Data de Publicação: 1º de fevereiro de 2017

Comunicado à Imprensa

Ratings da Companhia de Locação das Américas S.A. elevados para 'brA+'; perspectiva estável

Analista principal: Victor Nomiyama, São Paulo, 55 (11) 3039-9764, victor.nomiyama@spglobal.com

Contatos analíticos adicionais: Marcus Fernandes, São Paulo, 55 (11) 3039-9734, marcus.fernandes@spglobal.com;

Flávia Bedran, São Paulo, 55 (11) 3039-9758, flavia.bedran@spglobal.com

Líder do comitê do rating: Flávia Bedran, São Paulo, 55 (11) 3039-9758, flavia.bedran@spglobal.com

Resumo

- A empresa brasileira de locação de frotas Locamérica melhorou a qualidade de sua carteira de clientes, reduzindo inadimplência e incrementando seus resultados de seminovos;
- A maior rentabilidade e geração de caixa deve manter a alavancagem mais baixa já alcançada, mesmo diante do cenário econômico ainda desafiador no Brasil;
- Elevamos o rating de crédito corporativo da Locamérica de 'brA' para 'brA+', assim como os ratings de emissão das suas dívidas *unsecured*;
- A perspectiva estável reflete nossa expectativa de que a Locamérica manterá métricas de crédito resilientes, sustentando um índice de cobertura de juros sobre EBIT consistentemente acima de 1,3x, mesmo retornando sua estratégia de crescimento e mediante cenário competitivo ainda acirrado.

Ações de Rating

São Paulo (S&P Global Ratings), 1º de fevereiro de 2017 – A S&P Global Ratings elevou hoje o rating de crédito corporativo na Escala Nacional Brasil atribuído à **Companhia de Locação das Américas S.A.** ("Locamerica") de 'brA' para 'brA+'. Ao mesmo tempo, reafirmamos os ratings de recuperação das dívidas *unsecured* em '3', que indica uma expectativa de recuperação entre 50% e 70%, e elevamos o rating de emissão das dívidas *unsecured* de 'brA' para 'brA+'. A perspectiva do rating de emissor é estável.

Fundamentos

A elevação dos ratings reflete a melhora nas métricas de crédito da Locamerica, mesmo diante de um cenário competitivo desafiador e da recessão econômica no Brasil. Isso foi possível a partir da melhora no portfólio de contratos da empresa, que reduziu perdas com inadimplência e aumentou a contribuição do resultado de seminovos com a maior participação das vendas no varejo, que em geral tem preços mais altos. Dessa forma, a margem EBIT consolidada evoluiu de 21,5% em 2015 para 23% nos últimos 12 meses findos em 30 de setembro de 2016 e seu índice de cobertura de juros pelo EBIT passou de 1,25x para 1,3x, e FFO sobre dívida de 15,2% para 20,5% no mesmo período, suportando nossa avaliação do seu perfil de risco financeiro como significativo.

O rating corporativo também reflete as características específicas do subsetor de gestão de frotas em que a Locamérica atua, com a presença de contratos de prazos longos de cerca de dois a três anos, com cobertura maior do ciclo de vida econômico do ativo e que traz maior previsibilidade dos resultados, além de um mercado de seminovos robusto no país, apesar do cenário macroeconômico

ainda fraco. Por outro lado, este cenário macroeconômico mais fraco tem afetado a demanda do setor, limitando o espaço para aumento de preços e aumentando a preferência por veículos mais básicos, que, em geral, tem margem pior. Outro fator limitante da Locamerica é sua pequena escala e baixa diferenciação de produtos e geográfica dentro do setor, que não impõe barreiras significativas para entrada de novos concorrentes.

A Locamérica, no período de 2014 a 2016, focou-se na melhoria de seus resultados operacionais, reduzindo sua exposição ao segmento de Telecom, minimizando perdas com inadimplência de 3% para cerca de 1,5% da receita líquida e também elevando sua margem bruta na revenda de carros para cerca de 6%. O resultado de seminovos é, em parte, resultado de sua maior participação de vendas no varejo mediante lojas próprias, o que também ajudou na redução do estoque de veículos disponíveis para venda, e conseqüentemente, na melhor gestão de capital de giro e conseqüente geração de caixa no período, que contribuíram para a desalavancagem da empresa.

A empresa deve buscar um crescimento mais expressivo nos próximos anos, e estimamos um incremento da sua frota operacional média em 2,2 mil veículos em 2017, que representa cerca de 10% de crescimento. Esperamos que este crescimento seja acompanhado de margens operacionais e métricas crédito estáveis, com margem EBIT acima de 22% e índice de cobertura de juros pelo EBIT acima de 1,3x.

A empresa tem realizado esforços constantes de *liability management*, como a recente emissão da 11^o debênture, mantendo um perfil de amortização de dívida espaçado além de confortável colchão de liquidez. Esses esforços suportam nossa opinião da sua estrutura de capital adequada, permitindo maior flexibilidade financeira em um mercado de crédito ainda difícil. Destaca-se ainda que o cenário atual de queda da taxa de juros básica no país deve reduzir as despesas financeiras para a empresa.

Nosso cenário-base para a Locamerica assume:

- Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil crescendo 0,9% em 2017 e 2,0% em 2018, impactando demanda e poder de precificação;
- Inflação de 4,5% em 2017 e 4,2% em 2018, impactando custos de manutenção de frota e ajustes dos preços dos contratos vigentes;
- Taxa básica de juros em 11% no final de 2017 e reduzindo nos próximos anos, impactando precificação de novos contratos e reduzindo despesas com juros;
- Frota média operacional de cerca de 26 mil carros em 2017 e de 28 mil carros em 2018;
- Tarifa média estável em 2017, crescendo abaixo da inflação em 2018 refletindo a queda de juros e competição ainda acirrada no setor;
- Capex em cerca de R\$ 650 milhões em 2017 e R\$ 570 milhões em 2018;
- Recursos da venda de veículos de R\$ 425 milhões em 2017 e R\$ 410 milhões em 2018
- Novas emissões de dívida entre R\$ 150 a R\$ 200 milhões por ano para financiamento da expansão da frota;
- Distribuição de dividendos de aproximadamente 30% sobre lucro líquido

Como resultado de nossas projeções, chegamos às métricas abaixo:

- Faturamento líquido em cerca de R\$ 865 milhões em 2017 e perto de R\$ 900 milhões em 2018
- Dívida líquida ajustada em torno de R\$ 840 a R\$ 950 milhões ao longo dos próximos anos
- EBIT de cerca de R\$ 200 milhões em 2017 e R\$ 220 milhões em 2018
- FOCF negativo em R\$ 120 milhões em 2017 devido ao maior Capex esperado
- Índice de cobertura de juros sobre EBIT acima de 1,5x a partir de 2017
- FFO sobre dívida acima de 20% de 2017 em diante.

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Locamerica como adequada, com índice de fontes sobre usos de caixa acima de 1,2x nos próximos 12 meses a partir de setembro de 2016. Sua posição de caixa e equivalentes cobrem confortavelmente a totalidade de sua dívida de curto prazo, além de se encontrar em conformidade com suas cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) de dívida com folga acima de 15%.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de R\$ 223 milhões em 30 de setembro de 2016;
- FFO de cerca de R\$ 159 milhões nos próximos 12 meses a partir de setembro de 2016; e
- Recursos da venda de veículos de renovação de frota de R\$ 241 milhões nos próximos 12 meses;
- Assumimos a capacidade da Locamerica de contrair dívidas *secured* para financiamento de veículos de até 70% dos investimentos (*capex*) de manutenção;

Principais usos de liquidez:

- Dívida de curto prazo de R\$ 115 milhões em 30 de setembro de 2016;
- Saídas de capital de giro de cerca de R\$ 25 milhões nos próximos 12 meses;
- Investimentos (*capex*) mínimo para renovação de frota de R\$ 457 milhões nos próximos 12 meses a partir de setembro de 2016; e
- Pagamento de dividendos de R\$ 28 milhões a partir de setembro de 2016;

Acreditamos que a companhia continuará a cumprir com suas cláusulas restritivas (*covenants*), que demandam a manutenção de um índice de dívida sobre EBITDA abaixo de 3,5x e índice de cobertura de juros acima de 1,75x.

Perspectiva

A perspectiva estável reflete nossa expectativa de que a Locamerica manterá seu nível de rentabilidade medida por margem EBIT consistentemente acima de 22%, mesmo com uma estratégia de crescimento mais agressiva nos próximos trimestres, beneficiando-se do cenário de queda da taxa de juros e de uma eficiência operacional mais robusta. Esperamos que a empresa mantenha seu índice de cobertura de juros sobre EBIT acima de 1,3x e FFO sobre dívida acima de 20% em 2017, ao mesmo tempo em que mantém um confortável colchão de liquidez e um perfil de vencimento de dívidas.

Cenário de rebaixamento

Ainda vemos um potencial rebaixamento da Locamerica nos próximos 12 meses, possivelmente em decorrência de uma maior competição no mercado de frotas e seminovos em meio ao agravamento das condições macroeconômicas no Brasil. Esse cenário pode levar a níveis mais altos de inadimplência dos clientes, ao mesmo tempo em que aumenta a demanda por veículos de modelos mais básicos, impactando a margem EBIT da empresa para abaixo de 18%. Neste cenário, veríamos seu índice de cobertura de juros sobre EBIT consistentemente abaixo de 1,3x e seu FFO sobre dívida perto de 12%.

Cenário de elevação

Apesar de improvável, em razão de sua escala limitada, podemos elevar os ratings da Locamerica nos próximos 12 a 24 meses, caso a empresa consiga realizar uma estratégia de crescimento mais agressiva, aumentando sua relevância no mercado, ao mesmo tempo em que melhora suas margens operacionais e reduz alavancagem. Nesse sentido, esperamos que sua margem EBIT atinja patamar superior a 26% de forma consistente, e mantenha um índice de cobertura de juros sobre EBIT acima de 1,7x e de FFO sobre dívida acima de 30%.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

Companhia de Locação das Américas S.A.	
Ratings de Crédito Corporativo	
Escala Nacional Brasil	brA+/Estável/--
Risco de negócios	
	Regular
- Risco-país	Moderadamente alto
- Risco da indústria	Intermediário
- Posição competitiva	Regular
Risco Financeiro	
	Significativo
- Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Modificadores	
- Diversificação/Efeito-portfólio	Neutra
- Estrutura de capital	Neutra
- Política financeira	Neutra
- Liquidez	Adequada
- Administração e governança corporativa	Regular
- Análise de ratings comparáveis	Negativo

Análise de recuperação

Principais fatores analíticos

- Elevamos o rating de emissão da dívida *senior unsecured* da Locamerica de 'brA' para 'brA+', com um rating de recuperação '3', o qual indica uma expectativa de recuperação entre 50% e 70%.
- Avaliamos que a empresa seria reestruturada e continuaria operando após um cenário hipotético de default, gerando maior valor para os credores.
- Nosso cenário de *default* ocorreria em 2021 em face de uma combinação de deterioração na qualidade de crédito do portfólio de clientes da companhia, o incremento das taxas de juros que afetariam o custo da dívida da empresa e um mercado de veículos usados mais fraco pressionando os fluxos de caixa da empresa.
- Avaliamos o valor da empresa (enterprise value ou EV) usando o método de avaliação DAV (*discrete asset valuation*), o qual resulta num desconto médio de 38% na base de ativos da empresa, e num EV de R\$ 818 milhões.

Default simulado e principais premissas de avaliação:

- Ano simulado do *default*: 2021
- Descontos de 15% no valor contábil dos veículos em estoque, disponíveis para venda e que pertençam ao imobilizado.
- Fator de diluição de 20%, seguido de um desconto de 30% no valor dos recebíveis, simulando uma potencial queda na taxa de renovação de contratos e aumento da inadimplência.
- Desconto médio de 60% no valor contábil de máquinas e equipamentos, edifícios e terrenos.
- Desconto médio de 38% no valor dos ativos, resultando em um valor da empresa em estresse de cerca de R\$ 818 milhões

Estrutura de prioridade de pagamentos:

- EV líquido após custos administrativos de 5%: R\$ 777 milhões
- Dívida *senior secured* e prioritárias: R\$ 683 milhões
- Dívida *senior unsecured*: R\$ 158 milhões
- Expectativa de recuperação: entre 50%-70% para sua dívida *unsecured*

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos critérios, por isso devem ser lidos em conjunto com tais critérios. Por favor, veja os critérios de rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- Principais fatores de crédito para a indústria de leasing operacional, 14 de dezembro de 2016
- Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo, 7 de dezembro de 2016.
- Tabelas de mapeamento das escalas nacionais e regionais da S&P Global Ratings, 1º de junho de 2016.
- Metodologia: Avaliações de classificação de jurisdições, 20 de janeiro de 2016.
- Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais, 16 de dezembro de 2014.
- Metodologia de Aplicação de Ratings de Recuperação a Ratings de Emissão em Escala Nacional, 22 de setembro de 2014.
- Ratings de Crédito nas Escalas Nacionais e Regionais, 22 de setembro de 2014.
- Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País, 19 de novembro de 2013.
- Metodologia: Risco da indústria, 19 de novembro de 2013.
- Critério geral: Metodologia de rating de grupo, 19 de novembro de 2013.
- Metodologia corporativa: Índices e Ajustes, 19 de novembro de 2013.
- Metodologia de Ratings Corporativos, 19 de novembro de 2013.
- Metodologia para vincular ratings de curto e longo prazo a emissores do setor corporativo, segurador e soberano, 7 de maio de 2013.
- Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras, 13 de novembro de 2012.
- Uso de CreditWatch e Perspectivas, 14 de setembro de 2009.
- 2008 Critério de Ratings Corporativos: Avaliação de emissões, 15 de abril de 2008.

LISTA DE RATINGS

Ratings Elevados		
Companhia de Locação das Américas S.A.		
<i>Ratings de Crédito de Emissor</i>	De	Para
Escala Nacional Brasil	brA/Estável/--	brA+/Estável/--
<i>Ratings de Emissão</i>		
Debêntures <i>senior unsecured</i>	brA	brA+
Rating de Recuperação Reafirmado		
<i>Rating de Recuperação</i>		
Debêntures <i>senior unsecured</i>		3

Emissor	Data de Atribuição do Rating Inicial	Data da Ação de Rating Anterior
Companhia de Locação das Américas S.A.		
<i>Rating de Crédito de Emissor</i>		
Escala Nacional Brasil longo prazo	18 de junho de 2012	15 de março de 2016

Informações regulatórias adicionais

Outros serviços fornecidos ao emissor

Não há outros serviços prestados a este emissor, clique [aqui](#) para mais informações.

Atributos e limitações do rating de crédito

A S&P Global Ratings utiliza informações em suas análises de crédito provenientes de fontes consideradas confiáveis, incluindo aquelas fornecidas pelo emissor. A S&P Global Ratings não realiza auditorias ou quaisquer processos de *due diligence* ou de verificação independente da informação recebida do emissor ou de terceiros em conexão com seus processos de rating de crédito ou de monitoramento dos ratings atribuídos. A S&P Global Ratings não verifica a completude e a precisão das informações que recebe. A informação que nos é fornecida pode, de fato, conter imprecisões ou omissões que possam ser relevantes para a análise de crédito de rating.

Em conexão com a análise deste (s) rating (s) de crédito, a S&P Global Ratings acredita que há informação suficiente e de qualidade satisfatória de maneira a permitir-lhe ter uma opinião de rating de crédito. A atribuição de um rating de crédito para um emissor ou emissão pela S&P Global Ratings não deve ser vista como uma garantia da precisão, completude ou tempestividade da (i) informação na qual a S&P Global Ratings se baseou em conexão com o rating de crédito ou (ii) dos resultados que possam ser obtidos por meio da utilização do rating de crédito ou de informações relacionadas.

Fontes de informação

Para atribuição e monitoramento de seus ratings a S&P Global Ratings utiliza, de acordo com o tipo de emissor/emissão, informações recebidas dos emissores e/ou de seus agentes e conselheiros, inclusive, balanços financeiros auditados do Ano Fiscal, informações financeiras trimestrais, informações corporativas, prospectos e outros materiais oferecidos, informações históricas e projetadas recebidas durante as reuniões com a administração dos emissores, bem como os relatórios de análises dos aspectos econômico-financeiros (MD&A) e similares da entidade avaliada e/ou de sua

matriz. Além disso, utilizamos informações de domínio público, incluindo informações publicadas pelos reguladores de valores mobiliários, do setor bancário, de seguros e ou outros reguladores, bolsas de valores, e outras fontes públicas, bem como de serviços de informações de mercado nacionais e internacionais.

Aviso de ratings ao emissor

O aviso da S&P Global Ratings para os emissores em relação ao rating atribuído é abordado na política “Notificações ao Emissor (incluindo Apelações)”.

Frequência de revisão de atribuição de ratings

O monitoramento da S&P Global Ratings de seus ratings de crédito é abordado em:

- Descrição Geral do Processo de Ratings de Crédito (seção de Revisão de Ratings de Crédito)
- Política de Monitoramento

Conflitos de interesse potenciais da S&P Global Ratings

A S&P Global Ratings publica a lista de conflitos de interesse reais ou potenciais em “Conflitos de Interesse — Instrução N° 521/2012, Artigo 16 XII” seção em www.standardandpoors.com.br.

Faixa limite de 5%

A S&P Global Ratings Brasil publica em seu Formulário de Referência apresentado em http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/disclosures o nome das entidades responsáveis por mais de 5% de suas receitas anuais.

Copyright© 2017 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completitude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A, QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZAÇÃO, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais, ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus sites na www.standardandpoors.com (gratuito), e www.ratingsdirect.com e www.globalcreditportal.com (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em www.standardandpoors.com/usratingsfees.

Austrália

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.