**Ratings da Locamérica e Unidas elevados de 'brA+' para 'brAA-'
e *CreditWatch* positivo removido após fusão; perspectiva positiva**

Analista principal:

Victor Nomiya, São Paulo, 55 (11) 3039-9764, victor.nomiya@spglobal.com

Contato analítico adicional:

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

Líder do comitê de rating:

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

Resumo

- A Locamérica adquiriu 100% do controle da Unidas por meio de uma combinação de pagamento em caixa e troca de ações, passando a ser a segunda maior locadora de veículos no Brasil, com maior diversificação de negócios mediante presença no Rent-a-Car, ganhos de escala na aquisição de veículos e potencial redução de custo da dívida.
- Passamos a avaliar a Unidas como uma subsidiária 'Core' para a Locamérica. Dessa forma, o rating corporativo da Unidas passa a refletir o rating de sua controladora.
- Elevamos o rating de crédito corporativo das empresas brasileiras de locação de veículos, Locamérica e Unidas, de brA+ para brAA-.
- Elevamos também os ratings de emissão das dívidas *senior unsecured* da Locamérica e Unidas de brA+ para brAA-, refletindo o rating de recuperação 3 (65%) dessas dívidas, e elevamos o rating das dívidas *senior secured* da Unidas de brAA- para brAA, reflexo do rating de recuperação 2 (85%) dessas dívidas.
- A perspectiva é positiva e reflete uma possível nova elevação dos ratings nos próximos 12 a 18 meses, caso a empresa combinada mantenha uma política financeira conservadora após a integração das operações. Dessa maneira, esperamos que a empresa mantenha um colchão de liquidez robusto, sustentando sua capacidade de manter o rating acima do rating soberano do Brasil de forma consistente.

Ação de Rating

São Paulo (S&P Global Ratings), 07 de fevereiro de 2018 – A S&P Global Ratings elevou hoje os ratings de crédito corporativos na Escala Nacional Brasil atribuídos à **Companhia de Locação das Américas S.A.** (“Locamerica”) e à **Unidas S/A.** (Unidas) de ‘brA+’ para ‘brAA-’. Elevamos também os ratings de emissão atribuídos às dívidas *unsecured* das duas companhias de ‘brA+’ para ‘brAA-’, bem como o rating de emissão das dívidas *senior secured* da Unidas S/A de ‘brAA-’ para ‘brAA’.

Além disso, removemos os ratings da Locamérica e da Unidas da listagem *CreditWatch* com implicações positivas. A perspectiva dos ratings de ambas as empresas agora é positiva.

Os ratings de recuperação '3' das dívidas *senior unsecured* da Locamérica e Unidas que avaliamos continuam inalterados, indicando uma expectativa de recuperação significativa arredondada de 65%. O rating de recuperação das dívidas *senior secured* da Unidas S/A também foram reafirmados em '2', indicando uma expectativa de recuperação substancial arredondada de 85%.

Fundamentos

A elevação dos ratings reflete nossa visão de que a aquisição da Unidas S/A fortalecerá a posição competitiva da Locamérica no mercado de aluguel de carros no Brasil, em função do ganho de escala significativo, gerando maior poder de barganha junto a montadoras e clientes, além do benefício da diversificação de sua operação, com uma posição relevante no segmento de Rent-a-Car (RaC) e gestão de frotas. Os ratings da Unidas S/A passam a refletir os ratings da sua controladora, pois a avaliamos como uma subsidiária ‘core’ para o grupo, dada a relevância da sua participação de cerca de 50% do EBITDA consolidado, o *cross default* entre as dívidas das empresas, da centralização da gestão operacional, de caixa e das dívidas, e do potencial suporte do grupo.

A operação conjunta deverá elevar o volume de carros adquiridos para cerca de 60 mil unidades por ano (versus 25 mil veículos da operação da Locamérica e 35 mil da Unidas isoladamente), o que pode gerar uma redução do preço médio de aquisição de veículos, além de gerar sinergias operacionais na gestão de carros, otimização das operações de semi-novos e baixo nível de sobreposição de operações. O grupo deverá ainda se beneficiar de melhor acesso a fontes de financiamentos, em razão de o custo de dívida da Locamérica ter sido em média de 1,0% a 1,5% mais atrativo do que as emissões da Unidas de forma isolada. Além disso, a inadimplência média da Locamérica é mais baixa que a da Unidas, o que pode resultar em ações para reduzir essa perda no grupo consolidado.

A perspectiva positiva ainda mostra que podemos elevar novamente o rating da empresa se sua nova estrutura de capital e liquidez continuarem robustas, mantendo a capacidade do grupo de ter o rating acima do rating do Brasil. Para isso, esperamos que a Locamérica sustente uma política financeira conservadora, amortizações suaves de dívidas ao longo dos anos e um colchão de liquidez para seguir passando em nosso teste de estresse para um cenário hipotético de default do soberano.

Entretanto, a aquisição será um processo complexo de integração, tendo-se em vista a escala das operações, principalmente quando ambas as empresas seguem em forte expansão. Em 2017, a Locamérica adquiriu a AutoRicci, que elevou a sua frota de 30 mil para 45 mil carros, cujo processo de integração se encerrou recentemente. A Unidas também apresentou um ritmo acelerado de crescimento no segmento RaC (crescimento de cerca de 30% no ano), e uma estratégia de redução da idade média de sua frota para cerca de 6 a 7 meses, com impacto relevante sobre o volume de investimento (capex) e a posição de endividamento. Dessa forma, a integração das operações deverá ocorrer de forma gradual ao longo de 2018, e o resultado combinado atingir uma margem EBIT de cerca de 19% e índice de cobertura de juros pelo EBIT de 1,9x em 2019.

E apesar do crescimento para uma frota total de aproximadamente 100 mil veículos, o grupo ainda está distante do principal *player* no Brasil, a Localiza Rent a Car (BB+/Estável), que conta com uma frota de 180 mil veículos, e ainda mais distante quando comparada a *players* globais, como a Hertz Global Holdings Inc. (B+/Estável), com uma frota aproximada de 830 mil veículos, o que continua sendo um limitante do rating.

Avaliamos que a aquisição deverá impactar as métricas de alavancagem no curto prazo, com desembolso de caixa de R\$ 398 milhões para a aquisição da participação dos fundos de *private equity* na Unidas. O aumento da alavancagem também é reflexo do elevado capex realizado pela Unidas em 2017, além da aquisição recente da AutoRicci pela Locamérica. Entretanto, o cenário de juros ao redor de 7% ao longo dos próximos anos deverá resultar em melhora nas métricas de índice de cobertura de juros no longo prazo, apesar dos contratos vigentes de gestão de frotas estarem protegidos das variações da taxa de juros via contratos de *swap*, com impacto neutro nas margens.

Nosso cenário-base considera as seguintes premissas:

- Crescimento do PIB brasileiro de 2,2% em 2018 e de 2,4% em 2019, sustentando o crescimento da demanda nos segmentos RaC e de gestão de frotas;
- Taxas de inflação em torno de 4,0% em 2018 e 2019, impactando a base de custos de mão-de-obra e de manutenção de frota;
- Frota média operacional de 88.000 carros em 2018 e de 90.000 em 2019;
- Taxa média de utilização da capacidade no segmento RaC de 80% de 2018 em diante;
- Taxas básicas de juros no fim do período no Brasil de 7% em 2018 e 7,5% em 2019, reduzindo os custos de *funding* (captação de recursos) e ajustando as taxas para novos contratos de locação de frotas;
- Para 2018, projetamos uma queda da tarifa média no segmento de locação de frotas de 3%, refletindo queda da taxa média dos juros em relação ao período anterior, e tarifa média no segmento de RaC estável. A partir de 2019, ajustes alinhados com a inflação;
- Investimento em aquisição de veículos de aproximadamente R\$ 2,5 bilhões por ano, representando cerca de 60.000 veículos;
- Emissão em 2018 de R\$ 500 milhões para financiar a aquisição da Unidas, e emissões adicionais para o refinanciamento de dívidas no total de R\$ 800 milhões, assim reduzindo o custo médio da dívida da grupo;
- Novas emissões de R\$ 600 a R\$ 800 milhões por ano para financiamento de investimentos;
- Pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio em torno de 40% do lucro líquido do exercício anterior;
- Desembolso de R\$ 398 milhões em 2018 para a aquisição da participação dos fundos de *private equity* na Unidas S/A

Essas premissas resultam nas seguintes métricas de crédito:

- Receita líquida de R\$ 3,3 bilhões em 2018 e R\$ 3,6 bilhões em 2019;
- EBIT ajustado em torno de R\$ 600 milhões em 2018 e R\$ 670 milhões em 2019;
- FFO de cerca de R\$ 610 milhões em 2018 e R\$ 690 milhões em 2019;
- Cobertura de juros pelo EBIT por volta de 1,7x em 2018 e 1,9x em 2019;
- FFO sobre dívida próximo a 20% em 2018 e 2019;

Dado que o perfil de crédito individual (SACP) da Locamérica encontra-se no mesmo nível do rating soberano, realizamos um teste de estresse para analisar a capacidade da empresa de honrar seus compromissos diante de um cenário hipotético de default do Brasil.

As principais premissas do cenário de estresse são:

- Contração de 10% no PIB brasileiro em 2018, impactando volume de contratos de gestão de frotas e taxa de utilização do segmento RaC caindo para 60%;
- Impacto da inflação no custo dos produtos vendidos, com aumento da taxa para 12,5% em 2018, com pouca flexibilidade para revisão de preços;
- Taxa básica de juros em 14%, impactando custo de financiamento;
- Contração da frota total em cerca de 8.500 veículos, dada a necessidade de venda de veículos para manutenção da liquidez;
- Aumento em 30% na taxa de depreciação dos veículos, reduzindo o valor de venda;
- Contração de 10% na posição de caixa e de depósitos bancários e de 70% nos investimentos líquidos de curto prazo;
- Capex líquido limitado ao nível de manutenção, em cerca de R\$ 150 milhões; e
- Nenhuma distribuição de dividendos;

Mesmo nesse cenário adverso, esperamos que as fontes de liquidez da Locamérica excedam os usos, em razão de refinanciamentos recentes e pela habilidade das empresas do setor em ajustar suas frotas para gerenciar as necessidades de fluxo de caixa.

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Locamérica como adequada. Esperamos uma melhora significativa na posição de liquidez no curto prazo em função dos refinanciamentos já contratados ao longo do próximo trimestre. Além disso, esperamos que a Locamérica possa reduzir o custo de suas dívidas e apresentar uma geração de FFO mais forte, além de continuar acessando o mercado de dívidas para financiar a compra de veículos. Em nosso cenário base, esperamos um índice de usos sobre fontes confortavelmente acima de 1,5x nos próximos 12 meses a partir de setembro de 2017, considerando números combinados das duas empresas.

Entretanto, apesar da posição mais robusta, mantivemos a avaliação de sua liquidez como adequada em função de um colchão limitado sobre seus *covenants* (cláusulas restritivas), que calculamos em cerca de 15% para o índice de dívida sobre EBITDA, cujo teto é de 3,5x. As dívidas também possuem *covenant* de índice de cobertura de juros de pelo menos 1,75x, que possui uma folga acima de 30%. Além disso, em função da necessidade de acessar o mercado de dívidas de forma constante para financiar investimentos (capex) recorrentes e ainda haver uma certa concentração de dívidas no curto prazo, consideramos limitada a capacidade da empresa de suportar eventos de elevado impacto sem que esta recorra a refinanciamos.

Principais fontes de liquidez:

- Posição combinada de caixa de R\$ 850 milhões em 30 de setembro de 2017;
- FFO de cerca de R\$ 510 milhões nos próximos 12 meses; e
- Assumimos a capacidade de contrair dívidas *secured* para financiamento de até 70% de parte de seu capex de manutenção e expansão; e
- Novas emissões de R\$ 1,3 bilhão para financiar a aquisição da Unidas S/A e também operações de refinanciamento já contratadas;

Principais usos de liquidez:

- Dívida de curto prazo de R\$ 594 milhões em 31 de setembro de 2017;
- Capex líquido de R\$ 567 milhões nos próximos 12 meses, para cobrir parte de seu capex de renovação e parte de seu capex de expansão;
- Pagamento de dividendos de R\$ 55 milhões ao longo dos próximos 12 meses; e
- Desembolso de R\$ 398 milhões para a aquisição da Unidas S/A

Perspectiva

A perspectiva dos ratings é positiva, o que reflete nossa expectativa de que a integração das operações ocorrerá de forma gradual ao longo de 2018 e que a administração da empresa manterá uma política financeira conservadora e com foco em beneficiar a liquidez da empresa, ao mesmo tempo em que se desalavanca ao combinar suas operações por meio de sinergias, melhorando assim suas margens e geração de fluxo de caixa.

Cenário de elevação

Podemos elevar os ratings nos próximos 12 a 18 meses, assim que a gestão conclua a integração da Unidas e os processos de refinanciamento em curso, alongando o perfil de vencimento e reduzindo o custo total das dívidas do grupo. Também esperamos que a empresa mantenha uma política financeira conservadora, com menor concentração de dívidas no curto prazo e maior colchão de liquidez, sustentando sua capacidade de ser classificada acima do rating soberano do Brasil de maneira consistente.

Cenário de rebaixamento

Poderemos alterar a perspectiva da Locamérica para estável nos próximos 12 meses caso haja disrupções na integração das operações e a empresa não adote uma política financeira mais conservadora, mantendo uma estrutura de capital com concentração de dívida de curto prazo e um colchão de liquidez limitado, o que poderia comprometer sua capacidade de ser classificada acima do rating do Brasil. Também consideramos um potencial rebaixamento da Locamérica nos próximos 12 meses, decorrente de uma maior concorrência no mercado em meio à piora das condições macroeconômicas no Brasil. Esse cenário poderia levar a uma maior disputa de preços no segmento de RaC, maiores níveis gerais de inadimplência dos clientes, ao mesmo tempo em que aumenta a demanda por veículos mais básicos, impactando as margens de EBIT. Nesse cenário, veríamos seu índice de cobertura de juros sobre EBIT ao redor de 1,3x e seu FFO sobre dívida perto de 12%.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

Companhia de Locação das Américas S.A.

Rating de Crédito Corporativo	
Escala Nacional Brasil	brAA-/Positiva/--
Perfil de risco de negócios	
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Regular
Risco Financeiro	
Fluxo de caixa/alavancagem	Significativo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfólio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Liquidez	Adequada
Política financeira	Neutra
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Negativo

Análise de Recuperação

Principais fatores analíticos

- A elevação dos ratings das dívidas *senior unsecured* da Locamérica e Unidas de brA+ para brAA- segue a elevação dos respectivos ratings corporativos.
- Continuamos avaliando os ratings de recuperação das dívidas *senior unsecured* de ambos emissores em 3 (65%), o qual indica uma expectativa de recuperação significativa entre 50% e 70%. Os ratings de recuperação das dívidas *senior secured* da Unidas também se mantêm em 2 (85%), o que indica uma expectativa de recuperação substancial entre 70% e 90% e de elevação do rating de brAA- para brAA. Os níveis de recuperação são elevados em função da grande frota de veículos da empresa, que avaliamos como ativos líquidos e baixo *haircut*.
- Nosso cenário de recuperação considera a fusão das operações da Locamérica e Unidas, e uma subordinação estrutural oriunda da nova estrutura organizacional, pois a Unidas é um devedor e também subsidiária integral da Locamérica. Este cenário deve evoluir na medida em que o grupo refinance suas dívidas, com a inclusão da garantia de ambas as empresas.
- Avaliamos a empresa em um cenário de *going-concern*, dada a nossa visão de 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 2022 em face da combinação de

um ambiente competitivo mais acirrado, de uma deterioração na qualidade de crédito do portfólio de clientes da companhia bem como do incremento da taxas de juros, que afetariam o custo da dívida da empresa, ao mesmo tempo em que um mercado de veículos usados mais fraco poderia pressionar os fluxos de caixa da empresa, com queda no preço dos veículos.

- Avaliamos o valor da empresa (*enterprise value* ou EV) usando o método de avaliação DAV (*discrete asset valuation*), o qual resulta em um desconto médio de 33% na base de ativos da empresa e um EV de R\$ 3,1 bilhões.

Default simulado e principais premissas de avaliação:

- Ano simulado do default: 2022
- 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 33% no valor dos ativos, resultando em um valor da empresa em estresse de cerca de R\$ 3,1 bilhões.

Estrutura e prioridade de pagamentos

- EV líquido após custos administrativos de 5%: R\$ 2,9 bilhões.
- Dívidas *secured* e *unsecured* nas subsidiárias: R\$ 1,6 bilhão.
- Dívida *secured* e prioritárias na controladora: R\$ 52 milhões.
- Dívida *senior unsecured* na controladora: R\$ 1,7 bilhão.
- Expectativa de recuperação: entre 70%-90% para sua dívida *secured*.
- 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

- [Tabelas de mapeamento das escalas nacionais e regionais da S&P Global Ratings](#), 14 de agosto de 2017
- [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
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Avaliações de classificação de jurisdições](#), 20 de janeiro de 2016
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Principais fatores de crédito para a indústria de leasing operacional](#), 14 de dezembro de 2016.
- [Uso de *CreditWatch* e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro 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 de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013

LISTA DE RATINGS

Ratings Elevados; Ação de Perspectiva

COMPANHIA DE LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS S.A.

Rating de Crédito Corporativo	De	Para
Escala Nacional Brasil	brA+/CW Pos./--	brAA-/Positiva/--
Rating de Emissão	De	Para
Debêntures <i>senior unsecured</i>	brA+/CW Pos.	brAA-
Rating de recuperação	3(65%)	
UNIDAS S/A		
Rating de Crédito Corporativo	De	Para
Escala Nacional Brasil	brA+/CW Pos./--	brAA-/Positiva/--
Ratings de Emissão	De	Para
Debêntures <i>senior unsecured</i>	brA+/CW Pos.	brAA-
Rating de recuperação	3(65%)	
	De	Para
Dívida <i>secured</i>	brAA-/CW Pos.	brAA
Rating de recuperação	2(85%)	

EMISSOR

DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL

DATA DA AÇÃO DE RATING ANTERIOR

COMPANHIA DE LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS S.A.

Rating de Crédito de Emissor		
Escala Nacional Brasil longo prazo	18 de junho de 2012	28 de dezembro de 2017

EMISSOR	DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL	DATA DA AÇÃO DE RATING ANTERIOR
UNIDAS S/A		
Rating de Crédito Corporativo		
Escala Nacional Brasil longo prazo	20 de setembro de 2012	5 de janeiro de 2018