

Localiza (RENT3): Atualização de estimativas; Compra

Atualização de estimativas após sólido desempenho em 2020; Ainda uma Compra

Seguindo os resultados positivos da Localiza em trimestres recentes, estamos aproveitando a oportunidade para revisar nossas estimativas para incorporar: (i) os números mais recentes da empresa e (ii) impactos da segunda onda de Covid-19 no Brasil (esperamos um impacto muito menor do que a última ano). Por enquanto, não estamos incluindo o potencial negócio com a Unidas, pois a aprovação das autoridades de defesa da concorrência deve demorar um pouco mais (esperamos uma decisão até o 4T21 ou 1T22). Dito isso, estamos fornecendo uma análise detalhada do negócio, incluindo o que esperamos dos possíveis recursos do CADE. Nosso novo preço-alvo baseado em FCF é de R\$ 75 (vs. R\$ 70/ação anterior), implicando em potencial de valorização de 25%.

Ventos favoráveis persistem no curto prazo

A divisão RAC (Aluguel de Carros) foi duramente impactada no 2T20 pela primeira onda de Covid-19 no Brasil, mas os volumes se recuperaram de forma constante à medida que as restrições de *lockdown* começaram a diminuir. Olhando para o impacto potencial da segunda onda, projetamos alguma desaceleração de volume no 2T21, mas muito menor do que vimos no ano passado. Enquanto isso, o 2S deve trazer uma recuperação rápida, levando a um desempenho ainda sólido para o ano (retomando o crescimento a/a). Para a divisão de Frotas, esperamos que se mantenha seu desempenho resiliente ao longo de 2021 (lembramos que o segmento foi pouco impactado no ano passado), com a Localiza Meoo se tornando uma importante via de crescimento nos próximos anos. Por fim, para Seminovos, esperamos que as fortes margens observadas nos últimos trimestres persistam devido ao ciclo de ativos mais longo atualmente.

Acreditamos que o CADE pode bloquear a integração de 35-65% da frota de RAC da LCAM

Ainda em um estágio preliminar, a visibilidade sobre as possíveis soluções e o momento da aprovação do CADE para o negócio da LCAM/RENT permanece muito limitada. Dado o tamanho do negócio, acreditamos que a transação trará um pedido de ajustes, mas o tamanho e os impactos continuam a ser incertos por agora. De acordo com o documento submetido à análise do CADE, 25% da frota de RAC combinada está localizada em municípios com alto risco de concentração, ou seja, uma frota de RAC total de 72 mil em risco. Considerando o risco de baixa concentração nas divisões de vendas de carros usados e GTF (Gestão e Terceirização de Frotas), não esperamos quaisquer soluções para essas divisões, com o segmento de RAC provavelmente sendo o foco principal do CADE. Dito isso, o CADE pode bloquear 35-65% da frota de RAC da LCAM. Mesmo considerando esta solução relevante, o negócio ainda seria acretivo para ambas as empresas.

BTG Pactual – Equity Research:

Lucas Marquiori

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Fernanda Recchia

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Localiza (RENT3)

Data	05/04/2021
Ticker	RENT3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	75,0
Preço (R\$)	60,0
Listagem	Novo Mercado

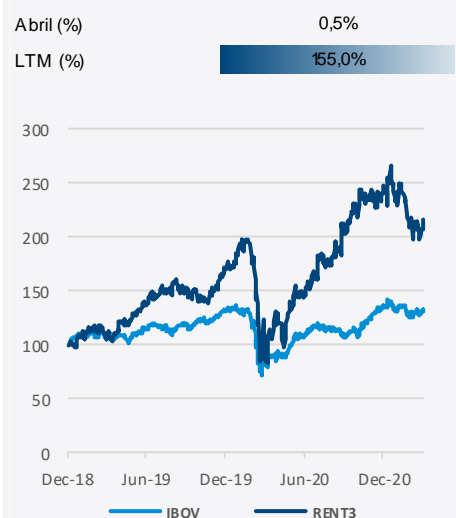
Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	45.130,33
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	345,08

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	28,6x	26,9x
EV/EBITDA	14,7x	13,6x

Stock Performance:



A escassez prolongada de veículos é um risco; Aumentando o preço-alvo para R\$ 75/ação

Apesar de negociar com um valuation caro (P/L 2021 com um prêmio de 23% para a média do setor), continuamos a ver uma história sólida de longo prazo para a Localiza, já que o Brasil ainda enfrenta uma demanda reprimida e a empresa está bem equipada para se beneficiar. As atualizações da combinação de negócios com a Unidas continuam sendo o principal gatilho de curto prazo para as ações. Por outro lado, identificamos os seguintes riscos principais: (i) aumento do custo de capital mais rápido do que o esperado no Brasil; e (ii) uma escassez de produção de veículos mais longa do que o esperado no país. Continuamos com uma Compra em RENT.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	14,2	13,9	18,2	17,0	16,3
EV/EBITDA	18,2	23,8	14,7	13,6	12,5
P/L	40,3	49,8	28,6	26,9	25,1
Dividend Yield %	0,8	0,5	0,6	1,0	1,1

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	10.195	10.308	14.525	20.210	23.580
EBITDA	2.213	2.468	3.689	4.138	4.540
Lucro Líquido	836	1.048	1.594	1.695	1.813
LPA (R\$)	1,18	1,39	2,10	2,23	2,39
DPA Líquido (R\$)	0,39	0,35	0,35	0,63	0,67
Dívida Líquida/Caixa	-6.549	-6.531	-8.767	-10.838	-11.219

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 60,04, em 01 de Abril de 2021.

Atualização do modelo: tópicos de discussão RENT3

Seguindo os resultados positivos da Localiza nos últimos trimestres, estamos aproveitando a oportunidade para revisar nossas estimativas para incorporar seus últimos números reportados e os ventos favoráveis contínuos para os segmentos de Seminovos e RAC (Aluguel de Carros). Por enquanto, ainda não estamos incluindo o potencial negócio com a Unidas, uma vez que a visibilidade de sua aprovação pelo CADE, órgão brasileiro de defesa da concorrência, permanece muito limitada. Dito isso, estamos fornecendo uma análise detalhada do negócio e os possíveis recursos que podem ser solicitados pelo CADE.

Ao longo deste relatório, apresentamos: (i) nossas principais visões sobre o desempenho de cada segmento no curto prazo; (ii) detalhes sobre a escassez de fornecimento das OEMs; (iii) comentários selecionados de partes interessadas sobre o negócio LCAM/RENT; (iv) nossa visão sobre os possíveis recursos que poderiam ser exigidos pelo CADE; e (v) o tamanho do mercado total endereçável para assinatura de automóveis no Brasil.

O que ter atenção em 2021?

1 – Segmento de Aluguel de Carros (RAC)

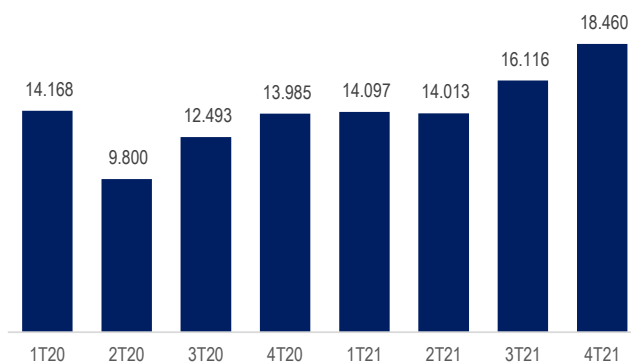
Esta divisão foi duramente impactada pela primeira onda de COVID-19 e as restrições sociais que se seguiram no 1S20, com volumes e rendimentos caindo 8% a/a e 24% a/a, respectivamente, durante o 2T20. Mas os volumes se recuperaram mais rápido do que o mercado esperava, à medida que as restrições do *lockdown* começaram a diminuir, principalmente impulsionadas por (i) migração de pessoas que procuram evitar o transporte público; (ii) turismo doméstico; e (iii) períodos de aluguel mais longos, pois os indivíduos estão viajando mais agora que estão trabalhando em casa. Olhando para o impacto potencial da segunda onda no segmento, embora possamos antecipar alguns impactos no 1S21, eles não devem ser tão fortes quanto os vistos no ano passado. Enquanto isso, o 2S deve trazer uma recuperação constante, levando a um desempenho ainda sólido para o ano. Mostramos abaixo nossas principais mudanças na divisão de RAC:

Tabela 1: Dados financeiros atuais de RAC vs. anteriores (R\$ milhões, IFRS)

Dados Financeiros - RAC R\$ milhões	Atual			Anterior			Variação		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Número de diárias de locação ('000)	62.687	73.657	81.023	65.117	77.326	85.059	-4%	-5%	-5%
<i>crescimento a/a</i>	24%	18%	10%	23%	19%	10%	1,8 p.p.	-1,3 p.p.	0,0 p.p.
Average Daily Rate (R\$)	74	77	79	69	71	74	7%	7%	7%
<i>crescimento a/a</i>	8%	4%	3%	2%	4%	3%	5,3 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Receita Líquida	4.393	5.342	6.067	4.244	5.216	5.924	3,5%	2,4%	2,4%
<i>% de crescimento</i>	40,2%	21,6%	13,6%	35,5%	22,9%	13,6%	4,7 p.p.	-1,3 p.p.	0,0 p.p.
Lucro Bruto	2.905	3.526	4.017	2.607	3.215	3.663	11,4%	9,7%	9,7%
<i>Margem Bruta (%)</i>	66,1%	66,0%	66,2%	61,4%	61,6%	61,8%	4,7 p.p.	4,4 p.p.	4,4 p.p.
EBITDA	2.070	2.644	3.046	1.886	2.354	2.715	9,8%	12,3%	12,2%
<i>Margem EBITDA (%)</i>	47,1%	49,5%	50,2%	44,4%	45,1%	45,8%	2,7 p.p.	4,4 p.p.	4,4 p.p.

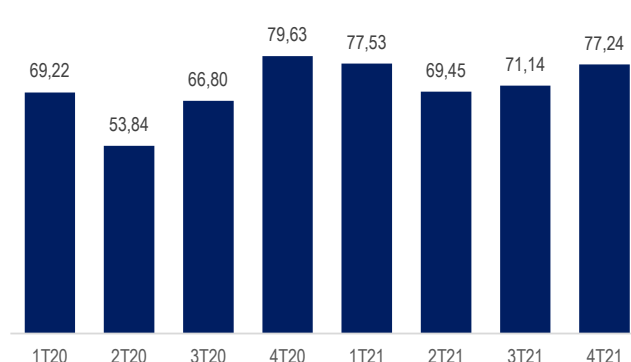
Source: BTG Pactual

Gráfico 1: Evolução trimestral do volume de RAC



Fonte: BTG Pactual

Gráfico 2: Evolução trimestral do rendimento de RAC



Fonte: BTG Pactual

2 - Gestão de Frotas

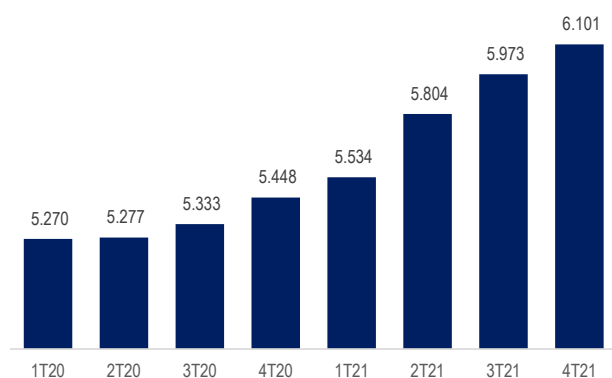
Como antecipamos, a divisão de Frotas foi pouco impactada durante a primeira onda (os volumes no 2T20 cresceram 14% a/a vs. -8% a/a em RAC), comprovando nossa tese de que a divisão fornece uma proteção para a empresa. A Localiza lançou recentemente um serviço de assinatura de carros de longo prazo, o Localiza Meoo, que oferece veículos de 0 km em planos mensais de 1.000 a 4.500 km por até 48 meses. O principal objetivo é aproveitar a transformação cultural em curso, com as pessoas começando a ver o carro como um serviço em vez de priorizar a propriedade do veículo. Vemos esse novo produto desempenhando cada vez mais um papel fundamental no crescimento da empresa a longo prazo. Esperamos que a divisão continue apresentando desempenhos sólidos neste ano e no próximo. Mostramos abaixo nossas principais mudanças para a divisão de GTF (Gestão e Terceirização de Frotas):

Tabela 2: Dados financeiros atuais de Frotas vs. anteriores (R\$ milhões, IFRS)

Dados Financeiros - Frotas R\$ milhões	Atual			Anterior			Variação		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Número de diárias de locação ('000)	23.413	26.925	28.944	25.181	28.643	30.791	-7%	-6%	-6%
<i>crescimento a/a</i>	10%	15%	8%	17%	14%	8%	-6,7 p.p.	1,3 p.p.	0,0 p.p.
Diária média por carro (R\$)	55	57	59	55	57	59	0%	0%	0%
<i>crescimento a/a</i>	1,6%	3,5%	3,3%	2,8%	3,5%	3,3%	-1,2 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Receita Líquida	1.175	1.398	1.552	1.264	1.488	1.651	-7,0%	-6,0%	-6,0%
<i>% de crescimento</i>	11,5%	19,0%	11,0%	20,0%	17,7%	11,0%	-8,5 p.p.	1,3 p.p.	0,0 p.p.
Lucro Bruto	894	1.091	1.195	960	1.131	1.263	-6,9%	-3,6%	-5,4%
<i>Margem Bruta (%)</i>	76,1%	78,0%	77,0%	76,0%	76%	77%	0,1 p.p.	2,0 p.p.	0,5 p.p.
EBITDA	794	972	1.063	853	1.004	1.123	-6,9%	-3,2%	-5,3%
<i>Margem EBITDA (%)</i>	67,6%	69,5%	68,5%	67,5%	67,5%	68,0%	0,1 p.p.	2,0 p.p.	0,5 p.p.

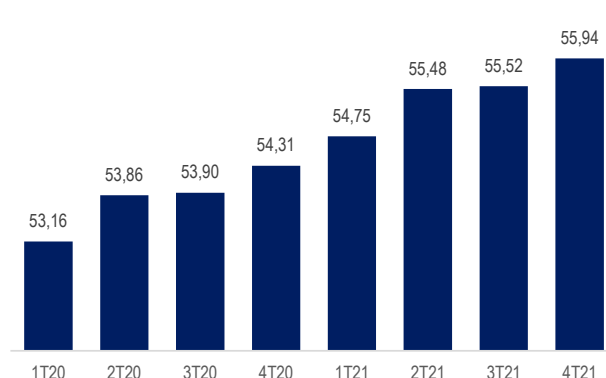
Fonte: BTG Pactual

Gráfico 3: Evolução trimestral do volume de Frotas



Fonte: BTG Pactual

Gráfico 4: Evolução trimestral do rendimento de Frotas



Fonte: BTG Pactual

3 - Seminovos

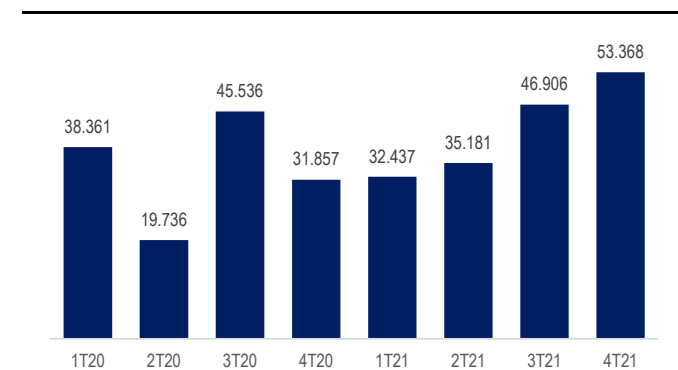
No início da COVID, a divisão de Seminovos sofreu um forte impacto, com a Localiza sendo forçada a fechar suas lojas devido a restrições sociais. No entanto, após atingir o fundo do poço no 2T20, o segmento registrou uma forte recuperação, impulsionada, principalmente, pela migração das vendas de veículos novos para veículos usados, devido aos seus preços mais baratos e o aumento gradual de preços no segmento de carros novos (iniciado pelas OEMs). Enquanto isso, as tarifas foram impactadas positivamente pela dinâmica desequilibrada de oferta e demanda no final do ano passado, levando a um forte aumento que acabou se traduzindo em menor depreciação e margens altas recordes. Olhando para 2021, esperamos que os ventos favoráveis para Seminovos permaneçam, mesmo que a depreciação se recupere, levando a uma margem EBITDA sólida da divisão em meio ao ciclo de ativos mais longo de hoje. Apresentamos a seguir nossas principais mudanças na divisão de Seminovos:

Tabela 3: Dados financeiros atuais de Seminovos vs. anteriores (R\$ milhões, IFRS)

Seminovos R\$ milhões	Atual			Anterior			Variação		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2020E	2021E	2022E
Número de carros vendidos ('000)	167.893	246.747	286.462	239.813	292.662	323.669	-30,0%	-15,7%	-11,5%
<i>crescimento a/a</i>	24%	47%	16%	58%	22%	11%	-34,5 p.p.	24,9 p.p.	5,5 p.p.
Preço Médio de Venda (R\$)	53.367	54.588	55.726	44.918	59.840	44.527	18,8%	-8,8%	25,2%
<i>crescimento a/a</i>	18%	2%	2%	4%	36%	-5%	14,0 p.p.	-33,6 p.p.	6,9 p.p.
Receita Líquida	8.945	13.446	15.936	10.713	13.407	15.196	-16,5%	0,3%	4,9%
<i>% de crescimento</i>	44,1%	50,3%	18,5%	75,4%	25,2%	13,3%	-31,2 p.p.	25,2 p.p.	5,2 p.p.
Lucro Bruto	1.346	1.231	1.275	706	879	998	90,7%	40,1%	27,8%
<i>Margem Bruta (%)</i>	15,0%	9,2%	8,0%	6,6%	6,6%	6,6%	8,5 p.p.	2,6 p.p.	1,4 p.p.
EBITDA	817	499	408	81	97	113	907,7%	413,8%	261,1%
<i>Margem EBITDA (%)</i>	9,1%	3,7%	2,6%	0,8%	0,7%	0,7%	8,4 p.p.	3,0 p.p.	1,8 p.p.

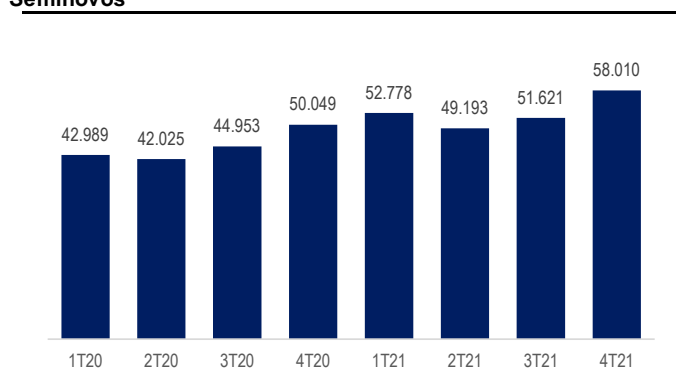
Fonte: BTG Pactual

Gráfico 5: Evolução trimestral dos carros seminovos vendidos



Fonte: BTG Pactual

Gráfico 6: Evolução trimestral do preço médio de venda de Seminovos



Fonte: BTG Pactual

4 - Estimativas consolidadas

Ao todo, estamos ajustando nossas estimativas de receita líquida para 2021 e 2022 em -11% e + 1%, respectivamente (para R\$ 14,5 bilhões e R\$ 20,2 bilhões vs. R\$ 16,2 bilhões e R\$ 20,1 bilhões anteriormente), com aumento do EBITDA em + 30 % e + 19% (para R\$ 3,7 bilhões e R\$ 4,1 bilhões vs. R\$ 2,8 bilhões e R\$ 3,5 bilhões anteriormente) e nossas projeções de lucro líquido crescendo 41% e 29% (para R\$ 1,6 bilhão e R\$ 1,7 bilhão vs. R\$ 1,1 bilhão e R\$ 1,3 bilhão) nos mesmos períodos.

Tabela 4: Estimativas consolidadas antigas vs. novas (R\$ milhões, IFRS)

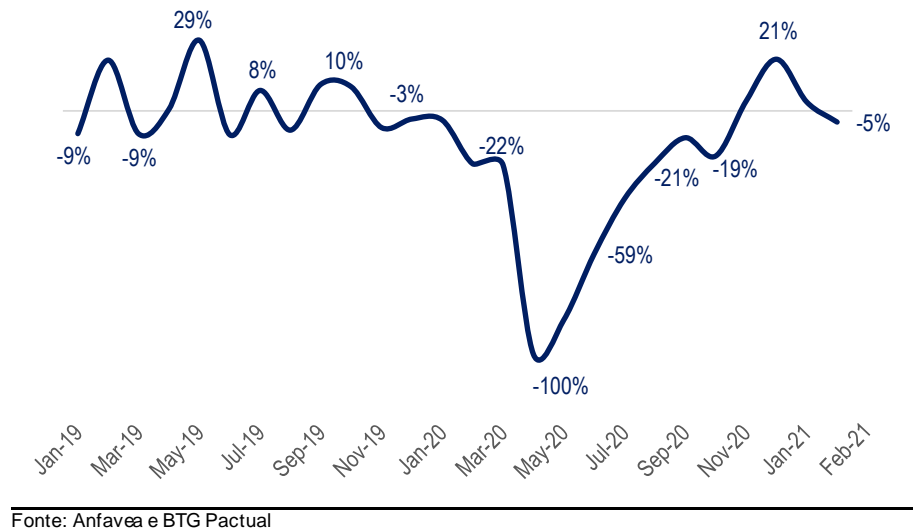
Consolidado R\$ milhões	Atual			Anterior			Variação		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Receita Líquida	14.525	20.210	23.580	16.223	20.110	22.768	-10,5%	0,5%	3,6%
<i>% de crescimento</i>	40,9%	39,1%	16,7%	57,4%	24,0%	13,2%	-16,5 p.p.	15,2 p.p.	3,5 p.p.
Lucro Bruto	5.152	5.862	6.501	4.286	5.237	5.938	20,2%	11,9%	9,5%
<i>Margem Bruta (%)</i>	35,5%	29,0%	27,6%	26,4%	26,0%	26,1%	9,1 p.p.	3,0 p.p.	1,5 p.p.
EBITDA	3.689	4.138	4.540	2.832	3.468	3.964	30,3%	19,3%	14,5%
<i>Margem EBITDA (%)</i>	25,4%	20,5%	19,3%	17,5%	17,2%	17,4%	7,9 p.p.	3,2 p.p.	1,8 p.p.
Lucro Líquido	1.594	1.695	1.813	1.127	1.317	1.520	41,4%	28,7%	19,3%

Fonte: BTG Pactual

Restrição de fornecimento das OEMs

Recentemente, realizamos um evento virtual com o CFO e o diretor de RI da Localiza, durante o qual eles comentaram que a produção de veículos no Brasil ainda não se normalizou, já que muitas OEMs (montadoras) enfrentam falta de componentes e custos crescentes de matéria-prima. No entanto, segundo os executivos, o ritmo de produção vai melhorar gradativamente ao longo do ano (o 2T21 deve ser melhor do que o 1T21). Além disso, eles sinalizaram que a empresa negociou termos de compra com as OEMs no ano passado, garantindo volume suficiente em condições favoráveis para crescer este ano. Dado o foco da RENT na rentabilidade em relação ao crescimento, sua frota deve envelhecer naturalmente no 1S, o que não é um problema considerando o cenário atual para o mercado de carros usados. A empresa espera que a escassez de fornecimento das OEMs se normalize até o final do 2T21.

Por outro lado, o Valor Econômico comentou na semana passada sobre as expectativas da ABLA (Associação das locadoras de veículos) sobre as interrupções na cadeia de suprimentos enfrentadas pelas montadoras, oferecendo uma previsão mais conservadora. Pela associação, a produção deve se normalizar apenas no 4T21, com prazo médio de entrega atual de 180 dias, semelhante ao do ano passado. As OEMs como a Volkswagen suspenderam novos pedidos de locadoras de veículos até abril. Embora alertando sobre a contínua escassez de veículos, acreditamos que as novas restrições de pedidos devem impactar principalmente as locadoras de veículos pequenos, que possuem programas menores de compra de ativos. Por outro lado, a mensagem da ABLA para a normalização da indústria apenas no 4T21 foi mais conservadora do que a de outros agentes de mercado e pode sinalizar a continuação de um cenário de pressão para o fornecimento. Apesar da escassez de veículos, os resultados financeiros das locadoras de veículos devem ser fortes este ano, impulsionados pelos resultados do Seminovos.

Gráfico 7: Evolução da produção total de veículos leves de passageiros (crescimento a/a)

Negociação Localiza / Unidas

Neste relatório, também fornecemos uma análise detalhada da operação RENT / LCAM, levando em consideração: (i) as informações divulgadas no site do CADE; e (ii) nossas últimas suposições para o negócio.

1 - Linha do tempo

Recapitulando, a Localiza e a Unidas anunciaram uma combinação de negócios em setembro de 2020. De acordo com os termos propostos, os acionistas da Localiza deteriam 77% da NewCo, enquanto os acionistas da Unidas ficariam com o restante (23%). A relação de troca de ações proposta de 0,44 ações RENT3 para cada ação LCAM3 implica um prêmio de 9% sobre o preço de fechamento anunciado (que está sujeito a alterações ou possíveis desenvolvimentos), com aumento para 13% se adicionarmos os R\$ 425 milhões em dividendos extraordinários.

Dando continuidade à proposta de fusão, em 12 de novembro os acionistas de ambas as empresas aprovaram a fusão das ações. Em 8 de fevereiro, o negócio foi fechado no site do CADE. Após 9 dias de análise para confirmação do envio de todos os dados necessários, o CADE aceitou os documentos fornecidos pelas empresas para iniciar seu processo de avaliação (17 de fevereiro). Como resultado do início oficial da revisão, o CADE convocou as partes interessadas a comentarem a consolidação do mercado até 5 de março. A autoridade antitruste brasileira agora tem 240 dias corridos (prorrogáveis por até 90 dias) a partir da data do protocolo (8 de fevereiro) para avaliar a proposta de fusão de ações em uma revisão pré-fusão. Esperamos uma decisão final do CADE no final deste ano/início do próximo ano.

2 - Comentários de interessados selecionados

Também analisamos de perto os principais comentários de algumas partes interessadas selecionadas, conforme resumido a seguir:

a) Movida:

Posição final: A transação deve ser rejeitada pelas autoridades antitruste.

- A Movida apontou diferenças na metodologia de market share. Mais especificamente, sinalizou que em setembro, a Localiza estimou uma participação de mercado de RAC de 51% em seu formulário de referência, superior à estimativa de 20-30% apresentada ao CADE;
- A empresa também criticou a metodologia de análise de concentração de mercado, que se divide em pegadas regionais e ações aeroportuárias, por subestimar as vantagens competitivas de uma presença nacional;
- Além disso, embora o mercado de GTF ainda não seja tão concentrado como o de RAC, ele já apresenta uma tendência clara de crescimento de participação para os três maiores players e também deve ser considerado na análise do CADE;
- A assimetria de tamanho da NewCo também será significativa, representando 4x a Movida e mais de 20x o terceiro maior player;
- A empresa destaca ainda que as eficiências obtidas com a fusão entre as empresas não beneficiarão os clientes e que não há remédios adequados para evitar a concentração de mercado, já que a maior parte dos ganhos advém da escala na compra de automóveis;
- A Movida disse que o CADE rejeitou negócios recentes com risco de concentração semelhante ou inferior, como Kroton/Estácio e Liquigás/Ultragaz, não deixando razão para uma abordagem diferente no caso da Localiza/Unidas.

**a) Ouro Verde:**

Posição final: A transação deve ser objeto de ajustes ou rejeitada pelas autoridades antitruste.

- Localiza e Unidas não detalham seu poder de compra junto às montadoras, o que é uma vantagem competitiva fundamental, pois grandes volumes permitem às empresas descontos especiais em preços, melhores prazos de entrega e opções de financiamento mais diversificadas, entre outros. Juntos, eles respondem por pelo menos 58% do total das compras feitas pelas operadoras de RAC e GTF no Brasil;
- O mesmo vale para o segmento de venda de Seminovos, no qual ambas as empresas estimam participação em cerca de 1%, enquanto a Ouro Verde defende que detém pelo menos 10% de participação na venda de seminovos (1-3 anos de uso) e uma taxa média de crescimento anual de 78%. Além disso, a empresa sinalizou que as três maiores locadoras de veículos são as formadoras de preços no segmento e que a Localiza e a Unidas possuem mais de 200 lojas com marca forte para vender seus veículos usados, criando uma barreira de entrada significativa para os recém-chegados;
- A concentração de mercado em RAC chegará a pelo menos 70% dos 130 municípios detalhados pelas empresas, o que pode não ser constatado pelos cálculos de market share fornecidos - o que a Ouro Verde não concorda com a metodologia;
- A Movida não tem escala para competir adequadamente com um player monopolista. O alto ROIC é um indicador importante de que não há competição



suficiente no segmento de RAC. De acordo com o arquivo da empresa, a Localiza tem um ROIC de 12% (vs. 10% para Unidas e 8% para Movida), 5x o custo da dívida;

- Em relação à GTF, a empresa reiterou sua visão de um mercado altamente concentrado após a fusão, com a NewCo detendo uma participação de mercado de cerca de 50%, o que gera altas barreiras de entrada e nenhum concorrente efetivo;

- A Ouro Verde sinalizou que existe o risco de que NewCo e Movida possam coordenar o mercado, afetando pequenos players e consumidores. Além disso, a empresa afirmou que a NewCo não teria nenhum incentivo para repassar suas eficiências aos clientes e que poderia concentrar, em conjunto com a Movida, todas as potenciais parcerias com players internacionais devido aos seus tamanhos e marcas fortes.

c) CAO A

Posição final: A transação não gera concentração significativa de mercado.

- A CAO A está desenvolvendo sua divisão de aluguel de automóveis. Espera competir com a Localiza, Unidas e Movida mesmo após a fusão, pois está desenvolvendo um modelo de negócios inovador baseado na oferta de serviços por meio de uma rede terceirizada. Decidiu entrar neste mercado por ver muito espaço para crescimento;

- Embora a empresa afirme não possuir dados específicos sobre concentração de mercado, acredita que existem muitos players atuando em RAC, GFT e venda de carros usados. Adicionalmente, a CAO A acredita que o mercado está passando por diversas mudanças e, portanto, não espera que a fusão entre a Localiza e a Unidas resulte em significativa concentração de mercado.



d) Renault

Posição final: A transação não mudará significativamente a dinâmica atual do mercado.

- Nos últimos três anos, as vendas da Renault para o segmento de aluguel de automóveis representaram cerca de 23% das vendas totais. No mesmo período, as vendas para a Localiza e Unidas representaram 15% das vendas totais da OEM e 64% do volume total vendido para locadoras de veículos. Nesse cenário, a empresa destacou que está focada em manter o equilíbrio comercial e financeiro de sua operação, a partir do controle dos volumes de vendas e das condições comerciais do segmento de aluguel de veículos. Portanto, não há qualquer possibilidade de um aumento significativo nos descontos nas vendas ou na sua política de volume no curto a médio prazo;

- A Renault também afirmou que a Localiza e a Unidas já têm posições de liderança nos mercados em que atuam, o que não deve mudar muito na visão das montadoras. Além disso, a empresa destacou que existem outros players atualmente investindo para entrar no mercado;

- Por último, a Renault reconheceu que embora as empresas possam melhorar suas taxas de ocupação após a fusão, elas já estão próximas de níveis ótimos.



e) Porto Seguro






Posição final: A transação pode causar concentração no segmento de RAC, mas os players devem encontrar formas de manter o equilíbrio entre os mercados de venda de carros usados e GTF, não prejudicando o consumidor.



- A Porto considera os seguintes aspectos como os principais desafios para a entrada de novos players no mercado: (i) negociar condições comerciais com as OEMs; (ii) estoque de veículos e logística de entrega; e (iii) desenvolvimento de redes de distribuição e atendimento. Questões como gerenciamento de frota e multas também podem ser desafios importantes para novos players;

- A empresa entende que para o segmento de RAC os players menores não são bons substitutos para as três maiores empresas e que são apenas uma opção em regiões muito distantes dos grandes centros e nos casos em que os líderes de mercado não têm condições de atender aos consumidores. Para os demais segmentos (GTF e venda de carros usados), a especialização de empresas menores pode atrair clientes que buscam customização.

Tabela 5: Resumo dos comentários das partes interessadas selecionadas




Empresa	Posição final (conforme arquivo público disponibilizado no site do CADE)
	A transação deve ser rejeitada pelas autoridades antitruste
	A transação deve estar sujeita a remediações ou ser rejeitada pelas autoridades antitruste
	A transação NÃO gera concentração significativa de mercado
 RENAULT	A transação NÃO mudará significativamente a dinâmica atual do mercado
	A transação pode causar concentração no segmento de RAC , mas nas vendas de carros usado e GTF , os players podem encontrar formas de equilibrar o mercado sem prejudicar o consumidor

Fonte: CADE e BTG Pactual

3 - Análise de sensibilidade

Abaixo, demonstramos a participação de mercado combinada das empresas no segmento de RAC (Aluguel de Carros) no Brasil. Esclarecemos que a metodologia utilizada para esse cálculo de participação de mercado está em linha com a que a Localiza e Unidas utilizaram em sua documentação encaminhada ao CADE, em que contrataram a Dataminer para estimar suas participações de mercado utilizando não apenas dados disponíveis da ABLA, mas também fontes como: (i) SRF (Receita Federal); (ii) DETRAN (Departamento Estadual de Trânsito); (iii) IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística); (iv) ANAC (Agência Nacional de Aviação Civil); (v) CAGED (Cadastro Geral de Empregados e Desempregados); (vi) RAIS - Base de Consulta ao Trabalhador, entre outras. Indicamos que a Dataminer foi a responsável por coletar os dados para o negócio Localiza/Hertz, o que significa que o órgão antitruste considera tais informações válidas/confiáveis o suficiente para apoiar a análise de concentração de mercado.

Figura 1: Participação de mercado combinada usando a metodologia da Dataminer

Empresa	Market share (RAC)	Participação Combinada: 20-40%
 Localiza Hertz	20-30%	
 Unidas	0-10%	
 movida	7-8%	
Others	50-73%	

Fonte: Formulário de notificação da Localiza e Unidas submetido ao CADE e BTG Pactual

De acordo com o formulário de notificação enviado pela Localiza e Unidas para análise do CADE (disponível publicamente no site da agência), 25% da frota combinada de RAC está localizada em municípios com alto risco de concentração (veja a tradução do trecho do documento a seguir):

Figura 2: Trecho do formulário de notificação da Localiza e Unidas enviado para análise do CADE

“Considerando a frota alocada em municípios sem sobreposição, alcançamos a estimativa de 75% da frota de RAC combinada pertencente a municípios com algum ou limitado risco competitivo associado à transação. Mesmo para os demais mercados, a Proposta de Transação não trará impactos negativos ao consumidor, devido às características do setor de locação de veículos listadas a seguir, já reconhecidas pelo CADE ao analisar outras transações neste setor”.

*Formulário de notificação enviado ao CADE pela Localiza e Unidas
(pág. 54/172)*

Fonte: Formulário de notificação da Localiza e Unidas submetido ao CADE e BTG Pactual

Considerando os últimos números reportados, a frota combinada de RAC da LCAM e da RENT é de cerca de 290 mil. Portanto, 25% da frota combinada de RAC representa 72 mil veículos. No entanto, esclarecemos que o CADE muito provavelmente pedirá às empresas que alienem uma porcentagem disso, já que 25% inclui as frotas da RENT e da LCAM. Assim, executamos um cálculo simplificado para estimar o tamanho da NewCo alterando a % de desinvestimento da frota. Conforme mostrado abaixo, considerando um desinvestimento da frota RAC combinada na faixa de 22,5-27,5%, chegamos a uma frota RAC combinada total com alto risco de concentração de ~65-80 mil. Supondo que o CADE pedirá que as empresas vendam 40-60% disso, alcançamos uma faixa potencial que as empresas podem precisar vender, para que o negócio seja aprovado, 26 mil – 48 mil veículos do segmento RAC (ou seja, 35-65% do RAC da LCAM), o que significa que a frota total combinada (RAC + GTF + Franquias) após o desinvestimento pode variar entre 412 mil e 434 mil veículos. Assim, aplicamos o EV/frota atual da Localiza (R\$ 177 mil) a essa faixa para estimar o valor da firma da NewCo pós-ajustes, que estimamos em R\$ 73-77 bilhões, implicando em um valor patrimonial de R\$ 68-70 bilhões (também estamos incluindo os recursos do desinvestimento que estimamos usando o EV/Frota atual da LCAM de ~ R\$ 95 mil, aplicados à frota total que presumimos que eles irão vender). Comparando esta faixa com a soma dos valores patrimoniais da Localiza e Unidas ao último preço de fechamento, concluímos que elas poderiam ter um potencial de valorização que varia de 17-20%, o que significa que mesmo que o CADE solicite ajustes consideráveis, o negócio ainda será ser acretivo.

Tabela 6: Análise simplificada para estimar o valor da empresa da NewCo após os ajustes do CADE

Análise da frota de LCAM e RENT	LCAM	RENT	Combo		
RAC	73.500	216.334	289.834		
Franquias	3.365	14.168	17.533		
Frotas	90.926	61.657	152.583		
Total	167.791	292.159	459.950		
% da frota de RAC combinada	22,5%	23,8%	25,0%	26,3%	27,5%
Frota RAC combinada que apresenta alto risco de concentração (#)	65.213	68.836	72.459	76.081	79.704
% da frota combinada de RAC que o CADE pede para ser alienada (%)	40%	45%	50%	55%	60%
Frota total que o CADE pede para ser alienada (#)	26.085	30.976	36.229	41.845	47.823
Frota alienada como % do RAC da LCAM (%)	35%	42%	49%	57%	65%
Frota total após o desinvestimento (#)	433.865	428.974	423.721	418.105	412.127
Valor da Firma NewCo @ RENT EV/Frota atual (R\$ milhões)¹	76.725	75.860	74.931	73.938	72.881
(-) Dívida líquida NewCo (R\$ milhões)	(9.527)	(9.527)	(9.527)	(9.527)	(9.527)
(+) Produto da frota alienada @ EV/Frota LCAM (R\$ milhões) ²	2.470	2.933	3.431	3.963	4.529
NewCo Equity Value @ RENT EV/Frota atual (R\$ milhões)	69.668	69.266	68.835	68.373	67.882
% potencial de valorização do equity value da NewCo @ preço de mercado atual da RENT/LCAM	20%	19%	19%	18%	17%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg em 1º de abril de 2021

Nota: 1. RENT EV/Frota aplicada de R\$ 177 mil, a partir de 1º de abril de 2021. 2. LCAM EV/Frota aplicada de R\$ 95 mil, a partir de 1º de abril de 2021

Esta análise depende muito da relação EV/frota que você assume (para a qual estamos usando o nível atual na Localiza). No entanto, isso pode mudar de acordo com os termos do acordo. Portanto, também estamos fornecendo uma análise de sensibilidade de como o valor da empresa e o valor patrimonial da NewCo podem mudar de acordo com EV/frota e a % de desinvestimento da frota. Ver abaixo:

Tabela 7: Valor da Firma combinada alterando a % da frota alienada e EV/Frota da RENT (R\$ milhões)

		Frota alienada como % da frota combinada				
		22,5%	23,8%	25,0%	26,3%	27,5%
EV/Frota RENT	156	66.681	66.398	66.116	65.833	65.550
	166	70.954	70.654	70.353	70.052	69.751
	177	75.572	75.251	74.931	74.611	74.290
	186	79.501	79.164	78.827	78.490	78.153
	196	83.775	83.420	83.065	82.709	82.354

Fonte: BTG Pactual

Tabela 8: Valor Patrimonial combinado pela variação de % da frota alienada e EV/Frota da RENT (R\$ milhões)

		Frota alienada como % da frota combinada				
		22,5%	23,8%	25,0%	26,3%	27,5%
EV/Frota RENT	156	60.241	60.130	60.019	59.908	59.797
	166	64.515	64.386	64.256	64.127	63.998
	177	69.132	68.983	68.835	68.686	68.537
	186	73.062	72.896	72.731	72.565	72.400
	196	77.335	77.152	76.968	76.784	76.601

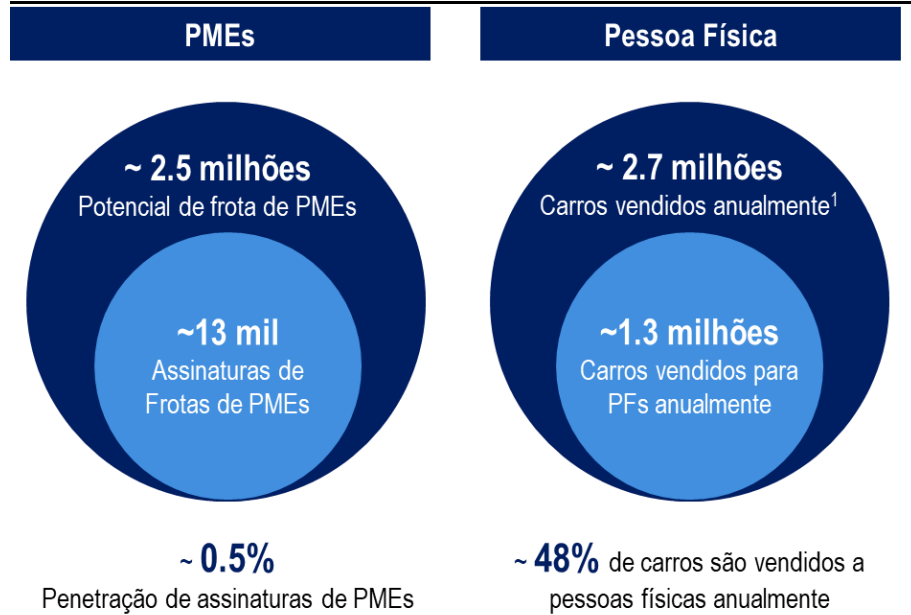
Fonte: BTG Pactual

Mercado de assinaturas: quão grande é esse mercado?

Acreditamos que a assinatura de automóveis continua sendo uma das principais vias de crescimento para a empresa e para o setor. Acreditamos que o mercado total endereçável para assinaturas de automóveis no Brasil é materialmente grande, composto por um mercado potencial de PMEs de 2,5 milhões (frota atual de pequenas e médias empresas) e vendas totais de automóveis para pessoas físicas de 1,3 milhão de carros por ano (o que pode migrar lentamente para a assinatura). Mais importante, estimamos uma taxa de penetração de menos de 1% para PMEs e muito tímida para pessoas físicas. Essa baixa taxa de penetração no Brasil se compara a ~32% nos Estados Unidos, mostrando que há grande espaço

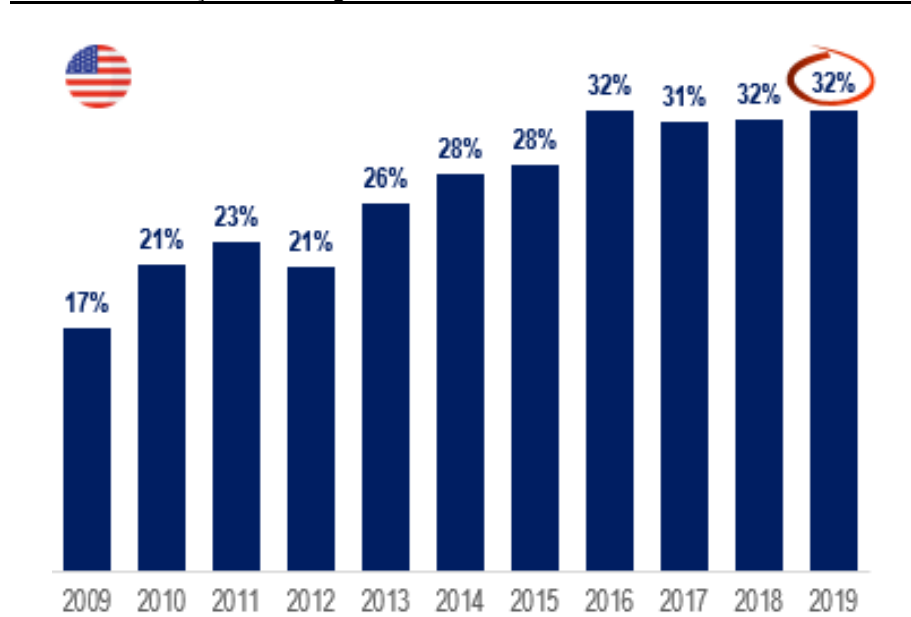
para crescimento (veja abaixo). A RENT acredita que é possível dobrar seu aluguel de frotas considerando apenas os volumes provenientes de carros de assinatura em cima do crescimento normal do aluguel de frotas.

Gráfico 8: Mercado total endereçável para assinaturas de automóveis no Brasil tem uma grande via de crescimento



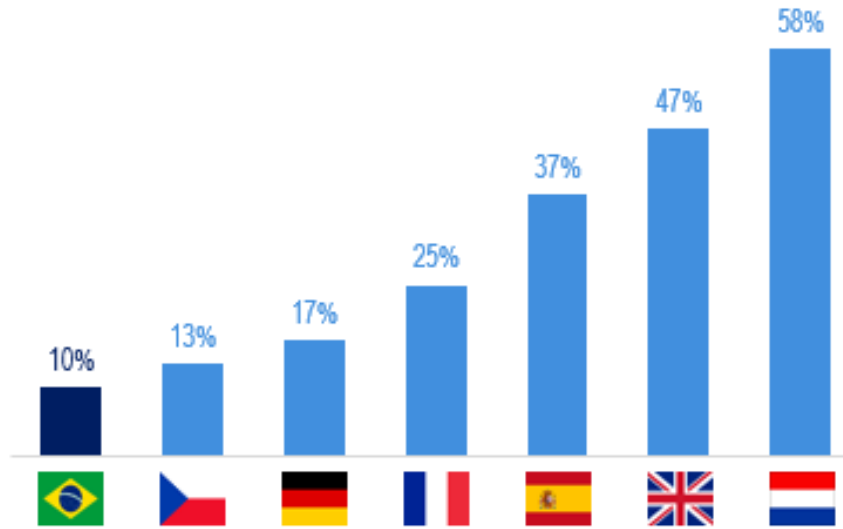
Fonte: ANFAVEA, FENAUTO e BTG Pactual
Nota: ¹ considera o volume de 2019

Gráfico 9: Penetração de leasing nos EUA



Fonte: Edmunds e BTG Pactual

Gráfico 10: Penetração do Aluguel de Frotas por país



Fonte: Datamonitor, Localiza e BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais e específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx