

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Estudo de caso e Valuation do Grupo Vamos

Victor Gomes de Araujo Rosa
1810919

Orientador: Maria Elena Gava Reddo Alves

Junho de 2022

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Estudo de caso e Valuation do Grupo Vamos

Victor Gomes de Araujo Rosa
1810919

Orientador: Maria Elena Gava Reddo Alves

Junho de 2022

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.

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

SUMÁRIO

1.	Introdução	6
2.	O Grupo Vamos	8
2.1.	Histórico	8
2.2.	Linhas de negócio e diferenciais competitivos	10
2.2.1.	Locação	11
2.2.2.	Concessionárias	15
2.3.	Composição acionária	19
2.4.	Governança Corporativa	20
2.4.1.	Conselho de Administração	20
2.4.2.	Diretoria	20
2.4.3.	Comitê de Auditoria	21
2.4.4.	Comitê de Sustentabilidade	22
2.4.5.	Comitê de Ética	22
3.	Setor	24
4.	Método	28
4.1.	Fluxo de Caixa Descontado	28
4.1.1.	Fluxo de Caixa Livre para a Firma	30
4.1.2.	Taxa de desconto	32
4.1.2.1.	Custo do <i>Equity</i>	32
4.1.2.2.	Custo de Dívida	33
4.1.2.3.	WACC	34
5.	Valuation	35
6.	Referências Bibliográficas	43

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Destaques da trajetória histórica da Vamos.	10
Figura 2: Ciclo Operacional da Vamos.	10
Figura 3: Pacotes de serviços oferecidos.	11
Figura 4: Portal do Cliente.	12
Figura 5: Exemplo fictício de estruturas contratuais.	13
Figura 6: Evolução do Backlog da Companhia.	14
Figura 7: Rede de concessionárias da Vamos.	15
Figura 8: Aplicativo Vamos.	17
Figura 9: Posição estratégia da Vamos no mercado de Seminovos.	18
Figura 10: Venda Anual de Caminhões.	18
Figura 11: Composição Acionária da Vamos.	19
Figura 12: Membros do Conselho de Administração.	20
Figura 13: Membros da Diretoria.	21
Figura 14: Membros do Comitê de Auditoria.	21
Figura 15: Membros do Comitê de Sustentabilidade.	22
Figura 16: Membros do Comitê de Ética.	23
Figura 17: Participação de mercado das montadoras em 2021.	24
Figura 18: Licenciamentos Nacionais de Caminhões – mensal.	25
Figura 19: Idade Média Anual da Frota de Caminhões por país.	26
Figura 20: Frota do Grupo Vamos em comparação aos seus competidores.	27
Figura 21: Receita Bruta da Vamos.	35
Figura 22: Indicadores Operacionais.	36

Figura 23: Evolução da Frota.	37
Figura 24: Receita Bruta Projetada.	38
Figura 25: Demonstração de Resultados Anuais	39
Figura 26: Margens.	40
Figura 27: Fluxo de Caixa.	41
Figura 28: Fluxo de Caixa Projetado e Conversão de Caixa.	41
Figura 29: Valuation.	42

1. INTRODUÇÃO

O processo de valoração de uma empresa se trata de um exercício narrativo traduzido em números. É uma história, que se concretamente contada e devidamente compreendida, gera uma opinião do que deveria ser o valor intrínseco de uma companhia, insumo para uma boa alocação de capital no longo prazo.

Por isso, para se realizar um bom *valuation*, cabe ao investidor lapidar suas expectativas de forma contínua, tomando como base o conhecimento acumulado acerca de suas investidas.

Através deste processo, o presente trabalho busca entender os fundamentos subjacentes de uma companhia e incorporá-los num processo de valoração, tomando como princípio determinadas projeções acerca das suas métricas financeiras de maior relevância.

A partir daí, cria-se espaço para um debate importante a respeito da validade de determinadas premissas do modelo, dos impactos de suas alterações no preço-justo da empresa e da comparação deste para com a cotação corrente sendo praticada pelo mercado.

Discute-se, portanto, a diferença existente entre o valor quantitativo traduzido pela interpretação pessoal dos fundamentos da empresa estudada e a sua precificação por parte dos agentes envolvidos no arranjo da bolsa de valores brasileira. Assimetria esta que uma vez identificada, pode indicar uma boa oportunidade de investimento ao investidor.

A companhia de interesse será a Vamos, a maior empresa do emergente segmento de aluguel de caminhões, máquinas e equipamentos no Brasil, contando com uma frota superior a 20 mil ativos, valor que supera a soma das frotas dos seus três maiores competidores. Sua rede conta com mais de três mil oficinas e 53 concessionárias estrategicamente localizadas para atender centenas de clientes dos mais diversos setores da economia brasileira. Seu modelo de negócio se dá através de um ciclo que se inicia na compra de ativos junto às montadoras, seguido do fechamento de contratos com um prazo médio de 60 meses e finalmente, da venda destes ativos seminovos quando estes atingem uma idade média de 5 anos, bem inferior à média de 20 anos da base de ativos do mercado brasileiro.

Torna-se evidente que, na busca pela otimização do uso de capital por parte das empresas, a dificuldade envolvida com o gerenciamento de frotas e os custos envolvidos com a sua verticalização mais do que justificam a transferência desta responsabilidade

para operadores terceirizados que detém controle das diferentes etapas do ciclo de vida econômica destes veículos e que possuem o conhecimento necessário para realizar a gestão da forma mais otimizada possível.

A posição diferenciada destes operadores, principalmente no caso da Vamos, em termos de escala, cadeia logística, capilaridade e relacionamento com os agentes envolvidos propiciam ganhos consideráveis para os seus clientes na forma de menores custos e melhor aproveitamento do capital investido, além de permitir que a empresa contratante consiga priorizar a sua atividade-chave na busca por ganhos de competitividade em seu respectivo setor de atuação.

Neste contexto, este trabalho terá como foco a valoração do Grupo Vamos seguindo uma abordagem fundamentalista que envolve desde estudos de contexto microeconômico até a identificação de tendências setoriais e discussão de como estas poderiam se desenvolver ao longo dos anos.

A estrutura do projeto final desta Monografia, após a introdução, se dará como segue: o capítulo 2 irá tratar do Grupo Vamos, onde será descrita a história da companhia, as suas linhas de negócio e sua estrutura de governança; o capítulo 3 apresentará o setor de atuação do Grupo Vamos; o capítulo 4 explicará o método utilizado para a elaboração de um *valuation*; o capítulo 5 irá tratar do *valuation* do Grupo Vamos e conclusão; no capítulo 6 serão mencionadas as referências bibliográficas utilizadas na elaboração da Monografia.

2. O GRUPO VAMOS

2.1 HISTÓRICO

O Grupo Simpar, controlador da Vamos, deu os seus primeiros passos ainda na década de 1950, quando Júlio Simões comprou seu primeiro caminhão e passou a prestar serviços de transporte de hortifrutigranjeiros, mais tarde firmando importantes parcerias com empresas brasileiras de destaque.

A expansão do pequeno negócio de Júlio Simões se deu de forma progressiva, e em 1958, conseguiu fechar o ano com uma frota total de 5 veículos. Nascia ali a JSL, oficializada apenas em 1969, quando a empresa já dispunha de uma sede em Mogi das Cruzes e uma filial em Santos, que passava a oferecer serviços de transporte de cargas gerais.

Durante as próximas décadas, a JSL deu prosseguimento ao seu plano de crescimento e conseguiu expandir suas operações de forma orgânica¹ e inorgânica² com sucesso, se voltando, a partir de 1990, para a otimização das cadeias de suprimento aos quais atendia na busca por reduções de custos para os seus clientes.

Nessa linha, a companhia passou a oferecer serviços dedicados e mais customizáveis, focados em se adequar às demandas da carteira de clientes e otimizar a operação logística envolvendo seus fornecedores e clientes finais.

Seguindo esta estratégia e atendendo a pedidos de clientes, a vertical de locação de caminhões e outros veículos pesados teve seu início na década de 1990, numa estrutura ainda tímida, com baixa visibilidade, e organização pouco desenvolvida.

No entanto, a partir de 2015, a referida área de atuação se constituiu como “JSL Locação de Máquinas e Veículos Pesados Ltda.”, conquistando alguma autonomia e intensificando o seu foco operacional. A estratégia principal por trás de sua criação era estruturar as bases operacionais e gerenciais necessárias para o crescimento futuro da empresa, e ao mesmo tempo, desonerar a JSL Logística do caráter capital-intensivo do segmento de locação de máquinas e automóveis pesados.

A vertical se preocuparia em oferecer, além de contratos de locação, um produto completo de gestão e manutenção de frotas para os seus clientes.

¹ Expansão por aumento das vendas, crescimento da economia, demanda do mercado, etc.

² Expansão por meio de fusões e aquisições.

No final de 2017, além de alterar sua denominação social para Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos SA., a companhia passou por um importante processo de reorganização societária.

Nele estava previsto a incorporação da Transrio, empresa cindida da JSL Investimentos em Concessionárias e Lojas de Veículos, Máquinas e Equipamentos S.A. que contava com uma rede relevante de concessionárias de caminhões e ônibus da marca Volkswagen/MAN.

Para fortalecer mais ainda esta estratégia, ainda mesmo em 2017, a Vamos concluiu a compra de 100% da Borgato Máquinas S.A., Borgato Serviços Agrícolas S.A. e da Borgato Caminhões S.A.

Através dessas aquisições, a Vamos enriqueceu o seu portfólio de ativos e zonas atendidas, intensificando a sua exposição ao setor agrícola, um dos segmentos mais resilientes da economia brasileira e que está entre os que mais crescem no país.

No segundo trimestre de 2020, a JSL deixa de atuar como a holding da Vamos, após uma reorganização societária do Grupo. A partir daí, a Vamos teria a sua operação integralmente segregada das outras controladas do Grupo, agora sob a holding Simpar, mas não deixaria de aproveitar o conhecimento delas, formatado a partir de décadas de operação no setor logístico brasileiro. A companhia ganharia independência e agilidade na elaboração e execução de estratégias competitivas na busca por melhores retornos aos acionistas.

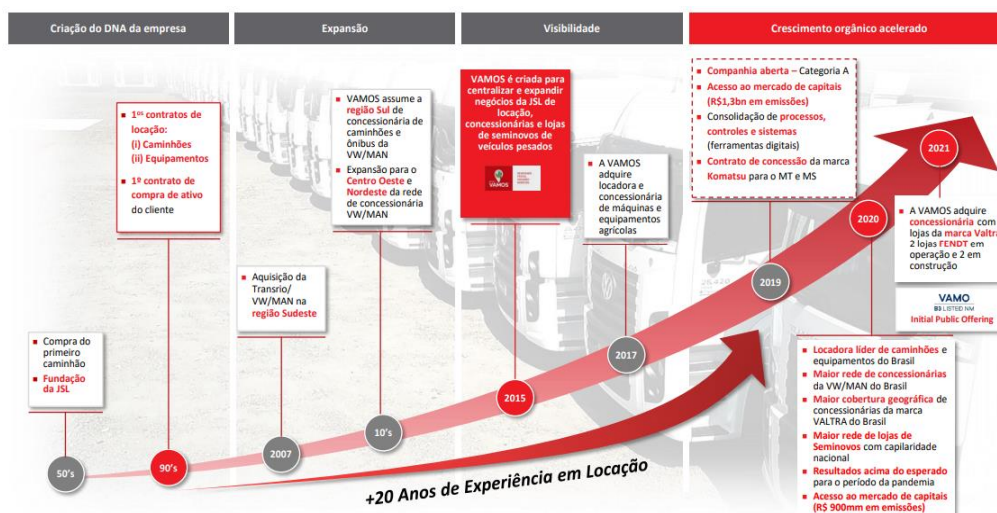
Em janeiro de 2021, a Vamos abriu seu capital através de uma oferta de ações em que foram levantados R\$890 milhões para o caixa da companhia e R\$296 milhões se direcionaram ao grupo Simpar, que realizou uma venda parcial de suas ações.

Os recursos foram direcionados ao crescimento orgânico da companhia, garantindo fôlego financeiro para um ciclo futuro de intenso investimento visando a expansão da base de ativos da empresa e consequentes ganhos de escala.

Atualmente, a Vamos se apresenta como a maior empresa do emergente segmento de aluguel de caminhões, máquinas e equipamentos no Brasil, contando com uma frota superior a 20 mil ativos, valor que supera a soma das frotas dos seus três maiores competidores.

Sua rede conta com mais de três mil oficinas e dezenas de concessionárias estrategicamente localizadas para atender sua base de clientes, atuantes nos mais diversos setores da economia brasileira.

Figura 1: Destaques da trajetória histórica da Vamos.



Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos.

2.2. LINHAS DE NEGÓCIO E DIFERENCIAIS COMPETITIVOS

A Vamos conta com duas linhas de negócios principais: Locação e Concessionárias. Estas que se relacionam de forma complementar num ciclo que se inicia na prospecção e fechamento de contratos, seguido da compra programada de ativos junto às montadoras, e finalmente, da venda dos ativos seminovos quando estes atingem uma idade média de 5 anos, bem inferior à média de 20 anos da base de ativos do mercado brasileiro.

Figura 2: Ciclo Operacional da Vamos.



Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos.

2.2.1. LOCAÇÃO

A locação de caminhões é a atividade-chave da companhia, no qual atua há décadas. Nesse segmento, a Vamos se preocupa em oferecer, através de pacotes com diferentes faixas de preço, serviços de locação, gestão e manutenção da frota para os seus clientes.

Com isso, o contratante otimiza sua alocação de capital, ganha flexibilidade no que diz respeito à redução ou aumento da frota, dinamiza processos, reduz custos operacionais, garante um alto nível de disponibilidade da frota em atividade, evita riscos envolvendo a compra e venda dos veículos e permite que o cliente foque seu tempo, capital e esforços essencialmente em sua atividade principal.

Diversas modalidades de serviços são oferecidas aos clientes da companhia, a depender da complexidade e escala de sua operação. É observando estas e outras questões que a Vamos busca elaborar planos que se encaixem na realidade e que supram as necessidades da sua ampla e diversa carteira de clientes, presentes nos mais diversos setores da economia brasileira. Abaixo, uma tabela destacando os serviços inclusos em cada modalidade.

Figura 3: Pacotes de serviços oferecidos.

Serviço	VAMOS	VAMOS MAIS	VAMOS MAIS LONGE	VAMOS CONTROLE
Logística de implantação de desmobilização de veículos	○	○	○	○
Documentação	○	○	○	○
Central de atendimento SAC 24/7	○	○	○	○
Gestão de infrações e multas	○	○	○	○
Assistência 24h (guincho)	○	○	○	○
Rede credenciada de oficinas e concessionárias	○	○	○	○
Entrega técnica - in loco	○	○	○	○
Manutenção preventiva	○	○	○	○
Manutenção corretiva	○	○	○	○
Controle de atendimentos abertos com controlador dedicado	○	○	○	○
Previsão	○	○	○	○
Gestão de avaria	○	○	○	○
Serviço leve e traz	○	○	○	○
Checklist eletrônico (tablet)	○	○	○	○
Oficina móvel	○	○	○	○
Telemetria básico	○	○	○	○
Telemetria avançado	○	○	○	○
Testes e certificações da frota	○	○	○	○
Portal do cliente	○	○	○	○
Reserva técnica	○	○	○	○
Estrutura dedicada	○	○	○	○
Treinamento/reciclagem de condução e operação	○	○	○	○

Gerenciamento de frota

Segurança

- Perfil de condução
- Video monitoramento

Operação

- Desgaste de componentes
- Ranking de motoristas
- Estatística de jornada

Produtividade

- Disponibilidade/ociosidade
- Gestão de custos
- Envio de relatórios quinzenais, mensais ou trimestrais

Maior geração de valor para o cliente

Garantia de disponibilidade

Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos.

Além disso, a Vamos adota uma infraestrutura digital completa para o gerenciamento terceirizado da frota e atendimento personalizado aos seus contratantes. Através do portal digital Vamos Locação, seja pelo aplicativo móvel ou computador, seus clientes têm acesso à gestão e controle em tempo real dos seus ativos locados.

Através da plataforma, se tem visibilidade total de custos e pendências, além de permitir o agendamento de manutenções de forma mais fácil e rápida. Identifica-se que o canal digital construído pela Vamos é de suma importância para a fortificação da marca e expansão da companhia no futuro, uma vez que garante escalabilidade às suas atividades, gera engajamento com a marca e agrega maior capilaridade à sua rede de negócios.

Figura 4: Portal do Cliente.



Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos.

A monetização dos contratos firmados pela Vamos se dá através do recebimento mensal de receitas anualmente corrigidas pelo IGP-M por um prazo médio de 5 anos, tendo em vista que o ciclo operacional do caminhão é mais longo do que o de veículos leves, proporcionando uma maior previsibilidade dos resultados futuros da empresa e uma menor dependência do valor residual de venda do ativo para a rentabilidade do segmento.

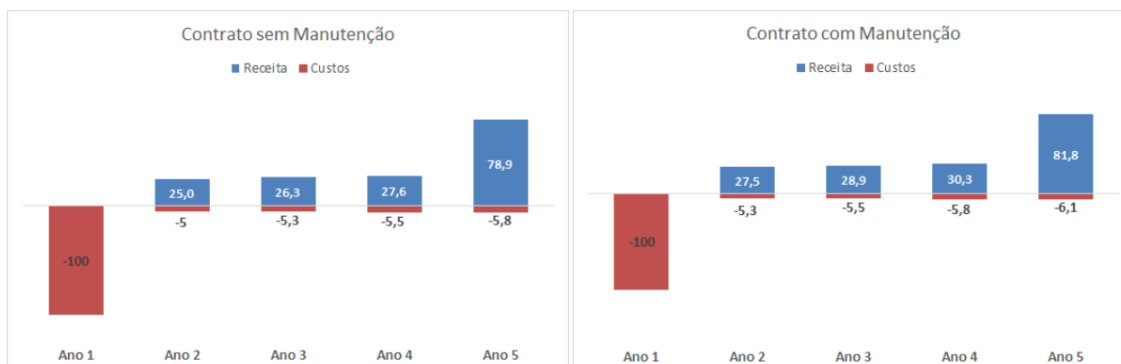
Atualmente, a carteira de contratos apresenta um índice de renovação de 95% e está altamente pulverizada entre clientes, visto que os 5 maiores contratos representam apenas 9% da receita contratada. Atualmente, a companhia possui exposição bem diversificada aos setores de logística, comércio eletrônico, agronegócio, energia e outros.

Vale ressaltar que tais contratos são customizáveis e podem, por consequência, incluir serviços de manutenção que aumentem as taxas de retorno dos acordos de locação da Vamos. No entanto, como a oferta de tal serviço gera custos adicionais para a companhia, a Vamos se preocupou em criar uma rede nacional de oficinas credenciadas que permite a realização, em maior escala, de manutenções preventivas.

Estas, que diminuem radicalmente os custos envolvidos com a manutenção ou reposição dos ativos locados, além de viabilizarem níveis de disponibilidade superiores a 90%, são essenciais para o bom funcionamento das atividades exercidas pelos clientes.

Abaixo, destacam-se exemplos fictícios de ambas as estruturas contratuais da Vamos, com e sem manutenção.

Figura 5: Exemplo fictício de estruturas contratuais.



Fonte: Elaboração própria, Site de Relações com Investidores da Vamos.

A respeito destes contratos com e sem manutenção, em ambos os casos ocorre o desembolso de capital no primeiro ano para a compra do ativo a ser locado. Da mesma forma, a partir do segundo ano, as duas estruturas geram receitas reajustadas anualmente pelo índice IGP-M até o ano 5, quando a receita é acrescida do valor residual de venda do caminhão após uma depreciação de 50%.

A única diferença reside na quantia a ser recebida e os custos envolvidos com a inclusão, ou não, do serviço de manutenção. No caso do contrato com manutenção, há uma remuneração mais elevada e o custo adicional do serviço ofertado é menor do que o ganho de receita gerada, contribuindo para uma taxa de retorno fictícia de 13,6% para a locadora, superior à taxa de 10,8% oferecida pelo contrato sem manutenção.

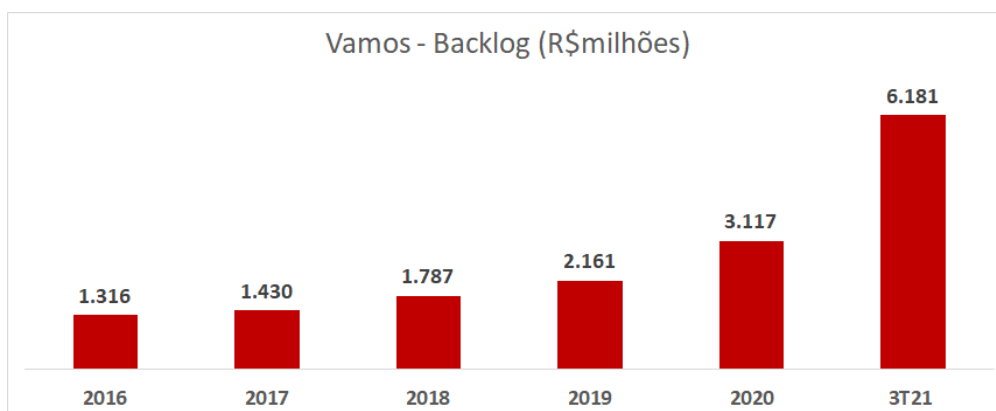
Dessa forma, é importante aumentar a penetração de contratos com manutenção, através da contínua melhora da proposta de valor das modalidades contratuais, para maximizar os retornos gerados pela Vamos.

Como objetivo, a companhia busca oferecer uma alternativa superior à compra financiada de caminhões, máquinas ou equipamentos. E para cumprir com sua proposta de valor e oferecer bons preços aos seus clientes, a Vamos se utiliza da sua ampla escala nacional para obter descontos de 30% ao realizar compras programadas de ativos junto às montadoras, garantindo assim uma maior competitividade em preços e prazos de entrega aos clientes.

Além disso, é importante compreender que as compras antecipadas são determinadas a partir da evolução do *Backlog*³, ou seja, do nível de receita futura garantida por contratos já fechados.

Nesse sentido, a companhia consegue ter uma boa medição da demanda futura dos clientes, o que possibilita um melhor gerenciamento e otimização do seu nível de estoque. Por isso, o *Backlog* se destaca como um indicador fundamental para entendermos os prospectos de crescimento futuro da companhia.

Figura 6: Evolução do Backlog da Companhia.



Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos.

É de suma importância destacar que, segundo a Vamos, a companhia lidera o segmento com uma frota total de quase 30 mil ativos, número ínfimo em relação ao total de 2,1 milhões de caminhões vinculados à empresas em território nacional relatados pela empresa. É de entendimento comum, portanto, que o mercado brasileiro aparenta ser subpenetrado, argumento ainda mais intensificado quando se averigua que em 2018, os caminhões locados nos Estados Unidos representavam 15,5% do mercado endereçável.

Essa baixa penetração de aluguel de caminhões, máquinas e equipamentos é um bom indicativo para o futuro, já que a baixa maturidade do segmento deve sustentar altas taxas de crescimento orgânico ao longo dos anos, tendo o seu desempenho menos dependente do cenário econômico à frente.

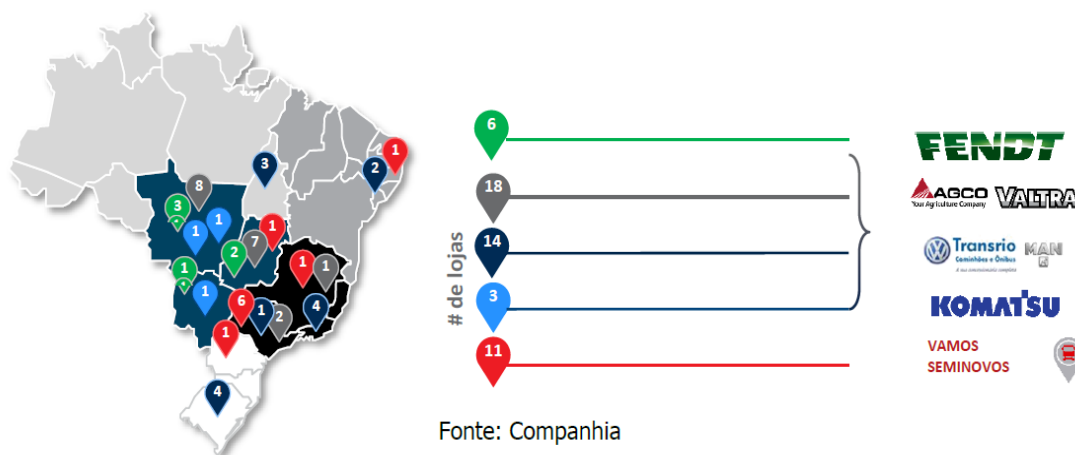
³ Uma espécie de estoque de encomendas relativas a produtos ainda não produzidos.

2.2.2. CONCESSIONÁRIAS

O segmento de concessionárias da Vamos envolve uma rede de lojas estrategicamente localizadas ao longo do território nacional e que tem como objetivo vender caminhões, máquinas e equipamentos para participantes dos setores mais resilientes e que mais crescem no país.

Além disso, as concessionárias da companhia ampliam a sua presença na cadeia de suprimentos do seu mercado, agindo como otimizadoras de processos internos, facilitadoras de possíveis novos firmamentos contratuais e intermediadoras de interações diretas com os clientes, de forma personalizada, a fim de garantir rendimentos futuros à Vamos através da ampliação de sua capilaridade e poder de marca nas mais diversas regiões do Brasil.

Figura 7: Rede de concessionárias da Vamos.



Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos.

Atualmente, a linha de negócio em questão possui cinco marcas:

- Transrio:

A Transrio se consolidou como o maior grupo de concessionárias Volkswagen/MAN do Brasil, tendo operações no mercado de caminhões e ônibus em 5 estados distintos.

Com mais de 30 anos de história, o grupo atua na venda de ativos novos, seminovos, peças, acessórios e serviços de manutenção. Em 2019, a Transrio vendeu 12% de todos os ativos Volkswagen/MAN vendidos nacionalmente naquele ano.

- Valtra:

A Valtra foi uma das protagonistas do nascimento do setor de máquinas e equipamentos agrícolas no Brasil, tendo erguido a primeira fábrica de tratores do país. Em 2020, a marca demonstrou uma participação de 14% no mercado nacional de tratores.

Atualmente, a Vamos conta com concessionárias Valtra presentes nos estados do Mato Grosso, Minas Gerais, Goiás e São Paulo, geografias que mostram o maior potencial de crescimento no setor de máquinas e equipamentos agrícolas no Brasil.

- Fendt:

A Fendt é uma empresa global que fabrica tratores e máquinas agrícolas utilizando tecnologias de ponta, e que chegou ao Brasil ainda em 2019. Com o objetivo de expandir a sua área de atuação no mercado doméstico, a Fendt teve as suas concessões assumidas pela Vamos, que se sagrou vencedora após um longo processo de diligência.

A marca Fendt é altamente complementar à Vamos no que diz respeito tanto do ponto de vista dos ativos comercializados quanto do mercado consumidor, já que têm as suas concessionárias presentes ao longo da BR-163, no estado do Mato Grosso.

- Komatsu:

A Komatsu é uma marca global do setor de máquinas e equipamentos, direcionada principalmente para atividades de mineração, construção civil e agricultura, que opera em território brasileiro há mais de 45 anos.

Atualmente, a empresa detém uma participação de 11,8% do referido mercado, em solo brasileiro. A Vamos hoje é responsável pelas concessionárias Komatsu presentes nos estados do Mato Grosso e Mato Grosso do Sul, geografias sinérgicas ao restante do portfólio de concessionárias do Grupo.

- Vamos Seminovos

A atividade de venda de seminovos conduzida pela companhia, através da Vamos Seminovos e de outras concessionárias, busca dar fim ao ciclo operacional dos caminhões, máquinas e equipamentos adquiridos inicialmente para propósitos de locação.

Além disso, junto das demais marcas, compõe uma ampla rede nacional estrategicamente estruturada para atender os núcleos econômicos mais promissores do país. Através da sua capilaridade, intensificada pelo uso de plataformas digitais para a dinamização dos seus processos e do seu efeito rede, a referida vertical viabiliza mais pontos de contato com potenciais clientes, possibilitando assim o estabelecimento de novos contratos para o segmento de locação. Ou seja, mais do que marcar a etapa final do ciclo de vida do ativo dentro do ecossistema Vamos, o segmento de seminovos e o de concessionárias reinicia o mesmo ao mesmo tempo em que fornece inteligência de mercado, em termos de preço e de demandas do segmento, para que a estrutura dos contratos seja cada vez mais otimizada.

Figura 8: Aplicativo Vamos.



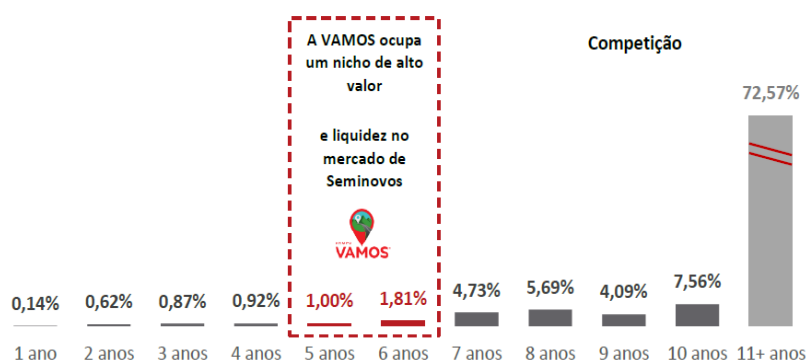
Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos.

Após 5 anos de atividade, em média, os contratos vinculados a estes ativos são encerrados e estes automóveis são conduzidos às lojas Vamos Seminovos para serem posteriormente vendidos com desconto em relação ao preço de compra.

Nesse sentido, graças aos descontos de 30% junto às montadoras possibilitados por uma compra programada em escala por parte da Vamos, a operação de seminovos, em situações normalizadas, possui margens ligeiramente negativas.

Vale ressaltar que a Vamos encontra pouca concorrência na venda de seminovos, já que a menor idade média da sua frota lhe permite operar numa faixa de mercado onde maior parte da concorrência no segmento não se encontra presente, representando apenas 2,8% do volume total de seminovos. Por isso, lida com dinâmicas de preço e demanda diferenciadas que propiciam o incremento contínuo da competitividade da companhia em âmbito nacional.

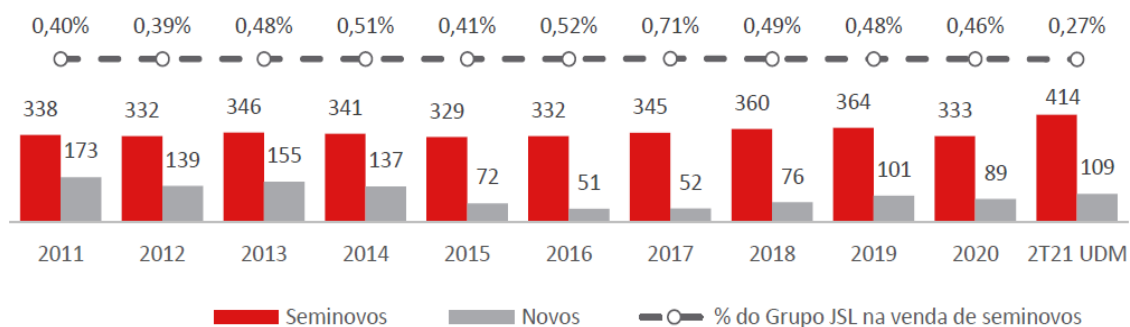
Figura 9: Posição estratégica da Vamos no mercado de Seminovos.



Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos, Fenabrave.

Observando-se dados do mercado de venda de caminhões seminovos, fica clara a incipiência do segmento. Desde 2011, o grupo controlador da Vamos foi responsável por menos de 1% das vendas da categoria até 2019. E por isso, riscos do aparecimento de eventuais gargalos do ponto de vista de demanda por seminovos, importantes para a sustentabilidade do ciclo do gerenciamento das frotas da Vamos, não se mostram prováveis em meio às dinâmicas de mercado hoje vistas.

Figura 10: Venda Anual de Caminhões.



Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos, Fenabrave.

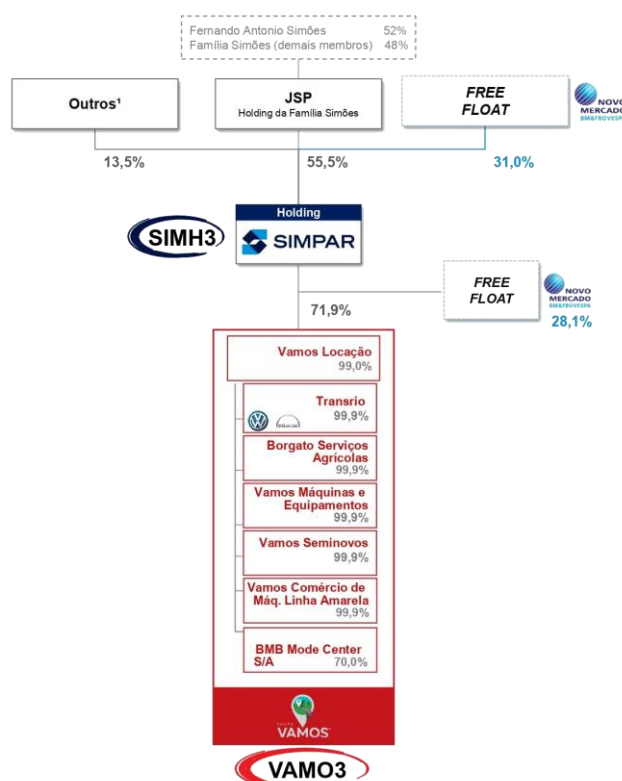
2.3. COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA

A Vamos, por ter tido a sua atividade constituída a partir da vertical de venda e locação de caminhões, máquinas e equipamentos do antigo grupo JSL, se apresentava como uma empresa 100% controlada pela holding do grupo até o momento da reorganização do Grupo JSL.

Com a reorganização societária realizada em agosto de 2020, a Simpar incorporou integralmente a JSL e posteriormente cindiu parcialmente a mesma, assim se tornando a holding do Grupo Simpar. Portanto, a nova companhia passava a deter 100% das ações da Vamos.

Por fim, após a Oferta Pública Inicial da Vamos em janeiro de 2021 e uma oferta primária em setembro do mesmo ano, a Simpar passou a deter 71,9% das ações do Grupo Vamos, estando os outros 28,1% do total de ações compondo o *free float*⁴.

Figura 11: Composição Acionária da Vamos.



Notas: (1) Posições detidas diretamente na pessoa física por membros da Família Simões, Conselheiros e Ações em Tesouraria

Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos, Fenabrave.

⁴ Ações de uma empresa destinada à livre negociação no mercado.

2.4. GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.4.1. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O Conselho de Administração tem como responsabilidades principais instituir as políticas gerais da companhia, eleger os membros da Diretoria Executiva e monitorar a sua atividade.

Segundo o Estatuto Social da Vamos, o referido conselho deverá possuir de 3 a 5 membros, escolhidos por meio de um processo de votação conduzido pela Assembleia Geral. Cada membro poderá ocupar o seu cargo por até 2 anos, com possibilidade de reeleição, o que elevaria esse prazo para 4 anos. Atualmente, o Conselho de Administração conta com 5 membros, sendo 2 deles independentes.

Figura 12: Membros do Conselho de Administração.



Fernando Antônio Simões
Denys Marc Ferrez
Paulo Sergio Kakinoff
Antônio da Silva Barreto Júnior
José Mauro Depes Lorga

Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos.

2.4.2. DIRETORIA

É de responsabilidade da Diretoria conduzir os negócios da companhia através de decisões práticas e estratégicas que busquem assegurar o bom andamento das operações da empresa e da execução do seu plano estratégico, visando gerar bons retornos aos acionistas.

A Diretoria da Vamos deverá possuir de 3 a 15 membros, eleitos pelo Conselho de Administração para exercerem um mandato de 2 anos de duração, podendo haver reeleição. Atualmente, a Diretoria é composta por um Diretor Presidente, o Sr. Gustavo Henrique Braga Couto, um Diretor Administrativo Financeiro e de Relações com

Investidores, o Sr. Gustavo Henrique Paganato Moscatelli, e até outros três Diretores eleitos pelo Conselho de Administração.

Figura 13: Membros da Diretoria.

Gustavo Henrique Braga Couto ▲
O Sr. Gustavo é engenheiro civil formado pela Universidade Federal da Bahia (UFBA), pós-graduado em marketing pela ESPM e MBA em Gestão de Negócios pela Fundação Dom Cabral/MG. Experiência Profissional: Diretor executivo da Swissport Brasil como COO [Country Operations Officer] de 2016 a 2017, diretor de Supply Chain da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) de 2013 a 2015, diretor de Supply Chain e TI da Suzano Papel e Celulose de 2006 a 2013. Foi profissional de vendas, gerente de marketing e planejamento de grandes consumidores, entre outras funções, da Shell no período de 1997 a 2006. Foi Diretor Executivo na Petrobras Distribuidora de 2017 a 2019. Foi eleito Diretor Presidente da Companhia em 25 de fevereiro de 2019.
Gustavo Henrique Paganato Moscatelli ▲
Gustavo Henrique Paganato Moscatelli é graduado em Administração de Empresas, com MBA em Finanças. Possui experiência como Diretor Financeiro na Gafisa (empresa do setor de construção), tendo atuado por mais de 10 anos nessa empresa. Foi admitido como Diretor Administrativo e Financeiro da Vamos em 2017.
José Geraldo Santana Franco Junior ▼
Christian Hahn da Silva ▼

Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos.

2.4.3. COMITÊ DE AUDITORIA

O Comitê de Auditoria tem como objetivos principais o supervisionamento dos relatórios financeiros da companhia quanto à qualidade e adequabilidade, o gerenciamento referente à contratação de auditores independentes e verificação de sua conduta, assim como recomendar medidas ao Conselho de Administração a fim de mitigar riscos referentes a processos internos e de aprimorá-los, buscando evitar irregularidades ou ineficiências no que diz respeito à auditoria da companhia.

O referido conselho deverá possuir de 3 a 5 membros, com no mínimo 1 membro independente e 1 membro com conhecimentos avançados em contabilidade societária. Atualmente, o Comitê de Auditoria conta com 3 membros.

Figura 14: Membros do Comitê de Auditoria.

José Mauro Depes Lorga ▼
Álvaro Pereira Novis ▼
Maria Fernanda dos Santos Teixeira ▼

Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos.

2.4.4. COMITÊ DE SUSTENTABILIDADE

O Comitê de Sustentabilidade é responsável por incluir temas e estratégias socioambientais, de forma independente, à condução do planejamento de longo prazo da Vamos, seja por meio de recomendações ao Conselho de Administração ou pela elaboração de relatórios e projetos que fortaleçam o viés sustentável da trajetória de crescimento futuro da companhia.

Segundo o Estatuto Social da Vamos, o referido conselho deverá possuir de 3 a 5 membros, escolhidos por meio de um processo de votação conduzido pelo Conselho de Administração. Cada membro poderá ocupar o seu cargo por até 1 ano, sem a possibilidade de reeleição. Atualmente, o Comitê de Sustentabilidade conta com 3 membros.

Figura 15: Membros do Comitê de Sustentabilidade.



Fernando Antonio Simões Filho	▼
Tarcila Reis Correa	▼
Gustavo Henrique Braga Couto	▼

Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos.

2.4.5. COMITÊ DE ÉTICA

O Comitê de Ética atua prevenindo riscos legais e de conduta que podem afetar negativamente tanto os negócios da Vamos quanto os seus colaboradores. Para isso, o Comitê se ocupa de atualizar e disseminar o Código de Conduta, além de recorrentemente avaliar a integridade de ações internas da companhia e realizar recomendações ou medidas preventivas em relação à possível má conduta dentro da estrutura organizacional da companhia.

Segundo o Estatuto Social da Vamos, o referido conselho deverá possuir de 3 a 5 membros, escolhidos por meio de um processo de votação conduzido pelo Conselho de Administração. Cada membro poderá ocupar o seu cargo por até 2 anos, sem a possibilidade de reeleição. Atualmente, o Comitê de Ética conta com 3 membros.

Figura 16: Membros do Comitê de Ética.

Fábio Albuquerque Marques Velloso	▼
Marco Antonio Rodrigues Nahum	▼
Vinicius José Zivieri Ralio	▼

Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos.

3. SETOR

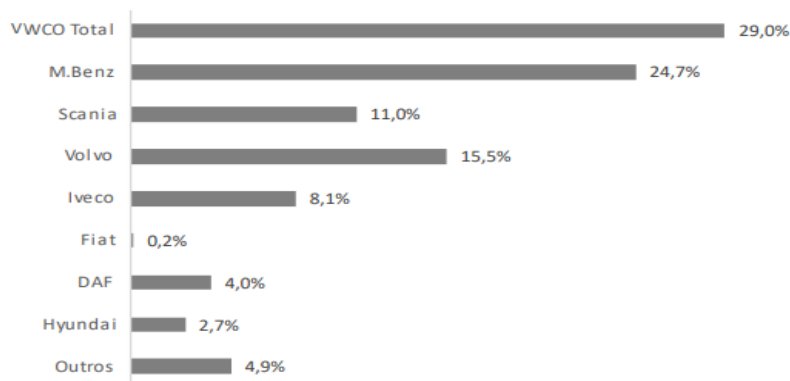
Devido ao grande montante de investimentos direcionados ao modal rodoviário brasileiro ao longo da história, foi estruturada uma matriz de transporte muito dependente do uso de caminhões e de outros automóveis para a movimentação de cargas.

Segundo a Confederação Nacional de Transportes, mais de 60% das mercadorias transportadas no país passam por vias rodoviárias, com um impacto indireto na economia estimado da ordem de 29% do PIB brasileiro, segundo a Fundação Getúlio Vargas.

No Brasil, o setor automobilístico ganhou força principalmente a partir da década de 1950, graças aos planos de governo de Juscelino Kubitschek voltados ao desenvolvimento e expansão da referida indústria em território nacional, o que acabou atraindo um grande volume de capital estrangeiro para o país.

Desde então, diversas montadoras foram se estabelecendo em território brasileiro, estando hoje presentes a Scania, Mercedes-Benz, Volkswagen, MAN, Volvo, Iveco, Hyundai, DAF representando a maior parte da venda de caminhões no Brasil.

Figura 17: Participação de mercado das montadoras em 2021.



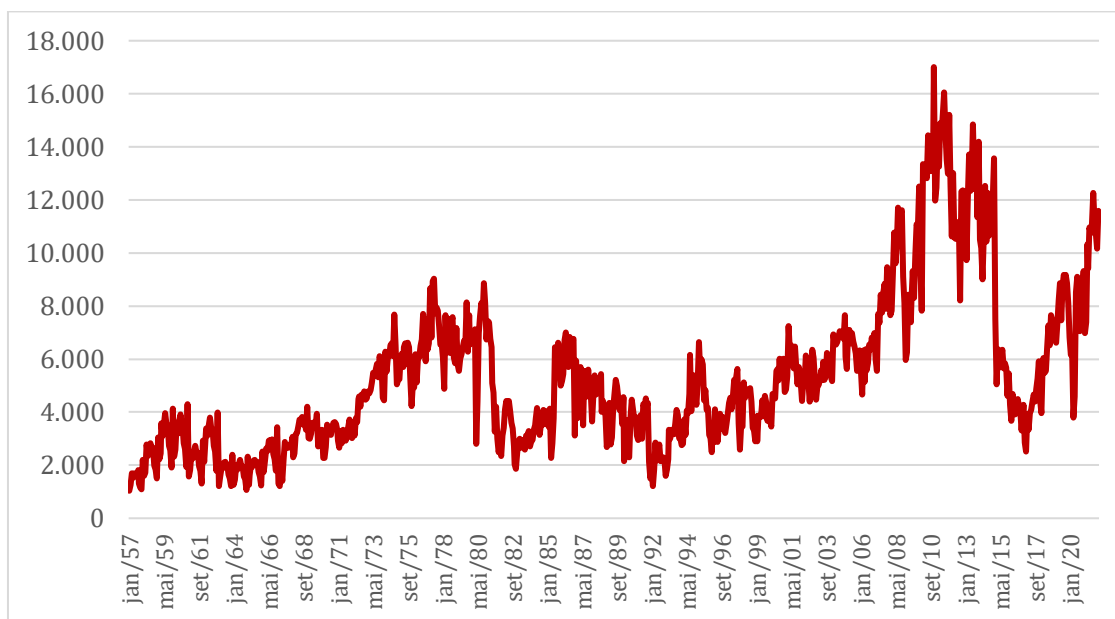
Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos.

Naturalmente, a entrada destes agentes no mercado nacional fomentou o desenvolvimento e a competitividade ao longo de toda a cadeia de suprimentos da economia, abrangendo desde atividades de extração de matéria-prima até produção de autopeças e lubrificantes, sob uma dinâmica de suprir a demanda das grandes montadoras.

Da mesma forma, contribuiu para o aumento da eficiência no escoamento de *commodities* agrícolas, principal tipo de produto exportado pelo país, e conferiu maior

agilidade no transporte nacional de cargas, estruturalmente dependente do modal rodoviário.

Figura 18: Licenciamentos Nacionais de Caminhões – mensal.

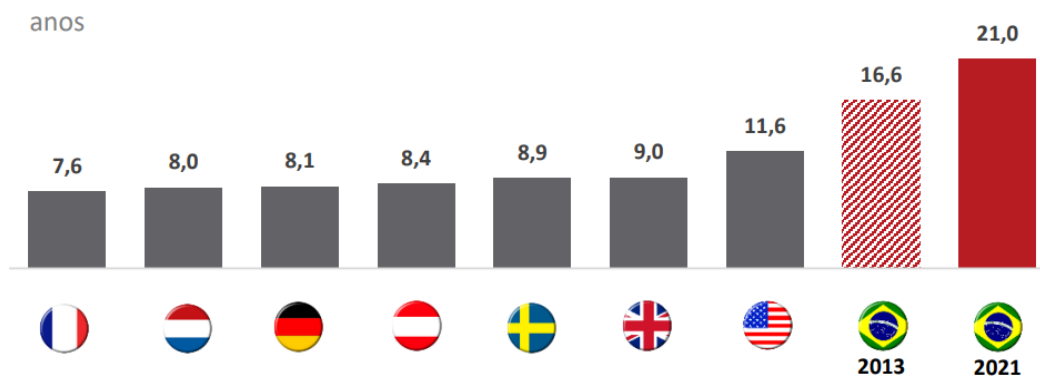


Fonte: ANFAVEA.

Historicamente, o crescimento do mercado de veículos pesados se mostrou muito dependente da oferta de linhas de crédito e dos seus custos, dado o alto valor agregado de caminhões, máquinas e equipamentos.

Segundo conversas com agentes do setor, caminhoneiros autônomos e empresas preferivelmente recorrem a programas de financiamento com taxas subsidiadas pelo governo para realizar a aquisição ou renovação da sua base de ativos. Exemplos de programas seriam o BNDES Procaminhoneiro e o FINAME, ambos iniciados pelo Banco de Desenvolvimento Nacional no começo da década de 2000 para garantir melhores condições de financiamento para autônomos e empresas do ramo.

Como mostra a Figura 18, tais iniciativas contribuíram para um salto positivo em termos de licenciamentos nacionais que perdurou por cerca de uma década. No entanto, dada a situação econômica delicada pela qual o Brasil passava por volta de 2015, com fortes impactos negativos na atividade doméstica, criou-se um cenário de alta oferta de ativos e de uma menor demanda pelo seu uso. Por isso, o segmento passou a operar com um alto grau de ociosidade e hoje conta com uma frota em atividade demasiadamente envelhecida.

Figura 19: Idade Média Anual da Frota de Caminhões por país.

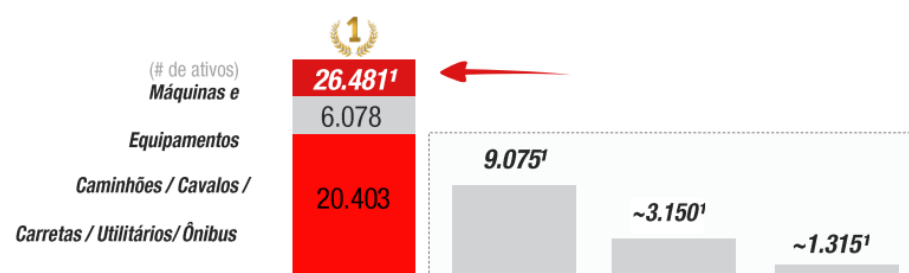
Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos.

Em meio a este cenário, serviços de aluguel de caminhões, máquinas e equipamentos vêm ganhando destaque como uma alternativa mais barata e eficiente de se compor e gerenciar uma frota de veículos pesados. A terceirização confere flexibilidade à contratação de ativos a preços competitivos, permitindo que o cliente obtenha os benefícios de uma frota constantemente em renovação e de alta disponibilidade, sem sacrificar foco e recursos de suas atividades principais.

Mesmo assim, tal serviço ainda é pouco explorado em território nacional, sendo ofertado de forma muito pulverizada e majoritariamente sem escala, o que limita o grau de penetração do serviço de aluguel no mercado de veículos pesados.

A Vamos, por exemplo, é a empresa líder no segmento de aluguel de caminhões, máquinas e equipamentos com uma frota de quase 30 mil ativos, tamanho que supera a soma de seus 3 maiores competidores, mas que representa menos de 2% do mercado de veículos pesados. Segundo a empresa, o maior gargalo para o crescimento do segmento seria o esforço comercial voltado a educar o consumidor e fazê-lo ponderar alternativas mais inovadoras para montar a sua frota.

Figura 20: Frota do Grupo Vamos em comparação aos seus competidores.



Fonte: Site de Relações com Investidores da Vamos.

Dada a baixa penetração do segmento de aluguel, dados financeiros reportados pela Vamos e demais concorrentes vêm demonstrando taxas de crescimento relativamente elevadas mesmo em meio a um mercado endereçável⁵ ainda em recuperação.

Tal fato demonstra uma grande demanda reprimida por este tipo de serviço, que se torna ainda mais atrativo num cenário de taxas de juros mais altas, que encarecem o financiamento, e de efeitos adversos do Covid-19 nas cadeias de suprimentos globais que dificultam a aquisição de novos veículos.

Neste caso, a contratação de serviços de terceirização de frota se torna de suma importância para empresas enxugarem a sua estrutura de custos e se manterem competitivas em seus respectivos mercados, aproveitando a escala e tecnologias especializadas de empresas de aluguel para pagar mais barato por ativos de melhor qualidade. Assim como, no caso bem como gerenciá-los de forma mais eficiente.

⁵ Mercado total de um determinado produto ou serviço.

4. MÉTODO

Para chegar a resultados que servirão de insumo para a discussão acerca do potencial de retorno do investimento ao se adquirir ações da Vamos, este trabalho utilizará a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado para encontrar o valor justo da companhia de referência.

4.1. FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Empresas, através de atividades de compra e venda de produtos e/ou serviços, agregam valor a distintos setores da economia e são remuneradas por isso ao longo do seu ciclo de vida. Após o arrecadamento de receita, cabe a estas companhias otimizarem a sua estrutura de custos e despesas operacionais e financeiras a fim de maximizar seus lucros e, conseqüentemente, gerar mais retorno aos seus acionistas e credores.

Este retorno pode ser quantificado através do fluxo de caixa resultante das atividades de determinada companhia. Por isso, comumente avalia-se uma empresa tendo como base a sua capacidade de geração de caixa até o fim de sua vida útil.

No entanto, o dinheiro possui valor no tempo, o que deve ser levado em conta ao valorar uma companhia. Em outras palavras, fluxos de caixa atuais fundamentalmente possuem um valor maior do que os futuros, uma vez que carregam menos incertezas no que diz respeito à sua geração.

Por este motivo, quanto maior o prazo, ou *duration*, deste fluxo, maior deverá ser a taxa de desconto para o cálculo do seu valor presente e, conseqüentemente, menor será a sua contribuição para o valor intrínseco da companhia.

Tendo isso em mente, o valor presente líquido de uma empresa pode ser determinado a partir do somatório dos seus fluxos de caixa até a perpetuidade, descontados por uma taxa que inclui os riscos envolvidos na sua geração.

$$VPL = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+i)^t}$$

Onde:

VPL é o valor presente líquido da empresa;

FC_t é o fluxo de caixa gerado no período t ;

i é a taxa de desconto;

n é o número total de períodos dentro do horizonte de projeção dos fluxos de caixa.

Na realização do referido cálculo, adotou-se uma prática comum de separar os fluxos de caixas explícitos, aqueles que constam no horizonte de projeção do modelo, da perpetuidade, resultado do somatório dos fluxos de caixa posteriores ao período explícito.

Vale observar, no entanto, que o fluxo de caixa a ser perpetuado possui forte relação com o último fluxo do período explícito.

Por isso, para aumentar a eficiência do modelo, os fluxos de caixa do período explícito deverão ser projetados até um instante n em que as atividades operacionais da empresa atinjam níveis de maior maturidade, período a partir do qual, torna-se adequada a perpetuação dos resultados da companhia sendo analisada.

$$VPL = \underbrace{\frac{FC_1}{(1+i)^1} + \frac{FC_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{FC_n}{(1+i)^n}}_{\text{Período Explícito}} + \underbrace{\frac{FC_n (1+g)}{(i-g)}}_{\text{Perpetuidade}}$$

Vale mencionar que este fluxo de caixa pode ser calculado e descontado de formas distintas a fim de se obter o valor intrínseco de uma companhia por diferentes vias.

Isso se dá devido à capacidade das empresas financiarem as suas atividades através de dois agentes principais: o credor e o acionista, onde o primeiro é remunerado antes do segundo. Fato este que confere diferentes riscos e incertezas quanto ao retorno financeiro a ser pago para as figuras mencionadas, exigindo assim a utilização de diferentes taxas de desconto.

No presente trabalho, será utilizado o fluxo de caixa livre para a firma, ou *FCFF* (*Free Cash Flow to the Firm*), descontado pelo custo médio ponderado de capital, também conhecido como *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*).

4.1.1. FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA

O fluxo de caixa livre para a firma, ou *FCFF*, diz respeito ao fluxo gerado sob a ótica da totalidade dos seus provedores de capital. Ou seja, é a geração de caixa que irá remunerar tanto os credores quanto os acionistas de determinada empresa.

Seguindo este raciocínio, tais fluxos deverão ser descontados por uma taxa que pondera o custo da dívida e o retorno exigido pelos acionistas da empresa, para assim determinar seu valor intrínseco.

$$FCFF = NOPLAT - \Delta \text{Necessidade de Capital de Giro} - CAPEX \text{ líquido}$$

O lucro operacional líquido de impostos, ou *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes* (*NOPLAT*), é resultado da receita líquida de uma companhia faturada através de suas atividades de compra e venda de bens ou serviços, descontada dos custos e despesas envolvidos com estas operações e dos impostos a serem pagos.

$$NOPLAT = Receita Líquida - Custos e despesas operacionais - Imposto$$

Além do caixa originado a partir dos resultados operacionais da companhia, refletidos pelo *NOPLAT*, uma empresa também pode gerar fluxos de caixa positivos ou negativos restringindo ou liberando caixa através do gerenciamento de seus ativos e passivos.

Para refletir esse efeito no cálculo do fluxo de caixa livre para a firma, inclui-se a variação destes itens através do capital de giro. A necessidade de capital de giro pode ser

definida como o montante financeiro necessário para dar continuidade às atividades operacionais de determinada companhia.

Assim sendo, ao aumentar as contas a pagar de uma companhia através de uma negociação de alongamento de prazo de pagamento, por exemplo, ela estará elevando os seus passivos e deixando de gastar seu caixa no curto-prazo, liberando caixa para ser alocado em outras finalidades.

Do mesmo jeito, se uma companhia inicia uma estratégia de compra agressiva de estoques, um ativo, a mesma está gerando uma maior necessidade de capital de giro para financiar sua atividade, restringindo caixa para esta finalidade.

$$\textit{Necessidade de Capital de Giro} = \textit{Ativo Cíclico} - \textit{Passivo Cíclico}$$

A necessidade de capital de giro pela fórmula utilizada por Póvoa⁶, portanto, pode ser entendida como a diferença entre os ativos de curto prazo, subtraído o caixa, e os passivos de curto prazo, descontada a dívida.

Desta forma, o entendimento do caixa liberado ou restringido a partir das atividades operacionais da companhia de determinado ano pode ser entendido a partir da variação desta necessidade em relação ao ano anterior.

Por fim, deve-se considerar que empresas precisam realizar investimentos para promover o seu crescimento e perpetuar sua relevância em meio ao seu mercado de atuação. Por isso, devem ser levados em conta no cálculo dos fluxos de caixa livres para a firma os dispêndios em bens de capital, sejam eles máquinas, equipamentos, fábricas, edifícios, entre outros.

Estes ativos adquiridos estão naturalmente sujeitos a uma depreciação do seu valor de aquisição ao longo do tempo devido ao envelhecimento e uso, o que exige maiores investimentos para a sua manutenção.

⁶ Alexandre Póvoa é gestor, colunista e autor do livro “Valuation, como precificar ações”, fonte de referência no segmento de avaliação de empresas no Brasil.

Para transparecer estes efeitos, as companhias depreciam o valor de seus ativos ao longo dos anos a depender da classe do bem de capital, da intensidade de uso e condições de mercado. Um ponto importante é que a depreciação e amortização destes ativos não configuram um desembolso para a empresa, ou seja, não há consumo de caixa como resultado da redução do valor destes ativos, sendo este apenas percebido no momento da desmobilização do bem. Por isso, eliminam-se a depreciação e amortização para se encontrar os investimentos líquidos da empresa.

$$CAPEX \text{ líquido} = \text{Investimentos} - \text{Depreciação e Amortização}$$

4.1.2 TAXA DE DESCONTO

Pelo fato do dinheiro possuir valor no tempo, deve-se ter em mente que fluxos de caixa futuros, por carregarem determinada incerteza quanto à sua materialidade, deverão valer menos do que os fluxos que estão sendo gerados no momento presente. Por isso, as taxas de desconto são utilizadas para calcular o valor presente equivalente aos fluxos de caixa gerados em momentos subsequentes.

Assumindo esta lógica, como contrapartida do fornecimento de capital por terceiros, estes exigirão determinadas taxas de retorno que justifiquem a sua alocação. Por este motivo, cabe à empresa investir a taxas de retorno mais elevadas do que o seu custo de capital a fim de absorver parte do valor gerado através de suas atividades.

Para chegar ao valor da firma, que leva em conta o valor da companhia que diz respeito tanto aos acionistas quanto aos credores, deve-se descontar os fluxos de caixa livre para a firma utilizando o WACC, ou *Weighted Average Cost of Capital*, uma taxa que pondera os retornos exigidos por ambas as figuras mencionadas.

4.1.2.1. CUSTO DO EQUITY

O custo de *equity*, ou k_e , diz respeito ao retorno exigidos pelo acionista de determinada companhia. Para calculá-lo, utiliza-se o CAPM (Capital Asset Pricing

Model), modelo que divide o retorno exigido entre o risco específico da economia, não diversificável, do risco específico do investimento sendo analisado.

Seguindo este racional, o acionista demandará uma taxa de retorno mínima da economia, comumente referente aos títulos do Tesouro Americano por possuírem baixíssimo risco e configurarem o custo de oportunidade do alocador, acrescida de um prêmio que justifique a tomada de risco.

$$\text{Custo de Equity} = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Onde:

R_f é a taxa livre de risco da economia;

R_m é a taxa de retorno exigida pelo mercado;

β é o coeficiente angular que busca explicar a variação de determinado ativo em relação a algum índice de referência.

4.1.2.2. CUSTO DE DÍVIDA

Além dos acionistas, uma empresa também poderá contar com credores para se capitalizar e promover a continuidade de suas operações e o seu crescimento.

Para tal, a companhia deverá acessar o mercado de crédito e buscar produtos a taxas atrativas cujos requisitos serão possíveis de serem cumpridos assumindo os retornos esperados dos projetos a serem financiados.

Vale mencionar que, em função das dívidas serem pagas antes de ser feita a distribuição do lucro restante, após impostos, aos acionistas, os credores darão maior importância aos resultados operacionais da companhia, ao invés do lucro, para determinarem as suas taxas de retorno exigidas. Ou seja, quanto mais robustas as receitas descontadas dos custos e despesas relacionadas a sua originação e as margens operacionais demonstradas, dotadas de uma alta probabilidade da sua adequada continuidade, melhores serão as condições de negociação do custo e prazo da dívida da empresa.

Além disso, o custo da dívida dependerá, dentre muitos fatores, da saúde financeira da companhia, de aspectos setoriais envolvendo sazonalidade e volatilidade de resultados, da sua reputação como bom devedor, do seu nível de alavancagem, alinhamento e histórico de execução dos diretores da empresa, entre outros.

4.1.2.3. WACC

Pelo interesse em determinar o valor da firma, cuja estrutura engloba tanto a participação de acionistas quanto de credores, cabe ponderar as distintas taxas de retorno exigidas por cada agente para se determinar o valor presente dos fluxos de caixa livres para a firma.

Esta ponderação se dará pela proporção da dívida e do *equity* em relação ao valor da firma, resultado do somatório dos dois elementos mencionados.

No caso do custo de dívida, mais especificamente, deve-se levar em consideração que os juros, referentes ao serviço da dívida, pagos pela companhia serão dedutíveis de imposto. Por isso, torna-se necessário o ajuste deste custo para melhor refletir a taxa de desconto a ser aplicada no modelo.

$$WACC = \frac{Equity}{(Dívida + Equity)} * Ke + \frac{Dívida}{(Dívida + Equity)} * Kd * (1 - t)$$

Onde:

K_e é o custo do *equity*;

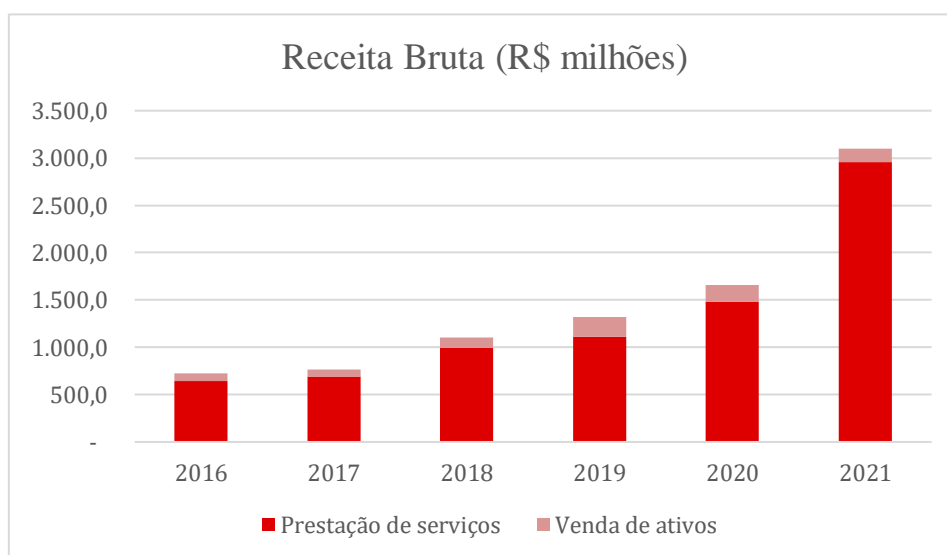
K_d é o custo da dívida;

t é a alíquota de imposto.

5. VALUATION

A receita bruta da Vamos cresceu em média 33,7% ao ano desde 2016, resultado de uma estratégia de expansão agressiva em um mercado ainda pouco explorado no Brasil. Tal linha é composta por dois itens principais: prestação de serviços, que historicamente representa a maior parte da receita consolidada, e venda de ativos.

Figura 21: Receita Bruta da Vamos.



Fonte: Companhia, Elaboração Própria.

Em relação ao primeiro item, é considerado o faturamento dos contratos de locação firmados entre a Vamos e seus clientes, podendo estes conter serviços adicionais que agregam à proposta de valor do produto e elevam a rentabilidade do principal produto da companhia.

A remuneração é comumente determinada a partir de um rendimento mensal em relação ao preço de aquisição do caminhão, tendo incluído em sua estrutura de precificação certa flexibilidade para repasses de inflação e de variações no custo da dívida da companhia.

No que se refere à venda de ativos, como o próprio termo diz, tal linha é proveniente da etapa final do ciclo da frota, quando ocorre o embolso do valor residual

do ativo após 5 anos médios de atividade. É interessante perceber que apesar da depreciação do valor do veículo ao longo dos 60 meses de atuação, a operação de venda de seminovos apresenta margens ligeiramente negativas tendo em vista que a companhia se utiliza de sua escala para realizar compras programadas com 30% de desconto junto às montadoras.

Vale ressaltar a importância desta etapa para a renovação da frota, essencial para que a empresa continue oferecendo caminhões mais novos e modernos do que os pertencentes a sua concorrência.

Neste sentido, as projeções do modelo terão como base a expansão de frota da companhia e a contribuição econômica individual de cada caminhão ou máquina pela sua venda ou adição à base de ativos da Vamos.

Figura 22: Indicadores Operacionais.

Ativos	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Compras de caminhões - Vamos	984	1.571	2.247	3.705	3.299	8.653	12.114	16.960	23.744	33.241
% de licenciamentos no Brasil			3,0%	3,7%	3,7%	6,8%	9,3%	12,8%	17,6%	24,2%
Licenciamentos de caminhões - Brasil growth			76.005	101.335	89.678	127.031	129.571	132.163	134.806	137.502
				33,3%	-11,5%	41,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Vendas de caminhões - Vamos	535	686	702	1.735	1.516	963	1.817	3.392	6.173	10.637
vendas/compras - caminhões	54,4%	43,7%	31,2%	46,8%	46,0%	11,1%	15,0%	20,0%	26,0%	32,0%
caminhões comprados há 5 anos						984	1.571	2.247	3.705	3.299
Compra de máquinas	26	1.329	356	743	381	3.756	3.029	4.240	5.936	8.310
% da compra de caminhões	2,6%	84,6%	15,8%	20,1%	11,5%	43,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Venda de máquinas	138	141	396	599	280	93	454	848	1.543	2.659
vendas/compras - máquinas	530,8%	10,6%	111,2%	80,6%	73,5%	2,5%	15,0%	20,0%	26,0%	32,0%
Adição Líquida de Caminhões	449	885	1.545	1.970	1.783	7.690	10.297	13.568	17.570	22.604
% da adição total	133,2%	42,7%	102,7%	93,2%	94,6%	67,7%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
Adição Líquida de Máquinas	-	1.188	40	144	101	3.663	2.574	3.392	4.393	5.651
% da adição total	-33,2%	57,3%	-2,7%	6,8%	5,4%	32,3%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Adição Líquida de Frota - Total	337	2.073	1.505	2.114	1.884	11.353	12.871	16.960	21.963	28.255
fim do período - caminhões	5.623	6.970	8.755	11.010	12.793	20.483	30.780	44.348	61.918	84.523
	86,5%	76,5%	80,6%	83,1%	84,6%	77,3%	78,2%	78,8%	79,1%	79,3%
fim do período - máquinas	881	2.147	2.107	2.234	2.335	5.998	8.572	11.964	16.357	22.008
	13,5%	23,5%	19,4%	16,9%	15,4%	22,7%	21,8%	21,2%	20,9%	20,7%
Frota Total - Fim do período	6.504	9.117	10.862	13.244	15.128	26.481	39.352	56.312	78.275	106.530
frota média	7.811	9.990	12.053	14.186	20.805	32.917	47.832	67.294	92.403	
vendas/frota média		10,6%	11,0%	19,4%	12,7%	5,1%	6,9%	8,9%	11,5%	14,4%
Prazo Médio de renovação da frota (anos)		9,4	9,1	5,2	7,9	19,7	14,5	11,3	8,7	6,9
Receita bruta serviços / frota média		89	100	92	105	142	153	162	170	179
Repasso			12,4%	-7,9%	13,8%	35,8%	7,5%	6,0%	5,0%	5,0%
Receita bruta de venda / ativos vendidos	115	83	94	91	98	131	169	179	178	192
Inflação		-27,7%	13,6%	-2,9%	7,3%	33,6%	7,5%	6,0%	4,0%	4,0%
Adição de frota	1.010	790	2.603	4.448	3.680	9.555	15.143	21.200	29.680	41.552
CAPEX / adição (R\$ mil)	-132,4	-130,0	-73,4	-177,9	-191,6	-281,8	-303,0	-321,2	-334,0	-347,4

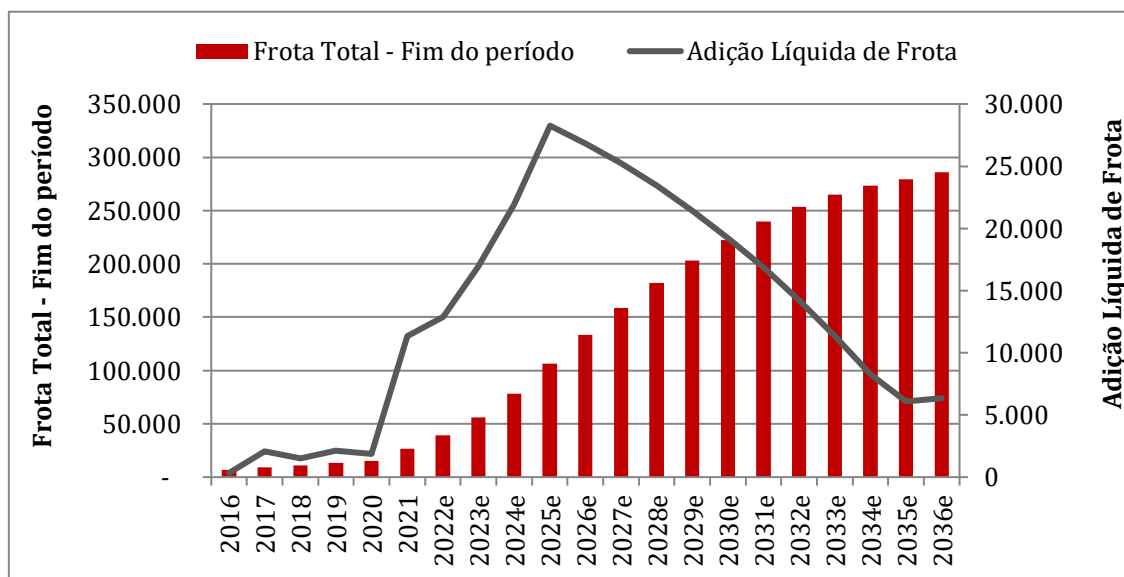
Fonte: Companhia, Elaboração Própria.

A projeção do número de caminhões comprados se dará a partir de um percentual em relação ao total de novos licenciamentos em território brasileiro divulgado pela ANFAVEA.

Segundo metas divulgadas pela companhia, espera-se chegar a uma frota total de 100 mil ativos ao final do ano de 2025. E para que isso ocorra, entendendo que a Vamos passará a vender mais caminhões proporcionalmente à sua adição bruta ao longo dos anos, o modelo considera que a participação da empresa subirá de 6,8% para algo em torno de 24% da compra de novos caminhões no Brasil. E, segundo a empresa, tal tipo de veículo deverá representar 80% da base, sendo o restante composto por máquinas e equipamentos.

Após atingida a meta, o modelo assume um ligeiro crescimento desta participação de mercado futuramente, ao mesmo tempo em que considera que, ao alcançar um estágio mais maduro de operação a partir de 2035, a Vamos venderá 9 ativos antigos para cada novo veículo adicionado. Neste patamar, o número de vendas representará cerca de 20% da frota em atividade, indicativo de que a frota da companhia estará completamente renovada a cada 5 anos, idade média dos contratos firmados pela empresa.

Figura 23: Evolução da Frota.

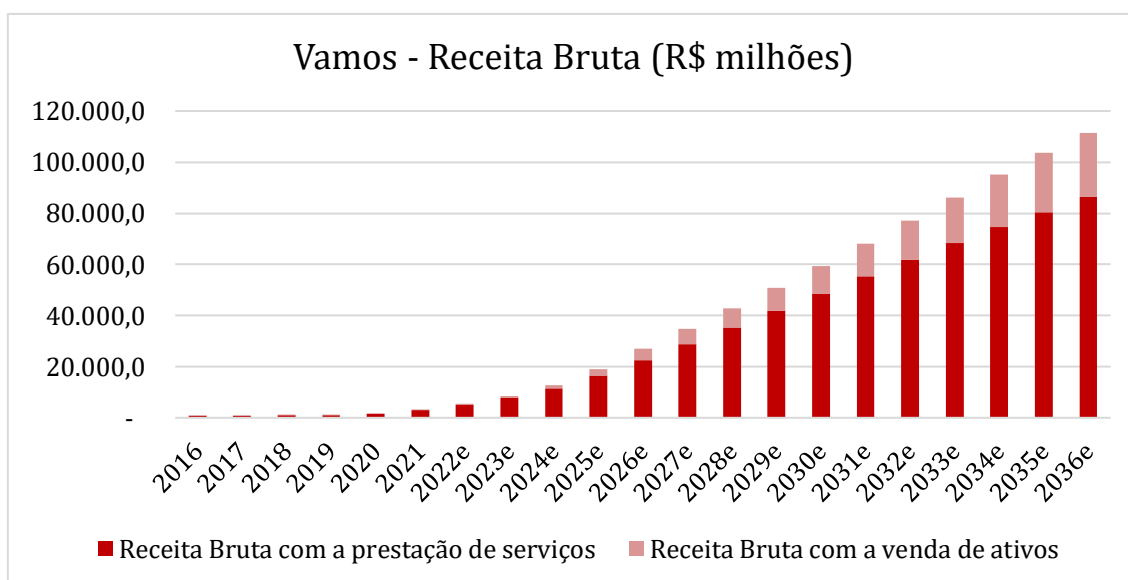


Fonte: Companhia, Elaboração Própria.

Encontrada a curva de expansão da base de ativos da companhia, multiplica-se a frota média anual pela receita de serviços por ativo, que por sua vez apresenta um crescimento real projetado de 1% ao ano tendo em vista o ganho de poder de mercado da companhia e a contínua melhora da proposta de valor do produto com mais clientes adotando serviços de manutenção e outros.

Chega-se assim à receita bruta de serviços, que deverá diminuir sua representatividade de 90% para 75% do faturamento total da Vamos conforme a empresa atinja uma maturidade maior e passe a vender mais caminhões e máquinas para repor a sua base. E no que se refere a receita de venda, multiplica-se os ativos vendidos no período pelos preços média de venda, que o modelo corrigirá anualmente pela inflação.

Figura 24: Receita Bruta Projetada.



Fonte: Companhia, Elaboração Própria.

A partir da Receita Bruta projetada, desenvolvem-se as projeções das linhas pertencentes à Demonstração de Resultados do Exercício. Para referência, os percentuais na cor azul refletem premissas individuais resultantes do entendimento da estrutura de resultados da empresa e de expectativas por ela verbalizadas. Números em vermelho tratam de resultados já reportados pela Vamos e os de cor preta exibem cálculos feitos a partir das premissas numéricas, em azul, inseridas no modelo.

Figura 25: Demonstração de Resultados Anuais.

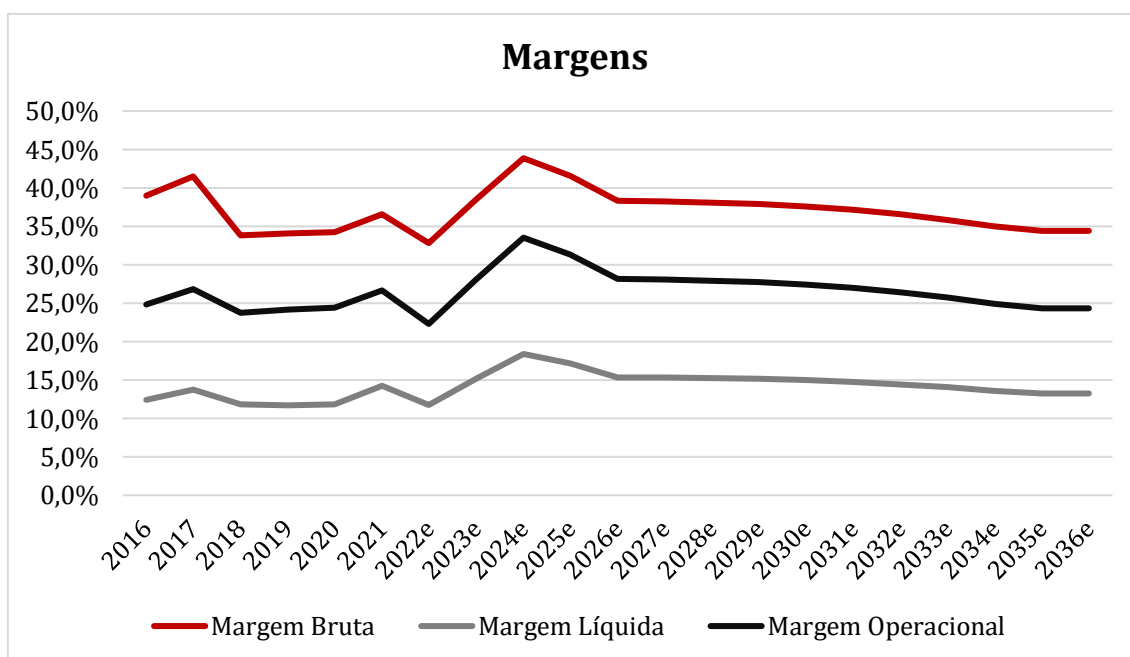
DRE (R\$mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Receita Bruta	724,1	762,1	1.100,5	1.321,7	1.660,9	3.095,6	5.413,7	8.507,0	12.817,2	19.048,3
Receita Bruta com a prestação de serviços	646,9	693,5	997,2	1.108,4	1.484,8	2.957,2	5.029,8	7.747,6	11.444,8	16.500,9
%RB	89,3%	91,0%	90,6%	83,9%	89,4%	95,5%	93%	91%	89%	87%
Receita Bruta com a venda de ativos	77,1	68,5	103,3	213,4	176,1	138,4	383,8	759,4	1.372,4	2.547,4
%RB	10,7%	9,0%	9,4%	16,1%	10,6%	4,5%	7%	9%	11%	13%
Deduções Totais	(95,1)	(87,3)	(117,3)	(110,2)	(148,4)	(272,2)	(465,7)	(720,5)	(1.069,1)	(1.552,1)
Deduções da Receita de prestação de serviços	(73,6)	(84,6)	(113,8)	(109,0)	(145,9)	(269,5)	(458,5)	(706,2)	(1.043,2)	(1.504,0)
%RB Serviços	-11,4%	-12,2%	-11,4%	-9,8%	-9,8%	-9,1%	-9,1%	-9,1%	-9,1%	-9,1%
Deduções da Receita de venda de ativos	(21,5)	(2,7)	(3,5)	(1,3)	(2,5)	(2,6)	(7,2)	(14,3)	(25,9)	(48,1)
%RB Venda de ativos	-27,9%	-4,0%	-3,4%	-0,6%	-1,4%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%
Receita Líquida	629,0	674,8	983,3	1.211,5	1.512,4	2.823,6	4.947,9	7.786,5	11.748,1	17.496,2
%RB	86,9%	88,5%	89,3%	91,7%	91,1%	91,2%	91,4%	91,5%	91,7%	91,9%
Custo	(383,7)	(395,0)	(650,7)	(798,4)	(994,7)	(1.790,2)	(3.324,2)	(4.788,6)	(6.594,9)	(10.222,4)
Custo Ex-depreciação	(223,9)	(205,6)	(339,7)	(370,7)	(575,7)	(1.413,2)	(2.476,5)	(3.266,7)	(3.977,5)	(5.923,7)
%RL	-35,6%	-30,5%	-34,5%	-30,6%	-38,1%	-50,1%	-50,1%	-42,0%	-33,9%	-33,9%
Depreciação	(112,1)	(121,5)	(213,2)	(223,1)	(256,3)	(278,5)	(574,6)	(889,1)	(1.306,7)	(1.866,0)
%D&A total	-88,9%	-98,0%	-97,6%	-94,9%	-95,2%	-94,1%	-94,1%	-94,5%	-94,9%	-94,9%
Custo da venda de ativos	(47,6)	(67,9)	(97,8)	(204,6)	(162,6)	(98,5)	(273,1)	(632,8)	(1.310,6)	(2.432,7)
%RB de venda de ativos	-61,7%	-99,1%	-94,6%	-95,9%	-92,3%	-71,2%	-71,2%	-83,3%	-95,5%	-95,5%
Lucro Bruto	245,3	279,7	332,6	413,1	517,7	1.033,5	1.623,7	2.997,9	5.153,3	7.273,8
Margem Bruta	39,0%	41,5%	33,8%	34,1%	34,2%	36,6%	32,8%	38,5%	43,9%	41,6%
Despesas	(89,3)	(98,8)	(98,9)	(120,4)	(148,2)	(279,9)	(520,5)	(812,3)	(1.214,9)	(1.799,8)
Despesas Gerais e Administrativas Ex-depreciação	(77,2)	(104,0)	(112,2)	(127,4)	(150,4)	(278,6)	(488,3)	(768,4)	(1.159,3)	(1.726,5)
%RL	-12,3%	-15,4%	-11,4%	-10,5%	-9,9%	-9,9%	-9,9%	-9,9%	-9,9%	-9,9%
Depreciação	(14,0)	(2,5)	(5,3)	(11,9)	(13,0)	(17,0)	(36,3)	(51,9)	(70,1)	(100,1)
%RL	-2,2%	-0,4%	-0,5%	-1,0%	-0,9%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Outras despesas e Receitas	1,9	7,8	18,5	18,8	15,1	15,7	4,0	8,0	14,5	26,9
%RL	0,3%	1,2%	1,9%	1,6%	1,0%	0,6%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
EBIT	156,0	181,0	233,7	292,7	369,6	753,7	1.103,2	2.185,6	3.938,4	5.474,1
Margem EBIT	24,8%	26,8%	23,8%	24,2%	24,4%	26,7%	22,3%	28,1%	33,5%	31,3%
Resultado Financeiro	(35,9)	(45,2)	(66,6)	(93,5)	(112,2)	(173,8)	(257,1)	(469,0)	(797,3)	(1.116,0)
% da Dívida Líquida		-7,2%	-8,1%	-5,9%		-7,9%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%
Resultado antes da Provisão Tributária	120,1	135,7	167,1	199,2	257,4	579,8	846,1	1.716,6	3.141,1	4.358,1
Despesas de IR e CS	(42,2)	(43,1)	(50,8)	(57,4)	(78,2)	(177,5)	(264,0)	(535,5)	(979,9)	(1.359,5)
	-35%	-32%	-30%	-29%	-30%	-31%	-31,2%	-31,2%	-31,2%	-31,2%
Lucro Líquido do Exercício	77,9	92,6	116,3	141,8	179,1	402,3	582,2	1.181,1	2.161,2	2.998,5
Margem Líquida	12,4%	13,7%	11,8%	11,7%	11,8%	14,2%	11,8%	15,2%	18,4%	17,1%
EBITDA	282,2	305,0	452,2	527,6	638,9	1.049,8	1.714,2	3.126,6	5.315,2	7.440,3
Margem	44,9%	45,2%	46,0%	43,6%	42,2%	37,2%	34,6%	40,2%	45,2%	42,5%

Fonte: Companhia, Elaboração Própria.

Foram mantidos os percentuais de deduções totais em relação a receita bruta em linha com o histórico. Na parte de custos, foi considerada uma volta à normalidade dos percentuais em relação à receita líquida, tendo em vista um volume de vendas de caminhões acima da média por parte das concessionárias em 2021 e uma alta importante no mesmo período dos preços dos veículos desmobilizados em relação ao valor de compra.

Quanto à depreciação, esta foi calculada com base numa média por ativo e corrigida pela inflação para incorporar o aumento de preço da base via aquisições futuras de ativos a preços mais elevados. E como a depreciação dos ativos tem relação direta com o serviço oferecido, pode-se observar um ganho temporário de margem bruta, a ser revertida em anos posteriores com a normalização das operações da companhia e do mercado de caminhões brasileiro.

Figura 26: Margens.



Fonte: Companhia, Elaboração Própria.

No mais, considera-se que os percentuais de despesas em relação à receita líquida se manterão estáveis ao longo do tempo, deixando de apresentar qualquer ganho, especificamente nesta linha, advindo do possível ganho de escala futuro da Vamos. Finalmente, seguindo as médias históricas, o resultado financeiro foi projetado utilizando um custo de dívida de 7,5% ao ano sobre uma dívida correspondente a duas vezes o EBITDA da companhia, um grau de alavancagem considerado saudável tendo em mente a estrutura de dívidas da empresa.

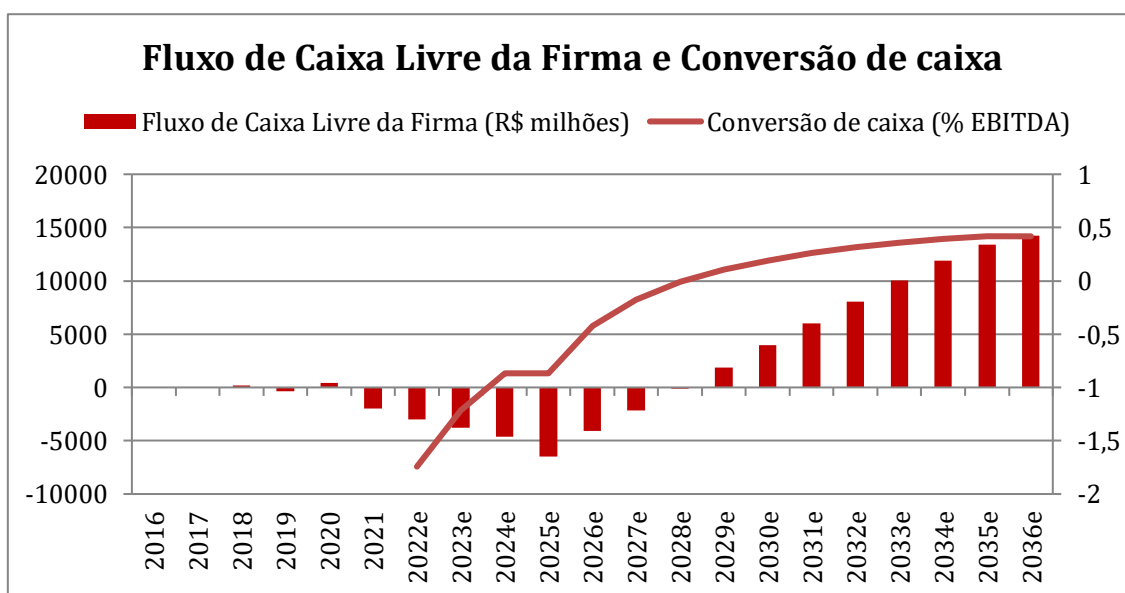
Figura 27: Fluxo de Caixa.

Fluxo de caixa (R\$mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
NOPAT	113,8	137,8	182,9	235,3	291,4	576,1	839,3	1.650,1	2.958,5	4.114,5
(+) Depreciação e Amortização / frota média (mil)	126,2	124,0	218,5	235,0	269,3	296,1	610,9	941,0	1.376,8	1.966,2
(-) Variação do Capital de Giro	n.m.	n.m.	20,5	186,3	- 423,7	236,6	103,1	162,2	244,8	364,5
			2,1%	15,4%	-28,0%	8,4%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Fluxo de Caixa Operacional (R\$ milhões)	-	-	380,9	284,0	984,4	635,7	1.347,1	2.428,9	4.090,5	5.716,2
(-) CAPEX Líquido	- 133,7	- 102,7	- 191,0	- 613,7	- 554,7	- 2.595,4	- 4.334,6	- 6.221,5	- 8.697,4	- 12.176,9
Aquisições de frota	- 133,7	- 102,7	- 191,0	- 791,1	- 705,0	- 2.693,0	- 4.588,0	- 6.808,5	- 9.913,2	- 14.433,6
Custo de venda de ativos desmobilizados	-	-	-	177,4	150,3	97,6	253,3	587,0	1.215,8	2.256,7
% custo com venda de ativos	-	-	-	86,7%	92,5%	99,2%	92,8%	92,8%	92,8%	92,8%
Fluxo de Caixa Livre da Firma (R\$ milhões)	-	-	189,9	329,7	429,7	- 1.959,7	- 2.987,5	- 3.792,6	- 4.606,9	- 6.460,7

Fonte: Companhia, Elaboração Própria.

Seguindo para o fluxo de caixa, fica clara a alta quantidade de capital necessária para que a empresa entregue crescimento de forma persistente ao longo do tempo. Projeta-se que o valor financeiro a ser alocado para a compra de caminhões e máquinas chegue a quase 4,6 bilhões de reais em 2022, cerca de 40% do valor de mercado da empresa em 26/04/2022. Porém, a partir de 2025 o modelo considera premissas de desaceleração no ritmo de expansão e uma maior atenção à rentabilidade da operação da companhia. Com isso, espera-se que a empresa gere fluxos de caixa livre da firma positivos a partir de 2029, quando a Vamos contará com uma participação de mercado muito maior do que a vigente.

Figura 28: Fluxo de Caixa Projetado e Conversão de Caixa.



Fonte: Companhia, Elaboração Própria.

Por esse amplo *duration* dos fluxos de caixa positivos da companhia, fica nítido que o valor a ser gerado pela Vamos se encontra na perpetuidade. Por este motivo, a sensibilidade do *valuation* a tímidas mudanças nos juros brasileiros, que por consequência afeta o custo de equity ou ke, é muito elevada. Fazendo com que ciclos de elevação de juros intensifiquem os coeficientes de desconto dos fluxos de caixa futuros e façam com que o valor justo calculado sofra um reajuste para baixo.

Figura 29: Valuation.

Valuation	
WACC	14,2%
Ke (a+b*c)	16,7%
Risk-free Brazil - (a)	11,75%
Beta - (b)	1,10
Equity Risk Premium - (c)	4,5%
Kd	7,5%
Crescimento na Perpetuidade	5,0%
Valor Presente dos Fluxos de Caixa	- 2.123,4
Valor Presente da Perpetuidade	24.000,2
	<hr/> 21.876,7
(-)Dív Liq	3.247,8
	<hr/> 18.628,9
Valor de Mercado projetado (R\$milhões) - (d)	18.628,9
Número de ações (milhões) - (e)	54,7
Preço justo (d/e)	19,07
Potencial de valorização	58,9%

Fonte: Companhia, Elaboração Própria.

Finalmente, considerando um custo de capital (WACC) de 14,2% e uma taxa de crescimento de 5% na perpetuidade, o modelo indica um valor justo de R\$19,07, preço 58,9% superior à cotação sendo praticada no mercado em 28/04/2022. Observa-se assim, uma assimetria que propicia a compra da ação, tendo em vista que o valor intrínseco da companhia gerado pelo modelo se encontra superior ao preço que o mercado atualmente a atribui.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS FABRICANTES DE VEÍCULOS AUTOMOTORES. Disponível em: <<https://anfavea.com.br/site>> Acesso em 03/11/21

B3. Disponível em < https://www.b3.com.br/pt_br/> Acesso em 07/11/21

BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO. Disponível em <<https://www.bndes.gov.br/>> Acesso em 20/06/22

FEDERAÇÃO NACIONAL DA DISTRIBUIÇÃO DE VEÍCULOS AUTOMOTORES. Disponível em: < <http://www.fenabreve.org.br/portalv2>> Acesso em 03/11/21

FENDT. Disponível em <<https://www.fendt.com/br/>> Acesso em 12/11/21

GRUPO SIMPAR RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Disponível em: <<https://ri.simpar.com.br/>> Acesso em 10/11

GRUPO VAMOS RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Disponível em: <<https://ri.grupovamos.com.br/>> Acesso em 02/11/21

KOMATSU. Disponível em: <<https://www.komatsu.com.br/source/>> Acesso em 12/11/21

PÓVOA, A. **Valuation: Como Precificar Ações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2021

TRANSRIO. Disponível em: <<https://transrio.com.br/>> Acesso em 12/11/21

VALTRA. Disponível em: <<https://www.valtra.com.br/>> Acesso em 12/11/21