

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**Avaliação de empresas através de Múltiplos: Uma análise
entre as principais companhias de aluguel de carros brasileiras**

Daniel Grynberg Pultini

Matrícula: 1510345

Orientador: Marcelo Nuno Carneiro de Souza
Coordenador de Monografia: Marcio Garcia

Julho de 2020

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**Avaliação de empresas através de Múltiplos: Uma análise
entre as principais companhias de aluguel de carros brasileiras**

Daniel Grynberg Pulitini

Matrícula: 1510345

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo a nenhuma fonte de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

Orientador: Marcelo Nuno Carneiro de Souza
Coordenador de Monografia: Marcio Garcia

Julho de 2020

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Agradecimentos

Agradeço ao meu orientador, Marcelo Nuno, por todo o auxílio. Este agradecimento se estende também a todos os professores e funcionários do Departamento de Economia com quem aprendi imensamente.

Agradeço a meus pais, Gino e Andrea, que sem toda a dedicação e amor incondicionais, nada disso seria possível.

Agradeço ao minha irmã, pelas trocas, e amizade e apoio em todos os momentos.

Agradeço a minha avó Furtune, que sua preocupação e carinho constantes fazem com que eu saiba o valor da família.

Por fim, agradeço a todos os meus amigos, economistas ou não, por fazerem da vida algo mais leve e divertido.

Sumário

1. Introdução

1.1 Apresentação

1.2 Metodologia

2. Introdução ao conceito de Múltiplos

2.1 O que é Múltiplo

2.2 Vantagens e Desvantagens dos Múltiplos

2.3 Por que Múltiplos variam

2.4 Múltiplos na Ótica do Patrimônio Líquido

2.5 Múltiplos na Ótica dos Ativos

3. Setor de locação de carros no Brasil

3.1 Formação e Desenvolvimento do Setor no país

3.2 Modelo de negócio

3.3 Segmentos

3.4 Principais empresas

3.5 Perspectivas para o setor

4. Comparativo com o uso de Múltiplos entre as principais empresas do setor de locação

4.1 Análise Financeira

4.2 Múltiplos

5. Conclusão

6. Referência Bibliográficas

Índice de Gráficos, Tabelas e Figuras

Tabela 1: Quebra do número de veículos das locadoras segmentados por tipo de fabricante

Tabela 2: Dados do setor de locação de carros

Tabela 3: Número total de automóveis licenciados, produzidos e exportados

Gráfico 1: Preço/Lucro da General Motors vs. Lucro Líquido por ação

Gráfico 2: População com carteira de motorista por idade nos Estados Unidos e idade média do primeiro casamento por gênero.

Gráfico 3: Evolução do número de usuários do Uber

Gráfico 4: Abertura financeira e Operacional do Uber

Gráfico 5: Perspectivas para o setor de veículos autônomos

Figura 1: Tamanho da frota por Segmento

Figura 2: Comparativo entre o percentual da frota alugada sobre a frota corporativa por país

Figura 3: Market Share do setor de Terceirização por empresa

Capítulo 1 - Introdução

1.1 Apresentação

No campo das finanças, o valor de um ativo é uma das principais unidades de medida utilizadas por investidores para sua tomada de decisão. Nessa perspectiva, seu dia a dia se baseia na deliberação acerca do valor dos ativos no qual desejam investir. Logo, tal análise pode ser usada em qualquer tipo de investimento, dentro e fora dos mercados de capitais.

É possível verificar, nesse sentido, que esta relevância está fortemente baseada no fato de que o preço de mercado, isto é, a quantia acordada entre duas partes para a negociação de um ativo, pode ser completamente diferente do valor real. Assim como dito pelo investidor Warren Buffett em uma carta aos acionistas da Berkshire Hathaway em 2008 : *“O preço é o que você paga; o valor é o que você leva. Falando de ações ou de meias, eu gosto de comprar mercadoria de qualidade quando está barato”*¹.

Ademais, a tentativa de valoração de um ativo (Valuation, em inglês) é, portanto, de suma importância pois informa aos investidores conhecimentos acerca do real valor de uma empresa e os faz tomar decisões de compra embasadas para assim, criticarem os preços praticados no mercado naquele instante.

Além disso, com os grandes avanços tecnológicos ao longo dos últimos anos, muitos setores da economia foram diretamente afetados por novas tecnologias. O aumento da penetração de smartphones e de aplicativos tornou cada vez mais fácil e acessível o conceito de mobilidade como um serviço para a população.

O objetivo desta tese de monografia é explorar como os grandes avanços tecnológicos, a partir dos aplicativos de transporte, moldaram o dia a dia das empresas de alugueis de carros no Brasil e as fizeram reestruturar seus negócios para que sobrevivessem a esse novo momento do setor. Para tal comparação, será utilizado uma análise de múltiplos entre as empresas e dados do mercado das próprias companhias. Pretende-se usar todas as informações disponibilizadas desde a entrada de tais empresas na bolsa de valores no Brasil, além de informações de concorrentes internacionais.

¹ *“Price is what you pay; value is what you get.’ Whether we’re talking about socks or stocks, I like buying quality merchandise when it is marked down”*

1.2 Metodologia

Em um primeiro momento, será abordada a temática dos múltiplos no *Valuation*, abrangendo os métodos existentes e que assim, serão utilizados para comparar as principais empresas do setor. Dessa forma, será necessário abordar brevemente como são calculados, o que será fundamental para a comparação de preço/valor entre as companhias. É válido ressaltar ainda que dentre os métodos utilizados para realizar o *Valuation*, serão aprofundados com mais detalhes as seguintes razões: P/E (*price to earnings*²), EV/EBITDA (Enterprise Value/ Ebitda³) e EV/EBIT⁴(Enterprise Value/ Ebit), uma vez que são amplamente utilizados por profissionais de mercado financeiro.

Posteriormente, será abordado brevemente o setor de locação de carros no Brasil, com o objetivo de introduzir suas características, composição, avanços tecnológicos, principais concorrentes e público alvo.

Logo em seguida, serão analisadas as três maiores empresas do setor: Localiza, Unidas e Movida, a fim de destacar suas atividades, ressaltando suas vantagens competitivas, as principais diferenças, entre outros aspectos importantes para o melhor entendimento do setor.

Por último, a comparação entre elas será feita utilizando-se do método dos Múltiplos de preço e, a partir dos resultados encontrados, poderá se chegar a conclusão de qual seria a mais atrativa em termos relativos sob essa ótica.

² Preço/Lucro Líquido

³ EBITDA : Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Lucro antes do resultado financeiro, impostos, depreciação e amortização)

⁴ EBIT : Earnings before interest and taxes (Lucro antes do resultado financeiro e impostos)

Capítulo 2 - Introdução ao conceito de Múltiplos

2.1 O que é Múltiplo

Para avaliar uma companhia, utilizam-se diferentes metodologias com o objetivo de apurar o Enterprise Value (valor da empresa). Dentre as mais comuns, parte-se do princípio de que seu valor é determinado pelo potencial de geração de caixa futuro para seus acionistas. Essas metodologias, que são norteadas por estudos de acadêmicos como por exemplo Aswath Damodaran, professor da New York University, fazem a avaliação do valor intrínseco do ativo. Sob outra perspectiva, existem também as Avaliações Relativas ou Avaliação por Múltiplos que pressupõem que o valor de um ativo deveria ser próximo a outros semelhantes que podem ser do mesmo setor ou com negócios relativamente similares. A Avaliação por Múltiplos é temporal, muitas vezes padronizada, e avalia o racional entre dois indicadores financeiros ou operacionais de um certo período no tempo (*cross section data*).

Assim, uma avaliação por Múltiplo é basicamente uma expressão de valor de mercado em relação a uma estatística chave que presume-se que esteja relacionada a esse valor. Dessa forma, essa estatística pode ser via fluxo de caixa, lucros ou outra medida, e deve possuir relação lógica com o valor de mercado observado que torne mais tangível a comparação entre empresas.

Existem 2 tipos fundamentais de Múltiplos no *Valuation*: Sob a ótica dos Ativos ou sob a ótica do Patrimônio Líquido.

- Ótica dos Ativos: Expressa o valor total da companhia (valor de mercado da dívida somado ao patrimônio líquido) em comparação a outra estatística que se relaciona com tal valor, como por exemplo vendas ou EBIT.
- Ótica do Patrimônio Líquido: Expressa o valor das reivindicações dos acionistas sobre os ativos e os fluxos de caixa do negócio. Logo, informa o valor das reivindicações relativas a uma estatística que se aplica exclusivamente aos acionistas, como por exemplo: Lucros (valor restante após o pagamento de credores, acionistas minoritários e requerentes não representativos das ações da empresa).

2.2 Vantagens e Desvantagens dos Múltiplos:

Desvantagens:

- **Abordagem simplista:** Um múltiplo agrega uma grande quantidade de informações em um só coeficiente ou uma série de números. Nessa visão, por combinar muitos vetores de valor em uma só razão a ser estimada, essa análise pode dificultar a análise por agregar o efeito de muitas informações não quantificáveis, como por exemplo um prêmio de crescimento, no valor final. O grande problema é que isso encoraja uma análise simplista e que pode vir a gerar erros de interpretação.
- **Estática:** O múltiplo representa uma fotografia na qual a firma se encontrava em um determinado período no tempo. Assim, acaba por não capturar a parte dinâmica e a natureza sempre evolutiva dos negócios.
- **Dificuldade de comparação:** São usados principalmente para comparar os mesmos indicadores entre empresas distintas. Todavia, uma comparação por Múltiplos, por englobar muitas variáveis, pode acabar causando divergências que não necessariamente são diferenças de valor. Por exemplo, políticas contábeis distintas (US-GAAP ou IFRS) podem resultar em Múltiplos não comparáveis para negócios operacionais extremamente similares.

Vantagens:

- **Utilidade:** Um *Valuation* envolve crítica, e Múltiplos fornecem uma estrutura que possibilita ao analista realizar julgamentos de valor. Quando usados corretamente e em conjunto com outros tipos de análise, Múltiplos são ferramentas robustas que podem fornecer informações úteis sobre o valor relativo de uma ou mais empresas.
- **Simplicidade:** A facilidade de cálculo e de sua compreensão especialmente para fins comparativos tornam os Múltiplos um método atraente e popular.
- **Relevância:** Múltiplos concentram-se nas principais estatísticas usadas por investidores. Como estes estão presentes em mercados de movimentação agregada, as estatísticas e os

Múltiplos mais usados terão o maior impacto na formação de preços. Esses fatores, e a existência de comparáveis abrangentes, ajudam a explicar o uso duradouro de Múltiplos pelos investidores, apesar do surgimento de diferentes métodos.

2.3 Por que Múltiplos variam:

Existem quatro motivos principais para a variação nos Múltiplos:

- 1- Diferença na qualidade do negócio;
- 2- Diferença na contabilidade;
- 3- Flutuações no fluxo de caixa ou no lucro (podem não ser representativos do futuro);
- 4- Precificação incorreta.

2.3.1-Diferença na qualidade do negócio.

Tudo mais constante, um negócio de qualidade superior seria premiado com Múltiplos mais altos que seus concorrentes. Dessa forma, qualidade é uma diferença fundamental e um dos “drivers” no *Valuation* assim como a capacidade do time de gestão, oportunidades para se investir, estratégias e poder da marca. Essas podem ser quebradas em quatro condutores quantitativos para o *Valuation*. Retorno sobre o capital (ROIC), custo do capital, crescimento e sustentabilidade do negócio. Dessa maneira, investidores estão sempre interessados nessas variáveis e como elas afetam a precificação do ativo. *Quanto vale o histórico da principal marca dessa empresa? Qual impacto de uma mudança no retorno sobre o capital para a continuidade da companhia?* Tais fatores são considerados fundamentais para se chegar às conclusões a partir do cálculo do Múltiplo.

2.3.2 - Diferenças de contabilidade

Diferenças em políticas contábeis que não afetam o fluxo de caixa, podem muitas vezes não afetar o valor da empresa. Entretanto, políticas contábeis distintas afetam os lucros e, como resultado, podem ter impacto nos Múltiplos.

Por exemplo, se considerarmos duas empresas idênticas com R\$20 de ágio (goodwill) no balanço e um lucro de R\$10 pré-ágio. Dado que a Empresa A não amortiza o ágio enquanto a empresa B o amortiza ao longo de um período de 10 anos (R\$2/ano) os Múltiplos das empresas poder ser vistos abaixo:

	Empresa A	Empresa B
Lucro Líquido	10	8
Preço da Ação	200	?
Índice Preço/Lucro	20x	?

Visto que as duas empresas têm a mesma receita e o mesmo valor de mercado, em teoria, deveriam negociar à um mesmo preço para sua ação (assumindo mesmo número de ações). Assim, isso implicaria em um Múltiplo de receita de 25x para a empresa B. Todavia, seria equivocada a conclusão de que a empresa A é mais barata do que a empresa B. Na verdade, deve-se levar em conta outras informações para se chegar em uma diferenciação entre os os Múltiplos de ambas as empresas.

2.3.3 - Flutuações nos Lucros

Múltiplos são significativos apenas se a estatística de lucro usada é uma boa aproximação para representar o futuro. Flutuações nos lucros podem ter um grande impacto nos Múltiplos. Um exemplo seria considerar uma empresa com uma tendência estável de lucros nas últimas demonstrações mas que apresenta atualmente custos pontuais de uma incorporação de um concorrente:

	2017	2018	2019	2020E	2021E
Lucro	10	12	14	3	17
Preço médio da ação	200	220	260	?	?
Histórico Preço/Lucro	20x	18.3x	18.6x	?	?

Como o lucro provavelmente voltará a patamares de antes da incorporação na próxima demonstração 2021), é difícil que o preço caia em 2020 simplesmente por conta de uma oscilação temporária. Investidores vão precificar para além de 2020 e por conta disso, o Múltiplo lucro desse ano provavelmente vai ser relativamente mais alto. A comparação de diversos concorrentes entre o setor não vai servir ao propósito de demonstrar uma oportunidade de compra ou venda de um ativo com precificação incorreta.

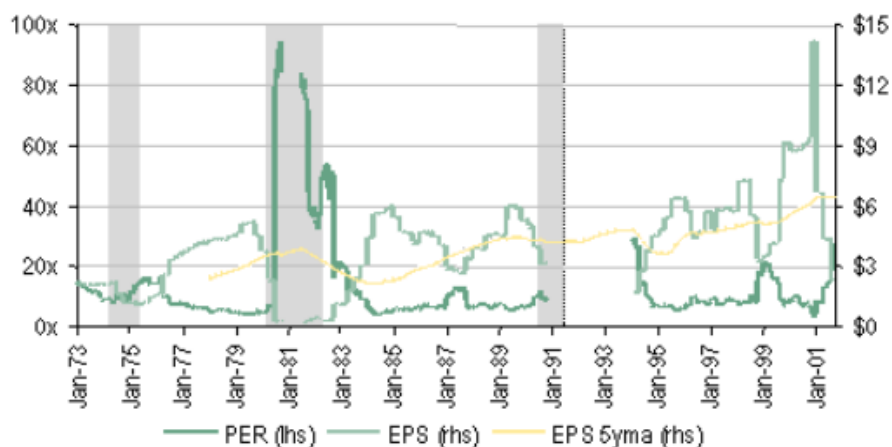
O mercado financeiro na maioria das vezes utiliza-se de toda a informação disponível. Dessa forma, o preço de um ativo reflete de forma eficiente a percepção dos agentes de mercado com relação a essas informações. Além disso, variações cíclicas de

lucro que são reflexos do modelo de negócio de determinada companhia, também são refletidas no preço do ativo.

Um exemplo é o caso da GM na década de 1980. Nesse sentido, a informação de Preço/Lucro para esses períodos não é tão informativa. O P/L da GM cresceu de aproximadamente 8x até próximo de 100x no início da década antes dos retornarem aos patamares normais da empresa. Tal período pode ser caracterizado por uma forte recessão antinflacionária (Volcker, 1980-1982). Assim, dado que a empresa não conseguiria repassar completamente a variação total de preços para o consumidor final, apresentou múltiplos P/L com uma grande variação em um curto espaço. Logo, lucros em um período específico de tempo não são uma boa aproximação para fluxos de caixa futuros.

Gráfico 1: Preço/Lucro da General Motors vs. Lucro Líquido por ação

General Motors Price/Earnings Multiple versus Earnings per Share



Fonte: Primark Datastream (áreas sombreadas – Recessões americanas)

Investidores reconhecem essa tendência. Por conta disso, o preço da ação da GM durante esse período seguiu uma trajetória ascendente ao invés de vales e picos, o que seria esperado caso observássemos a tendência de lucro variável ao longo dos períodos.

Como lidar com flutuações de Lucros?

O múltiplo só é relevante se o lucro em que ele se baseia for um bom indicativo para o futuro. Se não for o caso, deve-se excluir itens do balanço ou demonstrativo de resultado que são excepcionais, como por exemplo venda de ativos da companhia, no caso de uso de lucros históricos.

2.3.4. Avaliação incorreta dos preços

Se diferenças nos Múltiplos não são completamente explicadas por diferenças na qualidade dos negócios, nas divergências de contabilidade ou nas flutuações dos lucros, então a ação pode simplesmente estar com sua precificação incorreta. Dessa forma, a grande dificuldade seria distinguir entre diferenças de fundamentos (e justificáveis) e aquelas que são causadas por uma avaliação incorreta dos preços.

2.4 Múltiplos na Ótica do Patrimônio Líquido

Se trata de uma expressão do valor de mercado dos detentores de ações na empresa. Nessa perspectiva, como os acionistas são subordinados à todos outros recorrentes do fluxo de caixa e ativos do negócio, qualquer estatística usada no Múltiplo na ótica do Patrimônio Líquido deve ser uma que represente o lucro residual, fluxo de caixa, ativos ou outra medida desse segmento.

Em um análise de Múltiplos de preço, o investidor compara o Múltiplo do preço da ação relativo a outras empresas similares sejam elas do mesmo setor ou não. Múltiplos de Preço mais utilizados no *Valuation* incluem: Preço/Lucro, Preço/Fluxo de Caixa, Preço/Vendas ou Preço/Livro (“Book Value”). Muitos desse Múltiplos de preço já demonstraram ser úteis em prever o retorno de ações, já que baixos Múltiplos estão associados à retornos futuros mais altos.

Ao compararmos Múltiplos de preço, como exemplo o Preço/Lucro, para uma firma ou outras empresas baseadas no preço de mercado, é utilizado o Múltiplo de preço baseado em comparáveis. Em contrapartida, Múltiplos de preço baseados em fundamentos informam qual deveria se espelhar em algum método de *Valuation* e, portanto, não depender do valor atual de mercado de outras companhias para estabelecer seu próprio.

Múltiplos de Preço utilizados para o *Valuation* incluem:

- **Preço- Lucro (P/L):** É a divisão do preço da ação da empresa pelo lucro por ação (EPS) e é um dos métodos mais amplamente utilizados. Expressa o número de anos necessários para recuperar o investimento realizado em determinada ação no mercado.

- **Preço- Vendas (P/V):** É a divisão do preço da ação da empresa pelo total das vendas da companhia por ação.
- **Preço- Livro (P/LV):** É a divisão do preço da ação pelo valor contábil por ação, ou seja, é o valor dos residual dos ativos após serem descontados intangíveis e passivos.
- **Preço- Fluxo de Caixa (P/FC):** É a divisão do preço da ação pelo fluxo de caixa por ação, em que este último pode ser definido como Fluxo de Caixa Livre ou Fluxo de Caixa Operacional. O denominador pode ser abordado de duas formas: Free cash flow to firm e Free cash flow to equity. Sendo o primeiro o valor residual gerado pelas atividades operacionais da companhia- pode ser usado para quitar dívidas, realizar investimentos e remunerar os acionistas. FCFE seria o residual para remunerar o acionista depois da realização de todas as obrigações da companhia.

2.4.1 Múltiplos baseados em Fundamentos

Para entender fundamentalmente os Múltiplos de preço, deve-se considerar o Modelo de crescimento de Gordon no *Valuation*:

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g}$$

Em que P_0 = Preço da ação; g = taxa de crescimento esperada para os dividendos na perpetuidade; k = custo de capital do acionista (ou taxa de retorno exigida); D_1 = Valor do dividendo do próximo ano.

Dividido ambos os lados pelos lucros projetados do próximo ano, E_1 , temos:

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{D_1/E_1}{k-g}$$

Tal metodologia também é denominada de Preço-Lucro justificado. Assim, assumindo os inputs corretos para D_1 , E_1 , k , g , a equação apresenta o Múltiplo Preço-Lucro baseado no valor presente dos fluxos de caixa futuros. Tal metodologia é mais utilizada do que o tradicional Preço-Lucro por ter como base os lucros esperados no próximo período, não em períodos passados como o método do Preço-Lucro sem a união com o modelo de crescimento de Gordon.

Uma vantagem desse modelo é que deixa mais claro como o Preço-Lucro da empresa deveria se relacionar aos seus fundamentos. A função ilustra que:

- $D1/E1$ = Taxa esperada de pagamentos de dividendo.
- k = Taxa necessária de retorno da ação.
- g = Taxa esperada de crescimento dos dividendos.

Um exemplo seria uma empresa que possui uma taxa esperada de pagamentos de dividendos de 30%, uma taxa esperada de retorno de 13% e uma taxa de crescimento de dividendos de 6%. O Múltiplo Preço- Lucro justicado neste caso seria de 14.3x, servindo como benchmark para o preço em que a ação deveria ser negociada. Assim, se o P/L atual da firma fosse 16x, a ação estaria sendo considerada supervalorizada.

Nesse sentido, deve-se perceber que a razão Preço-Lucro, tudo mais constante, vai aumentar com uma maior taxa de pagamento de dividendos, maior taxa de crescimento ou menor taxa de retorno requerido. Na prática, um aumento no taxa de pagamento de dividendos reduzirá o valor sustentável de crescimento da firma. Assim, enquanto dividendos maiores aumentam o valor da empresa, uma taxa de crescimento menor diminuirá. Essa relação é denominada deslocação dos dividendos nos lucros⁵. O efeito final de um aumento no pagamento de dividendos no valor da firma seria ambíguo, uma vez que, empresas não poderiam continuamente subir sua razão Preço-Lucro ou valor de mercado apenas aumentando a razão de pagamento de dividendos, já que, todas as firmas teriam 100% de taxa de pagamento.

2.5 Múltiplos na Ótica dos Ativos

Razão entre os Múltiplos de Preço pode não ser comparado se usadas firmas de tamanhos diferentes, em indústrias diferentes ou com taxas de crescimento muito díspares. Ademais, a utilização da razão P/L para firmas cíclicas torna-se complicado por conta de sua correlação às condições econômicas. Nesse caso, P/V pode ser mais favorecido do que P/L por conta das vendas serem menos voláteis do que lucros nesse aspecto.

Uma desvantagem do uso de Múltiplos nessa ótica é que uma ação pode parecer supervalorizada por um método mas subvalorizada por outro. Além disso, diferenças no método contábil podem resultar em Múltiplos que não são comparáveis. Por fim,

⁵ Dividend displacement of earnings

Múltiplos para firmas cíclicas podem ser mais impactados pelas condições econômicas em um período de tempo.

Assim, os principais Múltiplos usados para o *Valuation* neste segmento incluem:

- EV/EBITDA
- EV/ EBIT

O EV (Enterprise Value ou Valor da Firma) mede o valor total da companhia. Pode ser visto como o custo total para adquirir toda a empresa. Assim, seria o valor de mercado de todas suas ações (Preferenciais + Ordinárias) acrescidos do valor total de mercado da dívida descontando o dinheiro em caixa e investimentos de curto prazo. Um obstáculo ao se utilizar este método está na dificuldade em precificar corretamente o valor de mercado da dívida da firma. Nesse caso, o investidor pode se aproximar do valor justo ao utilizar o valor de mercado de papéis com características de emissão, risco de crédito e taxas similares.

O EBIT (Earnings before interest and taxes ou Lucro antes de juros e impostos) informa o quanto a empresa teve de lucro se apenas forem consideradas as operações realizadas pela sua atividade fim, ou seja, o indicador não considera despesas ou receitas financeiras nem os gastos com impostos. Em resumo, o EBIT mede a eficiência operacional da companhia, ou seja, os valores gerados estritamente por suas atividades operacionais.

O EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization ou Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) é provavelmente o denominador mais amplamente utilizado para Múltiplos com relação ao o valor da firma.. A vantagem clara da utilização do indicador EBITDA se dá uma vez que demonstra a geração de caixa e eficiência operacional da companhia, ou seja, é o dado que é mais fiél relativamente às características do negócio não levando em conta as formas de financiamento da companhia. Quando a essa razão é negativa, Múltiplos com base em lucros não tem valor.

Como exemplo do cálculo de EV/EBITDA segue abaixo uma companhia que possui o seguinte Demonstrativo Financeiro:

Preço da ação	40
Quantidade de ações	200,000
Valor de mercado da dívida de longo prazo	600,000
Valor contábil da dívida de longo prazo	900,000
Valor contábil total da dívida	2,100,000
Caixa e Títulos e Valores Mobiliários	250,000
EBITDA	1,000,000

Primeiro, estima-se o valor de mercado da dívida de curto prazo da firma. Para isso, o valor contábil da dívida de longo prazo é subtraído do valor contábil total da dívida: $R\$2.1\text{mm} - R\$900\text{ mil} = R\$1,2\text{mm}$, resultando no valor contábil da dívida de curto prazo da empresa. Assim, o valor de mercado da dívida de longo prazo é adicionado ao cálculo para se chegar ao valor de mercado total da dívida: $R\$600\text{ mil} + R\$1.2\text{mm} = R\$1.8\text{mm}$. Ademais, para o cálculo do valor total do Patrimônio Líquido, multiplica-se o valor da ação pelo número de ações: $R\$ 40 * 200\text{ mil} = R\$ 8\text{mm}$. Por fim, o EV da firma será a soma da dívida e do Patrimônio Líquido descontado do caixa e títulos de curto prazo: $R\$1.8\text{mm} + R\$8\text{mm} - R\$250\text{ mil} = R\9.55mm .

Nessa visão, o EV/EBITDA dessa firma seria: $R\$9.55\text{mm} / R\$1\text{mm} = 9.55\text{x}$. Ou seja, caso o EV/EBITDA de um competidor comparável for acima de 9.6x, a firma poderia estar relativamente subvalorizada.

Capítulo 3 – Setor de locação de carros no Brasil

3.1 Formação e Desenvolvimento do Setor no país

No início da década de 1950, após a indústria automobilística ter sido impulsionada pelo Plano de Metas de Juscelino Kubitschek, os primeiros negócios surgiram na região central de São Paulo, onde alguns empresários de revendas de carros usados começaram a alugar os automóveis como atividade suplementar.

Assim, o empresário Adalberto Camargo, que era um desses revendedores, vislumbrou no aluguel de carros um negócio promissor. Dessa forma, associou-se a empresários de outros setores em busca de financiamento para fundar a Auto Drive S.A. Indústria e Comércio, a primeira empresa criada exclusivamente com a finalidade de alugar carros. Nesse sentido, a partir dessa iniciativa, surgiram outras locadoras no país. Entretanto, de início, a atividade enfrentou diversas dificuldades, como a concorrência predatória e o desgaste dos veículos por conta das péssimas estradas da época.

Na metade da década de 1960, a atividade teve um grande impulso, ao importar a experiência que estava acontecendo nos Estados Unidos e começou a se profissionalizar rapidamente. O perfil do aluguel de carros deixou de ser exclusivamente transitório e turístico, para incluir contratos de longo prazo com empresas que terceirizariam suas frotas, o que deu início ao aluguel a longo prazo.

No início da década de 1970, apareceram as empresas de *leasing* financeiro, tornando possível o desenvolvimento das locadoras de veículos, uma vez que possibilitavam a realização de operações de financiamento a longo prazo para a aquisição de veículos. No final dessa década, surge também o carro a álcool que simbolizou a resposta brasileira à crise mundial do petróleo. Nessa visão, as locadoras passaram a utilizar massivamente a novidade, ajudando a divulgá-la por todo o país

A partir do momento em que a atividade do aluguel de carros se consolidou no Brasil, diversas empresas estrangeiras decidiram iniciar suas operações no país. Dessa forma, as companhias nacionais, com o objetivo de conseguirem competir, passaram a formar redes, utilizando o sistema de franquia. A locação de veículos ampliou-se consideravelmente nessa época por todo território nacional. Com a natural pulverização do *know-how* da locação, pequenas empresas regionais

puderam constituir-se. Assim, surgiu a necessidade de formar uma associação que reunisse as empresas do segmento em torno de objetivos comuns: defender os interesses dessas companhias, profissionalizar a atividade e divulgá-la junto à sociedade, além de combater a concorrência predatória.

No país, a abertura econômica, o Código de Defesa do Consumidor, a emergência do carro popular, o Plano Real e a globalização foram alguns destaques ao longo dos anos. Para as locadoras, a abertura trouxe a possibilidade de diversificar a frota com carros importados, a fim de atender um consumidor que passou a exigir cada vez mais qualidade. O aumento da viabilidade dos cartões de crédito junto a população, principalmente após o Plano Real, também foi positivo para o setor, ao alargar a base de potenciais consumidores. A abertura trouxe para as Locadoras a possibilidade de diversificar a frota com carros importados, para atender um consumidor que passou a exigir cada vez mais qualidade.

3.2 Modelo de negócio

Para início da análise, é necessário resumir o modo de funcionamento do modelo de negócio de locação de carros no Brasil que serve de base para a monografia. Em primeiro lugar, empresas de aluguel fazem a captação de recursos nos mercados de capitais para atender suas necessidades de crescimento, seja por meio de Debêntures, Notas Promissórias ou Financiamentos bancários.

Com o dinheiro em caixa, utilizam esse capital para a negociação de veículos com as principais montadoras (Ex: Fiat, Chevrolet, Renault). Vale lembrar ainda que, o tamanho da empresa é diretamente proporcional ao seu poder de barganha com relação a concessão de descontos frente as grandes montadoras.

Em seguida, os novos veículos adquiridos serão utilizados pelos consumidores na locação de carros durante um ciclo que varia conforme a empresa. Dessa maneira, os aluguéis geram receita para as locadoras e os carros que já sofreram sua depreciação esperada são revendidos, na maioria dos casos, pela divisão de seminovos da própria companhia, gerando receita para que as empresas renovem suas frotas.

O diagrama a seguir sintetiza o modelo de negócio das empresas de locação de carros:



Fonte: Autor

3.3 Segmentos

3.3.1 Setor de Aluguel de Carros (RAC)

Diferentemente do mercado americano, em que o setor de locação é pouco segmentado, visto que, as três maiores companhias (Enterprise, Hertz e Avis) detêm em torno de 92% do *market share*, no Brasil, as três principais empresas (Localiza, Movida e Unidas) possuem cerca de 39% do faturamento no mercado de locação de carros, sendo os outros 61% detidos por uma gama de 11,5 mil companhias diferentes.

O desenvolvimento econômico do país ao longo dos últimos anos aliado a uma baixa penetração e maior aculturação da população aos benefícios do aluguel de carros foram primordiais para que a indústria crescesse por volta de dois dígitos anualmente, mesmo durante os recentes períodos de recessão. É possível observar esse movimento pela tabela 2. Nela, o número de usuários atingiu a marca de quase 50 milhões de pessoas enquanto o tamanho da frota alcançou o patamar de 1 milhão de veículos. A partir de 2015, houve uma mudança no método de cálculo que passou a considerar apenas o número de empregos diretos gerados pelo setor, explicando a queda na adição de empregos diretos e indiretos.

Dessa forma, o desenvolvimento do setor de locação de veículos ao longo dos últimos anos foi fruto de também de constantes aumentos reais do salário mínimo e maior competitividade das tarifas praticadas. Além disso, houve um aumento do turismo de lazer doméstico e receptivo internacional somado a uma melhoria da infra-estrutura aeroportuária, o que pode contribuir para o aumento de diárias locadas em aeroportos e rodoviárias.

Nessa visão, com a massificação dos cartões de crédito, o aluguel de carros ficou mais acessível para o resto da população, já que, mais pessoas podem parcelar as prestações das diárias, há maior segurança e também é benéfico para as empresas por causar uma maior previsibilidade no recebimento do pagamento. Um vez que o consumidor de locação de carros brasileiros ainda possui um baixo poder aquisitivo relativo à países desenvolvidos, é possível perceber o direcionamento das empresas em investirem em frotas compostas, em sua maioria, por carros “populares”, o que pode ser observado mais detalhadamente na Tabela 1.

Por fim, investimentos dos setores de telecomunicações, infra-estrutura, energia, agronegócio e exportação também foram primordiais para esse crescimento por aumentarem as viagens executivas e a demanda por aluguel de carros em locais mais remotos ou com baixa penetração de meios de transportes públicos.

Tabela 1: Veículos das locadoras segmentados por tipo de fabricante

Por fabricante / By manufacturer

Montadora Assembler	2016		2017		2018		2019	
	Unidades / Units	%	Unidades / Units	%	Unidades / Units	%	Unidades / Units	%
Audi	1.307	0,60	1.692	0,47	680	0,16	452	0,08
BMW	196	0,09	159	0,04	176	0,04	243	0,04
FCA	43.264	19,86	69.111	19,21	69.535	16,85	107.534	19,86
Ford	28.996	13,31	53.405	14,85	60.295	14,61	68.981	12,74
General Motors	36.990	16,98	70.597	19,63	96.563	23,39	130.424	24,09
Honda	980	0,45	1.608	0,45	1.077	0,26	1.055	0,19
Hyundai	25.903	11,89	19.100	5,31	21.104	5,11	24.561	4,54
Nissan	9.933	4,56	12.772	3,55	20.102	4,87	5.605	1,04
PSA	1.982	0,91	6.143	1,71	505	0,12	2935	0,54
Renault	35.138	16,13	57.030	15,85	60.137	14,57	75.305	13,91
Toyota	9.041	4,15	12.696	3,53	11.000	2,67	13.812	2,55
Volkswagen	20.848	9,57	53.178	14,78	68.920	16,70	105.413	19,47
Outros/Others	3.270	1,50	2.211	0,62	2.659	0,65	5.026	0,93
Total / Total	217.848	100,00	359.702	100,00	412.753	100,00	541.346	100,00

Fontes/Sources: DENATRAN, SERPRO

Tabela 2: Dados do setor de locação de carros

Ano	Faturamento (Em R\$ Bilhões)	Frota do Setor	Usuários (Em Milhões)	Geração de Empregos (Diretos e Indiretos)	Geração de Impostos (Em R\$ Milhões)
2001	1,89	155	7,3	144	0,58
2002	2,26	178	8,3	165	0,67
2003	2,35	181.9	8,7	165.5	0,7
2004	2,68	203.65	10,1	168.2	0,79
2005	2,91	223.811	12,2	178.24	0,87
2006	3,17	250.204	14,1	185.56	0,94
2007	3,49	283.562	15,1	194.838	1,06
2008	3,99	318.865	16,2	209.061	1,27
2009	4,37	363.456	16,8	240.644	1,44
2010	5,11	414.34	17,7	264.708	1,69
2011	5,67	445.47	18,6	277.943	1,86
2012	6,23	489.548	20,2	293.715	2,05
2013	6,52	529.89	21,7	309.017	2,15
2014	14,7	773.2	25,9	450,920	5,84
2015	16,2	853.22	26,8	472,113	5,3
2016	13,8	632.94	23,2	76,598	1,7
2017	15,5	709.03	27,2	77,899	2,0
2018	15,3	826.33	43,0	71,607	1,4
2019	21,8	997.41	49,6	75,104	2,7

Fonte: Elaboração própria a partir do site da ABLA

3.3.2 Setor de Terceirização de frotas (GTF)

O negócio de Terceirização de Frotas no Brasil, como comentado, teve início na década de 1980 devido a iniciativa de algumas locadoras de carros que começaram a oferecer tal opção para empresas, atividade que já estava crescendo em países mais desenvolvidos. Assim, ao final da década de 1990, devido ao desenvolvimento da economia brasileira, o setor de Terceirização de Frotas foi demasiadamente impulsionado.

O GTF apresenta características de um negócio de atacado, com centralização de atividades em uma unidade, que gerencia os contratos e os veículos distribuídos por todo o território do brasileiro. O negócio não exige elevada disponibilidade de pessoal, o que leva a menores custos fixos, dada a possibilidade de terceirizar os serviços de apoio e manutenção necessários para a gestão da frota. Assim, esse segmento permite uma maior escalabilidade e previsibilidade de receitas por se tratar de contratos de mais longo prazo com grandes volumes de veículos.

A Terceirização de Frotas tem uma base de clientes mais concentrada que o segmento de Rent-a-Car. N entanto, este segmento de negócio está menos exposto à variação sazonal como férias durante os meses de verão ou meses com feriados

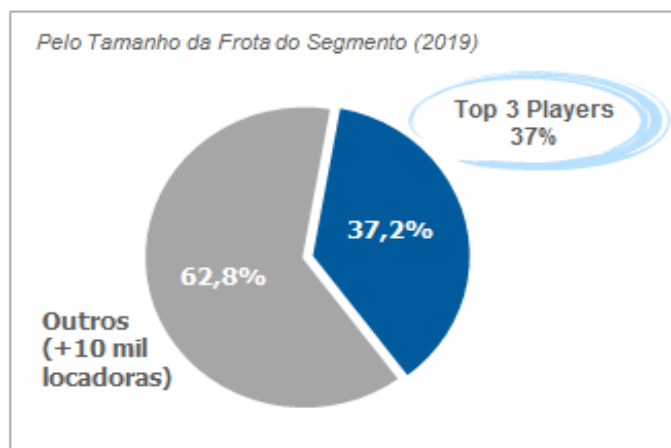
prolongados, nos quais a procura por aluguel aumenta consideravelmente no segmento de RAC. Nos contratos de Terceirização de Frotas, tipicamente, os preços são ajustados de acordo com índices como exemplo o IPCA. Dessa forma, é estabelecido entre as locadoras o preço repassado ao cliente, podendo variar em função de uma série de fatores, tais como o preço de aquisição dos veículos, depreciação, despesas financeiras e de manutenção, tipo de uso, tamanho e perfil da frota e responsabilidades assumidas pelo cliente.

Nessa perspectiva, a terceirização permite a redução de custos para as empresas em relação a uma frota própria e a desmobilização de capital, pelo que poderá existir demanda por serviços deste segmento não só em períodos de expansão econômica, mas também em períodos de maior instabilidade. Logo, o negócio exige dispêndio intensivo de capital e a renovação periódica da frota depreciada. Dessa forma, a venda dos carros que não serão mais utilizados tanto no varejo como no atacado são direcionados ao braço de seminovos para que gerarem caixa com o objetivo de financiar a renovação de suas frotas.

No Brasil, o setor apresenta uma característica que o distingue de outros países: As locadoras de veículos muitas vezes se utilizam de sua estrutura já existente (rede de lojas) para operar não só a locação de carros, mas também a locação de frotas (terceirização de frotas). Por esta razão, os números do setor de terceirização de frotas estão incluídos nos números divulgados pela ABLA (Associação Brasileira de Locadora de Automóveis).

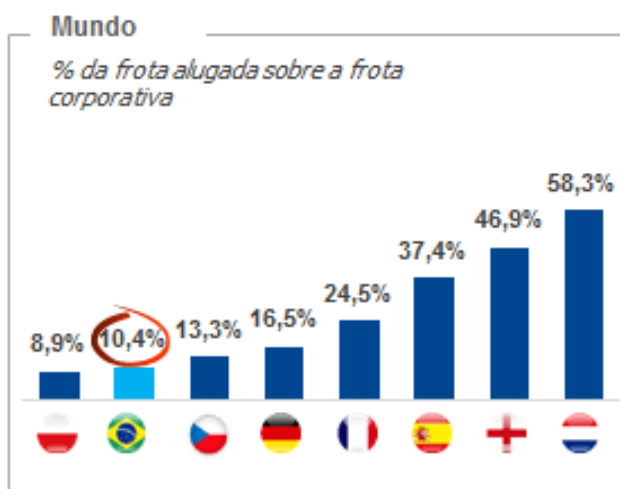
O mercado no país encontra-se fragmentado com os três maiores *players* possuindo um *market share*⁶ de aproximadamente 37%. As principais empresas especializadas do setor de terceirização de frotas no Brasil são: Unidas, Localiza, Movida seguidas de Arval, LM, ALD, Ouro Verde, Leaseplan entre outras. Todavia, praticamente todas as mais de 11,5 mil locadoras existentes no país em 2019 também operavam neste segmento de negócio.

⁶ É a porcentagem de vendas pela qual uma empresa é responsável dentro do seu nicho. Ou seja, a fração do mercado controlada por ela.

Figura 1: Tamanho da frota por Segmento

Fonte: Relatório Anual de 2020 da ABLA, Frost&Sullivan research.

Assim, em 2019, o mercado brasileiro atingiu um faturamento bruto de R\$ 11,3 bilhões, dos quais R\$ 2,9 bilhões correspondem às receitas dos três maiores *players* (Unidas, Localiza e Movida). Quando comparado ao mercado internacional de Terceirização de Frotas, é possível ver um crescimento menos robusto em anos recentes em países mais desenvolvidos, o que reflete uma maior maturidade em tais regiões, contrariando o que ocorre no Brasil, onde o mercado ainda é relativamente incipiente. Com isso, é possível verificar que a taxa de penetração do segmento ainda é consideravelmente inferior quando comparada às taxas de outros países.

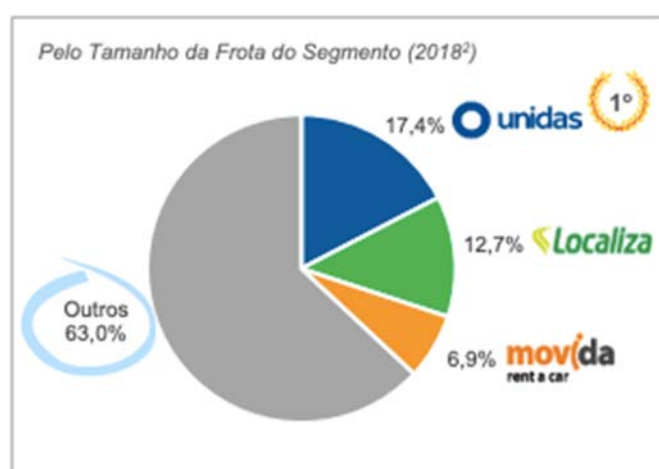
Figura 2: Comparativo entre o percentual da frota alugada sobre a frota corporativa por país

Fonte: Relatório Anual de 2020 da ABLA

O mercado brasileiro ainda possuiu muito espaço para crescimento:, a frota terceirizada de empresas no país é de apenas 518 mil em um universo de 5 milhões de veículos da frota corporativa total existente. Nessa perspectiva, a evolução da frota ao longo do tempo ratificou a importância das empresas de locação de veículos no setor automobilístico brasileiro.

Por fim, é possível concluir que o setor ainda se encontra fragmentado, com baixa penetração de frotas e elevado potencial de crescimento.

Figura 3 : Market Share do setor de Terceirização por empresa



Fonte: Sites de Relação com Investidores das empresas

3.3.3 Setor de Seminovos

Atualmente, as locadoras são os maiores clientes na compra de novos veículos das montadoras devido a sua grande participação e um giro alto de estoque de carros que deverão ser renovados para evitar uma grande depreciação.

Dessa forma, possuem um grande poder de barganha de preços justamente por conta desse elevado volume de carros que adquirem anualmente. Além disso, conseguem financiamentos a juros mais baixos nos bancos- entre 8% a 10% ao ano- enquanto o consumidor pessoa física paga cerca de 22%.

Com lojas para revender os modelos usados, as locadoras também são fortes concorrentes das concessionárias pois podem revender os carros que foram utilizados após um ano e ainda oferecer um desconto atraente para o consumidor final. A Localiza, por exemplo, vendeu no primeiro trimestre de 2019 quase 36,6 mil veículos seminovos.

Nessa visão, muitas vezes pode ocorrer um desequilíbrio por conta de excessivos descontos que são dados às maiores locadoras, uma vez que, uma nova entrante no mercado não vai conseguir ser tão competitiva por conta dos preços que paga pelos veículos adquiridos.

Dessa maneira, quando as montadoras estão com altas ociosidade, recorrem a grandes frotistas e locadoras para a comercialização de seus automóveis. Logo, os descontos podem variar de 20%-40% sobre o preço relativo ao consumidor. Assim, para as montadoras serem eficientes, a capacidade ociosa deveria ficar na casa dos 20% segundo estudos de especialistas do setor, o que parece ser um desempenho na contramão da economia atual com o PIB sendo revisado para baixo constantemente.

Além disso, outro fator que pode explicar a ociosidade alta nas linhas de montagem é o fato de ter ocorrido uma queda das exportações para a Argentina. O país adquiriu 133,2 mil automóveis brasileiros no primeiro trimestre de 2018, volume que foi reduzido no ano de 2019 para 62 mil. Tal fato pode ser confirmado na Tabela 6 em que é possível verificar uma queda abrupta das exportações de veículos brasileiras de 2019 em comparação a 2018. Desse modo, o país exportou 500 mil veículos em 2018 e “apenas” 350 mil em 2019 enquanto o número de automóveis cresceu no comparativo.

Desse modo, como não há perspectivas de melhora no curto prazo na economia desse país, a indústria brasileira deve continuar recorrendo às vendas diretas para usar parte de sua capacidade instalada de cerca de 5 milhões de veículos ao ano. A venda direta (ou corporativa) é feita por montadoras a frotistas e locadoras que compram grandes volumes. Em 2019, as vendas diretas no mercado de veículos chegaram em níveis próximos a 50%, mostrando a grande participação no segmento. Nos últimos dez anos, as vendas diretas apresentam desempenho superior ao varejo. Em 2019, esse canal de negócio cresceu 22,3%, somando 1,06 milhão de automóveis e comerciais leves, enquanto o varejo aumentou 8%, para 1,4 milhão de unidades. Em 2017, os negócios especiais tiveram alta de 28% e o varejo ficou estagnado.

Tabela 3: Número total de automóveis licenciados, produzidos e exportados

AUTOMÓVEIS					
	Licenciamento Total	Licenciamento Nacionais	Licenciamento Importados	Produção	Exportação
2001	1,318,232	1,183,886	134,346	1,384,368	197,157
2002	1,243,467	1,158,417	85,050	1,376,219	220,123
2003	1,215,549	1,161,405	54,144	1,428,270	329,773
2004	1,315,358	1,275,421	39,937	1,777,642	469,638
2005	1,439,822	1,383,116	56,706	1,979,545	595,098
2006	1,632,947	1,527,904	105,043	2,027,305	514,972
2007	2,085,706	1,853,900	231,806	2,360,739	511,186
2008	2,341,304	2,024,920	316,384	2,498,482	457,695
2009	2,643,862	2,219,909	423,953	2,568,167	308,772
2010	2,856,540	2,285,318	571,222	2,682,924	405,709
2011	2,901,647	2,151,071	750,576	2,630,893	442,606
2012	3,115,223	2,438,673	676,550	2,764,866	349,172
2013	3,040,783	2,454,403	586,380	2,955,356	461,066
2014	2,794,687	2,289,382	505,305	2,507,759	263,604
2015	2,048,018	1,729,629	318,389	1,983,120	323,123
2016	3,605,024	3,102,684	502,340	3,649,808	712,066
2017	1,856,580	1,691,833	164,747	2,307,897	623,976
2018	2,102,114	1,896,325	205,789	2,387,967	500,164
2019	2,262,069	2,081,810	180,259	2,448,490	347,064

Fonte: Elaboração própria a partir do site da ANFAVEA

3.4 Principais Empresas

3.4.1 Localiza

A empresa foi fundada em 1973, com a abertura de uma pequena loja em Belo Horizonte/MG e iniciou suas atividades com apenas 6 fuscas usados comprados a crédito. Os sócios fundadores foram Antonio Claudio Rezende, Salim Mattar, Flavio Rezende e Eugenio Mattar.

No final da década de 1970, iniciou a expansão de suas atividades, com a abertura de sua primeira filial em Vitória, em 1979. Em seguida, abriu agências no Rio de Janeiro, Salvador, São Luiz e Fortaleza. Dessa forma, a Localiza adotou uma estratégia de expansão que se iniciou na região Nordeste por meio de uma série de aquisições. Assim, enquanto seus concorrentes se concentravam nas regiões Sul e Sudeste, essa estratégia de expansão inicial se mostrou fundamental para o rápido crescimento e diferenciação da empresa no setor.

Como consequência, em pouco tempo já estava presente em praticamente todas as capitais da região. No início da década de 1980, iniciou o processo de operação em São Paulo e, no mesmo período, tornou-se a maior empresa de aluguel de carros do país. No ano de 1983, criou-se a Localiza Franchising, com o objetivo de acelerar ainda mais a expansão da empresa por meio de licenciamento da marca Localiza Rent a Car, em atividade de capital intensivo.

No início da década de 1990, a empresa iniciou o processo de venda direta de veículos usados para o consumidor final no varejo. Esta decisão foi tomada em virtude de uma sinergia existentes entre as duas atividades e ao fato de existir um deságio muito alto na venda de seus carros em leilões na época. No ano seguinte, a Localiza iniciou seu processo de internacionalização, com a abertura de agências próprias na Argentina e, posteriormente, em outros seis países.

Em 1997, a empresa decidiu se capitalizar. Para isso, vendeu cerca de um terço de suas ações a um fundo norte-americano de private equity (banco DLJ) por uma quantia na casa dos US\$ 50 milhões. Ainda em 1997, a empresa, visando viabilizar seus planos de expansão, lançou US\$ 100 milhões em sênior notes no mercado norte-americano.

De 2000 a 2004, a receita operacional da empresa cresceu aproximadamente 35%. Entretanto, ao ser compar o crescimento do PIB nacional no período (13%), é possível verifica que foi demasiadamente mais alto. Em maio de 2005, a empresa captou R\$ 350 milhões por meio de debêntures e, na abertura de seu capital, listado na Bovespa com a finalidade da saída do sócio DLJ que terminou por vender em Bolsa os 33% pertencentes a ele até então. Ambas as operações propiciaram a Localiza ganhos tanto em escala quanto valor no mercado.

A Localiza tornou-se a primeira locadora de carros brasileiros a abrir seu capital, antes de líderes mundiais do setor, como por exemplo a Hertz, e optou por aderir diretamente ao Novo Mercado, segmento diferenciado da Bovespa. Atualmente, a Localiza é a maior locadora de automóveis da América Latina, atua nas principais cidade e aeroportos de oito países (Brasil, Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Peru, Paraguai e Uruguai). A empresa hoje possui 608 agências sendo 80 delas no exterior.

Além disso, a Localiza conta uma frota de 241 mil carros na parte de aluguel, 68 mil na parte de gestão de frota e 16 mil em franchising. Ademais, a empresa conta também com 124 lojas de seminovos.

3.4.2 Unidas

A Unidas surge em 1985, após cinco empresas de aluguel de carros e dois investidores se unirem na cidade de São Paulo para criar uma locadora com sete filiais e aproximadamente 500 veículos.

Em 1993, a Locarvel, uma locadora de veículos especializada em terceirização de frotas corporativas com apenas 16 carros (conhecida hoje como Locamérica) é fundada por Luis Fernando Porto. Em 2012, essa empresa realiza o seu IPO⁷ passando a negociar suas ações na BM&FBovespa. No final de 2017, a Locamérica e a Unidas fundiram seus negócios, combinando seus produtos e serviços em um portfólio de soluções de mobilidade para pessoas e empresas. Tal operação foi consolidada sob a marca Unidas.

A fusão de ambas as empresas criou uma companhia com mais de 100 mil carros, 234 lojas de locação e 72 lojas de seminovos. No acordo, a Locamérica comprou 40,3% do capital da Unidas pertencente aos fundos Principal, Vince, Kinea, Gávea e Enterprise por R\$ 398,6 milhões. Nessa visão, a combinação dos negócios foi essencial para capturar sinergias operacionais, administrativas e econômicas entre ambas as empresas bem como uma otimização da estrutura de capital das companhias, tornando a nova empresa a segunda maior do país no segmento e consolidando a liderança do grupo na parte de terceirização de frotas.

A empresa hoje conta com uma frota de 84 mil carros na parte de terceirização de frota, 80 mil veículos no segmento de aluguel de carros e 4 mil no franchising. Além disso, possui 151 lojas próprias e 78 franquias.

3.4.3 Moviada

A empresa foi fundada em 2006 na cidade de São Paulo. Em 2012, contava com 2400 carros e 29 pontos de atendimento. A partir de 2013, foi adquirida pelo grupo JSL, maior empresa de logística do setor automotivo no país e com forte capilaridade nacional. Em 2014, atingiu a marca de 82 pontos de atendimento e 37 mil carros em sua frota.

Nos dias de hoje, a companhia conta com uma frota total de aproximadamente 120 mil carros sendo 78 mil referentes ao aluguel e 41 da parte de terceirização de frotas. Ademais, possui 69 lojas próprias no segmento de seminovos e 195 pontos de atendimentos no RAC.

⁷ Oferta pública inicial: oferta pública em que as ações de uma empresa serão vendidas ao público em geral na bolsa de valores pela primeira vez.

3.5. Perspectivas para o setor

Estimativas do Future Market Insights apontam que o mercado de locação de veículos, que em 2014 era da ordem de US\$87,8 bilhões, poderá atingir US\$176,2 bilhões em 2025 com um aumento de participação da América Latina no setor de aproximadamente 10%. Além disso, o país poderá ser uma grande oportunidade para a tendência internacional de substituição da posse do carro por uso por assinatura.

Ademais, ainda há muito espaço para crescimento da penetração no mercado local, já que apenas 11 milhões de brasileiros são usuários de locadoras (como comparação pode-se utilizar o fato de 50 milhões de brasileiros possuírem cartão de crédito). É possível perceber, ainda, que há um crescimento na acessibilidade, ou seja, a tarifa média diária cobrada pelo aluguel representa um percentual menor do salário hoje em dia do que há 10 anos atrás, visto que, o salário mínimo aumentou e o custo da tarifa diminuiu. Por fim, quando comparado o número de viagens(locais e internacionais) per capita dos brasileiros com o de um americano ou inglês, por exemplo, é possível verificar que o brasileiro possui 0,54 viagens per capita enquanto um inglês 3,01 e um americano 2,55 viagens per capita de acordo com dados da ABLA de 2019.

Além disso, é necessário fazer uma análise dos custos e benefícios de um dos maiores competidores das empresas de alugueis de carros: O carro próprio. Nos comerciais de automóveis na televisão, é vendido um sonho de liberdade, conveniência, prestígio e flexibilidade. A realidade, entretanto, é completamente diferente. Com o carro próprio, grandes custos são também adicionados como: depreciação, impostos, gasolina, seguro, custo de oportunidade, trânsito, estacionamento entre outros.

Dessa forma, há um grande dilema para os chamados *Millenials* (pessoas nascidas de 1980 até o final da década de 1990): ter ou não o carro próprio. Está cada vez mais comum o fato de a nova geração preferir gastar sua renda em experiências ao invés de bens. Além disso, há também uma maior propensão a serem solteiros, sem filhos e a uma crescente preferência de morar em grandes centros urbanos do que lugares mais afastados.

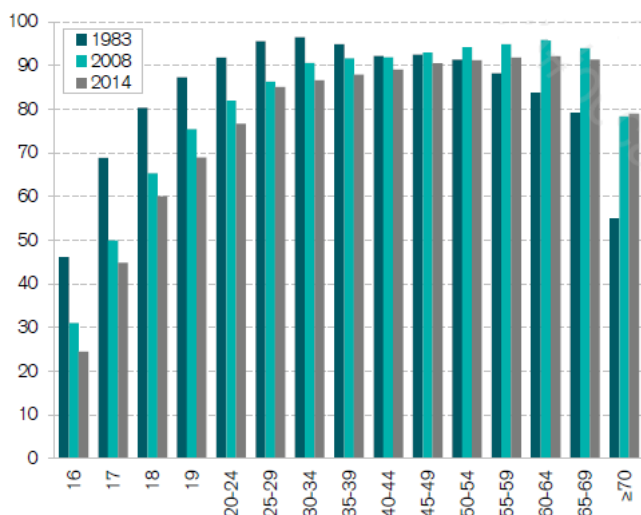
Essas circunstâncias fazem a posse de um veículo menos vantajoso para esse segmento do que indivíduos que tem filhos e que moram nos subúrbios ou em áreas mais afastadas. Desse modo, mesmo que as novas gerações tenham o desejo de ter um carro próprio, a análise de custo benefício é certamente menos atrativa do que para outras gerações, visto

que, estes últimos nasceram/cresceram em um contexto de muita oferta e facilidade de serviços de transporte. Assim, é possível perceber essa tendência na tabela 7, em que há uma constante diminuição ao longo dos últimos anos do percentual da população americana que têm uma carteira de motorista juntamente ao fato da idade média do primeiro casamento estar aumentando ao longo dos anos para ambos os sexos.

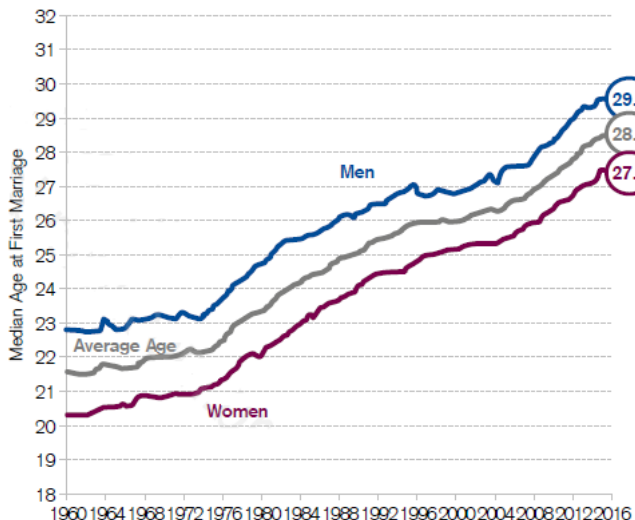
Gráfico 2 : População com carteira de motorista por idade nos Estados Unidos e idade média do primeiro casamento por gênero.

US population with driver's licenses by age group

Licensed drivers as percentage of population in each age group



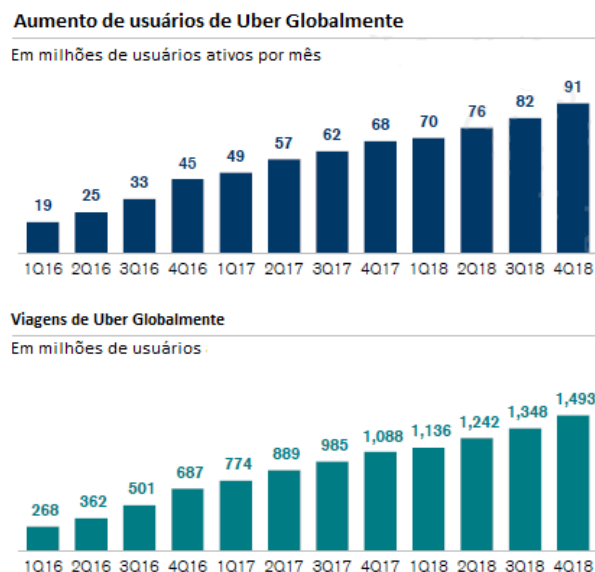
Median age at first marriage by gender in the US



Fonte: Leblanc and Davis “Understanding the preferences of millennials”, Sivak e Schoettle” Recent decreases in the proportion of persons with a driver’s license across all age groups”, Centers for Disease Control, US Census Bureau.

É importante ressaltar também como as inovações tecnológicas e o serviço de compartilhamento de viagens estão mudando o cenário de mobilidade no mundo. Plataformas de serviços estabelecidas como Uber e Lyft já estão muito presentes no dia a dia das maiores cidades globais enquanto serviços patinetes e bicicletas alugáveis, pagos via celular, estão começando a entrar em grandes centros e podem representar o futuro da mobilidade urbana.

Gráfico 3 : Evolução do número de usuários do Uber



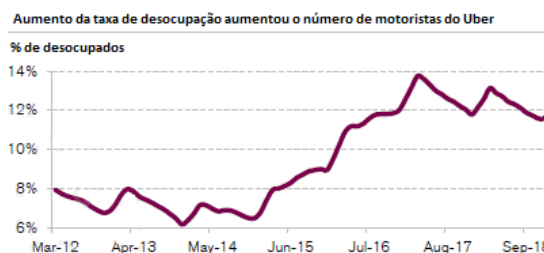
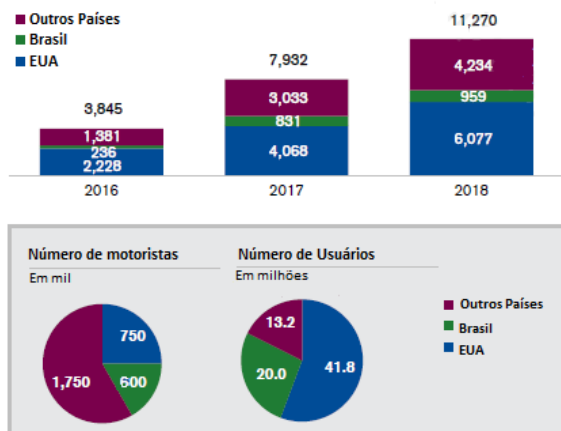
Fonte: Prospecto IPO Uber, Credit Suisse, NACTO

O crescimento da utilização é expressivo. No final de 2018, o Uber reportou mais de 1,5 bilhão de viagens globais de cerca de 91 milhões de usuários ativos. De acordo com a NACTO (National Association of City Transportation Officials), patinetes atingiram 38.5 milhões de viagens nos EUA em 2018 enquanto o serviço de aluguel de bicicletas alcançou a marca de 36.5 milhões. Juntos, os serviços de micromobilidade, atingiram mais de 84 milhões de viagens em 2018.

Ademais, deve-se fazer um estudo de caso sobre a entrada do Uber no Brasil que é hoje o segundo mercado mais relevante para a companhia (detêm mais de 54% do *Market Share* do mercado local segundo pesquisa da Conecta Express). Dessa forma, as receitas provenientes do país são mais de 50% da receita da América Latina. Nessa perspectiva, pode-se atribuir tal sucesso no país devido a fatores como: Tráfego intenso, serviço de rodízio de carros em São Paulo, estacionamentos caros, taxa de desemprego alta devido à crise econômica e aumento da penetração de smartphones no país.

Gráfico 4 : Abertura financeira e Operacional do Uber

Brasil representou 8.5% da receita do Uber em 2018



Fonte: Prospecto do IPO do Uber, IBGE

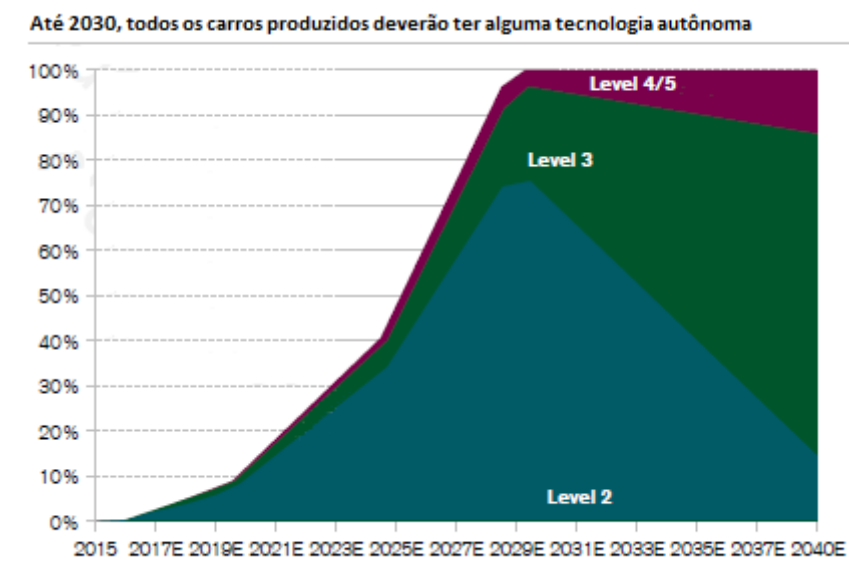
Nessa visão, há uma grande oportunidade para as empresas de locação de carros por conta do aumento da penetração do Uber no país. Atualmente existem cerca de 600 mil motoristas do Uber no Brasil com aproximadamente 450 mil carros os quais cerca de 360 mil são alugados. Dessa maneira, as 3 maiores empresas de locação de automóveis representam apenas 60 mil carros desse mercado, o que mostra que há uma grande oportunidade de crescimento.

Com isso, o Uber reportou um plano de dobrar o número de motoristas nos próximos 5 anos em parcerias com as empresas de locação de automóveis, que ao contrário de outros países, se beneficiam da ausência de alternativas de leasing atrativas combinadas com suas vantagens de escala e eficiência em termos de aquisição de carros novos, venda de carros usados, manutenção, impostos e capacidades de gestão de risco.

Por fim, resta fazer uma análise de uma possível nova disrupção de mobilidade: Veículos Autônomos. Enquanto ainda não há veículos completamente autônomos para o público em geral, a tecnologia vem progredindo consideravelmente nos últimos anos. Existem 5 tipos de autonomia de um veículo e cada uma delas necessita de menos contato humano que o último enquanto demanda mais tecnologia. No futuro, o nível 4 que deverá começar a ser testado entre 2021- 2025, vai demonstrar a viabilidade e ainda representar o primeiro de vários estágios de implantações. Nesse contexto, a venda de veículos leves ainda não será afetada em um futuro próximo, mas sim, no longo prazo já que haverá uma substituição dos carros próprios pelo uso de veículos autônomos. Dessa forma, o aumento dessa tecnologia afetará diretamente as empresas de locação de carros,

visto que, haverá uma menor necessidade de carros em geral pois os veículos serão usados de uma forma mais eficiente.

Gráfico 5: Perspectivas para o setor de veículos autônomos



Fonte: McKinsey

Capítulo 4 – Comparativo com o uso de Múltiplos entre as principais empresas do setor de locação.

4.1 Análise Financeira

Localiza (R\$ mm)	2016	2017	2018	2019
Receita Líquida	4,312	5,878	7,639	10,206
RAC	1,349	1,723	2,333	3,036
Seminovos	1,995	2,985	3,912	5,466
GTF	603	687	778	943
Aluguel de seminovos	347	466	599	741
Franquias	17	16	17	21
EBIT	771	991	1,354	1,575
RAC	520	663	1,064	1,507
Seminovos	-87	-62	-155	-434
GTF	431	474	581	683
Aluguel de seminovos	-97	-90	-143	-193
Franquias	5	5	6	11
EBITDA	1,019	1,267	1,697	2,199
RAC	546	691	1,097	1,547
Seminovos	9	66	-13	-78
GTF	435	479	588	690
Aluguel de seminovos	23	26	18	28
Franquias	6	6	7	12
Margem EBITDA	23.6%	21.6%	22.2%	21.5%
RAC	40.5%	40.1%	47.0%	50.9%
Seminovos	0.5%	2.2%	-0.3%	-1.4%
GTF	72.1%	69.6%	75.5%	73.2%
Aluguel de seminovos	6.6%	5.6%	3.1%	3.8%
Franquias	34.3%	34.8%	39.6%	56.8%
Lucro Líquido	409	520	717	948
<i>Margem líquida</i>	9.5%	8.8%	9.4%	9.3%
Dívida líquida	2,094	3,864	5,203	6,549
Patrimônio Líquido	2,197	2,601	3,095	5,448
ROE	19.8%	21.7%	25.2%	22.2%

Elaboração: Autor

Unidas	2016	2017	2018	2019
Receita Líquida	2,033	2,815	3,264	4,674
RAC	356	463	614	944
Venda seminovos RAC	595	856	832	1,461
GTF	729	911	1,017	1,214
Venda seminovos GTF	352	585	801	1,055
EBIT	359	512	575	774
RAC	124	186	237	440
Venda seminovos RAC	-56	-57	-71	-164
GTF	514	622	650	783
Venda seminovos GTF	-223	-240	-241	-285
EBITDA	610	790	854	1,163
RAC	136	205	227	456
Venda seminovos RAC	9	11	0	-60
GTF	517	619	650	778
Venda seminovos GTF	-52	-46	-23	-11
Margem EBITDA	30.0%	28.1%	26.2%	24.9%
RAC	38.2%	44.3%	37.0%	48.3%
Venda seminovos RAC	1.6%	1.3%	0.0%	-4.1%
GTF	70.8%	68.0%	63.9%	64.0%
Venda seminovos GTF	-14.8%	-7.9%	-2.9%	-1.1%
Lucro Líquido	76	193	182	279
<i>Margem líquida</i>	3.7%	6.8%	5.6%	6.0%
Dívida líquida	1,820	2,464	2,971	2,925
Patrimônio Líquido	1,096	1,292	1,601	3,904
ROE	6.9%	14.9%	11.4%	7.1%

Elaboração: Autor

Movida	2016	2017	2018	2019
Receita Líquida	1,831	2,401	2,644	3,681
RAC	615	751	973	1,056
Venda seminovos RAC	876	1,345	1,244	1,903
GTF	180	201	319	415
Venda seminovos GTF	160	105	108	306
EBIT	182	240	345	466
RAC	201	246	323	430
Venda seminovos RAC	-56	-84	-101	-162
GTF	96	133	189	291
Venda seminovos GTF	-61	-54	-65	-92
EBITDA	256	307	442	706
RAC	201	246	325	440
Venda seminovos RAC	-24	-46	-53	-46
GTF	97	134	190	292
Venda seminovos GTF	-19	-27	-19	19
Margem EBITDA	14.0%	12.8%	16.7%	19.2%
RAC	32.8%	32.7%	33.4%	41.7%
Venda seminovos RAC	-2.7%	-3.4%	-4.3%	-2.4%
GTF	54.0%	66.6%	59.4%	70.4%
Venda seminovos GTF	-11.7%	-25.3%	-17.9%	6.2%
Lucro Líquido	32	66	129	167
<i>Margem líquida</i>	1.8%	2.7%	4.9%	4.5%
Dívida líquida	803	1,013	1,452	1,901
Patrimônio Líquido	722	1,285	1,659	2,301
ROE	4.5%	5.1%	7.8%	7.3%

Elaboração: Autor

Embora a Localiza seja a empresa líder no setor, tanto do ponto de vista de rentabilidade como operacionalmente, Unidas e Movida poderiam rivalizar conquistando market share e conseguindo fechar seu gap com relação a principal empresa do segmento. Dessa maneira, é possível perceber que essa brecha tem se fechado substancialmente nos últimos anos.

Historicamente, há 4 principais lacunas de rentabilidade para as empresas do setor: 1) Descontos na compra de automóveis(é estimado um desconto na aquisição de veículos novos de aproximadamente 28% para a Localiza, em média, incluindo o benefício fiscal do ICMS do setor) - associado a ganhos de escala; 2) Preço de venda de automóveis - associado ao mix de veículos comprados, disponibilidade por região e por loja, marca de seminovos, qualidade do serviço pós-venda e relação com vendedores de carros; 3) Custo de financiamento - associado à classificação das agências de crédito, alavancagem e geração de fluxo de caixa; 4) Eficiência operacional - associado à gestão de rendimento e outros sistemas informáticos, tempo entre a compra e o início da operação do veículo, tempo de pausa entre operações e ter o veículo disponível para venda nas lojas.

Nos últimos anos, houve uma significativa recuperação de rentabilidade das marcas Unidas e Movida, diminuindo parcialmente todos os todos os hiatos de rentabilidade acima mencionados quando comparados a Localiza, especialmente em termos de compras de automóveis, eficiência e custo de financiamento. Nessa visão, é esperado que Unidas e a Movida continuem a melhorar nos próximos trimestres (à medida que o mix de veículos oferecidos para o consumidor final também aumente).

Em relação a Localiza, apesar dos Múltiplos serem relativamente altos versus seus níveis históricos, seu provável crescimento superior nos próximos anos pode justificá-los. Assim, a empresa pode ser o melhor instrumento para tirar proveito da expansão e oportunidades que o setor apresenta: 1) Maior capacidade de crescimento das ofertas, o que a ajudará a captar capital no mercado mais facilmente do que seus concorrentes e por um custo mais baixo; 2) Maior capacidade de aumentar os preços dos aluguéis de carros, se necessário, já que em muitos casos é a empresa que dita o preço que vai ser realizado no mercado por conta do seu tamanho; 3) Maior resiliência principalmente em períodos de fraca atividade econômica. Dessa forma, por mais que haja uma tendência de diminuição nos preços de aluguel e retornos menores devido a uma maior competição,

tais fatos podem ser compensados por uma maior taxa de crescimento de mercado com a consolidação do setor.

Em contrapartida, a Unidas após várias aquisições e uma fusão como comentado em seu histórico, tornou-se o segundo maior players no setor de aluguel de carros no país. O contínuo reconhecimento de entregas da empresa no setor apoia a continuação do seu plano de expansão, com mais ganhos de escala e melhorias de rentabilidade. Dado que o segmento continuará a expandi-se significativamente nos próximos anos - impulsionado principalmente pelo crescimento da divisão de aluguel de automóveis e pela concentração do mercado no setor de terceirização de frotas-juntamente com a Localiza, deverá acelerar suas aquisições de veículos continuamente ao longo dos próximos trimestres.

Já para a Movida, após ser adquirida pela JSL em 2013, expandiu substancialmente a sua frota de veículos, reduzindo também as tarifas e estimulando a demanda por seus carros. Desde então, a empresa ganhou escala e poder de negociação com os montadoras e melhorou a eficiência operacional. O principal problema que enfrenta atualmente é relacionado a divisão de seminovos. Dessa forma, é esperado que o preço de vendas de seus veículos melhore no próximo ano, uma vez que, poderá melhorar seu mix de carros em seu estoque.

4.2 Múltiplos

Por mais que investidores argumentem que o Valuation da Localiza já é muito alto, uma vez que, negocia a um Múltiplo Preço/Lucro e EV/EBITDA maior quando comparado a Unidas e Movida, deve-se levar em conta entretanto que possui um maior poder de mercado, e conseqüentemente, consegue maiores descontos frente as montadoras, além de possuir um forte poder de marca que foi criado ao longo dos anos. Além disso, o Múltiplo reflete melhores perspectivas de crescimento da companhia frente a possíveis ganhos de market share e melhoras operacionais.

EBIT histórico	2016	2017	2018	2019
Localiza	771	991	1,354	1,575
Unidas	359	512	575	774
Movida	182	240	345	466

Preço/ Lucro	2016	2017	2018	2019
Localiza	17.1x	20.8x	23.5x	29.3x
Unidas	4.7x	11.0x	29.8x	28.6x
Movida	-	27.4x	12.6x	23.0x

ROE	2016	2017	2018	2019
Localiza	18.6%	20.0%	23.2%	17.4%
Unidas	7.1%	14.9%	11.4%	7.1%
Movida	4.2%	6.6%	8.8%	8.5%

EV/EBITDA	2016	2017	2018	2019
Localiza	8.9x	11.6x	13.0x	15.6x
Unidas	3.6x	5.8x	9.9x	9.4x
Movida	-	9.2x	7.0x	8.1x

Elaboração: Autor

Capítulo 5 - Conclusão

Através do presente estudo foi possível analisar o setor em que as empresas de locação de veículos estão inseridas, verificar o funcionamento da estrutura competitiva da indústria, perspectivas para o futuro e, principalmente, estabelecer um comparativo entre as principais empresas do setor.

Com relação ao ambiente de negócios, verificou-se que as tendências macroeconômicas são positivas para o médio e longo prazo. O processo de envelhecimento da população, a cultura do compartilhamento e o uso dos aplicativos, além da introdução de novas tecnologias que visam oferecer funcionalidades para reduzir as burocracias e otimizar a experiência dos cliente, fizeram o setor mais competitivo contra seu principal concorrente: A cultura do carro próprio.

O ambiente competitivo mostrou que a Localiza ainda possui diversas vantagens competitivas sobre os seus pares, por mais que tais diferenças venham diminuindo ao longo dos trimestres. A empresa ainda possui um poder de barganha superior e um poder de negociação considerável com os consumidores, uma vez que, são tomadores de preço no segmento de aluguel de carros. Além disso, há uma pressão no segmento de gestão de frotas por conta da grande rivalidade entre os pequenos players, no entanto, entre as principais empresas não existe a uma concorrência tão acentuada por conta de maiores barreiras de entrada.

Por fim, com base na análise dos demonstrativos financeiros e uma comparação das principais empresas do setor utilizando-se do método de Múltiplos, foi possível responder o questionamento realizado no início do presente estudo. Sendo assim, pode-se afirmar que por mais que a Localiza apresente Múltiplos mais altos que seus pares, tal fato pode ser entendido por uma gestão superior, maiores vantagens competitivas e um

elevado poder de barganha tanto na compra de novos automóveis quanto nos preços negociados com os consumidores finais.

Capítulo 6 – Referências Bibliográficas

1. James Manyika - *Disruptive technologies: Advances that will transform life, business, and the global economy*
2. Relações com Investidores Localiza - <https://ri.localiza.com//>.
3. Relações com Investidores Unidas - <https://ri.unidas.com.br/>
4. Relações com Investidores Movida -<https://ri.movida.com.br/>
5. Relações com Investidores Uber- <https://investor.uber.com/home/default.aspx>
6. “The shared mobility disruption” - Credit Suisse, Maio/2019
7. “Brazilian Car Rental – Follow the Leader” – UBS Brasil, Dez2019
8. KPMG - *2019 Autonomous Vehicles Readiness Index*
9. DAMODARAN, A., *Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2012.
10. DAMODARAN, A., *Damodaran on Valuation*, 1994.
11. CFA – *Corporate Finance, Portfolio Management, and Equity Investments*.
12. McKinsey & Company e Tim Koller: *Measuring and Managing the Value of Companies*.
13. ABLA - Associação Brasileira das Locadoras de Automóveis
14. ANFAVEA - Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores