

## Locadoras: Revisão favorável da primeira opinião do CADE

### CADE emite primeira opinião sobre a fusão Localiza + Unidas; primeiro passo positivo

A Autoridade de Defesa da Concorrência (CADE) divulgou sua primeira avaliação sobre a fusão Localiza-Unidas. A análise do negócio foi baseada em uma infinidade de informações do setor, reunidas por extensos dados de muitos participantes do setor (fornecedores, clientes e, o mais importante, concorrentes). Em nossa leitura, a recomendação do CADE foi um evento positivo para a Localiza e Unidas, já que o relatório recomenda a aprovação da combinação de negócios entre as empresas, dependendo de certos 'remédios' (= nosso cenário de caso-base) que ainda será divulgado (o texto nos dá algumas referências sobre como a autoridade deve abordar este tema). Esta recomendação é um sinal positivo, pois muitos investidores esperavam a reprovação do negócio nesta primeira revisão do processo, devido ao recente fluxo de notícias desfavoráveis (o mercado migrou para nosso pior cenário recentemente). Embora o processo ainda precise passar pelo tribunal do CADE e uma revisão final seja esperada para ser emitida até 6 de outubro (prorrogável por até 90 dias), a aprovação é uma das condições precedentes para o negócio e fornece um importante primeiro passo, contribuindo para uma redução gradual do risco de ambos as teses de investimento da Localiza e Unidas.

### Remédios ainda não totalmente divulgados; provavelmente envolverá uma combinação de ativos

Com relação aos prováveis remédios, Localiza e Unidas apresentaram ao CADE um plano de remédios (denominado Acordo de Controle de Concentração de Mercado), caracterizando: (i) um 'estrutural remédio', envolvendo a venda de parte da operação do aluguel de veículo da Unidas, e (ii) dois remédios comportamentais, envolvendo o contrato de parceria da Localiza e da Vanguard (a Vanguard possui as marcas National, Alamo e Enterprise). O documento do CADE não divulgou totalmente tais remédios (esta informação é confidencial e destinada exclusivamente às partes envolvidas, e portanto, ainda não foi tornado público). No entanto, o documento aponta que os remédios estruturais devem envolver 136 cidades (de 156 cidades com alguma sobreposição) e 38 aeroportos. Também explica que os 'remédios' devem envolver uma combinação de ativos (veículos + lojas locais) totalmente focados em aluguel de veículos (em linha com nossas reflexões iniciais, como o CADE não enxerga os segmentos de gestão ou terceirização de frotas ou seminovos como um problema devido à sua menor sobreposição). Curiosamente, o CADE afirma que o 'pacote de desinvestimento' negociado pelas duas empresas viabilizam a entrada de uma terceira companhia na indústria (ou seja, além de RENT-LCAM e Movida, agora a segunda maior empresa do setor). Este continua sendo o principal ponto de interrogação do negócio, visto que o perfil desta terceira empresa ainda não está claro. Não descartamos a entrada de uma empresa de fora do segmento de aluguel de veículos, como uma companhia financeira ou mesmo uma operação administrada por uma montadora. Uma análise mais profunda do relatório de avaliação do CADE revela que qualquer nova empresa deve adquirir pelo menos 20.000 veículos, com participação de mercado na indústria de pelo menos 10% (tornando-se assim uma nova, terceira força no segmento, atrás da Movida - que não vemos comprando esses ativos devido

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Lucas Marquiori

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Fernanda Recchia

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Marcel Zambello

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Localiza (rent3)

Data	08/09/2021
Ticker	RENT3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	75,0
Preço (R\$)	55,4
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	41.694,00
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	340,10

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	26,4x	24,8x
EV/EBITDA	13,8x	12,8x

#### Stock Performance:

Setembro (%)	-0,1%
LTM (%)	9,9%



ao maior grau de sobreposição). Portanto, a companhia combinada LCAM + RENT é esperada ter uma participação de mercado no aluguel de veículos pós-negociação (com 'remédios') de 40 a 50%. Nós continuamos esperando um 'remédio' variando de 25 a 46 mil veículos.

## Revisão favorável; melhor do que o antecipado pelo mercado

O laudo de avaliação significa um primeiro passo positivo em direção a conclusão do negócio. O relatório de avaliação do CADE explica que o principal ponto é a concentração de mercado e os riscos estão no segmento de aluguel de carros, enquanto no segmento de gestão de frotas e carros usados representam riscos menores. Em relação aos próximos passos, a fusão ainda tem que passar pelo Tribunal do CADE, que deverá emitir uma segunda (e última revisão) até 6 de outubro (prorrogável por 90 dias, se necessário). Com tudo incluído, acreditamos que tanto as ações da Localiza quanto as ações da Unidas devem reagir positivamente, já que o primeiro relatório de avaliação apresentou uma recomendação melhor do que esperado, revertendo o recente fluxo de notícias negativo em torno do acordo. Mantemos nossas classificações de compra em RENT3 e LCAM3

Tabela 1: Frota de Veículos (LCAM e RENT)

Frota da Localiza e Unidas (2T21)	LCAM	RENT	Combinado
Aluguel de veículos	70.692	208.520	279.212
Gestão e terceirização de frotas	107.916	65.822	173.738
<b>Total</b>	<b>178.608</b>	<b>274.342</b>	<b>452.950</b>

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Tabela 2: Análise simplificada para estimar o valor da firma da nova companhia pós remédios do CADE

% da frota de RAC combinada	22,5%	23,8%	25,0%	26,3%	27,5%
Frota de RAC combinada que apresenta alto risco de concentração (#)	62.823	66.313	69.803	73.293	76.783
% da frota combinada de RAC que o CADE pede para ser alienada (%)	40%	45%	50%	55%	60%
<b>Frota total que o CADE pede para ser alienada (#)</b>	<b>25.129</b>	<b>29.841</b>	<b>34.902</b>	<b>40.311</b>	<b>46.070</b>
Frota alienada como% do RAC da LCAM (%)	36%	42%	49%	57%	65%
<b>Frota total após o desinvestimento (#)</b>	<b>427.821</b>	<b>423.109</b>	<b>418.049</b>	<b>412.639</b>	<b>406.880</b>
<b>Valor da nova companhia @ RENT atual EV / Frota (R\$ milhões) <sup>1</sup></b>	<b>75.872</b>	<b>75.036</b>	<b>74.139</b>	<b>73.179</b>	<b>72.158</b>
(-) Dívida líquida da nova companhia (R\$ milhões)	(11.511)	(11.511)	(11.511)	(11.511)	(11.511)
(+) Produto da frota alienada @ EV / Frota LCAM (R\$ milhões) <sup>2</sup>	2.472	2.935	3.433	3.965	4.531
<b>Valor do equity da nova companhia @ RENT atual EV / Frota (R \$ milhões)</b>	<b>66.832</b>	<b>66.460</b>	<b>66.060</b>	<b>65.633</b>	<b>65.178</b>
% de potencial da nova companhia @ valor de mercado atual RENT/LCAM	22%	21%	21%	20%	19%

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual. Nota: <sup>1</sup> RENT EV / Frota aplicada de R\$ 177 mil a partir de 6 de setembro de 2021. <sup>2</sup> LCAM EV / Frota aplicada de R\$ 98 mil, a partir de 6 de setembro de 2021.

Unidas (Icam3)	
Data	08/09/2021
Ticker	LCAM3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	32,0
Preço (R\$)	24,9
Listagem	Novo Mercado

### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	12.608,61
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	80,44

### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	22,1x	19,8x
EV/EBITDA	10,4x	9,5x

### Stock Performance:

Setembro (%)	-0,1%
LTM (%)	17,0%



## 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 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)