

Rating 'brAA-' atribuído na Escala Nacional Brasil à Movida Participações S.A.; perspectiva estável

Analista principal:

Victor Nomiya, CFA, 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 da Ação de Rating

- A empresa de locação de veículos brasileira Movida Participações S.A. cresceu a um ritmo acelerado nos últimos anos, o que a tornou uma das maiores empresas do setor no país, mas também prejudicou sua rentabilidade e enfraqueceu suas métricas de crédito.
- Acreditamos que as operações da empresa são atualmente mais voláteis do que as de outros pares globais e nacionais devido à maior participação do segmento de aluguel de carros em suas receitas totais e ao ainda fraco desempenho na venda de seminovos.
- Por outro lado, a empresa se beneficia do suporte de sua controladora, a **JSL S.A.** (JSL; BB-/Estável/-- e brAA+/Estável/--), tanto em termos operacionais quanto financeiros.
- Em 8 de janeiro de 2019, atribuímos à Movida o rating de crédito corporativo de longo prazo 'brAA-' na Escala Nacional Brasil.
- A perspectiva estável reflete nossa expectativa de que a empresa vai moderar seu nível de investimentos nos próximos anos, o que, somado ao maior foco no segmento de gestão de frotas e à melhora na eficiência do segmento de seminovos, deve aumentar sua rentabilidade e reduzir a volatilidade de suas métricas de crédito.

Fundamentos da Ação de Rating

O rating reflete a escala e a presença geográfica limitada da Movida e sua maior volatilidade de rentabilidade e de fluxo de caixa em comparação às de seus pares globais e nacionais. Sua maior exposição de vendas ao segmento de aluguel de carros traz mais volatilidade às margens em razão do elevado nível de competição por preços e da potencial ciclicidade gerada pela baixa duração média dos contratos. A empresa também apresenta margens negativas na venda de seminovos, principalmente em função do ainda reduzido número de veículos vendidos por loja no varejo. Por outro lado, em nossa

opinião, a empresa está bem posicionada no mercado brasileiro, sendo atualmente uma das três maiores do setor, com crescente reconhecimento da marca e do volume das operações. Além disso, consideramos a Movida como sendo altamente estratégica para sua controladora, a JSL, que, além de ter demonstrado nos últimos anos que a Movida é relevante para manter presença no segmento de locação de veículos leves no Brasil, aportou valores significativos para expandir as operações da subsidiária.

A Movida passou por um processo de crescimento acelerado desde a sua aquisição pela JSL em 2013, aumentando sua frota para cerca de 89 mil veículos em 30 de setembro de 2018, o que levou a uma alavancagem ajustada de 4,7x no final do mesmo período. A JSL contribuiu para sustentar o crescimento e conter o aumento do endividamento com aportes de mais de R\$ 700 milhões na Movida desde a sua aquisição em 2013. Isso, somado à alta representatividade da Movida, cuja participação no EBITDA do grupo é de cerca de 25%, e aos gatilhos de aceleração de pagamento de dívidas na JSL, no caso de inadimplência da Movida, corrobora nossa visão de que a subsidiária é altamente estratégica à JSL.

Apesar da nossa expectativa de melhora na rentabilidade da Movida em 2019, acreditamos que sua margem EBIT deve cair em 2020, voltando a se recuperar de forma consistente a partir de 2021. Essa queda se deve tanto à diminuição do seu ritmo de expansão, o que deve envelhecer sua frota, quanto ao crescimento mais acentuado da operação de venda de seminovos, uma vez que esse segmento atualmente apresenta contribuição negativa para a margem consolidada. Portanto, esperamos que a empresa comece a estabilizar suas operações a partir de 2021, com ganhos de eficiência na venda de seminovos, que passariam a apresentar margens positivas, e maior participação do segmento de gestão de frotas nas receitas totais, aumentando a rentabilidade e reduzindo a volatilidade sobre as métricas de crédito.

Dessa forma, esperamos um acréscimo da ordem de 6.000 veículos na frota total em 2019, com a maior parte desse aumento destinada ao segmento de gestão de frotas. A Movida recentemente adquiriu as operações da Avis no Brasil, incluindo acordos de parceria entre as empresas, o que deve fortalecer sua marca e proporcionar maior acesso a clientes internacionais. Além disso, esperamos que a operação de aluguel de carros mantenha um desempenho operacional relativamente estável, ao mesmo tempo que ocorre uma melhora nas operações de gestão de frotas e, especialmente, na de vendas de seminovos. Como resultado, estimamos métricas de EBIT sobre despesa financeira líquida acima de 2x e margem EBIT perto de 15% já ao final de 2018. Ainda, esperamos que os investimentos líquidos diminuam para cerca de R\$ 600 milhões a R\$ 800 milhões entre 2019 e 2020, em comparação com montantes acima de R\$ 1 bilhão em 2017 e 2018.

Perspectiva

A perspectiva estável reflete nossa visão de que a Movida vai continuar a fortalecer sua performance operacional, focando em ganhos de eficiência no segmento de venda de seminovos, enquanto expande gradualmente a sua operação de gestão de frotas. Dessa forma, a empresa deve desacelerar seu crescimento nos próximos anos, enquanto mantém uma política financeira prudente e margens crescentes. A Movida também continuará a se beneficiar do apoio da JSL, tanto em termos operacionais quanto em relação ao acesso ao mercado de crédito local para financiar seu crescimento orgânico e para a rolagem de dívidas. Esperamos que o índice de EBIT sobre despesa financeira líquida se aproxime de 2x e o de geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida se mantenha perto de 15% nos próximos anos, enquanto a empresa mantém índice de fontes sobre usos de caixa

acima de 1,2x.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar o perfil de crédito individual da Movida nos próximos 12 meses devido a uma deterioração em sua eficiência operacional, resultando em métricas de crédito mais fracas, como FFO sobre dívida abaixo de 12% e EBIT sobre despesa financeira líquida perto de 1,3x. Isso poderá advir de um aumento da competição no mercado local, com disputa mais acirrada por preços no segmento de aluguel de carros, em meio às condições macroeconômicas ainda desfavoráveis no Brasil, o que elevaria o nível de inadimplência dos consumidores e geraria um movimento de migração para portfólios menos rentáveis. No entanto, um rebaixamento do rating da Movida somente ocorrerá se houver uma ação similar nos ratings da JSL, ou se enxergarmos um enfraquecimento no potencial suporte do grupo à subsidiária.

Cenário de elevação

Uma ação de rating positiva nos próximos 12 a 18 meses será possível se a empresa concluir com sucesso a reformulação de sua operação de venda de seminovos, ao mesmo tempo que mantém sua sólida performance nos segmentos de aluguel de carros e gestão de frotas, resultando em margens mais altas e menor volatilidade, de forma consistente. Nesse cenário, o índice de margem EBIT da empresa poderá atingir cerca de 18%, com um maior histórico de resiliência em seus indicadores, como EBIT sobre despesa financeira líquida acima de 2x, FFO sobre dívida perto de 20%, bem como a manutenção de fontes sobre usos de caixa acima de 1,2x, de forma consistente. Também poderemos elevar o rating da Movida se elevarmos os ratings da JSL.

Descrição da empresa

A Movida é a terceira maior empresa do setor de locação de carros no Brasil, operando em três diferentes segmentos: aluguel de carros (RaC - *rent-a-car*), gestão e terceirização de frotas e venda de veículos seminovos.

A empresa foi adquirida pelo grupo JSL S.A. em 2013 e passou por um agressivo processo de crescimento orgânico e inorgânico desde então. Em 2017, a Movida concluiu sua abertura de capital para suportar o processo de crescimento, e atualmente a JSL detém cerca de 70% de participação na empresa.

A Movida gera um faturamento anual de aproximadamente R\$ 2,5 bilhões e conta com uma frota total de quase 89 mil veículos, com maior concentração no segmento de RaC, com 64 mil carros.

Nosso cenário de caso-base

Nosso cenário-base considera as seguintes premissas:

- Crescimento do PIB brasileiro de 1,4% em 2018, 2,4% em 2019 e 2,5% em 2020, influenciando a demanda por operações de aluguel de carros e gestão de frotas;
- Inflação no Brasil de 4,2% em 2018 e 4% nos próximos anos, impactando os custos relacionados à mão de obra e à manutenção da frota;
- Taxas básicas de juros no fim do período no Brasil de 6,5% em 2018, 7,5% em 2019 e de 8,5%

em 2020, ajustando os custos de captação de recursos e as taxas para novos contratos de locação de frotas;

- Frota média operacional de cerca de 69.000 carros em 2018, 76.000 em 2019 e de 87.000 em 2020;
- Crescimento das tarifas de cerca de 4% no segmento de gestão de frotas em 2018 e nos próximos anos, como resultado dos investimentos da empresa em novos veículos, o que impacta os preços na renovação dos contratos;
- Crescimento da tarifa média no segmento de aluguel de carros de 2% em 2018 e permanecendo estável nos próximos anos, refletindo o mix do portfólio de carros e ainda o nível de competição entre as maiores empresas no mercado;
- Novas emissões de dívida entre R\$ 400 milhões a R\$ 500 milhões no próximo ano para o financiamento de investimentos;
- Investimento em aquisição de veículos de cerca de R\$ 2,3 bilhões em 2018 e 2019 e de cerca de R\$ 2,5 bilhões em 2020, em função da diminuição no ritmo de crescimento da empresa;
- Receita do segmento de seminovos de cerca de R\$ 1,4 bilhão em 2018, R\$ 1,8 bilhão em 2019 e R\$ 1,9 bilhão em 2020;
- Pagamento de dividendos de cerca de 25% do lucro líquido do exercício anterior em 2018, aumentando para 35% em 2019 e para 50% nos anos seguintes;
- Esperamos que a margem EBIT cresça nos próximos anos, refletindo principalmente o novo modelo de operações no segmento de seminovos, que levará a maiores volumes vendidos e a melhores resultados operacionais. Esperamos que a Movida atinja o ponto de equilíbrio (*breakeven*) na operação de seminovos ao longo de 2020.

Essas premissas resultam nas seguintes métricas de crédito:

- Receita líquida de R\$ 2,5 bilhões em 2018, R\$ 3,1 bilhões em 2019 e R\$ 3,4 bilhões em 2020;
- EBIT ajustado em torno de R\$ 420 milhões em 2018, R\$ 470 milhões em 2019 e R\$ 600 milhões em 2020;
- FFO de cerca de R\$ 330 milhões em 2018, R\$ 415 milhões em 2019 e R\$ 495 milhões em 2020;
- Cobertura de juros pelo EBIT por volta de 2,1x em 2018, 2019 e 2020;
- FFO sobre dívida próximo a 15% em 2018, e crescendo para pouco acima de 16% em 2019 e 2020.

Liquidez

Avaliasmos a liquidez da Movida como adequada, com fontes sobre usos de caixa confortavelmente superiores a 20% nos próximos 12 meses. Isso resulta da baixa concentração de dívida no curto prazo, do cronograma de amortização de dívidas suave, de sua posição de caixa robusta e de seu acesso a crédito no mercado local, beneficiando-se de sua relação com a JSL. A empresa também possui ativos líquidos que poderiam ser usados como garantia, o que facilita seu acesso a crédito. Por outro lado, a avaliação da liquidez da Movida é restringida pelo colchão apertado em relação às cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) sobre a dívida, bem como pela sua capacidade limitada de suportar eventos inesperados e de alto impacto sem necessidade de refinanciamento.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de R\$ 793 milhões em 30 de setembro de 2018;
- FFO de cerca de R\$ 321 milhões nos próximos 12 meses após 30 de setembro de 2018;
- Consideramos como fonte de caixa a capacidade da Moviada de contratar linhas de financiamento de até 70% do total de gastos com investimentos (capex) líquidos.
- Nova emissão de debêntures no montante de R\$ 600 milhões, concluída em janeiro de 2019.

Principais usos de liquidez:

- Dívida de curto prazo de R\$ 174,9 milhões em 30 de setembro de 2018;
- Capex líquido da ordem de R\$ 602 milhões nos próximos 12 meses após 30 de setembro de 2018;
- Pagamento de dividendos de cerca de R\$ 47 milhões.

Covenants

A flexibilidade financeira da Moviada é limitada por *covenants*, os quais a empresa tem respeitado historicamente, e esperamos que continue a respeitá-los, porém com um colchão limitado ligeiramente inferior a 15%. Os *covenants* são do tipo de aceleração de dívida e requerem as seguintes métricas:

- Dívida líquida sobre EBITDA inferior a 3,5x;
- EBITDA sobre despesa financeira líquida acima de 1,5x.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

MOVIDA PARTICIPAÇÕES S.A.

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brAA-/Estável
Risco de negócios	Fraco
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Fraca
Risco financeiro	Agressivo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Agressivo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Liquidez	Adequada
Política financeira	Neutra
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Neutra

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 e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site www.capitaliq.com. Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em www.standardandpoors.com. Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Principais fatores de crédito para a indústria de leasing operacional](#), 14 de dezembro de 2016
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro 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

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

Outros serviços fornecidos ao emissor

A S&P Global Ratings tem fornecido à Movida Participações S.A. o serviço de *Credit Assessment*.

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 Nº 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.

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, completude, 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 COMERCIALIZABILIDADE, 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. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

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).