

1º Trimestre 2012

*“There are actually businesses that you will find a few times in a lifetime where any manager could raise the return enormously just by raising prices – and yet they haven’t done it. So they have huge untapped pricing power that they’re not using. This is the ultimate no-brainer.”*

*Charlie Munger, no livro Poor Charlie’s Almanack*

Como mencionado na Carta de Apresentação do Selection, o novo fundo de ações da família de produtos do Opportunity, buscaremos através de cartas trimestrais dar maior clareza sobre nossa gestão. Assim, pretendemos utilizar esse espaço para comentar sobre os resultados obtidos pelo fundo, detalhar casos de investimentos e discutir temas e ideias que sejam relevantes para expor nossa visão do cenário corrente ou para reforçar algum princípio da nossa filosofia de gestão.

Esta carta trata da fundamentação de nosso investimento na empresa Localiza, realizado no início deste ano. No fim do primeiro trimestre, tal investimento representava aproximadamente 8% do patrimônio do fundo.

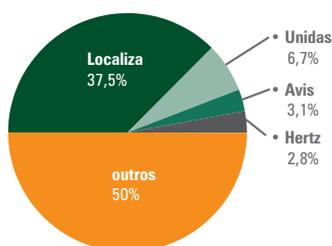
O mercado de locação de automóveis no Brasil era composto por mais de duas mil empresas no ano de 2010. Esse número inclui companhias que atuam, principalmente, nos segmentos de aluguel de carros para o varejo (viajantes a negócio, turistas, carro-reserva para seguradoras, entre outros) e de terceirização de frotas para empresas. O segmento de varejo é o mais complexo, exigindo uma estrutura de lojas para atendimento ao público e mais capital humano, pois há mais interação com o consumidor. Além disso, a taxa de utilização dos veículos não é conhecida e uma demanda abaixo da projetada pode resultar em retornos mais baixos. A terceirização de frotas tem um caráter mais financeiro, pois a locadora fecha um contrato de 2 a 3 anos com o cliente, em geral com tarifa fixa em termos reais, que inclui o aluguel do carro e alguns serviços durante o período acordado. Nesse caso, com a tarifa definida e utilização do veículo garantida pelo prazo de vigência do contrato é mais fácil prever o lucro da operação com cada cliente e a maior incerteza está no preço de revenda do veículo após o fim do contrato. A competição é acirrada em ambos os segmentos, mas um pouco mais forte na terceirização de frotas.

## Localiza

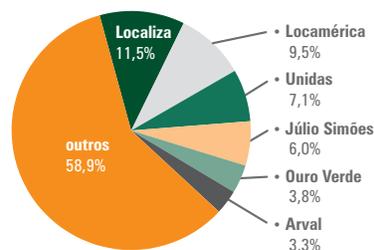
A Localiza, fundada em 1973 e comandada por Salim Mattar, é a empresa líder do setor no Brasil. Ela atua em ambos segmentos supracitados por meio de lojas próprias e franquias. Sua frota própria total no final de 2011 era de 97 mil carros, sendo que 67% deles estavam alocados no negócio de aluguel para o varejo (Divisão de Aluguel – “Localiza Rent-a-Car”), e o restante no de terceirização de frotas (Divisão de Frotas – “Total Fleet”). Cerca de 30% das receitas da Divisão de Aluguel são provenientes das lojas em aeroportos e o restante vem das agências nas cidades. Nessa mesma divisão, aproximadamente 80% das locações são feitas para viajantes a negócio, clientes corporativos e seguradoras, e o restante da demanda é para turistas e o público geral.

### Gráfico 1 – Participação de Mercado

Divisão de Aluguel - Market Share\*



Terceirização de Frotas - Market Share\*



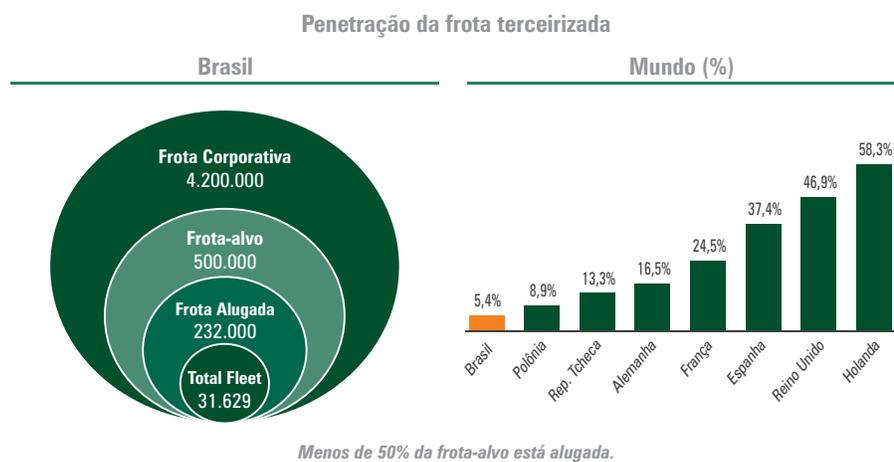
\*Por frota em 2010 - valores estimados - Fonte: Localiza, Abla, Euromonitor, análise interna

## Crescimento do mercado

Entre 2001 e 2010 a receita consolidada de aluguéis da Localiza cresceu em média 18,4% a.a., bem acima da média do setor, que foi de 11,7% a.a. O crescimento expressivo ao longo do tempo foi acompanhado de ganhos de escala, o que lhe permitiu atingir um diferencial competitivo relevante.

O mercado de terceirização de frotas tem apresentado uma elasticidade ao PIB maior do que 1 porque além do crescimento da frota demandada pelos atuais clientes (que tende a acompanhar o crescimento da atividade econômica), mais empresas têm optado por repassar essa operação de frota para uma locadora especializada. Segundo estimativas mais recentes, a frota corporativa terceirizada no Brasil em 2010 era de apenas 232 mil veículos, representando aproximadamente 5,5% da frota corporativa total. Portanto, há um potencial enorme para uma maior penetração, mesmo ao considerar que uma boa parte das empresas não se qualificaria como mercado alvo das locadoras.

**Gráfico 2 - Aluguel de frotas: Potencial de Mercado - tendência de terceirização**



Fonte: Localiza, Datamonitor, Euromonitor e Abla

Por sua vez, o mercado de locação para viajantes a negócio e clientes corporativos tende a aumentar com o crescimento das empresas, ou seja, próximo do PIB. Pelo componente do turismo, o mercado de locação cresceu mais do que o PIB, fomentado pela queda no custo do transporte aéreo. Além disso, os grandes eventos que o país irá sediar como a Copa do Mundo e as Olimpíadas devem favorecer o crescimento da atividade turística não só no momento em que ocorrerem como também posteriormente, em decorrência das melhorias na infraestrutura nacional e da grande exposição na mídia.

## Vantagens Competitivas

No estágio atual do mercado doméstico, a Localiza é bem maior do que os outros três maiores concorrentes somados na Divisão de Aluguel e é a maior compradora de carros entre as locadoras. Dessa forma, estimamos que ela consiga entre 3 e 4 pontos percentuais (p.p.) a mais de desconto na aquisição de automóveis que seus grandes concorrentes e entre 6 e 8 p.p. a mais que as pequenas locadoras. A escala também permite a diluição de custos fixos como, por exemplo, custos de TI e sistemas, pessoal e central de vendas. Além disso, o crescimento pode permitir o alcance de uma maior abrangência geográfica no território brasileiro, característica que tem um importante valor para alguns clientes de grande porte, especialmente as seguradoras.

Outro diferencial importante é a força da marca que a empresa tem no Brasil. Conversas com diversos concorrentes nos ensinaram que eles utilizam os preços cobrados pela Localiza como referência e definem suas diárias atribuindo descontos aos seus valores. Apesar do mercado ser extremamente competitivo, parece existir uma preferência do cliente pelos carros e serviços

da empresa. Ao longo dos anos, através do foco na qualidade do atendimento e do produto oferecido, que tem uma baixa idade média e um bom estado de conservação, a empresa foi associando esses valores à percepção da sua marca. Assim, parte dessa preferência dos consumidores ainda vem acompanhada de um custo maior na operação, mas outra parte já ficou atrelada à marca da empresa. Uma outra evidência que mostra o reconhecimento da marca é a maior facilidade na prospecção de clientes no segmento de terceirização de frotas. Em nossa pesquisa, percebemos que enquanto os concorrentes precisam fazer um trabalho intenso de prospecção de clientes para se apresentarem e oferecerem seus serviços, diversos clientes procuram diretamente a Localiza para terceirizar sua frota.

O longo tempo de atuação no mercado brasileiro propiciou à empresa uma inteligência de mercado importante. A companhia desenvolveu, em 1991, a *Seminovos* Localiza, seu canal próprio de revenda direta ao consumidor que se mostrou muito valioso para sua estratégia, especialmente em épocas de crise. A *Seminovos* suaviza os impactos de crises econômicas na renovação da frota, diferentemente do que ocorre com as locadoras que dependem dos revendedores, que, durante esses períodos, têm seu acesso ao mercado secundário abruptamente descontinuado. Atualmente os custos de venda e demais despesas da *Seminovos* estão por volta de 9% do valor do carro vendido, em comparação com o desconto de 15% exigido pelos revendedores caso a empresa decida terceirizar essa operação. Essa diferença de custos proporciona uma importante vantagem competitiva à empresa. Outro benefício do canal próprio de revenda é que a frota disponibilizada para venda pode ser utilizada para suprir a demanda adicional de algumas regiões que estejam experimentando um pico momentâneo de utilização. Apesar das vantagens apresentadas por essa estrutura montada pela Localiza, seus concorrentes têm dificuldade em replicar essa operação com a mesma eficiência. A menor escala de operação dessas empresas não consegue imprimir a mesma diluição dos investimentos necessários para a abertura das lojas de vendas próprias e principalmente das despesas fixas (pessoal, publicidade, aluguel, entre outras) envolvidas nesse formato.

A *Seminovos* também é um instrumento de captura de informações relevantes para a operação da companhia. Essa interação com o consumidor final aliada à experiência da empresa no segmento há várias décadas ajudam no conhecimento local do setor automobilístico e no entendimento das preferências do consumidor. Essas competências são importantes para a escolha ótima da frota, evitando perdas no preço de revenda. Outro exemplo do know-how acumulado pela empresa é a otimização do ciclo de vida do carro na Divisão de Aluguel, fundamental no controle de variáveis-chave do negócio como a depreciação do veículo, os gastos de manutenção e a qualidade do produto oferecido.

Adicionalmente, a maior escala da Localiza e sua excelente gestão operacional também possibilitam melhores condições de financiamento em comparação aos concorrentes, que apresentam margens comprimidas e têm se mostrado mais vulneráveis em crises econômicas. Atualmente, a taxa de captação de recursos da Localiza está próxima de CDI + 1% a.a., enquanto seus principais concorrentes têm apresentado taxas entre 3 e 5 p.p. acima do CDI.

## Estratégia

É importante notar que a dinâmica desse setor no Brasil gera um ciclo virtuoso. A empresa mais eficiente consegue ter um preço mais atrativo (fixando os outros fatores), prospectar mais clientes e crescer mais que seus concorrentes. O crescimento gera ganhos de escala, ampliando o diferencial do líder em relação aos seus pares. Por conseguinte, o líder pode cobrar um preço ainda mais competitivo e continuar crescendo mais que eles. Com o crescimento, a sua eficiência vai aumentando e o ciclo segue. Isso não ocorre indefinidamente, pois os ganhos de escala vão diminuindo até cessarem. Em certo momento, é mais importante para o líder pressionar os concorrentes do que ter retornos muito altos, evitando que sua vantagem relativa diminua ao dificultar um crescimento mais acentuado desses participantes.

Acreditamos que a Localiza está vivendo esse ciclo e sua estratégia atual é a de manter um nível mais baixo de retorno sobre o capital investido combinado com uma alta alavancagem financeira. Isso se reflete em um crescimento acima do mercado com um ROE<sup>1</sup> superior a 25%. A empresa costuma divulgar aos analistas que sua meta é ter um retorno sobre o capital menos o custo da dívida líquido de impostos [ROIC – r(1-t)] entre 5% e 8% a.a.<sup>2</sup>, que pode ser atingida ajustando o preço das diárias para cima ou para baixo quando necessário.

A equação abaixo facilita a visualização dos efeitos de tal precificação e alavancagem sobre o ROE:

$$ROE = ROIC + [ROIC - r(1 - t)] \frac{D}{E}$$

r - custo de dívida;  
t - alíquota de imposto;  
D - valor contábil da Dívida Líquida;  
E - valor contábil do Patrimônio Líquido.

A tabela abaixo, construída com dados estimados dos concorrentes, ilustra os efeitos de certas desvantagens sobre o nível de rentabilidade dos concorrentes:

**Tabela 1 - Comparativo de rentabilidade**

Parâmetros	Localiza	Principais Concorrentes	Concorrentes Menores
Desconto na compra	27%	24%	21%
Custo de dívida	11%	13%	15%
Custo de venda do carro	9%	12%	15%
Preço da diária (base 100 = Localiza)	100	92	85
ROIC	16,0%	7,5%	-0,1%
ROE	28,5%	5,0%	-15,9%

Premissas comuns às empresas: Alíquota efetiva de imposto = 30%; Dívida / Capital Investido = 60%<sup>3</sup>, custos e despesas operacionais por carro iguais aos da Localiza.

Considerando os níveis baixos de retornos que esses concorrentes têm obtido, inferiores ao seu custo de capital, por que será que eles continuam atuando nesses mercados? Uma razão poderia estar associada ao pagamento de um “pedágio” para atingir escala suficiente que lhes dê rentabilidade no futuro, o que leva tempo. Outra possível explicação seria acreditar que o líder do setor buscará retornos mais altos, permitindo um aumento de retorno para todos no setor. No entanto, acreditamos que a Localiza continuará firme na sua estratégia de precificação por alguns anos ainda, continuando a aumentar sua participação de mercado e a ampliar suas vantagens competitivas. Enquanto isso, os competidores devem continuar em dificuldades, o que, em momentos ruins do ciclo econômico, pode se traduzir em falências e reestruturações societárias como as ocorridas após a crise de 2008. Casos como a reestruturação societária da Unidas em 2011 com o aporte de capital de alguns fundos de investimento e o recente pedido de recuperação judicial do Grupo Dallas, dono das marcas de locação Avis e Budget no Brasil, mostram a dificuldade que tem sido competir com a Localiza, inclusive para marcas estrangeiras fortes. No futuro, quando a Localiza atingir participações de mercado dominantes, enxergamos um grande potencial de aumento de retornos para a companhia. Mantidos constantes os diferenciais atuais, a empresa poderia aumentar seu preço até um nível que possibilitasse aos principais concorrentes obter apenas um retorno sobre o capital próximo ao custo de oportunidade deles, sem incentivar um investimento

<sup>1</sup> ROE: Retorno sobre o patrimônio líquido

<sup>2</sup> ROIC: Retorno sobre o capital investido

<sup>3</sup> O nível de retorno atual dos concorrentes (abaixo do custo da dívida), sugere que eles não deveriam alavancar.

maciço por parte desses participantes. Abaixo, montamos uma tabela que mostra qual seria o retorno obtido pela Localiza para diferentes retornos obtidos por seus principais concorrentes em um cenário de elevação do valor do aluguel (mantendo fixas as vantagens competitivas da Localiza em relação a esses participantes):

**Tabela 2 – Sensibilidade do retorno à política de preços da Localiza**

ROE dos principais concorrentes		8%	10%	12%	15%	18%
Localiza	ROIC	17,5%	18,5%	19,5%	21,0%	22,4%
	ROE	32,2%	34,6%	37,1%	40,8%	44,6%

## Riscos

Conforme explicado anteriormente, os mercados em que a companhia atua estão expostos ao vigor da atividade doméstica e podem sofrer em momentos de baixa do ciclo econômico. Caso um cenário de menor crescimento da economia brasileira venha a ocorrer, o setor pode apresentar expansão aquém da projetada em nosso modelo.

Um risco muito comentado é o de um possível aumento da depreciação dos carros. Crises econômicas, mudanças de impostos na venda de veículos novos e redução do percentual de carros usados financiados são alguns dos fatores que podem afetar a depreciação de veículos. Um aumento nessa linha reflete um preço líquido de revenda menor, o que torna a operação da empresa mais custosa, reduzindo sua rentabilidade no período em que ocorre e afetando seu crescimento no médio-prazo. No entanto, acreditamos que esse efeito é muitas vezes superestimado quando se calcula a elevação da depreciação e se mantém as tarifas de aluguel estáveis, o que afeta sobremaneira o retorno projetado das locadoras. Como o efeito da depreciação maior seria comum para toda a indústria, e os concorrentes já possuem uma rentabilidade baixa, não vemos razão para que a Localiza mude sua estratégia de precificação “de trás para frente”, ou seja, dada sua estrutura de custos, qual preço ela deve cobrar para atingir sua meta de ROIC –  $r(1-t)$  de 5 a 8%. Assim, mesmo que tal fenômeno venha a se concretizar, acreditamos que o efeito permanente de médio e longo-prazo ficaria mais concentrado em um crescimento menor do mercado (dado que as empresas cobriam tarifas mais altas) e não tanto na redução da rentabilidade do setor.

Uma preocupação que temos é saber até que ponto o aumento da frota de veículos da empresa conseguirá ser suportado de forma eficiente na etapa de revenda de carros. Com o crescimento da frota, a companhia abriu diversas unidades da *Seminovos*, entrando em novas regiões e aumentando a capilaridade da sua rede. Com essas iniciativas e uma boa gestão desse canal, a empresa conseguiu manter ao longo do tempo a produtividade das lojas (vendas mensais de veículos por loja) em patamares altos. Mais recentemente, especialmente pela redução do financiamento de veículos usados, a taxa de conversão do número de visitantes em vendas nessas lojas diminuiu. Assim, para manter o mesmo nível de vendas, a companhia tem aumentado os gastos com publicidade para conseguir atrair um número de visitantes maior para a rede *Seminovos*. Com isso, os gastos com a revenda subiram em aproximadamente 1% do valor de venda do veículo. Não esperamos uma redução desse nível de despesas, mas também não imaginamos aumentos relevantes para frente. Hoje a Localiza é um vendedor pequeno no mercado de automóveis usados, e mesmo com um ritmo forte de crescimento, ainda estamos distantes do dia em que isso não será mais verdade.

## Conclusões

O mercado brasileiro de locação ainda é muito fragmentado, com as pequenas locadoras representando uma parcela significativa da frota total<sup>4</sup>. Dados os baixos retornos dessas operações, devemos continuar a presenciar um processo de concentração importante no setor, assim como ocorreu em outros países<sup>5</sup>. Acreditamos que a Localiza deverá liderar

<sup>4</sup> Estimamos que mais de um terço do mercado esteja com locadoras com frota inferior a três mil veículos.

<sup>5</sup> Nos Estados Unidos, aproximadamente 75% do setor está concentrado nas 3 maiores empresas – sendo a Enterprise, a líder com 38% do mercado (fonte: IBISWorld) e na Alemanha cerca de 70% do mercado está com os 3 maiores (fonte: Euromonitor).

esse movimento e se beneficiar ainda mais que seus pares, tendo em vista sua estratégia de precificação e seu posicionamento competitivo. Em nossa visão, quando ela atingir uma participação de mercado dominante, terá espaço para elevar seu preço sem, contudo, fomentar demasiadamente a concorrência. Na tabela 3 abaixo, traçamos três possíveis cenários. No caso central B, esperamos que a empresa atinja uma participação de mercado de 40% no longo-prazo (num prazo de 15 anos). Neste mesmo cenário, supondo que seus concorrentes deveriam buscar um ROE de no mínimo 12% para continuar investindo<sup>6</sup>, o que implicaria em um ROE de 37,1% para a Localiza, estabilizamos o retorno da companhia a partir de 2027 nesse patamar. No cenário A, mais pessimista, a companhia aumenta apenas ligeiramente sua participação de mercado e não consegue elevar o retorno corrente. Isso ocorreria caso os concorrentes conseguissem diminuir os diferenciais atuais existentes, o que julgamos improvável.

**Tabela 3 – Simulação de valor em diferentes cenários**

Cenários	A	B	C
Market Share da Localiza na perpetuidade	30,0%	40,0%	50,0%
Cresc. Setor (em nº de veículos) - 5 primeiros anos	4,5%	5,0%	5,5%
ROE dos principais concorrentes na perpetuidade	Atual	12%	15%
ROE na perpetuidade	Atual (28,5%)	37,1%	40,8%
Upside	-16%	29%	70%

Premissas: taxa de desconto para o acionista de 14.5% nominal; cresc. do setor de 3% real na perpetuidade; crescimento do setor de 2017-2027: média entre o cresc. dos 5 primeiros anos e o cresc. da perpetuidade. Market share consolidado da Localiza em 2010 era de 23.5%<sup>7</sup>. O preço da ação da Localiza (RENT3) encerrou o mês de março em R\$ 33,60.

Por esse ponto de vista, a relação risco-retorno do ativo nos parece favorável. As diversas vantagens competitivas, o legado de sua equipe, vencedora em um setor extremamente competitivo, o potencial de reinvestir a taxas de retorno atrativas e o valor associado à capacidade de ter retornos mais altos no futuro nos dão conforto ao tomar o risco desse investimento.

Agradecemos a confiança,

*Equipe de gestão.*

<sup>6</sup> Considerando a alavancagem (dívida / capital) de 60%.

<sup>7</sup> Fontes: Localiza, ABLA

## Mais Informações

Diretoria Comercial  
Christian Lenz

## Assessoria de Investimentos

Felipe Cotrim Pedro Caratori  
Julia Junqueira Renata Ferrite

RJ (21) 3804.3434 - SP (11) 3039.1201