

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**ANÁLISE FUNDAMENTALISTA SOB A FILOSOFIA DE *VALUE*  
*INVESTING* APLICADA À EMPRESA LOCALIZA RENT A CAR  
SA**

Carlos Tadeu Moreira Ribeiro Filho

Matrícula nº 1113581

Orientador: Professor Roberto Simonard Filho

Junho 2016

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**ANÁLISE FUNDAMENTALISTA SOB A FILOSOFIA DE *VALUE*  
*INVESTING* APLICADA À EMPRESA LOCALIZA**

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

Carlos Tadeu Moreira Ribeiro Filho

Matrícula nº 1113581

Orientador: Professor Roberto Simonard Filho

Junho 2016

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

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço aos meus pais, minha família e amigos que me apoiaram durante a minha graduação e a tornaram possível. Agradeço também aos professores do Departamento de Economia da PUC-Rio que proporcionaram todo o meu aprendizado durante esses anos de graduação.

## Sumário

1. Introdução	8
2. O que é <i>Value Investing</i> ?	9
3. Definindo Risco	14
4. Método	17
5. Localiza Rent A Car	21
5.1 Valor dos Ativos	22
5.2 Earnings Power Value	25
5.3 Valor da Franquia	28
5.4 Valor de Crescimento	29
6. Conclusão	30
7. Referências Bibliográficas	31

## **Lista de Abreviaturas e Siglas –**

EBIT- Earnings Before Interest and Taxes

EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

WACC – Weighted Average Cost of Capital

CAPM – Capital Asset Pricing Model

FC – Fluxo de Caixa

EPV – Earnings Power Value

CAPEX – Capital Expenditures

Wd – Weight of Debt

Kd – Cost of Debt

We – Weight of Equity

Ke – Cost of Equity

## **Lista de Gráficos e Tabelas**

Gráfico 2.1 - Cotações das ações da Netflix entre 04 de junho de 2010 – 30 de dezembro de 2011	12
Gráfico 3.1 – Relação Risco-Retorno	14
Gráfico 5.1 - – Lucro Líquido Consolidado em milhões de reais	22
Tabela 5.1 – Custo de Reprodução dos Ativos (em milhões de R\$)	23
Tabela 5.2 – Valor Líquido dos Ativos	24
Tabela 5.3 – Ajustes nas receitas antes dos juros e impostos	26
Tabela 5.4 – Cálculo do EPV	27

# 1.

## Introdução

Com o universo das finanças cada vez mais amplo, surgem mais estratégias e métodos para se investir numa empresa para tentar fazer dinheiro rápido e fácil. Muitos investidores procuram uma fórmula mágica ou um algoritmo que sempre funcione na hora de precificar a ação de uma empresa ou escolher se ela deve ser investida ou não.

Todas essas noções e novas formas de se investir cada vez mais ignoram os fundamentos de uma análise de empresa. Muitas vezes não se leva em conta o risco total de um ativo ou as possíveis razões de porquê aquela ação específica está naquele preço. Se preocupam mais com o dia-a-dia da economia e qual será a taxa de juros de amanhã ou se os EUA vão mexer nos seus juros hoje ou daqui a alguns meses. Pessoas ficam tentando prever o futuro, e com exceção de alguns casos, normalmente erram, erro esse que pode acabar custando caro.

A noção de *value investing* é a ideia que se deve sempre investir a longo prazo a fim de evitar depender muito de ciclos econômicos, pelo contrário, muitas vezes durante essas situações que se encontram boas oportunidades. Além disso, também considera a ideia de que mesmo uma ação de uma empresa excelente pode não valer a pena se o preço estiver muito alto. A filosofia também diz que antes de tomar uma decisão, o investidor deve sempre analisar a empresa e usar os fundamentos de *valuation* para se chegar a uma decisão concreta, nunca se apressar a fazer algo pois a probabilidade de se incorrer em uma perda aumenta.

## 2.

### O que é *Value Investing*?

Um dos pioneiros do *value investing* foi Benjamin Graham, hoje referido por muitos como o pai da filosofia, começou sua carreira em Wall Street em 1914 onde inicialmente ele era responsável por vender títulos públicos para clientes. Na época, como não haviam muitas informações sobre as empresas, investimentos em ações eram considerados especulativos. Em 1923 ele fundou a Graham Corporation, após uma sugestão de um amigo que gostaria que ele gerisse as riquezas de sua família. A partir daí o seu negócio foi crescendo e a empresa se tornou Graham-Newman Partnership que ele geriu até o fim de sua carreira. Durante os anos em que trabalhou como analista financeiro, Graham foi desenvolvendo métodos para avaliar ativos, incluindo ações. Além de analista financeiro, ele fora professor na Universidade de Columbia em Nova Iorque e foi lá que ele começou a ensinar seus ideais. A escola de Columbia é considerada um dos berços dessa filosofia, lá junto com David Dodd, Graham escreveu o livro *Security Analysis* considerado por muitos o manual da análise fundamentalista, mais adiante escreveria outra obra que mudaria o paradigma dos investimentos em ações, o livro *The Intelligent Investor*. A escola formou muitos discípulos de Graham que se tornaram investidores muito bem-sucedidos, o mais famoso deles é Warren Buffet fundador da Berkshire Hathaway, multibilionário e praticante assíduo do *value investing*. Mas afinal, o que é *value investing*?

Existem várias formas de se definir *value investing*, essa filosofia não possui um método exato. Depende de cada investidor aplicar parte dos conceitos, estratégias e ideais do método ao seu próprio modo de investir. É comum definir *value investing* como comprar ações de companhias que estão baratas em comparação a outros possíveis investimentos, outra definição usada é a dela ser contraditória a outros modelos, normalmente o de *growth investing*. Muitas pessoas classificam ações como tendo componentes *value* ou componentes *growth* de forma que uma ação não possa ter ambos os componentes. Todavia, a prática de *value investing* não é tão restrita assim.

Embora o método possa ser aplicado a qualquer ativo ou investimento, ele geralmente se refere a ações de empresas. Um *value investment* é comprar ações levando em consideração o seu preço hoje em comparação ao valor intrínseco da empresa e as perspectivas de crescimento dessa companhia. Quando as ações estão sendo negociadas a preços menores que seu valor intrínseco, essa ação é denominada de *value stock*. Os investidores que aderem a filosofia vão sempre procurar investir com um certo desconto, ou seja, pagar um preço abaixo do que eles acreditem ser o real valor daquela determinada ação. Investimentos que são precificados muito próximos ao seu valor intrínseco tendem a ser menos atraentes para esse tipo de investidor. Assim, deve-se definir a diferença entre preço e valor intrínseco.

O preço de uma ação é o valor que o mercado atribui àquela ação em determinado momento. Ele varia de acordo com a demanda e a oferta daquela ação, oscilando a cada transação. Se há uma demanda maior que a oferta por aquele ativo o preço deste tende a subir e espera-se que o oposto aconteça quando a oferta for maior que a demanda. Por sua vez, o valor intrínseco de uma ação é o quanto investidores deveriam estar dispostos a pagar por ela. É uma estimativa do real valor daquela empresa. O valor é independente de mudanças na demanda e na oferta e, por isso, tende a ser estacionário ao longo do tempo.

Como o preço de uma ação se altera com oscilações na demanda e na oferta, durante a vida útil de uma empresa é possível que o seu preço varie para patamares acima do seu valor intrínseco como também abaixo. Uma das características dos seguidores dessa filosofia é a prática de comprar ações da companhia quando ela estiver sendo negociada abaixo do seu valor intrínseco e vender quando essa relação se reverter. Isso seria a noção de levar mais do que se está pagando. “Idealmente, seria bom pensar que existe um único valor intrínseco que todos os investidores concordassem”<sup>1</sup>. Entretanto, raramente diferentes investidores chegarão a um valor idêntico. Isso pode se dar por alguns motivos: eles podem atribuir pesos diferentes a alguns indicadores, ter percepções divergentes sobre o futuro da firma ou sobre os administradores, entre outros.

---

<sup>1</sup> HORAN, Stephen M. **Strategic Value Investing: Practical Techniques of Value Investors**. N.p.: McGraw-Hill, 2014. Print.

Recorrentemente as pessoas sugerem que investir em ações é uma questão de sorte, como apostar, mas para o investidor de longo prazo, seguidor dessa filosofia que está sendo definida aqui, isso está longe de estar correto. O que os investidores argumentam é que essa ideia de aposta é relacionada a especulações que ocorrem no mercado. Portanto, é de suma importância para *value investors* saber distinguir investimento de especulação e, conseqüentemente, investidores de especuladores.

Investidores procuram entender como as empresas e o mercado em que elas estão inseridas funcionam. A partir disso se baseiam somente em suas próprias análises dos fundamentos das empresas antes de fazer um investimento. Portanto, esperam lucrar em ao menos uma de três formas diferentes: (i) fluxo de caixa gerado pela empresa que será refletido ou como uma distribuição de dividendos ou um aumento no preço da ação, (ii) pela redução na diferença entre o preço da ação e o valor intrínseco da empresa ou (iii) por um aumento no preço da ação resultante de um aumento nos indicadores que investidores estão dispostos a pagar por aquela empresa. Em contrapartida, os especuladores não se importam com o que a empresa faz, eles simplesmente pensam nas ações como sendo papéis e os transacionam baseados no que acreditam que vai acontecer com o preço sem, em nenhum momento, levar em conta os fundamentos de análise e sim o comportamento do mercado. Os Especuladores tentam prever para qual direção o mercado irá no futuro. Já os investidores, não se preocupam com tentar prever o amanhã, acham que é perda de tempo porque ainda que se tenha uma boa ideia do que acontecerá no dia seguinte, não há como se saber ao certo. Melhor investir de uma forma que fiquem quase indiferente ao que acontece de um dia para o outro. Dentre as análises fundamentalistas que visam fazer isso, existem principalmente a análise *Top Down* e a *Bottom Up*. A ideia da primeira análise é fazer uma estimativa do ambiente macro e ir afunilando até chegar na empresa em questão. Logo, olhar primeiro para a economia do país, depois para a indústria da empresa, e finalmente analisar os números da própria empresa. Já a análise *Bottom Up*, que é a usada pelos investidores seguidores dessa filosofia, tem a ordem inversa. Primeiro olha-se para a empresa em questão, decide-se se ela está financeiramente saudável, se ela possui perspectivas de crescimento dentro da sua indústria em relação aos concorrentes e só depois que se olha para o ambiente macro, como que ela é afetada por ciclos econômicos.

Devido esse contraste entre especuladores e investidores, pode parecer que especuladores são o que há de pior no mercado de ações, mas isso não é necessariamente verdade. Para entender como que especuladores fazem bem ao mercado, ou pelo menos a alguns participantes do mercado (investidores), há de se discutir a noção de mercado eficiente.

Há algumas teorias, bem fundamentadas, que explicam a eficiência do mercado. A maioria delas argumenta que os preços nos mercados refletem toda a informação disponível e que os modelos analíticos empregados pelos participantes são muito parecidos, portanto, os preços das ações estarão sempre próximos aos seus valores intrínsecos e ganhos de arbitragem são quase que instantaneamente excluídos de forma que tentar obter uma performance acima do mercado é praticamente inútil. Para refutar essa tese basta observar um simples exemplo: se a teoria fosse uma verdade absoluta, como explicar este gráfico das ações da Netflix durante o período iniciado em 30 de julho de 2010 e finalizado em 25 de novembro de 2011?



**Gráfico 2.1 – Cotações das ações da Netflix entre 04 de junho de 2010 – 30 de dezembro de 2011**

Fonte: Google Finance

O gráfico mostra o histórico das cotações das ações da Netflix. Em 30 de julho de 2010 as ações estavam sendo negociadas a US\$102.55, em 8 de julho de 2011 elas chegaram a ser precificadas a US\$295.14 e em novembro de 2011 caíram para US\$63.86. Em um espaço de tempo de aproximadamente um ano e meio as ações quase triplicaram de preço e passaram a valer menos de um quarto de seu valor. Não seria possível uma empresa mudar tanto suas operações e seu valor real em tão pouco tempo. Logo, é impossível o mercado estar correto todas as vezes, ele cometeu um equívoco em pelo

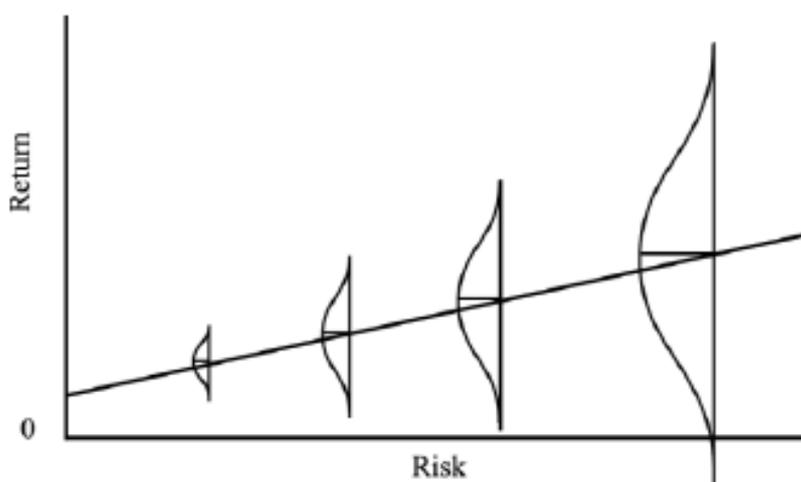
menos uma delas. Uma outra forma de pensar é: se não se pode realizar ganhos em cima do mercado recorrentemente, como explicar investidores que conseguem retornos muito acima daqueles presentes no mercado, pessoas que trabalharam a vida inteira investindo no mercado e hoje são extremamente bem-sucedidas? A explicação vem do comportamento dos agentes do mercado e dos especuladores. A especulação ajuda a criar ineficiências no mercado, fazendo com que os preços das ações flutuem acima e abaixo de seus valores intrínsecos, criando oportunidades de lucro para os investidores. Uma outra forma de abordar a questão da eficiência do mercado é argumentar que eles eficientemente refletem os preços de consenso em dado momento, mas esse consenso não necessariamente estará correto – normalmente não.

Vale lembrar que o mercado não é composto de máquinas completamente racionais que seguem um padrão exato. Pelo contrário, ele é composto por investimentos feitos por pessoas, onde qualquer pessoa física pode fazer um investimento. Isso significa também que o mercado não é exclusivo para investidores informados, há muitos não informados que também participam. Investidores que não trabalham no meio dificilmente farão uma análise detalhada da empresa antes de investir. Também não são obrigados a saber tudo que um investidor procura saber antes de realizar um investimento, de forma que quando há uma flutuação no mercado eles estão mais propensos a seguirem o fluxo da maioria, tentando ganhar mais dinheiro quando o mercado está em alta e perder o menos possível quando em baixa. Um bom investidor, por sua vez, especialmente um *value investor* que pensa a longo prazo, tem que ser frio e calculista, não pode ceder às suas emoções quando o mercado não caminha para o lado desejado naquele dado momento, ele precisa estar seguro de que sua análise foi feita de forma correta e acreditar que o valor intrínseco calculado está próximo ao valor intrínseco real de forma que flutuações no mercado não afetem sua decisão. Além disso, *value investors* procuram sempre investir de forma que eles não vão perder dinheiro, “*The first rule of investing is never lose Money, the second rule is never forget the first*” Buffet, Warren. A fim de fazer isso, eles precisam atribuir o montante correto de risco aos seus investimentos.

### 3.

## Definindo Risco

O risco é normalmente relacionado com volatilidade por acadêmicos, isso porque volatilidade é uma medida quantificável. Por essa razão ela pode ser usada em modelos de finanças o que facilita o cálculo, mas o risco é mais complexo que isso. O risco pode ser pensado como aquilo que preocupa um investidor, e por isso ele demanda compensação quando acredita que uma certa operação ou ativo é mais arriscado. É comum ouvir que quanto mais risco um investidor incorre, maior será o seu retorno, mas isso não é exatamente correto. O risco só vem no futuro, embora possam existir boas aproximações e expectativas desse futuro, nunca se sabe ao certo o que acontecerá. Investimentos mais arriscados sugerem que o seu futuro é mais incerto. O aumento de risco não necessariamente se traduzirá em maiores retornos, muitas vezes o que faz deles arriscados é justamente a chance do ganho não ser realizado. Howard Marks argumenta em seu livro *The Most Important Thing* que ao invés de se pensar da relação risco/retorno como sendo simplesmente uma reta positivamente inclinada, deve-se pensar numa reta positivamente inclinada com distribuições de probabilidade ao longo dela, onde quanto maior o risco incorrido, maior o número de situações que podem vir a acontecer que resultariam numa perda em vez de um ganho. O gráfico abaixo demonstra essa relação como pensada por Howard Marks.



**Gráfico 3.1- Relação Risco-Retorno**

Fonte: Howard Marks Memo “Risk Revisited Again”

Pode-se notar pelo gráfico que a medida que o risco aumenta, a distribuição também aumenta, o que torna o investimento cada vez mais incerto. Talvez uma palavra que melhor defina risco é incerteza. O risco é atribuído ao que não se sabe ao certo, e ao que pode vir a acontecer. Há inúmeras premissas e hipóteses que podem se concretizar no futuro, mas só uma realmente acontece, e não é possível saber a priori qual será.

Há diferentes tipos de risco, o principal deles num investimento é a possibilidade de perda, mas ele não é o único. Um tipo de risco que também é muito importante é o custo de oportunidade. Investidores que são avessos demais ao risco podem acabar perdendo boas oportunidades de investimento. Outro tipo é o risco de performance. Suponha um investidor que saiba que seus clientes não vão aumentar o investimento em um fundo de ações mesmo que ele obtivesse um retorno acima do seu índice de referência no mercado mas que pediriam resgate caso o fundo fosse pior que o índice. Isso faria com que o investidor estivesse menos propenso a tomar mais risco com medo de um possível resgate caso ele não atingisse sucesso no curto prazo. Por todos esses diferentes riscos, investidores necessitam de um colchão para se proteger para quando os acontecimentos não ocorrem conforme o esperado. Esse colchão no mundo da análise fundamentalista é chamado de margem de segurança.

O conceito da margem de segurança é o reconhecimento de que muitas vezes aquilo que se espera não é o que efetivamente acontece. Por isso, investidores procuram comprar ativos hoje que eles acreditam estar abaixo do seu valor intrínseco, investindo com um desconto. “Comprar \$1 por \$0.50”. Quanto maior o desconto para o valor real do ativo, maior a margem de segurança do investidor, ela é um instrumento importante para blindá-lo de erros de cálculo, má sorte, ou ainda acontecimentos extremos que não foram sequer cogitados previamente, como por exemplo o ataque às torres gêmeas em 11 de setembro. Warren Buffet descrevia esse conceito em termos de tolerância: “Quando se constrói uma ponte, você insiste que ela aguenta 15 toneladas, ainda assim, você só permite veículos de até 5 toneladas passarem por ela. O mesmo princípio se aplica aos investimentos”.<sup>2</sup> A margem de segurança, se seguida à risca, também é uma forma do

---

<sup>2</sup> KLARMAN, Seth A. **Margin of Safety: Risk-averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor**. New York, NY: HarperBusiness, 1991. Print. Página 93.

investidor fundamentalista de se policiar antes de tomar uma decisão, pois investimentos que podem parecer muito promissores a um primeiro momento, se não tiverem uma margem de segurança razoável tornam-se menos atrativos. Uma análise de portfólios arriscados até mostrou que portfólios compostos por *value stocks* apresentam um risco, como calculado pelo mercado, menor do que outras carteiras e retornos maiores. Contradizendo, portanto, a noção que mais risco implica em um retorno maior. Grande parte desse risco baixo é devido a margem de segurança com que adeptos do *value investing* procuram utilizar quando investem.

A margem de segurança é principalmente uma forma de se diminuir o primeiro risco citado, o de perdas. Para o problema com o custo de oportunidade, é consenso entre investidores fundamentalistas que deve-se sempre ter um pouco de caixa em mãos, pronto para ser alocado rapidamente. Se a carteira tiver sempre um pouco de caixa, quando uma nova oportunidade surgir, investidores não precisarão perdê-las porque o capital do fundo já está todo investido.

Essas formas de se investir e pensar são o que diferem os investidores fundamentalistas com pensamento de longo prazo dos demais e isso será usado mais a frente, especialmente na hora da tomada de decisão após o modelo ser aplicado.

## 4.

### Método

Existem diversas maneiras diferentes de se calcular o valor intrínseco de uma empresa, e como foi dito antes cada investidor tem a sua preferência, usa suas próprias premissas e chega num resultado que pode e, normalmente é, diferente do de outros investidores. Uma das maneiras mais comuns de se calcular o valor intrínseco de uma empresa é pelo método do fluxo de caixa descontado.

O método do fluxo de caixa descontado é provavelmente o mais usado por analistas financeiros no mundo. O método se resume a estimar os fluxos de caixas presentes e futuros da empresa para algum horizonte no futuro, geralmente 5 ou 10 anos e trazer para o valor presente. Para isso, há de se descontar apropriadamente esses fluxos de caixa. Então o analista deve escolher um custo de capital apropriado para trazer esses valores para o presente. A partir do décimo primeiro ano assume-se que a empresa consegue crescer perpetuamente a uma taxa constante, então calcula-se quanto a empresa geraria eternamente que seria  $(FC/r-g)$ , o fluxo de caixa esperado, dividido pelo custo de capital,  $r$ , e a taxa de crescimento constante da empresa,  $g$ . O somatório de todas essas estimativas é o valor intrínseco da empresa, quanto que ela efetivamente vale. Uma vez tendo chegado a esse valor, o analista compara ele com quanto o mercado está avaliando a empresa hoje. Caso ele esteja avaliando ela abaixo desse valor, pode fazer sentido a compra.

O problema desse método, é que são muitas premissas, e o horizonte é muito longo, há inúmeras coisas que podem acontecer nesses 10 anos que podem mudar completamente o cálculo. Se em dois ou três anos a competição da firma aumentar, ou a indústria mudar tecnologicamente e a empresa ter que se reinventar, ou os custos fixos da empresa aumentarem e ela não conseguir repassá-los diretamente para o consumidor por meio de um aumento no preço, o crescimento do fluxo de caixa será afetado e não será mais o mesmo que se havia calculado.

Uma forma de melhorar essa estimativa é fazer uma avaliação dos múltiplos da empresa. Por esse método o analista escolhe uma medida de fluxo de caixa, por exemplo o lucro líquido da empresa, o lucro operacional (lucro antes de se pagar os impostos e juros) ou o EBITDA, que é o lucro operacional adicionado ao valor da depreciação e amortização da empresa que não são pagas em dinheiro. Uma vez selecionado o fluxo de caixa apropriado o analista multiplica por um fator que vá lhe dizer algo importante, por exemplo a razão preço/lucro, o múltiplo EBIT ou EBITDA obtido pelos valores de mercado associados a empresas da mesma indústria. Similarmente, como o método do fluxo de caixa descontado, esse também possui alguns problemas. A origem dos valores é secundária, o investidor pode não ter total confiança nos números e premissas ou as companhias podem não ser exatamente boas comparações.

O método criado por Graham e Dodd, e adaptado por *value investors* de hoje é um pouco diferente. Graham e Dodd eram céticos com estimar receitas e lucros em um horizonte tão distante no futuro. Não gostavam da ideia de misturar informações precisas, como a receita do ano ou o lucro da firma, com informações imprecisas. Para isso eles criaram um método que se esforça ao máximo para corrigir esses problemas. O método procura segregar a informação que afeta a análise por confiabilidade para almejar ao máximo não contaminar informações precisas, das que o investidor consegue afirmar com certeza, com as menos precisas. Esse método é composto de três elementos. O primeiro, é chegar a um valor dos ativos que a empresa possui hoje. O segundo, é determinar o *earnings power value* da empresa, que seria o quanto a empresa pode chegar a produzir e lucrar dada a sua estrutura e a indústria em que está inserida. Por último, avaliar quanto que a empresa ainda pode crescer.

Para se chegar a um valor preciso nos cálculos do valor dos ativos o investidor precisa entender em que situação a empresa e a indústria se encontram. Por exemplo, se a indústria está em declínio, e a empresa a beira da falência, os ativos terão que ser avaliados pelos seus valores de liquidação (existe isso?). Se o investidor entende que a indústria e a empresa estão em situação estável ou de crescimento, os ativos que estão sendo usados hoje pela empresa terão que ser substituídos a medida que eles se depreciem. Nesse caso, os ativos devem ser avaliados pelo custo de reprodução dos mesmos. O custo de reprodução dos ativos pode ser entendido como o quanto um competidor querendo entrar na indústria precisaria gastar para estar ao menos igual ao

incumbente. Para se calcular o custo de reprodução dos ativos, deve-se olhar para as informações financeiras mais recentes da empresa, a começar pelo topo do balanço patrimonial e ir descendo. Há números no balanço das empresas que são mais confiáveis que outros, e as empresas geralmente montam seu balanço em ordem de liquidez, com seus ativos mais líquidos ocupando o topo do balanço. A medida que vai se analisando os ativos, há algumas correções e ajustes a fazer à medida que os números vão ficando mais incertos como por exemplo o valor dos estoques, ou do imobilizado da empresa que muitas vezes possui prédios que já foram totalmente depreciados pelo método contábil, mas ainda possuem valor e podem ser vendidos caso a empresa vá se realocar. Depois de olhar os ativos, o investidor deve fazer o mesmo exercício para os passivos da empresa e ao final subtrair o segundo pelo primeiro para chegar num valor líquido dos ativos totais. É importante ressaltar aqui que tanto os ativos como os passivos da empresa existem hoje, a grande maioria deles sendo composta de ativos tangíveis, o que é possível se avaliar com bastante precisão.

Outra análise que é necessária ser feita é das vantagens comparativas da empresa dentro da indústria. Que tipos de barreiras a empresa possui para evitar que um novo competidor entre na indústria e tome um pedaço do seu mercado? Uma vez que se calcula o valor dos ativos da empresa e ele é menor do que o valor de mercado da empresa, outros investidores verão isso como uma oportunidade de ganho. A empresa, portanto, tem que estar apta a defender seu patrimônio, caso contrário competidores vão continuar expandindo e/ou novos competidores entrarão na indústria até que o valor de mercado da empresa avaliada seja idêntico ao valor dos seus ativos.

Daí surge a ideia do segundo elemento do método, o *earnings power value*. Esse elemento nada mais é do que o valor propriamente ajustado das receitas da empresa. Esse cálculo é um pouco menos preciso que o primeiro pois requer algumas estimativas em relação a receitas correntes e futuras e sobre o custo de capital da empresa em questão.

Há duas principais estimativas para o cálculo. A primeira é que as receitas, propriamente ajustadas correspondem a níveis sustentáveis de fluxo de caixa. A segunda é que esses níveis permanecem constantes no futuro. Como as receitas são assumidas constantes, diferentemente do método do fluxo de caixa descontado, o crescimento nas receitas,  $g$ , é zero. Assim, o cálculo do EPV fica:  $EPV = \text{Lucro Ajustado}/r$ , onde  $r$ , como

já havia sido mencionado anteriormente é o custo de capital da empresa. Embora o cálculo do EPV pareça com os métodos criticados, ele requer menos estimativas, e ele depende exclusivamente de informações precisas da própria empresa.

O cálculo do EPV providencia informações importantes sobre a situação estratégica da empresa e sobre as barreiras de entrada da indústria. Um EPV com um valor substancialmente abaixo do valor dos ativos da empresa sugere que a administração da empresa está fazendo alguma coisa errada e que a empresa não está conseguindo render o quanto ela deveria. Um EPV com um valor parecido ao dos ativos é o resultado esperado em uma indústria que não possui muitas barreiras de entrada, onde as empresas incumbentes não têm vantagens comparativas e, portanto, não há espaço para crescimento dentro dessa indústria. O último cenário, aquele que todos procuram, é o de um EPV significativamente superior ao valor dos ativos da companhia, onde novos competidores não conseguem participar da indústria tão facilmente.

A diferença entre o EPV e o valor dos ativos é chamada de valor de franquia. Possuir um valor de franquia significa que a empresa consegue render mais do que ela precisa para pagar pelos investimentos que financiam seus ativos. É necessário por último julgar se essa franquia, essas vantagens comparativas que a empresa tem hoje são sustentáveis ou se vão se dissipar em um futuro próximo.

O elemento final do método é avaliar o valor do crescimento da empresa. Quanto que ela ainda pode crescer no mercado. Esse é o cálculo mais complicado de se fazer dos três por ser o mais incerto e o que mais se faz estimativas. Por isso ele é feito somente depois dos outros dois, para não contaminar os resultados que foram obtidos com uma boa precisão. As únicas empresas que terão algum valor de crescimento para contribuir para a análise já feita são empresas que possuem um grande valor de franquia, que em algumas indústrias podem ser traduzidos para estimativas que adicionam ao valor intrínseco da empresa. De qualquer forma, devido à natureza extremamente imprecisa do cálculo feito nesse estágio, são poucos os investidores que estão dispostos a pagar por esse acréscimo.

## 5.

### **Localiza Rent A Car SA**

Fundada em 1973, a Localiza começou suas operações de aluguel de carros com uma pequena agência em Belo Horizonte, Minas Gerais. No começo eram apenas 6 fuscas usados e financiados. Sua primeira filial foi aberta em Vitória no Espírito Santo e ao final da década de 1970 já havia expandido para algumas das maiores capitais do país como Rio de Janeiro, Salvador e Fortaleza. A partir do início da década de 1980 a empresa já liderava o setor de aluguel de carros no país.

Hoje, depois de algumas décadas desde sua formação, a empresa passou por algumas mudanças. Mais notadamente, expandiu as suas operações para outros ramos. A sua principal função ainda é o aluguel de carros, mas hoje ela também atua no mercado de terceirização de frota.

Como fora argumentado previamente, é necessário entender qual é a situação da indústria em que a empresa está inserida. E ao analisar ela mais de perto pode-se concluir que o mercado de aluguel de carros e terceirização de frotas vai permanecer no mercado por pelo menos algumas décadas. Esse mercado ainda é altamente segmentado, diferentemente do mercado dos EUA em que as quatro maiores companhias detêm em torno de 95% da fatura de mercado, aqui no Brasil as três maiores companhias possuem apenas perto de 35% do mercado de aluguel de carros, sendo os outros 65% detidos por uma gama de 1900 companhias diferentes. Já no mercado de terceirização de frota, as quatro maiores empresas brasileiras possuem em conjunto, perto de 25% do mercado. A Localiza possui 23% do mercado de aluguel e 8% do mercado de terceirização de frotas. Acredita-se, portanto, que ela não só vai permanecer nos mercados como ainda tem espaço para crescimento dentro deles. Isso pode ser sustentado pelo gráfico abaixo do crescimento anual do lucro líquido da empresa mesmo em anos difíceis para a economia brasileira.

## 9 – Lucro líquido consolidado

Lucro Líquido Consolidado (R\$ milhões)

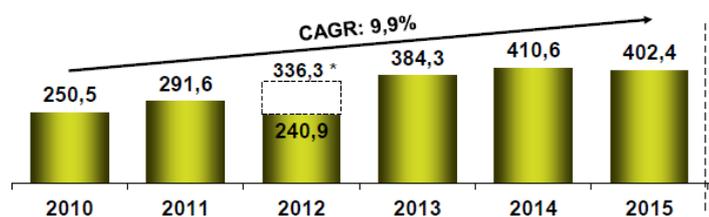


Gráfico 5.1 – Lucro Líquido Consolidado em milhões de reais

Fonte: Divulgação de Resultados da Localiza 1T16

Segundo o método desenvolvido no capítulo anterior, uma vez que tenha se certificado que a empresa não será extinguida em um horizonte próximo, e que a sua indústria também permanecerá em atividade, o primeiro passo para se calcular o valor intrínseco de uma empresa é olhar para as suas informações financeiras e ajustar os números apresentados pela empresa conforme seja necessário para se chegar a uma estimativa do real valor dos seus ativos através do custo de reprodução dos mesmos.

## 5.1

### Valor dos Ativos

A um primeiro momento, os ajustes aos ativos da empresa parecem bem simples como demonstrado pela tabela 5.1. Começando do topo da lista dos ativos e descendo por ordem de liquidez, a tabela 5.1 é segmentada em três colunas. A primeira mostra o valor de entrada divulgado pela empresa no último exercício de 2015, a do meio por quanto esse valor deve ser ajustado para chegar em um custo de reprodução adequado e a última o resultado do ajuste. Como os ativos circulantes da empresa são aqueles que ela acredita que se tornarão em caixa em um ano ou menos, o único ajuste que deve ser feito é na entrada de contas a receber. A entrada na divulgação de resultado da firma, como é nesse caso, é apresentada no valor líquido. Isto é, o valor total a ser recebido dos clientes da empresa menos uma provisão que a empresa faz de devedores que ela considera duvidosos e acredita que há uma boa chance de não receber o valor devido. Essa provisão em 2015 foi de 30,8 milhões de reais. Como um possível competidor querendo entrar na

indústria também teria que arcar com alguns clientes inadimplentes, essa previsão é adicionada de volta ao valor das contas a serem recebidas.

<b>Ativos</b>	<b>Book Value 2015</b>	<b>Quantia Ajustada</b>	<b>Custo de Reprodução</b>
<b>Ativos Circulantes</b>			
Caixa e Equivalentes	1385,1	0,0	1385,1
Contas a Receber (Líquido)	460,3	30,8	491,1
Instrumentos derivativos - swap	0,0	0,0	0,0
Outros ativos circulantes	102,6	0,0	102,6
Carros em desativação para renovação de frota	31,8	0,0	31,8
<b>Total dos Ativos Circulantes</b>	<b>1979,8</b>		<b>2010,6</b>
<b>Realizável a Longo Prazo</b>	<b>103,3</b>	<b>98,5</b>	<b>4,8</b>
<b>Imobilizado</b>			
Carros	3610,9	0,0	3610,9
Outros Imobilizados	314,1	0,0	314,1
<b>Intangível</b>	<b>67,1</b>	<b>15,0</b>	<b>52,1</b>
Goodwill	22,0	0,0	22,0
<b>Total do Ativos</b>	<b>6097,2</b>		<b>6014,5</b>

**Tabela 5.1 – Custo de Reprodução dos Ativos (em milhões de R\$)**

O estoque de uma empresa normalmente é ajustado pois existem diferentes métodos de calculá-lo e dependendo de quanto tempo leva uma empresa a renovar o seu estoque pode ser que ele já não tenha o mesmo valor de quando foi comprado. Como a Localiza atua no mercado de aluguel de carros, o estoque dela que seriam seus carros são considerados ativos imobilizados, de forma que a o único estoque registrado pela empresa são na verdade os carros que ela não utilizará mais e está procurando vender. Segundo a empresa, ela consegue vender todos esses carros desativados dentro de um ano, e como o valor de 31,8 milhões já está levando em conta a depreciação dos mesmos, não há ajuste a ser feito. Com isso encerramos os ativos circulantes.

Os ativos não circulantes possuem uma maior dificuldade para serem propriamente avaliados pois são mais incertos e considerados num horizonte maior que um ano. A primeira entrada dos não circulantes é o realizável a longo prazo, ou seja, recursos que são devidos a empresa e que não serão pagos em um ano ou menos. No caso da Localiza já deve ser feito um ajuste importante. Nesse valor de 103,3 milhões devidos

a empresa, constam investimentos em derivativos e depósitos judiciais. Como um competidor novo não precisa logo na entrada a indústria fazer investimentos em derivativos e tão pouco possui disputas judiciais, essas duas quantias devem ser subtraídas do valor original pois o novo competidor não precisaria incorre-las. Como os carros da empresa estão prontos para uso, e o valor que entra no balanço é líquido de depreciação, não precisa ser feito nenhum ajuste aqui. O mesmo vale para os demais ativos considerados imobilizados, especialmente porque eles constituem um percentual muito pequeno relativo ao total dos ativos.

Por último, resta os valores intangíveis. A primeira entrada, de 67,1 milhões de reais se diz respeito ao software utilizado pela empresa, incluindo o valor de implantação e a tecnologia desenvolvida pela própria empresa. Como a tecnologia do software é algo que está sempre em desenvolvimento e em constante adaptação, um competidor entrante não precisaria gastar a mesma quantia que a Localiza, em contrapartida, não é fácil implementar um software de alta tecnologia rapidamente na empresa inteira, portanto, o valor inicial será ajustado por uma margem de 15 milhões para 52,1 milhões para providenciar uma certa margem. O *goodwill* se refere ao preço pago pela empresa por aquisições de outras empresas. O *goodwill* nada mais é do que a diferença entre o valor justo de mercado da empresa adquirida e o quanto ela realmente vai para a empresa que está efetuando a compra, levando em consideração possíveis sinergias e o intangível. Nesse caso específico a aquisição da Localiza foi de suas próprias subsidiárias em 2014 e 2013. Como ainda está cedo para avaliar o quanto desse preço pago efetivamente foi transformado em valor e caixa para a empresa, não haverá ajuste.

Ativos	Book Value	Quantia	Custo de
	2015	Ajustada	Reprodução
Total do Ativos	6097,2		6014,5
Despesas Gerais, Administrativas e Outras	-155,8	-155,8*3	-467,4
Passivos Circulantes	1356,1	0,0	1356,1
Impostos diferidos	141,6	26,6	115,0
Dívida	2596,9	110,9	2486,0
<b>Valor Líquido da Empresa</b>	<b>2158,4</b>		<b>2524,8</b>

**Tabela 5.2 – Valor Líquido dos Ativos**

Para chegar a um valor líquido dos ativos, o valor obtido de 6014,5 milhões de reais ainda precisa sofrer alterações. Essas operações estão demonstradas na tabela 5.2. Primeiramente, quanto tempo é necessário para o desenvolvimento de uma marca? A Localiza levou anos para se estabelecer no mercado, com gastos em marketing, desenvolvimento dos seus canais de distribuições, criando relação com seus fornecedores, tudo isso tem que ser levado em conta. Para isso, o ajuste é feito através das despesas gerais e administrativas mais recentes da empresa. Para ser bastante conservador, o ajuste supõe que a empresa entrante levaria apenas em torno de três anos para desenvolver a própria marca. Provavelmente, para se igualar a marca da Localiza, um novo competidor precisaria de mais do que só três anos, mas ser conservador nessas premissas permite criar uma margem maior de segurança. Depois desse ajuste, há de se deduzir o passivo circulante que a empresa tem hoje, ou seja, as dívidas que vencem em um ano ou menos, e trazer a valor presente o valor dos impostos diferidos. Por último, como as dívidas que a empresa tem constituem um pedaço significativo do seu balanço, elas também devem ser trazidas a valor presente, esse ajuste acaba sendo de 110,9 milhões. Finalmente, chegamos a um valor líquido dos ativos de 2524,8 milhões. Esse é o custo que o novo competidor deve incorrer apenas para reproduzir as operações e se igualar à Localiza. Pode-se ver que esse valor por si só já restringe bastante o mercado porque são poucos os investidores ou empresas que dispõem de pouco mais de 2,5 bilhões de reais para entrar em uma indústria para competir.

## 5.2

### **Earnings Power Value**

A segunda parte do método é estimar o valor da empresa pela receita da empresa em vez de os ativos. Como foi explicado no capítulo 4, esse exercício parte de duas premissas principais. A primeira é que uma vez que as receitas sejam ajustadas, elas representam um fluxo de caixa sustentável para a empresa, e a segunda é que esse fluxo de caixa é constante. Com isso, cada acionista da empresa vai receber um valor das receitas distribuíveis da empresa proporcional a quantidade de ações que cada um detém. Pode-se pensar do fluxo de caixa distribuível, como o excesso de receita da empresa, o que a empresa gera além do necessário para manter as operações intactas.

O cálculo começa na entrada do lucro operacional da empresa antes dos juros e impostos, conhecido também como EBIT. A partir dele, há de se fazer alguns ajustes. O primeiro é prestar atenção para separar o que é realmente receita advinda do processo operacional da empresa e que ela deve conseguir reproduzir todo ano e o que pode ter acontecido especificamente em alguns exercícios fiscais que alteraram o valor das receitas para aquele ano em especial. O segundo é corrigir as possíveis discrepâncias entre a depreciação e a amortização apresentadas pela empresa e a real quantia que precisa ser reinvestida nos ativos da empresa no final do ano para restaurá-los aos seus valores do início do ano. O próximo passo é levar em consideração em que momento do ciclo econômico a indústria se encontra, se ela está perto da baixa, os ajustes aumentarão um pouco as receitas e, analogamente, diminuirão caso a indústria se encontre em situação de pico.

	2011	2012	2013	2014	2015
Receitas Ajustadas					
Lucro Antes dos Juros e Impostos (EBIT)	595,7	465,8	652,1	726,7	735,5
Ajustes	0	144,5	0	0	0
Lucro Antes dos Impostos Ajustado	595,7	610,3	652,1	726,7	735,5
Imposto	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34
Lucro Depois dos Impostos	393,162	402,798	430,386	479,622	485,43
Amortização	24,1	32,9	35,4	35,7	35,7
Depreciação	201,5	376,9	229	207,4	163,6
Manutenção de Capex	36,4	43,3	72,4	179,5	242,1
Lucro Depois dos Impostos Ajustado	582,362	769,298	622,386	543,222	442,63
Lucro Líquido	291,6	240,9	384,3	410,6	402,4
<b>Fluxo de Caixa distribuível</b>	<b>582,362</b>	<b>769,298</b>	<b>622,386</b>	<b>543,222</b>	<b>442,63</b>

**Tabela 5.3 – Ajustes nas receitas antes dos juros e impostos**

A tabela 5.3 mostra o exercício feito para se ajustar as receitas da Localiza entre 2011 e 2015. Apenas em 2012 ocorreu uma despesa fora do normal que foi a diminuição do IPI pelo governo que fez com que a Localiza sofresse uma depreciação extra de 144,5 milhões. Uma vez ajustado e deduzido os impostos, que para a indústria é de 34%, o valor alcançado para 2015 é de 485,43 milhões e precisa ser ajustado para as discrepâncias entre depreciação e amortização. Isso é feito da seguinte forma, como normalmente as empresas demonstram os valores para depreciação e amortização juntos, primeiramente é necessário separá-los. Depois, encontra-se o valor de manutenção do *capex*, que é a quantia necessária para a firma manter as operações. Finalmente, adiciona-se a

amortização e a diferença entre depreciação e a manutenção do *capex* ao lucro depois dos impostos. Esse é o valor encontrado para o fluxo de caixa distribuível da empresa.

Uma vez que se esteja confortável com o valor encontrado no exercício anterior, para finalizar o cálculo do EPV é preciso escolher um custo de capital apropriado para inserir na fórmula apresentada no capítulo 4,  $EPV = \text{Lucro Ajustado}/r$ . Para calcular o custo de capital, é necessário analisar a estrutura de capital da empresa. No caso da Localiza ela é composta por 65% de dívida e 35% de ações. Uma vez definida a estrutura de capital da empresa é necessário calcular o custo da dívida da empresa e o custo de emitir novas ações, ou seja, o quanto investidores requerem de retorno para a empresa. Uma vez tendo encontrado esses valores, o custo de capital,  $r$ , também conhecido como o WACC da empresa, pode ser definido como  $WACC = Wd.Kd(1-t) + We.Ke$ , onde  $Wd$  e  $We$  são os pesos da dívida e das ações respectivamente para a estrutura de capital da empresa,  $Kd(1-t)$  é o custo da dívida depois dos impostos e  $Ke$  é o retorno requerido por investidores nas ações.

Wd	65%
Impostos (t)	34%
Kd(1-t)	10%
We	35%
Ke	11%
WACC	10%
<b>EPV</b>	<b>5274,3</b>
<b>EPV por Ação</b>	<b>25,3</b>

**Tabela 5.4 – Cálculo do EPV**

A tabela 5.4 mostra o cálculo descrito acima. Os impostos da indústria são de 34% o que resulta em um valor de 10% para o custo da dívida líquido de impostos, e para o  $Ke$  foi utilizado o modelo CAPM que considera o prêmio de risco do mercado e múltipla pela correlação que a empresa em questão possui com o mercado acrescida de uma taxa livre de risco, no caso de empresas brasileiras costuma-se usar a taxa de um título do governo americano mais o risco país do Brasil. Finalmente, o custo de capital resultante do exercício é de aproximadamente 10%, utilizando esse resultado na fórmula desenvolvida para o EPV encontra-se um EPV de 5274,3 milhões de reais. Quando dividido pela quantidade de ações da empresa, que no final de 2015 era de aproximadamente 208,19 milhões de ações, o resultado final é de R\$25,30 reais por ação.

### 5.3

#### Valor da Franquia

A diferença entre o resultado do cálculo do EPV para o cálculo do valor dos ativos é de 2749,5 milhões de reais e como foi argumentado previamente, esse é o valor da franquia da empresa. Esse é o valor das barreiras de entrada que a Localiza tem a seu dispor, que é bastante alto e atrativo para qualquer competidor. Por isso, há de se analisar se ela consegue se defender de possíveis competidores novos ou que já estão no mercado. Como já foi mostrado, as três companhias principais do mercado possuem, juntas, cerca de 35% do mercado de alugueis. Além delas serem muito maiores do que as demais 1900, elas vêm crescendo e se desenvolvendo no mercado. A tendência aparente no mercado é as empresas menores, que operam de forma menos eficiente que as grandes, serem forçadas a sair do mercado ou serem compradas pelas maiores e mais eficientes.

Outra barreira bem estabelecida da Localiza é a sua rede de distribuição e as localizações estratégicas das suas agências. Essa barreira não só leva tempo para se erguer como exige bastante dinheiro. A Localiza hoje possui 490 agências diferentes pelo país em 442 cidades diferentes, enquanto que a segunda maior empresa que é a Unidas, possui apenas 185 agências em 155 cidades. Outro dado importante dessa vantagem é o número dessas agências que são localizadas em aeroportos. Os aeroportos são o ponto de entrada para uma cidade. Turistas que pretendem alugar carros tendem a contratar o serviço no aeroporto, por conta de segurança e conforto. Das 490 agências que a Localiza é responsável, 106 se encontram em aeroportos, mais do que o dobro do número da segunda empresa que é a Movida com 50 agências. Por essas considerações, é possível argumentar que o valor de franquia da Localiza pelo menos pelos próximos 10 anos, até que uma maior parte do mercado seja capturado pelas grandes empresas está assegurado.

## 5.4

### Valor de Crescimento

No capítulo 4, foi argumentado que empresas que possuem um grande valor de franquia são as únicas que são candidatas a possuir um valor de crescimento. Contudo, não significa que efetivamente terão. Embora o mercado em que a Localiza está inserido ainda seja muito fragmentado, o que sugere um possível crescimento das empresas já bem estabelecidas, ele é um mercado que é afetado pelo ambiente macroeconômico. É verdade que a Localiza conseguiu manter o nível das suas margens operacionais relativamente estável durante os últimos anos, mas houve um declínio. Além disso, como já foi sugerido, uma parcela significativa da clientela de empresas de aluguel de carros é composta por turistas e com o momento da economia brasileira menos brasileiros estão se locomovendo para outras cidades para tirar férias, fato que é sustentável pelas vendas de passagens aéreas que vem declinando substancialmente nos últimos exercícios. Como foi mencionado, muitos investidores preferem não pagar pelo valor de crescimento da empresa, preferindo ser conservadores, alegando que são estimativas arbitrárias. No caso, da Localiza é assim que esse trabalho vai prosseguir, finalizando, portanto, a avaliação da empresa com o cálculo do EPV de 25,03 reais.

## 6.

### Conclusão –

O objetivo desse trabalho foi apresentar a filosofia de *value investing* e mostrar como que ela difere dos demais métodos de avaliação de empresas. A partir dessa distinção a ideia era aplicar o método à uma empresa brasileira, que nesse caso foi a Localiza Rent a Car e sugerir uma ação a ser seguida por um investidor.

Em março de 2016 o preço da ação da Localiza era de 26,86 reais. Pelo trabalho feito aqui, chegou-se num valor intrínseco para a empresa de 25,03 reais. É possível concluir, portanto, que a ação se encontra bem precificada no momento, de forma que não é recomendável uma compra. Todavia, pelo estudo realizado, conclui-se que a Localiza é uma empresa financeiramente saudável que vale ser observada de perto a fim de se encontrar uma boa oportunidade em uma possível falha de mercado.

7.

## Referências Bibliográficas –

KLARMAN, Seth A. **Margin of Safety: Risk-averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor**. New York, NY: HarperBusiness, 1991. Print.

GREENWALD, Bruce C. N., KAHN, Judd, SONKIN, Paul D. and BIEMA, Michael Van. **Value Investing: From Graham to Buffet and beyond**. New York: Wiley, 2001. Print.

HORAN, Stephen M. **Strategic Value Investing: Practical Techniques of Value Investors**. N.p.: McGraw-Hill, 2014. Print.

GRAHAM, Benjamin. **The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel**. New York, NY: Harper & Row, 1985. Print.

MARKS, Howard. **The Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor**. New York: Columbia UP, 2011. Print.

ROSENBAUM, Joshua, and PEARL, Joshu. **Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions**. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2009. Print.

NETFLIX INC. *NASDAQ:NFLX* Disponível em: <finance.google.com> Acesso em: 01 jul. 2015.

RELATÓRIOS LOCALIZA. **Relações com investidores**. Disponível em: <<http://localiza.riweb.com.br/>> Acesso em: 30 jun. 2016.