do macroambiente é necessária para a compreensão de potenciais ameaças e oportunidades de negócios que possam influenciar na precificação da empresa.

6.3.1. Ambiente demográfico

O Brasil está passando por um processo de amadurecimento da sua população, aumentando cada vez mais as faixas etárias superiores da sua pirâmide etária. Hoje, com base no Gráfico 18, percebe-se que a pirâmide apresenta a base larga, corpo mais estreito e o topo achatado, ou seja, característica de uma população ainda jovem.

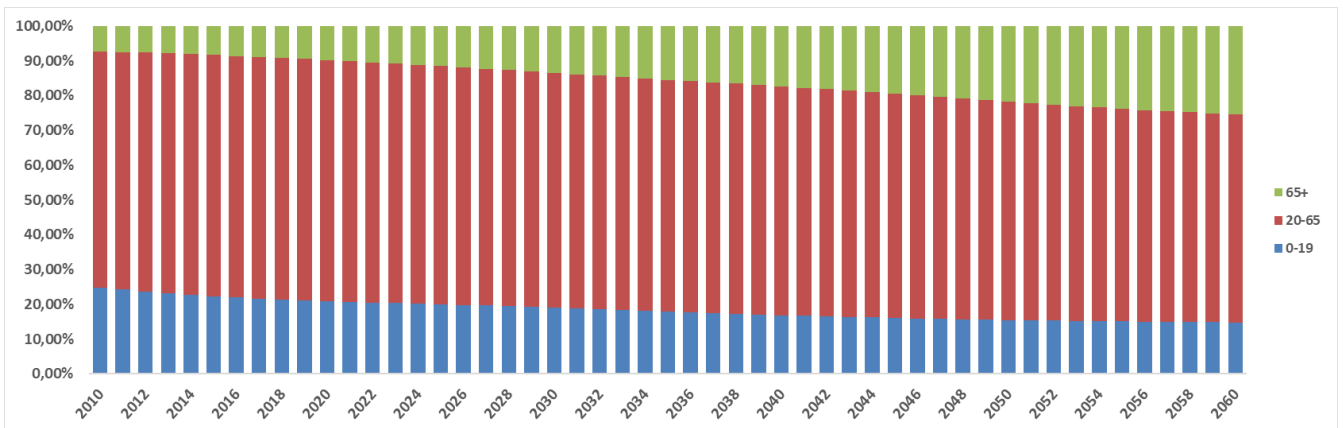
Gráfico 18 – Pirâmide Etária Brasil 2018



Fonte: IBGE (2018)

Porém, devido ao processo rápido de envelhecimento da população que o Brasil está passando, devido aos melhores indicadores socioeconômicos dos seus habitantes, a perspectiva é que a faixa da população superior a 65 anos iguale a faixa de jovens que possuem até 15 anos em 2039, segundo estimativas do IBGE. Também, estima-se que a faixa etária dos jovens (até 20 anos) apresente um decréscimo de 31% até o ano de 2060, enquanto espera-se que a população acima de 15 anos cresça 13,3%, empurrada pelo crescimento da população idosa. (Gráfico 19).

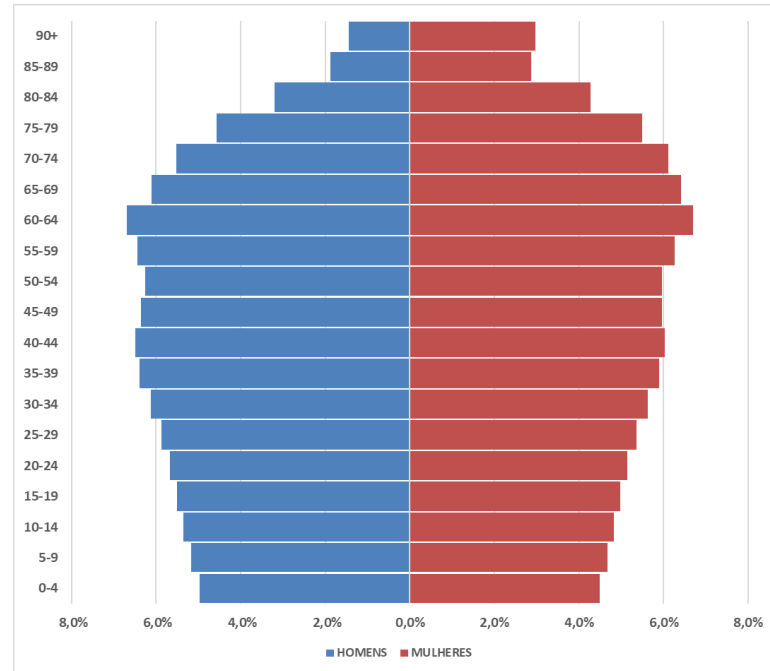
Gráfico 19 – Projeção População Brasil 2018 - 2060



Fonte: IBGE (2018)

Sendo assim, em 2060, com essa tendência, se espera que a população brasileira apresente uma pirâmide etária mais larga no topo e estreita na base, ou seja, mais idosos e menos jovens, respectivamente, como pode ser observado no Gráfico 20.

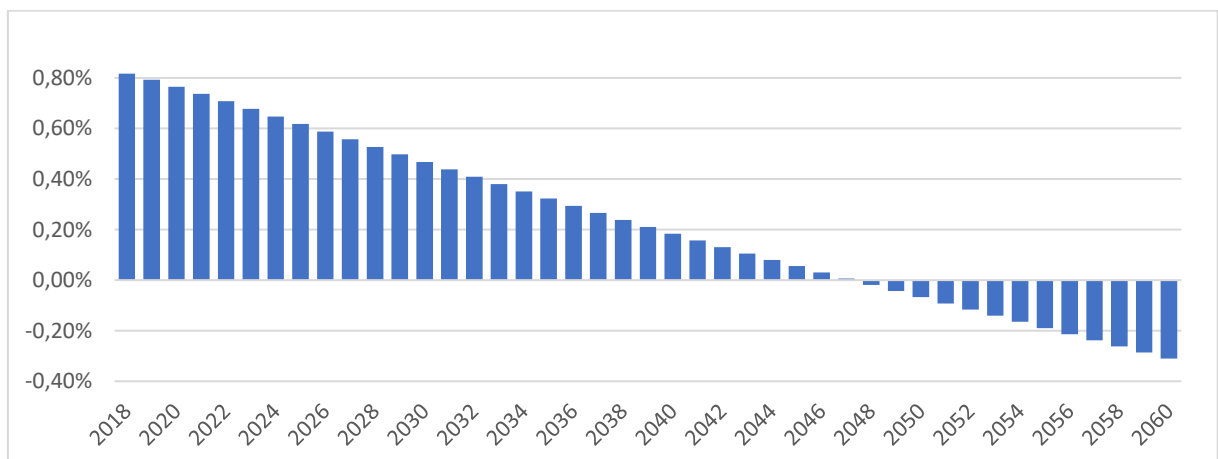
Gráfico 20 – Pirâmide Etária Brasil 2060



Fonte: IBGE (2018)

Além da tendência de envelhecimento, a população brasileira sofrerá outro importante impacto nas próximas décadas: o encolhimento da população. A desaceleração do crescimento do número de habitantes perpetuará até o ano de 2047, quando a população tende a dar início ao processo de contração, alcançando uma taxa de retração de 0,31% em 2060 (conforme pode ser observado no Gráfico 21).

Gráfico 21 – Taxa de Crescimento Geométrica População Brasil



Fonte: IBGE (2018)

É importante compreender essas modificações uma vez que elas impactam diretamente no perfil de consumo, ou seja, podendo acarretar em um maior ou menor número de potenciais consumidores (dependendo do perfil de consumidor que a empresa busca atingir). Por exemplo, com base na indústria de locação, um perfil de população mais velha, pode significar um maior número de clientes potenciais, visto que seu público-alvo são aqueles que possuem mais de 20 anos.

6.3.2. Ambiente econômico

Com relação ao ambiente econômico, será utilizado o Boletim Focus como base para extrair informações relacionadas à economia nesse estudo. O Boletim Focus é disponibilizado pelo Banco Central semanalmente e coleta as expectativas do mercado sobre alguns dos principais indicadores da economia brasileira nos próximos quatro anos.

Quadro 10 – Boletim Focus

Expectativas de Mercado				
Mediana - Agregado	2018	2019	2020	2021
IPCA (%)	4,4	4,22	4	3,97
IPGM (%)	10,03	4,51	4	4
PIB (% de crescimento)	1,36	2,5	2,5	2,5
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	3,7	3,8	3,78	3,86
Meta Taxa Selic - fim de período (% a.a.)	6,5	8	8	8
Preço Administrados (%)	7,55	4,8	4,2	4
Produção Industrial (% de crescimento)	2,22	3,24	3	3
Balança Comercial (US\$ bilhões)	56,41	49	46,5	43,7
Investimento Direto no País (US\$ bilhões)	67	70	76	80

Fonte: Boletim Focus (05/11/2018)

Observando o Quadro 10, pode-se verificar que o mercado espera que a inflação, que passou, nos últimos anos, por um período de alta aceleração, deve se estabilizar no patamar de 4%, ou seja, bem próximo das metas centrais estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, de 4,25%, em 2019, e de 4%, em 2020. Quando observada as estimativas da taxa básica de juros da economia, verificamos uma indicação de crescimento já no próximo ano para o patamar de 8% frente a taxa Selic atual de 6,5%. Espera-se esse aumento da taxa Selic devido a retomada do crescimento da economia brasileira, ou seja, com o objetivo de reter o crescimento da inflação.

Além disso, podemos observar que o PIB, após dois anos de forte retração, deve encerrar o ano de 2018 crescendo 1,36%, com uma tendência de crescimento de 2,5% no longo prazo segundo a mediana das previsões do mercado. Outra sinalização de que a economia brasileira novamente está retomando um rumo de crescimento, são os valores apresentados para o nível de investimento direto no país, que voltará a crescer de forma anual. Por fim, após um período de forte desvalorização do real frente à moeda norte-americana, o mercado estima que o câmbio se manterá no patamar atual de negociação da moeda, com o dólar sendo negociado entre R\$ 3,70 e R\$ 3,86 nos próximos quatro anos.

6.3.3. Ambiente sociocultural

A cultura do compartilhamento está modificando as formas de pensamento sobre o consumo. Essa cultura introduziu a conceito de troca entre duas partes que tem interesse mútuo em comprar (ou alugar) e vender (ou disponibilizar) um serviço ou produto. Isto é, possibilitando que indivíduos monetizem questões que estão sendo subutilizadas. No passado, isso também era possível, porém, as pessoas efetuavam essas transações através dos classificados de jornais ou pelo boca a boca (métodos bem mais ineficazes). Então, com a revolução tecnológica, a disseminação da internet e a utilização de smartphones ao redor do mundo, propiciaram a criação de inúmeras plataformas de compartilhamento que conectassem os indivíduos em poucos instantes.

Portanto, hoje, por exemplo, é possível você obter um empréstimo pessoal sem garantia direto de um interessado, ou dividir o mesmo espaço de um escritório com diversas empresas diferentes, como também alugar a casa de um estranho em vez de alugar um quarto de hotel quando você estiver viajando. Na indústria de transportes, o desenvolvimento dessa cultura de compartilhamento criou serviços que: (i) conectam motoristas que utilizam os seus carros pessoais para oferecer corridas; (ii) oferecem carros espalhados pela cidade para você alugar por hora quando você quiser apenas com a utilização do seu celular; e (iii) os donos disponibilizam os carros para alguém no período que eles estariam parados sem utilização nas suas garagem. Ou seja, uma cultura que está revolucionando a economia global como um todo.

6.3.4. Ambiente natural

O petróleo é extremamente importante para a indústria de locação de carros, uma vez que seus serviços necessitam dessa matéria-prima para estarem em pleno funcionamento, além de

possuir um impacto direto nos custos da indústria. Diversos países já assinaram acordos para o banimento de carros à diesel na próxima década e a redução de carros à gasolina (ou mesmo o banimento nas próximas décadas). Isso se deve ao fato de que o petróleo é um dos grandes fatores que aumenta a poluição e trazem diversos malefícios para o meio ambiente. Com isso, surgiram os “carros verdes”, que são movidos por recursos energéticos bem menos nocivos ao meio ambiente, como através da eletricidade. Portanto, empresas de aluguel de carros localizadas na Europa e América do Norte já estão começando a introduzir na sua frota opções de “carros verdes” para os seus clientes. Porém, no Brasil, esse mercado ainda é muito restrito, segundo a BBC, de 2012 a 2017 apenas 6,1 mil carros elétricos foram emplacados no Brasil. Ou seja, provavelmente, essa tendência só deve impactar as empresas brasileira de locação de carros no longo prazo.

6.3.5. Ambiente tecnológico

As maiores empresas de aluguel de carros do Brasil estão investindo na melhoria da experiência dos seus clientes, não só quando os consumidores efetuam uma transação para alugar um carro, mas também quando utilizam o serviço em si. As empresas têm ciência de que os consumidores desejam um processo que requeira o mínimo de burocracias possíveis quando ele irá contratar o serviço, almejando, portanto, um processo extremamente ágil. Com isso, as empresas estão buscando eliminar etapas no processo de aluguel, tornando-o mais transparente.

A Localiza recentemente implementou uma estratégia em que através de seu aplicativo para dispositivos móveis, os clientes podem reservar e dar entrada no pedido assim que ingressarem no aeroporto, selecionando todos os acessórios desejados e finalizando a transação via aplicativo. Sendo assim, quando o consumidor chega a agência, o contrato está pronto e o cliente tem a possibilidade de apenas retirar o carro de forma rápida.

Também, a Localiza recentemente lançou o Localiza Fast, em nove aeroportos ao redor do Brasil, para um grupo restrito de clientes. Através desse serviço os consumidores realizam tudo através do celular (sem nenhuma intermediação). Dessa forma, ao chegar no local em que esse serviço está disponível, o cliente pode verificar onde está estacionado um carro e basta se direcionar até o local para abrir o carro através do celular (a chave estará na ignição e basta o consumidor sair dirigindo). Essa tecnologia é similar a tecnologia de aluguel de carro por hora, que é popular em outros países, mas continua em fase inicial no Brasil, considerando que alternativas como a do Uber, Cabify e 99Pop, oferecem um serviço eficaz para quem

necessita de um carro com agilidade. Entretanto, esse tipo de tecnologia requer atenção no Brasil, por razões de segurança, necessitando de uma análise prévia assertiva do cliente para verificar se ele é confiável para utilizar esse serviço. Além disso, a Movida, recentemente, lançou o serviço de aluguel de carro por Whatsapp, além de também fornecer esse canal como alternativa de atendimento para os seus clientes.

Apesar dessas inovações reduzirem a interação entre o consumidor e os funcionários da empresa, a Localiza e as outras principais empresas continuam mantendo firme o serviço para aqueles consumidores que desejam uma maior interação pessoal. Realizando esse contato através das suas agências e telefone, visto que a migração para um mercado com menos interação deve continuar bem gradual.

Outra tecnologia que pode impactar bastante o mercado de locação de carros no médio prazo, é a tecnologia dos carros autônomos. Essa inovação permitiria que os clientes alugassem carros que dirigem sozinhos através de um sistema de inteligência artificial. Três empresas de Israel já anunciaram que a partir de 2022 vão começar a disponibilizar esse tipo de serviço em versão de teste.

Além disso, mesmo em fase inicial, estão surgindo diversas alternativas de compartilhamento de carros, como: (i) aluguéis de longa duração pelas locadoras, nessa modalidade as pessoas substituem a compra de um carro próprio pela contratação de um carro, geralmente, em períodos anuais; (ii) Moobie, uma plataforma de compartilhamento P2P, em que qualquer pessoa pode disponibilizar o seu carro para locação; e (iii) Turbi, *start up* de locação que disponibiliza aluguéis por hora, com seus carros localizados em locais de grande fluxo, como hotéis e escritórios comerciais, durante 24h.

6.3.6. Ambiente político-legal

Com base no ambiente político-legal, os seguintes pontos devem ser levados em consideração pelas empresas da indústria de aluguel de veículos:

- i) Lei nº 13.146/2015, a Lei Brasileira de Inclusão da Pessoa com Deficiência: O artigo nº 52 dessa lei ocasionou um impacto nas empresas, obrigando-as a oferecer 1 veículo adaptado para o uso de pessoas com deficiência a cada conjuntos de 20 veículo, ou seja, 5% da frota total. Esse número foi estabelecido sem nenhuma justificativa técnica.;

- ii) Súmula nº 492 do STF: Essa decisão do STF responsabiliza as locadoras de forma civil por quaisquer danos causados pelo locatário a terceiros, no uso do carro locado;
- iii) Legislação sobre PIS/CONFINS:
 - a. Em 2015, a Lei 12.973/2014 alterou a legislação do PIS/CONFINS. Com isso, as empresas de locação de veículos passaram a ser tributadas pelo PIS/CONFINS, independente do seu regime fiscal;
 - b. Em 2018, o STJ passou a considerar como insumo tudo o que for essencial para viabilizar a atividade-fim da empresa. Com esse novo entendimento, itens como despesas com seguro, sublocação, despachante, rastreamento, entre outros, serão passíveis de gerar crédito fiscal para as empresas.
- iv) ICMS:
 - a. Em 2015, a Emenda Constitucional 87 foi aprovada, alterando o regime do ICMS para as vendas entre estados com o objetivo de equilibrar a distribuição dos impostos entre os estados compradores e vendedores. Essa mudança pode ocasionar um custo maior de aquisição de até 6% para as empresas de aluguel de veículos.
 - b. Em outubro de 2018, a Localiza, ingressou com o Recurso Extraordinário nº 1025986, postulando a isenção de ICMS na comercialização de veículos do seu ativo imobilizado antes do período de 12 meses corridos, solicitando o afastamento da regra do Convênio nº 64/2006 do CONFAZ, que estabelece esse tributo.
- v) IPVA: Desde 2015, foram criadas leis estaduais que objetivam que o emplacamento dos carros seja realizado no estado em que o veículo será utilizado, porém, em sua maioria, nenhuma dessas leis foram sancionadas até hoje. Em caso de entrarem em vigor, isso pode trazer um grande problema para indústria, uma vez que a maioria dos carros são todos emplacado no estado de Minas Gerais, pois a alíquota de IPVA é de apenas 1%, enquanto em outros estados chega a 6%.

6.4. ESTRUTURA COMPETITIVA

6.4.1. Ameaça de novos entrantes

Com relação às economias de escala, o volume é uma questão extremamente relevante para a indústria de aluguel de carros. A escala influencia diretamente as margens, ou seja, impacta no nível de lucro das empresas. Quanto maior o tamanho da frota, menor é o preço que a empresa conquista junto às montadoras para adquirir novos veículos. Com isso, essas empresas conseguem impactar menos o valor residual dos seus veículos, amenizando os efeitos da depreciação, devido ao desconto obtido no momento da compra. A Localiza, empresa que possui a maior frota do setor, consegue obter descontos bem superiores do que os seus demais concorrentes. Além disso, a sinergia entre as divisões das principais empresas do setor (aluguel de carros, gestão de frotas e seminovos), é uma grande vantagem perante as demais empresas do setor que não possuem a plataforma de negócios com o mesmo nível de integração.

A diferenciação dos serviços não é algo tão relevante no segmento, visto que é um serviço que não apresenta tanta flexibilidade para apresentar um grande nível de diferenciação entre eles. As empresas buscam ofertar carros que os clientes desejam dirigir, porém, as principais empresas, que têm um maior poder de investimento, praticamente possuem o mesmo portfólio de veículos. Além disso, as empresas buscam se diferenciar através de programas de fidelidade ou através de um atendimento diferenciado (mais ágil e através de diversas plataformas de comunicação). A questão mais importante sobre esse tópico é a localização das agências. As empresas que possuem suas agências em locais de maior fluxo de pessoas, principalmente, em aeroportos e grandes centros comerciais, detêm uma grande vantagem em atrair os consumidores, uma vez que eles buscam uma maior conveniência no processo de locação. Cabe ressaltar que ter as melhores localizações não é sinônimo de um custo superior, muitas vezes, basta ser o precursor da área especificada. Com todos esses pontos, as empresas buscam se diferenciar uma das outras e reter o maior número possível de clientes. Atualmente, a Localiza apresenta o maior nível de diferenciação frente as empresas do setor, uma vez que ela está presente de forma majoritária nos principais locais (aeroportos e centros comerciais), além de possuir um programa de fidelidade mais ativo e amplo.

A indústria de locação não requer um alto nível de investimentos que inviabilize a entradas de novos concorrentes, mas a alta capacidade de poder financeiro é uma vantagem competitiva para aquelas empresas que possuem essa característica. Isto é, empresas como a Localiza, Movida e Unidas possuem uma grande vantagem frente às outras companhias do setor.

No que tange os custos de mudança, com relação ao aluguel de carros, é mínimo, ou seja, os consumidores não possuem nenhuma dificuldade em trocar de prestador de serviço. Já

com relação ao aluguel de frotas, essa característica está presente de forma mais intensa. Como as empresas oferecem seus serviços de gestão de frotas para diversos ramos da indústria brasileira, cada uma possui suas características próprias (depreciação, utilização, danos, entre outros). Com isso, aquelas empresas que já possuem um maior *know how*, ou seja, geralmente, aquelas que são detentoras dos contratos, possuem uma vantagem, visto que conseguem ser mais assertivas na precificação, mitigando o risco dos contratos.

Com relação aos canais de distribuição, isso não é uma grande barreira para os potenciais novos entrantes, visto que a distribuição dos serviços é realizada de forma direta pela própria empresa.

Por fim, a indústria não possui uma vantagem de custo impossível de ser igualada. Conforme observado anteriormente, o maior poder financeiro é uma grande vantagem que possibilita maiores margens e um maior lucro, porém, não inviabiliza a entrada de nenhuma nova empresa.

6.4.2. Rivalidade entre empresas existentes

A indústria de locação de carros encerrou o ano com mais 11 mil empresas, especialmente, de pequeno porte, que tem atuação local e uma frota reduzida. Apesar de bastante fragmentado, o mercado possui grandes empresas (Localiza, Unidas e Movida). Com relação as grandes empresas, que possuem uma maior fatia do mercado consumidor, elas historicamente não realizam uma grande disputa entre elas, ou seja, não guerreiam por preço ou utilizam-se de outros artifícios de forma agressiva. Durante a crise recente, Localiza e Movida, baixaram o preço de suas diárias com o objetivo de conquistar uma maior fatia do mercado, o que impacta mais as empresas menores e aquelas que não tem uma situação financeira muito saudável, visto que o spread entre o custo da dívida e ROIC não apresenta um folga tão grande quanto os das maiores empresas do setor.

Além disso, muitas empresas pequenas abrem mão da lucratividade no curto prazo para expandir o seu tamanho, porém, devido às limitações financeiras, essas empresas não conseguem seguir essa estratégia por muito tempo. Ademais, essas empresas são as que mais sentem os efeitos de uma recessão econômica, visto que elas têm uma menor flexibilidade para ajustar os preços e a capacidade de financiamento (majoritariamente atrelada ao CDI) se torna mais restrita.

Outro ponto que impacta a competição na indústria, é a sinergia que a plataforma de negócios das maiores empresas oferece para elas. A possibilidade de unificar as divisões, adquirindo os seus carros a um preço mais baixo, integrando as frotas das divisões em caso de necessidade, e vendendo seus carros direto para o consumidor alcançando um preço de venda mais alto, pressionam ainda mais as empresas menores, forçando-as a fechar ou buscar outros locais para prestar os seus serviços.

Com relação a divisão de gestão de frotas, a concorrência não se restringe entre as empresas do setor, mas também se estende para a concorrência entre a empresa e seus clientes (uma vez que o cliente possui a opção de gerir a sua própria frota). Nesse segmento as empresas disputam fortemente através da precificação dos contratos, sendo que aquelas que já detém o contrato atual da empresa (ou a própria empresa que gerencia) possuem uma vantagem de ter informações mais concretas para estimar os custos e precificar de forma mais assertiva os contratos.

6.4.3. Ameaça de serviços ou produtos substitutos

Com relação ao mercado de aluguel de carros, as principais alternativas são os taxis e, principalmente, os aplicativos de transporte de motorista (Uber, Cabify, entre outros). Embora, essas alternativas são escolhidas geralmente para percorrer distâncias mais curtas e poucos caminhos. Quando o cliente demanda percorrer uma distância mais longa ou diversos trajetos, a opção de alugar um veículo é mais cômoda e barata. Além disso, com a expansão da cultura do compartilhamento, estão sendo criados plataforma de caronas, aluguel de carros por hora e aluguel de carros entre indivíduos sem o intermédio de empresas do setor (apenas uma empresa oferece a plataforma para os interessados).

Já a divisão de gestão de frotas apresenta um alto nível de substituição do seu serviço. Caso não terceirizem a frota, as empresas possuem a opção de elas realizarem a própria gestão da sua frota (o que acontece muito no Brasil ainda hoje). Ou seja, isso impacta diretamente as negociações entre as duas partes, visto que ambas possuem limites para a precificação. Com a maior compreensão das empresas sobre os benefícios da terceirização, no médio prazo, esse risco tende a diminuir, visto que as empresas de locação geralmente apresentam uma vantagem de custo e com a terceirização as organizações podem focar na sua atividade-fim.

6.4.4. Poder de negociação dos compradores

No que tange o mercado de aluguel de carros, os clientes não possuem um poder de barganha frente às empresas do setor, eles apenas aceitam os preços que o mercado determina, selecionando a melhor opção com base na análise comparativa entre as opções disponibilizadas pelas empresas no momento da consulta ou contratação do serviço. Como o valor da diária média resulta em apenas 8% do salário mínimo ao final de 2017 (razão que vem reduzindo ano a ano), os consumidores, em sua maioria, de classe média e alta, não barganham preço por não se um valor tão relevante sobre a sua renda.

Cada vez mais os consumidores estão mais exigentes quanto a eficiência do serviço, principalmente, relacionada a agilidade em todas as partes do processo de locação, como também, na solicitação de acessórios (GPS, Wifi, entre outros), que agregam valor ao serviço. Apesar de não ser algo determinante, a facilidade e desburocratização do processo, juntamente com a oferta de “bônus” nas locações, são questões que contribuem para o crescimento da demanda do serviço de locação de veículos.

Os custos de troca, em geral, são mínimos para o cliente, e com isso, as empresas, através dos seus programas de fidelidade (ou benefícios), buscam utilizar diversos artifícios para manter os seus clientes, objetivando criar um custo de saída para esses clientes, ou seja, colocando uma barreira para a saída destes.

Por outro lado, o poder de barganha dos clientes da divisão de gestão de frotas é alto. Devido à forte concorrência, ambas as partes negociam com o objetivo de maximizar os seus lucros e reduzir os seus custos. Além disso, esse segmento possui empresas de porte gigantesco, como empresas da indústria petroquímica e de energia elétrica, ou seja, que possuem um altíssimo poder de barganha junto as empresas (devido ao seu impacto nas receitas dos fornecedores). No entanto, não só o tamanho fortalece o poder de barganha dos clientes, mas também a opção de gestão da frota pela própria empresa. Com relação ao custo de troca para esse segmento, ele também é baixo, ou seja, por qualquer insatisfação ou benefício marginal de troca, as empresas que demandam esses serviços provavelmente irão realizar a substituição de fornecedor.

6.4.5. Poder de negociação dos fornecedores

As montadoras de veículos são os principais fornecedores das empresas de locação de veículos. Isto é, dado o tamanho dos seus fornecedores, eles possuem um forte poder de barganha perante as locadoras de veículos. Portanto, a maioria das empresas de locação, que são de pequeno porte, têm uma grande dificuldade em barganhar melhores preços na aquisição de veículos, prejudicando a lucratividade dessas empresas. No entanto, os grandes *players* da indústria, devido ao tamanho de suas frotas, conseguem auferir descontos significativos no momento da aquisição. A Localiza, detentora da maior frota de veículos do setor (maior do que a frota total do que os seus dois principais concorrentes em conjunto), consegue se beneficiar de um maior poder de barganha junto às concessionárias, conquistando descontos bem superiores aos seus principais pares, uma vez que ela representou 8,4% das vendas totais das principais montadoras em 2017. Dessa forma, o benefício marginal de crescimento da frota por parte da Localiza tende a zero, pois, por parte das concessionárias, existe um limite máximo de flexibilidade dos seus preços, ou seja, as empresas abaixo da Localiza, podem extrair um benefício marginal muito maior com o crescimento de suas frotas.

6.4.6. O Governo como uma força na concorrência da indústria

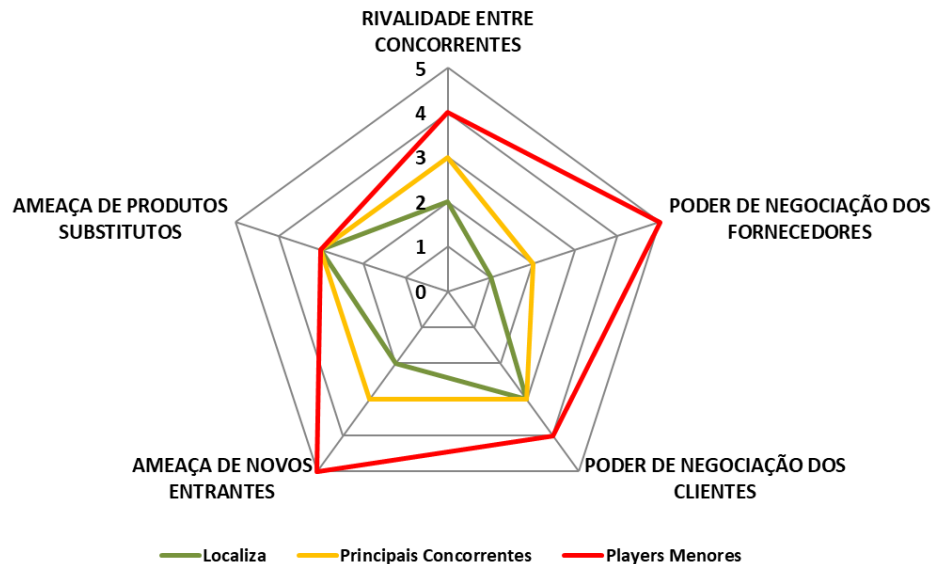
O Governo pode impactar bastante o negócio das empresas em caso de mudanças na legislação. Analisando o cenário atual, existem alguns principais pontos relacionados ao Governo que podem impactar as empresas: (i) legislação sobre o emplacamento, alguns governos estaduais podem sancionar leis protecionistas que obrigam as locadoras a emplacar os seus veículos nos estados em que os carros serão utilizados, ou seja, fazendo com que as empresas paguem alíquotas mais altas de IPVA frente a alíquota de 1% cobrada hoje em Minas Gerais (estado que concentra a maioria dos emplacamentos); (ii) legislação sobre o ICMS, a decisão do STJ (em aberto) de não cobrança do imposto sobre a alienação de carros em um prazo inferior a 12 meses, além de decisões que impactem as alíquotas entre os estados, podem aumentar os custos das empresas e pressionar suas margens; e (iii) legislação, principalmente, relacionada ao meio ambiente, que possam obrigar as empresas a substituir ou adaptar parte de sua frota.

6.4.7. Análise das 5 forças da indústria

Com o objetivo de evidenciar como as forças impactam a Localiza, suas principais empresas concorrentes, e o menores *players* da indústria, foi elaborada uma matriz que identifica o peso de cada uma das forças sobre essas “três categorias” de empresas. Cabe

ressaltar que quanto maior o peso, maior é a ameaça. Como podemos observar no Gráfico 22, a Localiza possui uma menor influência do ambiente competitivo, enquanto as forças da indústria têm bastante importância no negócio dos menores *players*.

Gráfico 22 – Análise das 5 Forças da Indústria de Locação de Carros



Fonte: Elaborado pelo autor

6.5. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

6.5.1. Avaliação por múltiplos

A avaliação relativa da Localiza foi realizada através da análise dos múltiplos correntes da empresa e dos seus principais pares da indústria. Para a obtenção desses dados, foram extraídas as seguintes informações sobre as três empresas: valor da firma, Ebitda, lucro líquido, valor de mercado, número de ações, frota total, e receita líquida. Essas informações foram obtidas no Economatica, Fundamentus e na área de Relações com Investidores da empresa (demonstrativos financeiros).

Para a análise, foram utilizados dois dos principais múltiplos utilizados quando aplicada à avaliação relativa: o EV/EBITDA e P/L. Optou-se por não utilizar o múltiplo P/VPA pela alta disparidade entre os múltiplos das empresas, ou seja, o que distorceria o resultado da avaliação relativa final. Além disso, também foram utilizados dois múltiplos específicos da indústria: EV/Receita Líquida e EV/Frota Final. Conforme o Quadro 11, após a obtenção dos índices

individuais de cada empresa, foi realizado o cálculo da média e da mediana de ambos os múltiplos.

Quadro 11 – Múltiplos Empresas da Indústria de RaC

Company	EV/EBITDA	P/E	EV/Fleet Total	EV/Net revenue
Localiza	15,3	30,1	101.249,0	3,0
Locamerica	9,6	24,4	52.811,6	2,7
Movida	7,8	16,2	37.511,2	1,4
Mean	10,9	23,5	63857,2	2,4
Median	9,6	24,4	52811,6	2,7

Fonte: Elaborado pelo autor

Historicamente, a Localiza apresenta índices mais elevados que seus pares por dois principais motivos: avaliação de menor risco e maior expectativa de crescimento dos lucros pelo mercado (quando comparada aos seus concorrentes). Com isso, a Localiza caracteriza-se por possuir um “prêmio adicional” sobre os seus múltiplos. Entretanto, nos últimos anos, os múltiplos de seus pares vêm crescendo e convergindo para patamares mais elevados e próximos aos dos índices apresentados pela Localiza.

Com a obtenção da média dos múltiplos das empresas anteriormente, foi estimado o valor justo da empresa com base nas demonstrações financeiras mais atuais da empresa (3º trimestre de 2018), visto que o método selecionado para a avaliação relativa foi a utilização dos múltiplos correntes das empresas. Sendo assim, conforme pode ser observado no Quadro 12, através da avaliação relativa por múltiplos, em que foi utilizada a média aritmética do valor obtido através de cada um dos múltiplos, conclui-se que hoje a Localiza possui um valor total de R\$ 15.965,1 milhões, isto é, um valor de R\$ 23,93 por ação, valor inferior ao preço de fechamento da ação no dia 13 de novembro de 2018, de R\$ 26,81 (um *downside* potencial de 10,74%).

Quadro 12 – Target Price por Múltiplos (Média)

EV/EBITDA		P/E		EV/Fleet Total		EV/Net revenue	
3Q2018	10,9	3Q2018	23,5	3Q2018	63.857,2	3Q2018	2,4
EBITDA 2018A	1.527,5	Earnings 2018A	652,3	Fleet Total 2018A	0,2	Net Revenue 2018A	7.445,6
EV 2018A	16.624,3	Price 2018A	15.359,5	EV 2018A	14.187,6	EBITDA 2018A	17.689,2
Shares	667,1	Shares	667,1	Shares	667,1	Shares	667,1
Share Price	R\$ 24,92	Share Price	R\$ 23,02	Share Price	R\$ 21,27	Share Price	R\$ 26,51
Target Price				R\$	23,93		

Fonte: Elaborado pelo autor

Ademais, foi realizada também a avaliação relativa utilizando a mediana dos múltiplos (conforme Quadro 13). Nota-se que a diferença no valor justo encontrado é mínima, de R\$ 23,42 (mediana) e de R\$ 23,93 (média).

Quadro 13 – Target Price por Múltiplos (Mediana)

EV/EBITDA		P/E		EV/Fleet Total		EV/Net revenue	
3Q2018	9,6	3Q2018	24,4	3Q2018	52.811,6	3Q2018	2,7
EBITDA 2018A	1.527,5	Earnings 2018A	652,3	Fleet Total 2018A	0,2	Net Revenue 2018A	7.445,6
EV 2018A	14.587,6	Price 2018A	15.909,6	EV 2018A	11.733,5	EBITDA 2018A	20.279,1
Shares	667,1	Shares	667,1	Shares	667,1	Shares	667,1
Share Price	R\$ 21,87	Share Price	R\$ 23,85	Share Price	R\$ 17,59	Share Price	R\$ 30,40
Target Price				R\$	23,42		

Fonte: Elaborado pelo autor

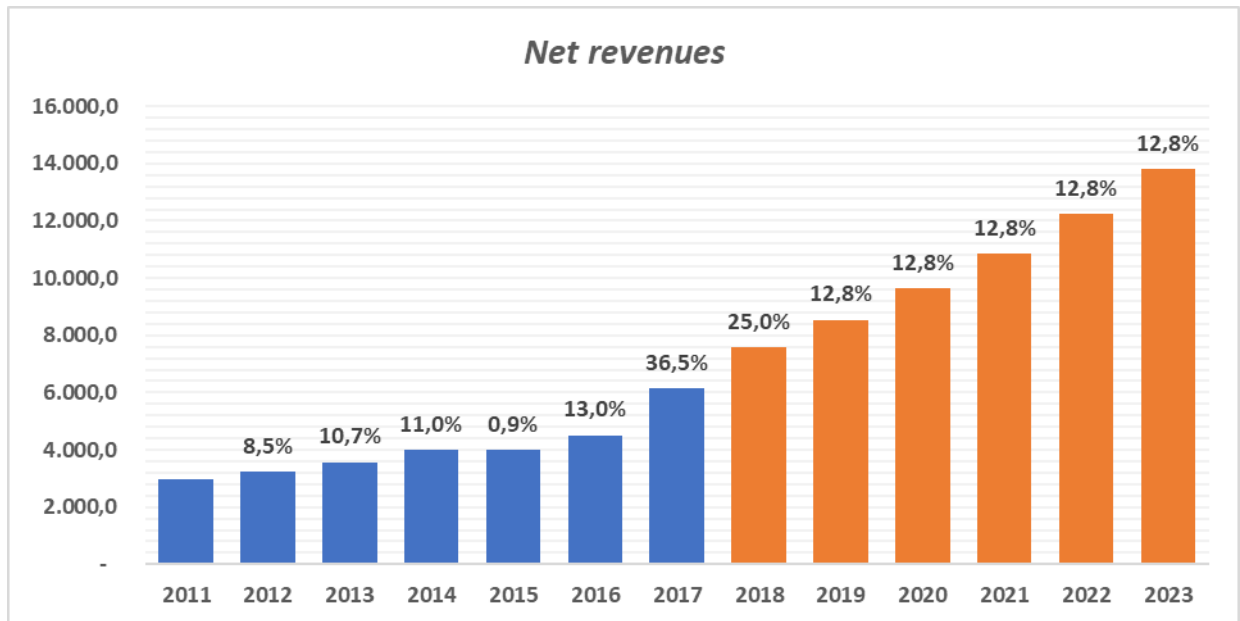
6.5.2. Avaliação por FCD (Fluxo de Caixa Descontado)

6.5.2.1. Projeções

Com o objetivo de facilitar a compreensão das projeções realizadas, inicialmente serão apresentadas todas as premissas utilizadas na análise por fluxo de caixa descontado da Localiza. A data-base do modelo é o dia 31 de dezembro de 2017. No entanto, como já existem os resultados referentes aos três primeiros trimestres do ano de 2018, foram projetadas apenas as contas do quarto trimestre de 2018, que somados aos dados históricos, compõem a projeção do resultado anual de 2018 da empresa.

Para a projeção da receita líquida, utilizou-se o crescimento composto anual dos últimos sete anos, totalizando um CAGR de 12,78% (Gráfico 23). Além disso, para a projeção do 4Q18, a taxa anual composta de crescimento anual foi ajustada para uma taxa anual composta trimestral, assim, obtendo-se o CAGR trimestral de 3,05%.

Gráfico 23 – Receita Líquida



Fonte: Elaborado pelo autor

Com relação aos custos dos produtos vendidos (CPV), foi utilizada a média histórica do quociente entre o CPV e a receita líquida nos últimos três anos, visto que a empresa apresentou um crescimento mais acentuado dessa conta no passado recente, implicando na redução da sua margem bruta. Espera-se que com a retomada do crescimento da economia (o que impacta positivamente no volume de diárias), o crescimento nominal do valor das diárias, e a expansão da Localiza no setor de gestão de frotas (segmento que apresenta margens mais altas), resultem em uma margem bruta mais elevada, aproximando-se de 34% (média dos níveis históricos da companhia).

Quadro 14 - CPV

	2015	2016	2017
Net revenues	3.928,03	4.439,27	6.058,28
COGS	(2.499,60)	(2.917,70)	(4.151,00)
COGS Expense (as a % of sales)	63,6%	65,7%	68,5%
Mean		66,0%	

Fonte: Elaborado pelo autor

As despesas relacionadas às vendas, administrativas e despesas gerais (VA&G), assim como os gastos com depreciação e amortização (D&A), também foram projetadas através do cálculo da média histórica entre as contas e a receita líquida da empresa no período entre 2011 e o terceiro trimestre de 2018. No que tange às despesas de VA&G, conforme pode ser observado no Quadro 15, os valores históricos tendem ao valor anual de 11,29% sobre as receitas líquidas auferidas em cada período analisado. Já com relação às despesas de D&A (Quadro 16), a média da relação histórica é de 6,71%, porém, em 2012, as despesas apresentaram um comportamento anormal, ou seja, ajustando-se esse valor, chegamos a uma média aproximada de 4,8% para ser utilizada nas projeções futuras das despesas de depreciação e amortização (analisando a tendência de queda da participação da depreciação nas vendas).

Quadro 15 – Despesas Administrativas, de Vendas e Gerais

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	3Q2018
Net revenues	2.918,10	3.166,70	3.506,24	3.892,22	3.928,03	4.439,27	6.058,28	5.636,06
SG&A Expense	(300,00)	(354,50)	(397,60)	(441,80)	(493,60)	(506,00)	(667,10)	(583,60)
SG&A Expense (as a % of sales)	10,3%	11,2%	11,3%	11,4%	12,6%	11,4%	11,0%	10,4%

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 16 – Depreciação e Amortização

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	3Q2018
Net revenues	2.918,10	3.166,70	3.506,24	3.892,22	3.928,03	4.439,27	6.058,28	5.636,06
D&A	(225,60)	(409,80)	(264,40)	(243,10)	(199,30)	(244,50)	(271,10)	(233,90)
D&A (as a % of sales)	7,7%	12,9%	7,5%	6,2%	5,1%	5,5%	4,5%	4,2%

Fonte: Elaborado pelo autor

As despesas financeiras, com exceção do valor estimado para o resultado de 2018, que foi calculado com base no resultado dos três primeiros trimestres, foram mantidas estáveis, de acordo com a premissa de estabilidade do crescimento da dívida de longo prazo da empresa. Ou seja, as despesas financeiras anuais serão o resultado da multiplicação do valor da dívida de longo prazo pela taxa de juros de 8,0% a.a. (valor estimado para a taxa de juros básico da economia no longo prazo).

Com relação aos impostos sobre os rendimentos da empresa, foi calculada a relação média histórica entre os impostos a pagar e o lucro antes dos impostos (conforme Quadro 17). Sendo assim, foi estabelecida uma alíquota de 26% para as projeções dos resultados da Localiza.

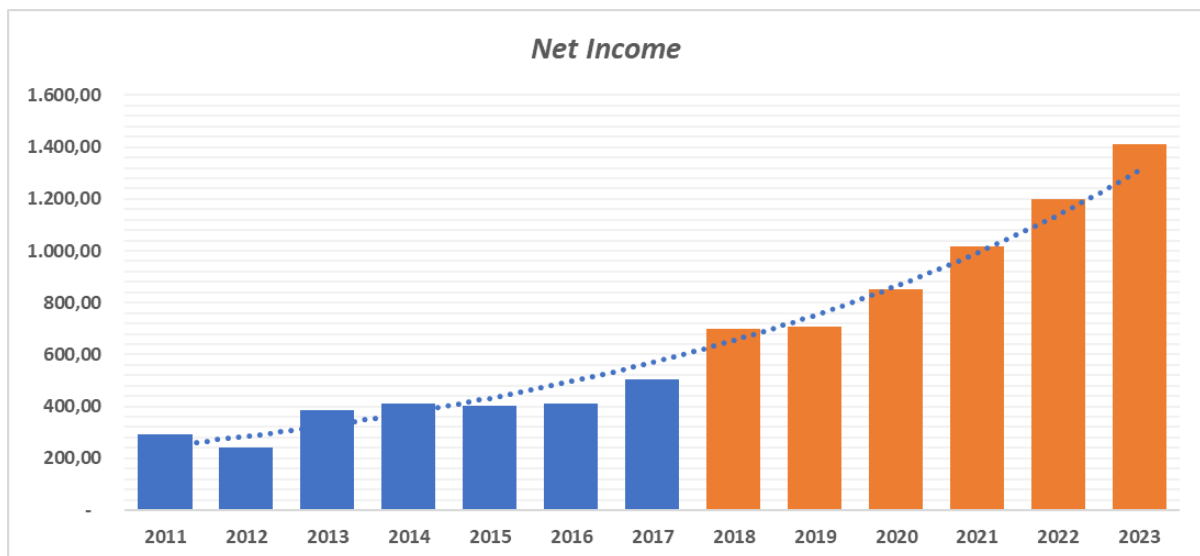
Quadro 17 – Impostos sobre a Receita

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	3Q2018
Pre-tax Income (EBT)	416,70	327,10	541,54	575,62	532,83	527,57	654,08	645,86
Income Taxes	(125,10)	(86,20)	(157,20)	(165,00)	(130,40)	(118,40)	(148,40)	(168,10)
Income Taxes (as a % of EBT)	30,0%	26,4%	29,0%	28,7%	24,5%	22,4%	22,7%	26,0%
Mean					26%			

Fonte: Elaborado pelo autor

De acordo com todas as premissas apresentadas acima, projeta-se um crescimento composto anual de 15,03% do lucro líquido no período projetado, de 2018 a 2023, conforme pode ser observado no Gráfico 24.

Gráfico 24 – Lucro Líquido



Fonte: Elaborado pelo autor

Para a obtenção do capital de giro, é necessária a subtração entre o ativo circulante (excluindo-se o caixa) e o passivo circulante de um ciclo operacional. Com isso, foi realizada a projeção das contas que possuem impacto no capital de giro da empresa: contas a receber, outros ativos circulantes, dívidas de curto prazo, fornecedores e outros passivos circulantes.

O índice de dias utilizado para o prazo médio de recebimentos foi calculado através da seguinte fórmula:

$$PMRV = \frac{\text{Contas a receber}}{\text{Receita Líquida}} \times 360$$

Conforme pode ser observado no Quadro 18, após obter o valor indicativo para cada ano do período analisado, foi extraída a média desses valores para a utilização no modelo.

Quadro 18 – Contas a Receber (Dias)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	3Q2018
Accounts Receivables	353,44	361,16	408,30	459,60	486,07	424,53	585,12	739,70
Net revenue	2.918,10	3.166,70	3.506,24	3.892,22	3.928,03	4.439,27	6.058,28	5.636,06
Accounts Receivable (Days)	43,60	41,06	41,92	42,51	44,55	34,43	34,77	47,25
Mean					41,3			

Fonte: Elaborado pelo autor

Assim como para a análise das contas a receber, foi utilizada a fórmula abaixo para se analisar o prazo médio de pagamento aos fornecedores:

$$PMPF = \frac{\text{Contas a pagar}}{CPV} \times 360$$

O valor encontrado foi o de 103,9 (conforme Quadro 19) que, quando comparado ao prazo médio de recebimento de 41,3, demonstra o forte poder de barganha da Localiza junto aos seus fornecedores. Isto é, apresentando historicamente um período médio de pagamento bastante superior ao prazo médio de recebimento, o que é extremamente saudável para o capital de giro da empresa (diminuindo o risco de dependência de capital externo para a gestão do capital de giro).

Quadro 19 – Contas a Pagar (Dias)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	3Q2018
Accounts Payables	488,66	356,15	460,50	828,42	690,59	910,90	1.331,68	1.561,00
COGS	(1.796,80)	(1.936,60)	(2.192,10)	(2.480,60)	(2.499,60)	(2.917,70)	(4.151,00)	(3.911,30)
Accounts Payable (Days)	97,91	66,21	75,63	120,23	99,46	112,39	115,49	143,68
Mean					103,9			

Fonte: Elaborado pelo autor

Quanto à análise dos outros ativos circulantes (Quadro 20), obrigações de curto prazo (Quadro 21) e outros passivos circulantes (Quadro 22), foram realizadas com base na relação histórica entre o quociente de cada conta e a receita líquida.

Quadro 20 – Outros Ativos Circulantes

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	3Q2018
Net revenue	2.918,10	3.166,70	3.506,24	3.892,22	3.928,03	4.439,27	6.058,28	5.636,06
Other Current Assets	83,19	63,31	74,40	112,90	134,40	125,97	1.507,67	937,00
Other Current Assets (as % of sales)	2,9%	2,0%	2,1%	2,9%	3,4%	2,8%	3,8%	4,6%
Mean					3,1%			

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 21 – Dívida de Curto Prazo

	2015	2016	2017	3Q2018
Net revenue	3.928,03	4.439,27	6.058,28	5.636,06
ST Debt	422,38	654,59	537,22	602,43
ST Debt (as % of sales)	10,8%	14,7%	8,9%	12,6%
Mean		11,7%		

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 22 – Outros passivos circulantes

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	3Q2018
Net revenue	2.918,10	3.166,70	3.506,24	3.892,22	3.928,03	4.439,27	6.058,28	5.636,06
Other Current Liabilities	174,18	167,96	240,82	269,07	243,08	276,21	365,20	396,30
Other Current Liabilities (as % of sales)	6,0%	5,3%	6,9%	6,9%	6,2%	6,2%	6,0%	7,0%
Mean					6,3%			

Fonte: Elaborado pelo autor

No que tange às despesas de capital da empresa (CAPEX) e as despesas com depreciação e amortização, os valores utilizados no modelo, de 5,4% e 4,8%, foram obtidos através da análise da relação entre o quociente da respectiva conta e as receitas líquidas da companhia. Além disso, os fatores utilizados para o *goodwill*²⁷, outros ativos não-circulantes, passivos de impostos diferidos e outros passivos não-circulantes, foram estabelecidos da mesma forma que as contas anteriores, despesas de capital e depreciação, conforme podem ser verificados no Quadro 23.

Quadro 23 – Intangível, Outros Ativos Não-Circulantes, Impostos Diferidos e Outros Passivos Não-Circulantes

	2015	2016	2017	Mean
Goodwill (as % of revenues)	2,3%	1,9%	1,4%	1,8%
Other Long-term assets (as % of revenues)	2,6%	1,6%	3,1%	2,4%
Deferred Income Taxes (as % of revenues)	3,6%	3,9%	3,6%	3,7%
Other Long-term Liabilities (as % of revenues)	2,2%	1,7%	3,2%	2,4%

Fonte: Elaborado pelo autor

Com relação ao *equity*²⁸, estabeleceu-se um *dividend payout ratio*²⁹ de 34% com base na média das distribuições de lucros realizadas nos últimos 3 anos (Quadro 23).

²⁷ Intangível.

²⁸ Patrimônio líquido.

²⁹ Índice de pagamento de dividendos.

Por fim, com relação ao endividamento de longo prazo, foi estabelecido que ele se manterá estável no período projetado. As despesas financeiras provenientes desse montante, serão estimadas com base em uma taxa de juros de 8,7%, de acordo com a relação entre a taxa básica de juros projetada para o longo prazo e o custo da dívida da empresa (que será apresentada na próxima sessão do trabalho).

6.5.2.2. Custo médio ponderado de capital (WACC)

Para o cálculo do custo médio ponderado de capital da Localiza, é necessário identificar o custo da dívida após impostos e o custo de capital próprio. Cabe ressaltar que as fórmulas utilizadas para os cálculos realizados para a determinação do WACC podem ser encontradas na seção 3.4.2.3.

O custo da dívida foi obtido através da avaliação individual de cada dívida de longo prazo da empresa (conforme Quadro 24). Para isso, com base na taxa de emissão de cada título, foi estimada a taxa efetiva de cada dívida utilizando como base a taxa Selic projetada de longo prazo, de 8,0%. Então, com o cálculo da média ponderada da dívida total da empresa, foi possível estabelecer o custo da dívida à uma taxa de 8,66%.

Quadro 24 – Perfil da Dívida

Debt Profile					
Interest Rate		8,0%			
Cost-of-Debt		8,7%			
	Index	Issuance rate	Effective rate	Value (R\$)	%
Debêntures da 7ª Emissão	%CDI	110,95%	8,88%	312,50	4,5%
Debêntures da 8ª Emissão	%CDI	109,50%	8,76%	500,00	7,2%
Debêntures da 10ª Emissão	%CDI	113,90%	9,11%	200,00	2,9%
Debêntures da 11ª Emissão	%CDI	111,50%	8,92%	500,00	7,2%
Debêntures da 12ª Emissão	%CDI	107,25%	8,58%	700,00	10,1%
Debêntures da 13ª Emissão - 1ª Série	%CDI	109,35%	8,75%	869,00	12,5%
Debêntures da 13ª Emissão - 2ª Série	%CDI	111,30%	8,90%	216,20	3,1%
Debêntures da 14ª Emissão - 1ª Série	%CDI	107,90%	8,63%	200,00	2,9%
Debêntures da 14ª Emissão - 2ª Série	%CDI	112,32%	8,99%	800,00	11,5%
Debêntures da 3ª Emissão Localiza Fleet	%CDI	107,00%	8,56%	500,00	7,2%
Debêntures da 4ª Emissão Localiza Fleet	CDI+	0,30%	8,30%	350,00	5,0%
Debêntures da 5ª Emissão Localiza Fleet	%CDI	112,00%	8,96%	300,00	4,3%
Empréstimo em moeda estrangeira c/ SWAP	%CDI	108,00%	8,64%	300,00	4,3%
6ª Emissão de Nota Promissória	CDI+	0,40%	8,40%	650,00	9,3%
CCBI - Nova Sede	%CDI	98,80%	7,90%	190,00	2,7%
CRI	%CDI	99,00%	7,92%	370,10	5,3%
Total	-	-	-	6.957,80	100,0%

Fonte: Elaborado pelo autor

Para o cálculo do custo da dívida após impostos (custo utilizado para o cálculo do WACC), conforme pode ser observado no Quadro 25, foi realizada a multiplicação do custo da dívida pela alíquota de impostos estabelecida para as empresas brasileiras de 34% (25% de IRPJ e 9% de CSLL).

Quadro 25 – Custo da Dívida

Cost of Debt	
Cost-of-Debt	8,66%
Tax Rate	34,00%
After-tax Cost of Debt	5,7%

Fonte: Elaborado pelo autor

Já para o cálculo do custo de capital próprio, foi empregado o modelo CAPM. Com isso, se fez necessário a definição dos seguintes dados: taxa livre de risco do mercado, prêmio de risco de mercado, beta alavancado, prêmio por tamanho e prêmio por risco país.

A taxa de livre de risco de mercado foi definida com base no título de dívida do governo norte-americano com vencimentos de 30 anos (*T-bonds 30y*).

Para o cálculo do prêmio de risco de mercado, foi empregado o valor estabelecido por Damodaran, que reflete a diferença entre o índice das bolsas de valores do Estados Unidos e o título da dívida do governo norte-americano de longo prazo.

O prêmio de risco por tamanho não foi utilizado no modelo, visto que a Localiza é uma das maiores empresas de capital aberto do Brasil, ou seja, não sendo necessária a adição de um prêmio por tamanho no modelo.

Já o prêmio de risco país foi determinado com base no índice EMBI+ Risco-Brasil. Esse índice é calculado pelo JP Morgan e se baseia nos bônus das dívidas do governo de países emergentes.

Por fim, o beta alavancado foi obtido através do cálculo dos betas desalavancado dos pares da Localiza no mercado local e externo. Para isso, foi identificado o beta alavancado de cada empresa, que foi desalavancado de acordo com sua estrutura de capita e a alíquota de impostos correspondente a cada país. Com isso, foi possível verificar a mediana e alavancá-la de acordo com o *debt-to-equity* atual da Localiza de 2,51x (Quadro 26). Então, conforme pode

ser observado no Quadro 27, o beta alavancado utilizado no cálculo do custo de capital próprio é de 1,10.

Quadro 26 – Estrutura de Capital

Capital Structure

Gross Debt	7.416,39
Market Cap	17.886,26
<i>Total</i>	<i>25.302,65</i>
Debt-to-equity	2,51

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 27 – Beta

Company	Predicted Levered Beta	Market Value Of Debt	Market Value of Equity	Debt/Equity	Marginal Tax Rate	Unlevered Beta
Localiza S.A	1,1	7.416,4	2.959,3	251%	34,0%	0,41
Movida	0,8	2.100,0	1.600,0	131%	34,0%	0,44
Locamerica	0,9	4.000,0	1.600,0	250%	34,0%	0,32
Avis	1,5	14.490,0	521,0	2781%	27,0%	0,07
Sixt	1,3	3.150,0	1.164,0	271%	30,0%	0,46
United Rentals	3,3	10.080,0	3.334,0	302%	27,0%	1,03
Hertz	2,3	17.200,0	1.200,0	1433%	27,0%	0,20
Mean	1,60			774,2%		0,42
Median	1,34			270,6%		0,41
	Median Unlevered Beta	Target Debt/Equity	Target Marginal Tax Rate	Relevered Beta		
Relevered Beta	0,41	250,6%	34,0%	1,10		

Fonte: Elaborado pelo autor

Com base nos dados apresentados, conforme o Quadro 28, foi possível definir o custo médio ponderado de capital da empresa, de 9,87%.

Quadro 28 – WACC

WACC Calculation

Target Capital Structure

Debt-to-Total Capitalization	29,31%
Equity-to Total Capitalization	70,69%
Debt/Equity	2,51

WACC **9,87%**

Fonte: Elaborado pelo autor

6.5.2.3. Fluxo de Caixa Descontado

A partir das projeções realizadas e do estabelecimento do custo médio ponderado de capital da empresa, construiu-se o fluxo de caixa descontado da empresa (Quadro 29), sendo possível estimar o valor presente dos fluxos de caixas futuros.

Quadro 29 – Fluxo de Caixa Descontado

	Historical Period			Projected Period					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Sales	3.928,0	4.439,3	6.058,3	7.572,8	8.540,6	9.632,1	10.863,1	12.251,4	13.817,1
EBITDA	934,8	1.015,6	1.240,2	1.644,7	1.948,1	2.197,1	2.477,9	2.794,5	3.151,7
Less: Depreciation & Amortization	199,3	244,5	271,1	318,1	409,9	462,3	521,4	588,1	663,2
EBIT	735,5	771,1	969,1	1.326,7	1.538,2	1.734,7	1.956,4	2.206,5	2.488,5
Less: Taxes 34,0%	250,1	262,2	329,5	451,1	523,0	589,8	665,2	750,2	846,1
Tax-effectd EBIT	485,4	508,9	639,6	875,6	1.015,2	1.144,9	1.291,3	1.456,3	1.642,4
Plus: Depreciation & Amortization	199,3	244,5	271,1	318,1	409,9	462,3	521,4	588,1	663,2
Less: Capex	(174,0)	(135,0)	(528,0)	(408,9)	(461,2)	(520,1)	(586,6)	(661,6)	(746,1)
+/- Changes in Working Capital	0,0	555,6	(1.149,9)	485,2	96,4	179,3	202,2	228,0	282,5
+/- Changes in Other Assets and Liabilities	0,0	57,3	46,3	(4,9)	17,2	19,4	21,9	24,7	27,9
Unlevered Free Cash Flow	510,7	1.231,3	(720,9)	1.265,0	1.077,6	1.285,9	1.450,2	1.635,5	1.869,9
Discount Period				1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0
Discount Factor				0,91	0,83	0,75	0,69	0,62	0,57
Present Value of Free Cash Flow				1.151,4	892,7	969,6	995,3	1.021,7	1.063,2

Fonte: Elaborado pelo autor

O valor terminal da empresa pode ser estimado através de duas formas: *perpetuity growth model* e *exit multiple method*.

O primeiro método assume que a empresa continuará a gerar fluxos de caixa para sempre. Esse método estima o valor terminal através do quociente da multiplicação entre o fluxo de caixa livre do último ano projetado e taxa de crescimento na perpetuidade pela diferença entre o custo médio ponderado de capital e a taxa de crescimento da empresa, conforme a seguinte fórmula:

$$\text{Perpetuidade} = \frac{FCF_{n-1} \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

A taxa de crescimento utilizada no modelo foi 3,97%, ou seja, supondo que a companhia não apresentará um crescimento real durante a perpetuidade (visto que esse valor é a inflação

projetado de longo prazo pelo mercado). Com isso, conforme o Quadro 30, estabelece-se como valor justo para a ação o valor de R\$ 30,11.

Quadro 30 – Valor Terminal: Perpetuity Growth Method

Perpetuity Growth Method

WACC	9,87%
Net Present Value of Free Cash Flow	6.094,0
Growth Rate of FCF After 2022	3,97%
Terminal Value	32.970,6
Present Value of the Terminal Value	18.747,2
Enterprise Value	24.841,1
Less: Net Debt	4.750,1
Equity Value:	20.091,0
Number of shares	667,1
Target Price	R\$ 30,11

Fonte: Elaborado pelo autor

O segundo método pressupõe que a empresa será avaliada no final do período de projeção através de um múltiplo de entrada, especialmente, mediante a utilização do EV/EBITDA. Então, para o cálculo do valor terminal, utilizou-se a média dos múltiplos das empresas do setor de locação de veículos (Quadro 31) e o EBITDA do último ano da projeção (2023). Sendo assim, o método indicou um valor justo de R\$ 31,24 para a ação da Localiza (Quadro 31).

Quadro 31 – EV/EBITDA: Múltiplo

Company	EV/EBITDA
Localiza	15,3
Locamerica	9,6
Movida	7,8
Mean	10,88
Median	9,55

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 32 – Valor Terminal: EBITDA Exit Multiple Method

EBITDA Exit Multiple Method

WACC	9,87%
Net Present Value of Free Cash Flow	6.094,0
Exit Multiple	10,88
Terminal Value	34.290,3
Present Value of the Terminal Value	19.497,6
Enterprise Value	25.591,6
Less: Net Debt	4.750,1
Equity Value:	20.841,4
Number of shares	667,1
Target Price	R\$ 31,24

Fonte: Elaborado pelo autor

Cabe ressaltar que após a definição do valor terminal através de ambos os métodos, é necessário trazer esse montante à valor presente e descontar a dívida líquida, com o objetivo de encontrar o valor de mercado da empresa. Por fim, deve-se dividir o valor de mercado pelo número de ações da companhia, de forma a identificar o valor justo da ação.

Com isso, foram obtidos dois valores justo para a ação da empresa (bem próximos um do outro). Estimando o valor da perpetuidade da empresa através do *perpetuity growth method* o valor encontrado foi de R\$ 30,11, enquanto isso, o preço estabelecido através do *EBITDA exit multiple method* foi de R\$ 31,24. Ou seja, um potencial de valorização de 12,33% e 16,52%, respectivamente, com base no preço de fechamento de R\$ 26,81 no dia 13 de novembro de 2018.

Então, buscando definir um valor justo “final” para a empresa, conforme o Quadro 33, foi realizado o cálculo da média dos valores encontrados através dos dois métodos de estabelecimento do valor terminal da empresa.

Quadro 33 – Target Price

	Target Price	Upside
Perpetuity Growth Method	R\$ 30,11	12,33%
EBITDA Exit Multiple Method	R\$ 31,24	16,52%
Mean	R\$ 30,68	14,42%

Fonte: Elaborado pelo autor

O valor obtido de R\$ 30,68, quando comparado com o consenso de mercado, ou seja, a média dos preço-alvos projetados pelos analistas que realizam a cobertura da ação, de R\$ 30,60, no dia 20 de novembro de 2018, corrobora a análise do valor justo estabelecido nesse estudo. Esse valor foi fornecido pela Guide Investimentos (através da plataforma da Bloomberg).

Por fim, foi realizada uma análise de sensibilidade do valor justo obtido através de ambos os métodos. A análise demonstra que pequenas variações na taxa de crescimento (*perpetuity growth method*) ou no valor do múltiplo de saída e projeção do EBITDA (*EBITDA exit multiple method*), além da variação da taxa de desconto (ambos os casos), podem ocasionar uma alteração significativa no preço-justo da ação da empresa (Quadros 34 e 35).

Quadro 34 – Análise de Sensibilidade: Perpetuity Growth Method

R\$	30,11	8,87%	9,37%	9,87%	10,37%	10,87%
2,97%	R\$ 31,41	R\$ 28,38	R\$ 25,81	R\$ 23,60	R\$ 21,70	
3,47%	R\$ 34,29	R\$ 30,76	R\$ 27,79	R\$ 25,28	R\$ 23,13	
3,97%	R\$ 37,76	R\$ 33,57	R\$ 30,11	R\$ 27,22	R\$ 24,77	
4,47%	R\$ 42,02	R\$ 36,96	R\$ 32,87	R\$ 29,49	R\$ 26,67	
4,97%	R\$ 47,37	R\$ 41,12	R\$ 36,18	R\$ 32,18	R\$ 28,88	

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 35 – Análise de Sensibilidade: EBITDA Exit Multiple Method

R\$	31,24	8,87%	9,37%	9,87%	10,37%	10,87%
8,88	R\$ 27,21	R\$ 26,53	R\$ 25,87	R\$ 25,23	R\$ 24,61	
9,88	R\$ 30,05	R\$ 29,29	R\$ 28,55	R\$ 27,84	R\$ 27,15	
10,88	R\$ 32,89	R\$ 32,05	R\$ 31,24	R\$ 30,45	R\$ 29,69	
11,88	R\$ 35,73	R\$ 34,81	R\$ 33,93	R\$ 33,07	R\$ 32,24	
12,88	R\$ 38,56	R\$ 37,57	R\$ 36,61	R\$ 35,68	R\$ 34,78	

Fonte: Elaborado pelo autor

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Através do presente estudo foi possível analisar o macroambiente em que a Localiza está inserida, verificar o funcionamento da estrutura competitiva da indústria e, principalmente, estabelecer se o preço-justo da empresa é maior ou menor do que o preço de mercado da ação da empresa no dia 13 de novembro 2018.

Com relação ao macroambiente, verificou-se que as tendências macroeconômicas são positivas para o médio e longo prazo; o processo de envelhecimento da população pode aumentar a base de potenciais clientes; a cultura do compartilhamento que vem crescendo pode afetar a dinâmica do mercado; a crescente preocupação com o meio ambiente deve impactar na composição da frota das empresas; a introdução de novas tecnologias é uma realidade para o setor, oferecendo-se novas funcionalidades com o objetivo de reduzir as burocracias e otimizar a experiência dos clientes; e que a legislação pode impactar o negócio das empresas do setor.

A análise da estrutura competitiva possibilitou a identificação de como a Localiza se comporta com relação as forças da indústria. O ambiente competitivo mostrou que a empresa possui diversas vantagens competitivas sobre os seus pares. A Localiza apresenta um poder de barganha muito superior aos dos seus principais concorrentes; possui um poder de negociação considerável com os consumidores (visto que eles são tomadores de preço no segmento de aluguel de carros), porém, sofre uma forte pressão dos clientes do segmento de gestão de frotas; a rivalidade é intensa na indústria entre os pequenos *players*, no entanto, entre as principais empresas não existe a uma concorrência tão acentuada; as barreiras de entrada são pequenas, mas para competir como os principais *players* da indústria é necessário um capital intensivo, isto é, uma barreira para a entrada de novos entrantes; e o crescimento dos serviços substitutos potenciais no médio e longo prazo é esperado de acordo com a introdução de novas tecnologias e o crescimento do conceito de economia compartilhada.

Por fim, com base na análise do método de fluxo de caixa descontado, foi possível responder o questionamento realizado no início do presente estudo. Sendo assim, pode-se afirmar que o valor de mercado da ação da Localiza, de R\$ 26,81, no dia 13 de novembro de 2018, está descontado quando comparado ao valor obtido através das projeções realizadas, de R\$ 30,68, ou seja, um potencial de valorização de 14,42%.

REFERÊNCIAS

- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS LOCADORAS DE AUTOMÓVEIS. **Anuário Brasileiro do Setor de Locação de Veículos 2018**. São Paulo, 2018.
- ANBIMA. **Emissões de empresas brasileiras no mercado de capitais avançam 59% em 2017**. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/emissoes-de-empresas-brasileiras-no-mercado-de-capitais-avancam-59-em-2017-1.htm>. Acesso em: 08 abr. 2018.
- ANBIMA. **Multimercado ampliam base de investidores em 2017**. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/multimercados-amplia-base-de-investidores-em-2017-1.htm>. Acesso em: 08 abr. 2018.
- AUTO RENTAL NEWS. **U.S Car Rental Market Data 2017**. Disponível em: <https://www.autorentalnews.com/fc_resources/PDF/arnfb18-market.pdf>. Acesso em: 08 nov. 2018.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Focus – Relatório de Mercado**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20181101.pdf>>. Acesso em: 01 nov. 2018.
- BRASIL. Lei nº 13.145, de 6 de julho de 2015. Institui a Lei Brasileira de Inclusão da Pessoa com Deficiência (Estatuto da Pessoa com Deficiência). Diário Oficial da União. 07 mar 2015; Seção 1.
- CAR TARGET. **Car Rental Industry Trends in 2018**. Disponível em: <<https://b2b.car-target.com/car-rental-industry-trends-2018/>>. Acesso em: 06 nov. 2018.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- DAMODARAN, Aswath. **Country Default Spreads and Risk Premiums**. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html>. Acesso em: 13 nov. 2018.
- DAMODARAN, A. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. Rio de Janeiro: LTC, 2012.
- DEBASTIANI, C. A.; RUSSO, F. A. **Avaliando empresas, investindo em ações: a aplicação prática de análise fundamentalista na avaliação de empresas**. São Paulo: Novatec Editora, 2008.
- DENATRAN. **Frota – Junho 2016**. Disponível em: <<https://www.denatran.gov.br/estatistica/261-frota-2016>>. Acesso em: 08 nov. 2018.
- EUROMONITOR, Research. **Car Rental (Destination) in Brazil**. São Paulo, ser. 2018. Disponível em <<http://www.euromonitor.com/>>. Acesso em: 10 nov. 2018.
- EUROMONITOR, Research. **Brazil in 2030: The Future Demographic**. São Paulo, ser. 2016. Disponível em <<http://www.euromonitor.com/>>. Acesso em: 10 nov. 2018.
- FERREL, O. C.; HARTLINE, M. D. **Estratégia de marketing**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2005.
- FUNDAMENTUS. **LCAM3**. Disponível em: <<http://www.fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=LCAM3>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

FUNDAMENTUS. **MOVI3**. Disponível em:

< <http://www.fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=MOVI3>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

FUNDAMENTUS. **RENT3**. Disponível em:

< <http://www.fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=RENT3>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Projeções da População**. Disponível em:

< <https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/sociais/populacao/9109-projecao-da-populacao.html?=&t=o-que-e>>. Acesso em: 3 nov. 2018.

HARRISON, J. P. **Essentials of Strategic Planning in Healthcare**. 1 edition. Chicago: HealthAdministrationPress, 2010.

ISABELLA SANDER. **Lei sobre emplacamento nunca foi regulamentada**. Disponível em:

< https://www.jornaldocomercio.com/_conteudo/2018/05/geral/627137-lei-sobre-emplacamento-nunca-foi-regulamentada.html>. Acesso em: 09 nov. 2018.

INVESTING.COM. **Índice Bovespa (BVSP)**. Disponível em:

<<https://br.investing.com/indices/bovespa-historical-data>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

INVESTING.BR. **Localiza Rent a Car SA (RENT3)**. Disponível em:

<<https://br.investing.com/equities/localiza-on-ej-nm-historical-data>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

IPEA DATA. **EMBI+ Risco-Brasil**. Disponível em:

< <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

IPEA DATA. **Produto Interno Bruto (PIB)**. Disponível em:

<<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em: 08 abr 2018.

J.P. MORGAN, Latin America Equity Research. **Movida**. São Paulo, 2017.

KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 6ª ed. New Jersey: Wiley, 2015.

KOTLER, P.; KELLER, K. L. **Administração de Marketing**. 14ª ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2012.

KPMG. **Corporate tax rates table**. Disponível em:

<<https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

LOCALIZA S.A. **Apresentação Institucional - Março de 2018**. Belo Horizonte, 2018.

LOCALIZA S.A. **Apresentação Institucional - Junho de 2018**. Belo Horizonte, 2018.

LOCALIZA S.A. **Apresentação Institucional - Julho de 2018**. Belo Horizonte, 2018.

LOCALIZA S.A. **Apresentação Institucional - Outubro de 2018**. Belo Horizonte, 2018.

LOCALIZA S.A. **Divulgação de Resultados 3T18**. Belo Horizonte, 2018.

LOCALIZA S.A. **Divulgação de Resultados 2T18**. Belo Horizonte, 2018.

LOCALIZA S.A. **Divulgação de Resultados 1T18**. Belo Horizonte, 2018.

- LOCALIZA S.A. **Divulgação de Resultados 4T17**. Belo Horizonte, 2017.
- LOCALIZA S.A. **Divulgação de Resultados 3T17**. Belo Horizonte, 2017.
- LOCALIZA S.A. **Divulgação de Resultados 2T17**. Belo Horizonte, 2017.
- LOCALIZA S.A. **Divulgação de Resultados 1T17**. Belo Horizonte, 2017.
- LOCALIZA S.A. **Divulgação de Resultados 4T16**. Belo Horizonte, 2016.
- LOCALIZA S.A. **Divulgação de Resultados 4T15**. Belo Horizonte, 2015.
- LOCALIZA S.A. **Divulgação de Resultados 4T14**. Belo Horizonte, 2014.
- LOCALIZA S.A. **Divulgação de Resultados 4T13**. Belo Horizonte, 2013.
- LOCALIZA S.A. **Divulgação de Resultados 4T12**. Belo Horizonte, 2012.
- LOCALIZA S.A. **Divulgação de Resultados 4T11**. Belo Horizonte, 2011.
- LOCALIZA S.A. **Planilha**. Belo Horizonte, 2018.
- MÁLAGA, F. K. **Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial: para empresa não financeiras**. 2ª ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2012.
- MARTELANC, R.; PASIN, R.; PEREIRA, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e private equity**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.
- MARTELANC, R.; PASIN, R. **Fusões & Aquisições: estratégias empresariais e tópicos de valuation**. São Paulo: All Print Editora, 2017.
- MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- MINISTÉRIO DOS TRANSPORTES, PORTOS E AVIAÇÃO CIVIL. **Bem-vindo ao futuro da Aviação!**. Disponível em:
<<http://www.transportes.gov.br/aviacaoem20anos.html>>. Acesso em: 02 nov. 2018.
- MOVIDA PARTICIPAÇÕES S.A. **Apresentação Institucional 3T18**. São Paulo, 2018.
- MOVIDA PARTICIPAÇÕES S.A. **Apresentação Institucional 2T18**. São Paulo, 2018.
- MOVIDA PARTICIPAÇÕES S.A. **Apresentação Institucional 1T18**. São Paulo, 2018.
- MOVIDA PARTICIPAÇÕES S.A. **Apresentação de Resultados 3T18**. São Paulo, 2018.
- MOVIDA PARTICIPAÇÕES S.A. **Apresentação de Resultados 2T18**. São Paulo, 2018.
- MOVIDA PARTICIPAÇÕES S.A. **Apresentação de Resultados 1T18**. São Paulo, 2018.
- PORTAL BRASIL. **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA. 2018**. Disponível em: <<http://www.portalbrasil.net/ipca.htm>>. Acesso em: 08 abr. 2018.
- PORTER, M. E. **Competitive Strategy: techniques for analyzing industries and competitors**. New York: The Free Press, 1998.
- PÓVOA, A. **Valuation: como precificar ações**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.
- RECEITA FEDERAL. **Taxa de Juros Selic**. Disponível em:
<<http://idg.receita.fazenda.gov.br/orientacao/tributaria/pagamentos-e-parcelamentos/taxa-de-juros-selic#SelicAcumulada>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

RODRIGO TOLOTTI UMPIERES. **32% dos investidores veem o Ibovespa acima de 100 mil pontos em 2018, diz pesquisa do Credit Suisse.** Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/mercados/acoes-e-indices/noticia/7285305/dos-investidores-veem-ibovespa-acima-100-mil-pontos-2018-diz>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

SINDILOC MG. **GO: Locadoras de veículos agora pagam 1% do IPVA.** Disponível em: <<https://www.sindlocmg.com.br/sindloc/go-locadoras-de-veiculos-agora-pagam-1-do-ipva/>>. Acesso em: 01 nov. 2018.

SPINELLI, Equity Research. **Localiza (RENT3).** Disponível em: <https://www.spinelli.com.br/wp-content/uploads/2018/08/Spinelli_Analise_Localiza-Inicio_de_cobertura.pdf>. Acesso em: 01 nov. 2018.

SUPERIOR TRIBUNAL FEDERAL. **Incidência de ICMS sobre venda de automóveis por locadoras é tema de repercussão geral.** Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=393236>>. Acesso em: 01 nov. 2018.

VALOR ECONÔMICO. **Curtas.** Disponível em: <<https://www.valor.com.br/legislacao/5939179/curtas>>. Acesso em: 01 nov. 2018.

VALOR TRIBUTÁRIO. **CARF decide que os alugueis de veículos geram créditos PIS e CONFINS.** Disponível em: <<https://www.valortributario.com.br/carf-decide-que-os-alugueis-de-veiculos-geram-creditos-pis-e-cofins/>>. Acesso em: 01 nov. 2018.

UNIDAS S.A. **Apresentação Institucional 3T18.** São Paulo, 2018.

UNIDAS S.A. **Apresentação Institucional 2T18.** São Paulo, 2018.

UNIDAS S.A. **Apresentação Institucional 1T18.** São Paulo, 2018.

UNIDAS S.A. **Apresentação de Resultados 3T18.** São Paulo, 2018.

UNIDAS S.A. **Apresentação de Resultados 2T18.** São Paulo, 2018.

UNIDAS S.A. **Apresentação de Resultados 1T18.** São Paulo, 2018.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Daily Treasury Yield Curve Rates.** Disponível em:

<<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

YAHOO FINANCE. **Avis Budget Group, Inc. (CAR).** Disponível em: <<https://finance.yahoo.com/quote/CAR?p=CAR>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

YAHOO FINANCE. **Avis Budget Group, Inc. (CAR).** Disponível em: <<https://finance.yahoo.com/quote/CAR?p=CAR>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

YAHOO FINANCE. **Companhia de Locação das Américas (LCAM3.SA).** Disponível em: <<https://finance.yahoo.com/quote/LCAM3.SA/>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

YAHOO FINANCE. **Hertz Global Holdings, Inc. (HTZ).** Disponível em: <<https://finance.yahoo.com/quote/HTZ?p=HTZ>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

YAHOO FINANCE. **Localiza Rent a Car S.A. (RENT3.SA).** Disponível em: <<https://finance.yahoo.com/quote/RENT3.SA?p=RENT3.SA>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

YAHOO FINANCE. **Movida Participações S.A. (MOVI3.SA)**. Disponível em:
< <https://finance.yahoo.com/quote/MOVI3.SA?p=MOVI3.SA>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

YAHOO FINANCE. **Sixt SE (SIX2.DE)**. Disponível em:
< <https://finance.yahoo.com/quote/SIX2.DE?p=SIX2.DE>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

YAHOO FINANCE. **United Rentals, Inc. (URI)**. Disponível em:
< <https://finance.yahoo.com/quote/URI?p=URI>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. Tradução de Daniel Grassi. 2^a ed.
Porto Alegre: Bookman, 2001.

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

- ADRIANA COTIAS. **Multimercado e ações puxam captação no ano.** Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/5434333/multimercados-e-acoes-puxam-captacao-no-ano>>. Acesso em: 08 abr. 2018.
- ANAY CURY E MATHEUS RODRIGUES. **Inflação oficial fica em 10,67% em 2015, a maior desde 2002.** <http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/01/inflacao-oficial-fica-em-1067-em-2015.html>>. Acesso em: 08 abr. 2018.
- ANBIMA. **Captações externas seguem aquecidas em fevereiro.** Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/captacoes-externas-seguem-aquecidas-em-fevereiro.htm>. Acesso em: 08 abr. 2018.
- ANDRÉ JANKAVSKI. **Guerra das locadoras.** Disponível em: <<https://www.istoedinheiro.com.br/guerra-das-locadoras/>>. Acesso em: 30 out. 2018.
- ANGELO PAVINI. **Captação de empresas no mercado de capitais aumenta 59%.** Disponível em: <https://exame.abril.com.br/mercados/captacao-de-empresas-no-mercado-de-capitais-aumenta-59/>>. Acesso em: 08 abr. 2018.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro.** 11ª ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- BLOG DAS LOCADORAS DE VEÍCULOS. **Aplicativos de carros compartilhados vêm sendo cada vez mais usados.** Disponível em: <<http://www.blogdaslocadoras.com.br/locadoras-de-carros/aplicativos-de-carros-compartilhados-vem-sendo-cada-vez-mais-usados.html>>. Acesso em: 08 nov. 2018.
- BLOG DAS LOCADORAS DE VEÍCULOS. **Israel terá serviço de aluguel de carro sem motorista até 2022.** Disponível em: <<http://www.blogdaslocadoras.com.br/categoria-carros/israel-tera-servico-de-aluguel-de-carro-sem-motorista-ate-2022.html>>. Acesso em: 08 nov. 2018.
- BLOG DAS LOCADORAS DE VEÍCULOS. **Movida lança aluguel de carro por Whatsapp.** Disponível em: <<http://www.blogdaslocadoras.com.br/locadoras-de-carros/movida-lanca-aluguel-de-carro-por-whatsapp.html>>. Acesso em: 08 nov. 2018.
- BRYAN MARTUCCI. **Sharing Economy.** Disponível em: <<https://www.moneycrashers.com/sharing-economy/>>. Acesso em: 30 out. 2018.
- CAMILA VERAS MOTA. **Por que a sensação de crise persiste mesmo com a recuperação da economia.** Disponível em: <<http://www.bbc.com/portuguese/brasil-42190110>>. Acesso em: 08 abr. 2018.
- CAMPOS, M; TORRE; L. **Economia brasileira vive pior recessão da história.** Disponível em: <<https://www.gazetaonline.com.br/noticias/economia/2017/03/economia-brasileira-vive-pior-recessao-da-historia-1014031578.html>>. Acesso em: 08 abr. 2018.
- CARLOS EDUARDO VALLIM. **Localiza vai de Uber.** Disponível em: <<https://www.istoedinheiro.com.br/localiza-vai-de-uber/>>. Acesso em: 05 nov. 2018.

CORPORATE FINANCE INSTITUTE. What is the DCF terminal value formula?.

Disponível em: <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/modeling/DCF-terminal-value-formula/>>. Acesso em: 05 nov. 2018.

EXAME. Fundador da Localiza começou o negócio com seis fuscas financiados.

Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/negocios/fundador-da-localiza-comecou-o-negocio-com-seis-fuscas-financiados-m0140221/>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

FLÁVIA LIMA. Economia brasileira tem momento de alívio após três anos de crise.

Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/08/1910891-economia-brasileira-tem-momento-de-alivio-apos-tres-anos-de-crise.shtml>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

FLÁVIA LIMA. Lei proíbe locadoras de licenciar veículos em outros estados. Disponível

em: <<https://www.campograndenews.com.br/economia/lei-proibe-locadoras-de-licenciar-veiculos-em-outros-estados>>. Acesso em: 01 nov. 2018.

FOLHA DE SÃO PAULO. Juros sobem pela 7ª vez seguida e Selic chega a 14,25%, maior nível em 9 anos. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/07/1661533-banco-central-sobe-juros-pela-7-vez-seguida-e-selic-vai-a-1425-ao-ano.shtml>>. Acesso em:

08 abr. 2018.

FORTUNA, E. Mercado Financeiro: produtos e serviços. 19ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2013.

FUNDAMENTUS. O Modelo de Desconto de Dividendos. Disponível em:

<http://www.fundamentus.com.br/pagina_do_ser/modelodedescontodedividendos.htm>.

Acesso em: 08 abr. 2018.

HULL, J. C. Opções, futuros e outros derivativos. 9ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2016.

INVESTING.BR. Ação da localiza registra forte alta após resultado acima do previsto.

Disponível em: <<https://moneytimes.com.br/acao-da-localiza-registra-forte-alta-apos-resultado-acima-do-previsto/>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

JAQUELINE MENDES. Locadoras se unem para criar empresa mais competitiva.

Disponível em:

<https://www.em.com.br/app/noticia/economia/2018/01/10/internas_economia,929860/locadoras-se-unem-para-criar-empresa-mais-competitiva.shtml>. Acesso em: 27 out. 2018.

JOÃO JOSÉ OLIVEIRA. Após longa jornada, Localiza assume operações da Hertz.

Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/5103364/apos-longa-jornada-localiza-assume-operacoes-da-hertz>>. Acesso em: 27 out. 2018.

JOÃO JOSÉ OLIVEIRA. Avis Budget reorganiza operações no Brasil. Disponível em:

<<https://www.valor.com.br/empresas/4275086/avis-budget-reorganiza-operacoes-no-brasil>>. Acesso em: 27 out. 2018.

JOSÉ ROBERTO CASTRO. Qual foi a gravidade da recessão no Brasil e qual a força da recuperação. Disponível em: <<https://www.nexojournal.com.br/expresso/2018/02/06/Qual-foi-a-gravidade-da-recess%C3%A3o-no-Brasil-e-qual-a-for%C3%A7a-da-recupera%C3%A7%C3%A3o>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

KARINA TREVISAN. Brasil enfrenta pior crise já registrada poucos anos após um boom econômico. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/brasil-enfrenta-pior-crise-ja-registrada-poucos-anos-apos-um-boom-economico.ghtml>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

LARA RIZÉRIO. **XP vê Ibovespa a 89 mil pontos no final de 2018 e traça projeções para PIB, câmbio e Selic no ano.** Disponível em:

<<http://www.infomoney.com.br/mercados/acoes-e-indices/noticia/7195260/ibovespa-mil-pontos-final-2018-traca-projecoes-para-pib-cambio>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

LETÍCIA TOLEDO. **A pior crise da história.** Disponível em:

<<https://exame.abril.com.br/economia/a-pior-crise-da-historia/>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

LOCALIZA S.A.. **Localiza Fast.** Disponível em: <<https://www.localizahertz.com/brasil-site/pt-br/produtos-e-servicos/localiza-fast/Paginas/Fast.aspx>> Acesso em: 03 nov. 2018.

LUCIANA DYNIEWICZ. **Empresas de aluguel de carros reduzem preço para manter crescimento.** Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,empresas-de-aluguel-de-carros-reduzem-preco-para-manter-crescimento,70001929159>>. Acesso em: 03 nov. 2018.

LUEDERS, A. **Investindo em Small Caps:** um roteiro completo para se tornar um investidor de sucesso. 3º ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

LUÍSA MELO. **Mercado de capitais não vai crescer se BNDES continuar a dar crédito subsidiado diz presidente da CVM.** Disponível em:

<<https://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/mercado-de-capitais-nao-vai-crescer-se-bndes-continuar-a-dar-credito-subsidiado-diz-presidente-da-cvm.ghtml>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

MARCOS DE MOURA E SOUZA. **Na recessão, Localiza vai em busca de turistas.**

Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/4318412/na-recessao-localiza-vai-em-busca-de-turistas>>. Acesso em: 27 out. 2018.

OLIVEIRA, G; CORONATO, M. **Como o Brasil entrou, sozinho, na pior crise da história.**

Disponível em: <<https://epoca.globo.com/ideias/noticia/2016/04/como-o-brasil-entrou-sozinho-na-pior-crise-da-historia.html>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

PALHARES, G. P. **Análise fundamentalista da Cia. Hering.** 2015. 248f. Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Administração – Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre. 2015.

PAULO GALA. **Déficit público, inflação e juros no Brasil dos últimos anos.** Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/5431087/deficit-publico-inflacao-e-juros-no-brasil-dos-ultimos-anos>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

PAULO CLINI. **Qual o limite para novos cortes na Selic?.** Disponível em:

<<http://www.valor.com.br/financas/5416327/qual-o-limite-para-novos-cortes-na-selic>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

SARAIVA, A; SALES, R. **PIB do Brasil cai 7,2% em dois anos, pior recessão desde 1948.**

Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/4890366/pib-do-brasil-cai-72-em-dois-anos-pior-recessao-desde-1948>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

SÉRGIO TAUHATA. **Mercado de capitais volta com juro baixo e contração do BNDES.**

Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/5187079/mercado-de-capitais-volta-com-juro-baixo-e-contracao-do-bndes>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

WALL STREET OASIS. **Exit Multiple Definition.** Disponível em:

<https://www.wallstreeoasis.com/finance-dictionary/what-is-an-exit-multiple>. Acesso em: 15 nov. 2018.

WTM. The trends driving car rental. Disponível em: < <https://news.wtm.com/the-trends-driving-car-rental/>>. Acesso em: 10 nov. 2018.

ANEXOS

Anexo A: Income Statement (Source) – Localiza S.A

	Historical Period										Projected	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	3Q2018	4Q2018	2018E		
Gross Revenues	2.979,8	3.226,8	3.572,5	3.982,5	4.002,1	4.514,6	6.130,2	5.684,6	-	-		
Tax on Revenues	(61,7)	(60,1)	(66,3)	(90,3)	(74,1)	(75,3)	(71,9)	(48,5)	-	-		
Sales (Net Revenues)	2.918,1	3.166,7	3.506,2	3.892,2	3.928,0	4.439,3	6.058,3	5.636,1	1.936,7	7.572,8		
COGS (excluding depreciation)	(1.796,8)	(1.936,6)	(2.192,1)	(2.480,6)	(2.499,6)	(2.917,7)	(4.151,0)	(3.911,3)	1.220,2	5.131,5		
Gross Profit	1.121,3	1.230,1	1.314,1	1.411,6	1.428,4	1.521,6	1.907,3	1.724,8	716,6	2.441,4		
SG&A (excluding amortization)	(300,0)	(354,5)	(397,6)	(441,8)	(493,6)	(506,0)	(667,1)	(583,6)	213,0	796,6		
Other operating (income)/expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	0,0	0,0		
EBITDA	821,3	875,6	916,5	969,8	934,8	1.015,6	1.240,2	1.141,2	503,6	1.644,7		
Depreciation & Amortization	(225,6)	(409,8)	(264,4)	(243,1)	(199,3)	(244,5)	(271,1)	(233,9)	116,2	350,1		
EBIT	595,7	465,8	652,1	726,7	735,5	771,1	969,1	907,3	387,3	1.294,6		
Interest Expense	(179,0)	(138,7)	(110,6)	(151,1)	(202,7)	(243,5)	(315,0)	(261,4)	(87,1)	(348,5)		
Interest (income)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Other non-operating (income) / expense	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Pre-tax Income	416,7	327,1	541,5	575,6	532,8	527,6	654,1	645,9	300,2	946,1		
Income Taxes	(125,1)	(86,2)	(157,2)	(165,0)	(130,4)	(118,4)	(148,4)	(168,1)	78,1	246,2		
Net Income	291,6	240,9	384,3	410,6	402,4	409,2	505,7	477,8	222,2	699,9		

Anexo A: Income Statement (Source) – Localiza S.A – Parte 2

	Média		2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017		3Q2018	4Q2018	2018E
		#DIV/0!																	
Assumptions																			
Sales growth rate	-				8,5%	10,7%	11,0%	0,9%	13,0%	36,5%	3,1%	12,9%							
Gross Margin	35,5%		38,4%		38,8%	37,5%	36,3%	36,4%	34,3%	31,5%	30,0%	30,0%							
SG&A Expense (as a % of sales)	11,19%		10,3%		11,2%	11,3%	11,4%	12,6%	11,4%	11,0%	10,4%	11,0%							
Other operating (income)/expenses (\$ amount)	0,00%		0,0%		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%							
Other non-operating (income)/expenses (\$ amount)	0,00%		0,0%		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%							
Effective tax rate	26,21%		30,0%		26,4%	29,0%	28,7%	24,5%	22,4%	22,7%	26,0%	26,0%							
COGS Expense (as a % of sales)	64,53%		61,6%		61,2%	62,5%	63,7%	63,6%	65,7%	68,5%	69,4%	63,0%							
D&A (as a % of sales)	6,71%		7,7%		12,9%	7,5%	6,2%	5,1%	5,5%	4,5%	4,2%	6,0%							

Anexo A: Income Statement (Source) – Localiza S.A – Parte 3

	CAGR 11-17	CAGR 11-16	CAGR 15-17	3 Months CAGR
Gross Revenues	12,78%	8,66%	23,76%	3,05%
Tax on Revenues				
Sales (Net Revenues)	12,95%	8,75%	24,19%	3,09%
COGS (excluding depreciation)				
Gross Profit	9,26%	6,30%	15,55%	2,24%
SG&A (excluding amortization)				
Other operating (income/expenses)				
EBITDA	7,11%	4,34%	15,18%	1,73%
Depreciation & Amortization				
EBIT	8,45%	5,30%	14,78%	2,05%
Interest Expense				
Interest (Income)				
Other non-operating (income) / expense				
Pre-tax Income	7,80%	4,83%	10,80%	1,90%
Income Taxes				
Net Income	9,61%	7,01%	12,10%	2,32%

Anexo B: Balance Sheet (Source) – Localiza S.A – Parte 1

	Historical Period							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	3Q2018
Cash	711,0	823,9	1.010,7	1.390,2	1.385,1	1.692,3	1.338,2	1.986,3
Accounts Receivable, net	353,4	361,2	408,3	459,6	486,1	424,5	585,1	739,7
Other Current Assets	83,2	63,3	74,4	112,9	134,4	126,0	1.507,7	937,0
Total Current Assets	1.147,6	1.248,3	1.493,4	1.962,7	2.005,6	2.242,8	3.431,0	3.663,0
PP&E, net	2.794,2	2.705,3	2.947,5	3.481,9	3.925,0	5.020,6	7.484,0	8.891,7
Goodwill	22,8	40,7	59,6	82,3	89,1	83,1	83,4	78,6
Other Long-term Assets	44,9	51,6	77,7	170,6	103,3	70,8	187,8	195,4
Total Assets	4.009,6	4.046,0	4.578,2	5.697,5	6.123,0	7.417,3	11.186,2	12.828,7
Accounts Payable	488,7	356,2	460,5	828,4	690,6	910,9	1.331,7	1.561,0
Accrued Liabilities	130,9	210,1	275,4	300,9	422,4	654,6	537,2	708,8
Accrued Income Taxes	174,2	168,0	240,8	269,1	243,1	276,2	365,2	396,3
Total Current Liabilities	793,8	734,2	976,7	1.398,4	1.356,1	1.841,7	2.234,1	2.666,1
Long-term Debt	1.943,5	1.845,0	2.068,1	2.411,6	2.596,9	3.131,3	5.940,5	6.707,5
Deferred Income Taxes	92,4	76,8	111,8	138,9	141,6	171,9	219,7	279,6
Other Long-term Liabilities	59,3	65,1	80,4	93,1	86,9	75,4	191,2	216,3
Total Liabilities	2.889,0	2.721,2	3.237,1	4.042,0	4.181,4	5.220,3	8.585,5	9.869,5
Total Equities	1.120,6	1.324,8	1.341,1	1.655,5	1.941,6	2.197,0	2.600,7	2.959,2
Total Liabilities and Equity	4.009,6	4.045,9	4.578,2	5.697,5	6.123,0	7.417,3	11.186,2	12.828,7
Check	0,0	0,0	(0,0)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Anexo B: Balance Sheet (Source) – Localiza S.A – Parte 2

Ratios & Assumptions		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	3Q2018	Média
Other Current Assets (as % of sales)		2,85%	2,00%	2,12%	2,90%	3,42%	2,84%	3,83%	4,56%	3,07%
Accounts Receivable (Days)		44	41	42	43	45	34	35	47	41,3
Accounts Payable (Days)		98	66	76	120	99	112	115	144	103,9
ST Debt (as % of sales)		4,49%	6,63%	7,85%	7,73%	10,75%	14,75%	8,87%	12,58%	9,21%
Other current Liabilities (as % of sales)		5,97%	5,30%	6,87%	6,91%	6,19%	6,22%	6,03%	7,03%	6,32%

Anexo C: Income Statement – Localiza S.A – Parte 1

	Historical Period					Projected Period					5 Year CAGR
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
Sales	3,928,0	4,439,3	6,058,3	7,572,8	8,540,6	9,632,1	10,863,1	12,251,4	13,817,1	12,8%	
COGS (excluding depreciation)	(2,499,6)	(2,917,7)	(4,151,0)	5,131,5	5,636,8	6,357,2	7,169,6	8,085,9	9,119,3		
Gross Profit	1,428,4	1,521,6	1,907,3	2,441,4	2,903,8	3,274,9	3,693,5	4,165,5	4,697,8	14,0%	
SG&A (excluding amortization)	(493,6)	(506,0)	(667,1)	796,6	955,7	1,077,8	1,215,6	1,370,9	1,546,1		
Other operating (income/expenses)	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-	-	-		
EBITDA	934,8	1,015,6	1,240,2	1,644,7	1,948,1	2,197,1	2,477,9	2,794,5	3,151,7	13,9%	
Depreciation & Amortization	(199,3)	(244,5)	(271,1)	350,1	409,9	462,3	521,4	588,1	663,2		
EBIT	735,5	771,1	969,1	1,294,6	1,538,2	1,734,7	1,956,4	2,206,5	2,488,5	14,0%	
Interest Expense	(202,7)	(243,5)	(315,0)	(348,5)	(583,6)	(583,6)	(583,6)	(583,6)	(583,6)		
Interest (Income)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Other non-operating (income) / expense	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Pre-tax Income (EBT)	532,8	527,6	654,1	946,1	954,6	1,151,2	1,372,9	1,622,9	1,904,9	15,0%	
Income Taxes	(130,4)	(118,4)	(148,4)	246,2	248,2	299,3	357,0	422,0	495,3		
Net Income	402,4	409,2	505,7	699,9	706,4	851,9	1,015,9	1,201,0	1,409,6	15,03%	
Earnings Per Share	0,60	0,61	0,76	1,04	1,05	1,27	1,51	1,79	2,10	15,03%	

Anexo C: Income Statement – Localiza S.A – Parte 2

Ratios & Assumptions		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Sales growth rate			13,0%	36,5%	25%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
Gross Margin		36,4%	34,3%	31,5%	29%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
SG&A Expense (as a % of sales)		12,6%	11,4%	11,0%	11%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Effective tax rate		24,5%	22,4%	22,7%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
COGS Expense (as a % of sales)		63,6%	65,7%	68,5%	67,8%	66,0%	66,0%	66,0%	66,0%	66,0%

Anexo E: Cash Flow – Localiza S.A

	Projected Period					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Operating Activities						
Net Income	699,9	706,4	851,9	1.015,9	1.201,0	1.409,6
Depreciation & Amortization	318,1	409,9	462,3	521,4	588,1	663,2
(Increase)/Decrease in Working Capital	485,2	96,4	179,3	202,2	228,0	282,5
Cash Flow From Operating Activities	1.498,3	1.230,0	1.512,9	1.761,5	2.041,8	2.383,2
Investing Activities						
Capital Expenditures	(408,9)	(461,2)	(520,1)	(586,6)	(661,6)	(746,1)
Cash Flow From Investing Activities	(408,9)	(461,2)	(520,1)	(586,6)	(661,6)	(746,1)
Cash Flow Available for Financing Activities	1.089,3	768,8	992,8	1.174,9	1.380,2	1.637,1
Financing Activities						
Dividends	(238,0)	(240,2)	(289,6)	(345,4)	(408,3)	(479,3)
Cash Flow from Financing Activities	529,1	(240,2)	(289,6)	(345,4)	(408,3)	(479,3)
Net Change in Cash						
Beginning Cash Balance	1.618,4	528,6	703,2	829,5	971,9	1.157,8
Ending Cash Balance	1.338,2	2.956,6	3.485,2	4.188,4	5.017,8	5.989,7
	2.956,6	3.485,2	4.188,4	5.017,8	5.989,7	7.147,5

Anexo G: Depreciation Schedule – Localiza S.A

	Historical Period			Projected Period								
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023			
Sales	3,928,0	4,439,3	6,058,3	7,572,8	8,540,6	9,632,1	10,863,1	12,251,4	13,817,1			
Capital Expenditures	174,0	135,0	528,0	408,9	461,2	520,1	586,6	661,6	746,1			
<i>Capital Expenditures as % of Sales</i>	4,4%	3,0%	8,7%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%			
Depreciation Expense	(199,3)	(244,5)	(271,1)	318,1	409,9	462,3	521,4	588,1	663,2			
<i>Depreciation as % of Sales</i>	5,1%	5,5%	4,5%	4,2%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%			
<i>Depreciation as % of PP&E, net</i>	5,1%	4,9%	3,6%	4,2%	5,4%	6,0%	6,7%	7,5%	8,4%			
Beginning PP&E, net				7,484,0	7,574,8	7,626,1	7,683,9	7,749,1	7,822,6			
Capital Expenditures				408,9	461,2	520,1	586,6	661,6	746,1			
(Depreciation Expense)				(318,1)	(409,9)	(462,3)	(521,4)	(588,1)	(663,2)			
Ending PP&E, net	3,925,0	5,020,6	7,484,0	7,574,8	7,626,1	7,683,9	7,749,1	7,822,6	7,905,5			

Anexo J: Debt and Interest – Localiza S.A

	Historical Period			Projected Period								
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023			
Cash Flow Available for Financing Activities				1.089,3	768,8	992,8	1.174,9	1.380,2	1.637,1			
Dividends				(238,0)	(240,2)	(289,6)	(345,4)	(408,3)	(479,3)			
Plus: Beginning Cash Balance				1.338,2	2.956,6	3.485,2	4.188,4	5.017,8	5.989,7			
Long-term Debt												
Beginning Balance				5.940,5	6.707,5	6.707,5	6.707,5	6.707,5	6.707,5			
Issuance				767,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
(Repayment)				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
Ending Balance		2.596,9	3.131,3	5.940,5	6.707,5	6.707,5	6.707,5	6.707,5	6.707,5			
Long-term Debt												
Average Balances				6.324,0	6.707,5	6.707,5	6.707,5	6.707,5	6.707,5			
Interest Rate				8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%			
Interest Expense				550,2	583,6	583,6	583,6	583,6	583,6			
Total Interest Expense				(550,19)	(583,55)	(583,55)	(583,55)	(583,55)	(583,55)			

Anexo K: DCF– Localiza S.A

Upside/Downside

Perpetuity Growth Method	11,40%	Actual Price	R\$ 26,81	Data 13/11/2018
EBITDA Exit Multiple Method	16,52%			
Mean	13,96%			

Summary 2 - DCF x Relative Valuation

	Target Price	Up/Down
DCF Method	R\$ 30,68	14,42%
Relative Valuation	R\$ 23,93	-10,74%
Mean	R\$ 27,30	1,84%

Anexo L: WACC – Localiza S.A

Capital Structure

Gross Debt	7.416,39
Market Cap	17.886,26
<i>Total</i>	<i>25.302,65</i>
Debt-to-equity	2,51

Market Cap

Stock Price	26,81
Nº of Shares	667,15
<i>Market Cap</i>	<i>17.886,26</i>

Anexo M: Relative Valuation – Localiza S.A

Company	EV/EBITDA	P/E	P/VPA	Source
Localiza	15,3	30,1	6,0	Economática
Locamerica	9,6	24,4	2,2	Economática
Movida	7,8	16,2	1,3	Economática
Mean	10,88	23,55	3,17	Critério 1
Median	9,55	24,39	2,22	Critério 2

In millions	Nº of Shares	667,15
	Fleet	0,22
	Net Revenues	7445,60
	EV	22495,19
	Earnings	652,30
	Equity Value	2959,26

Fleet	Localiza	0,22
	Locamerica	0,12
	Movida	0,09

Net Revenues	Localiza	7445,60
	Locamerica	2325,67
	Movida	2412,22

EBITDA	Localiza	1527,50
	Locamerica	573,50
	Movida	425,00

EV	Localiza	22495,19
	Locamerica	6334,28
	Movida	3334,78