

Multiplus e Smiles

17 de junho de 2013

Market Perform

Ticker	MPLU3
Preço em 14/06/2013	R\$ 33,70
Preço para 31/12/2013	R\$ 39,80
Potencial de Valorização	18, %
Setor	Serviços Financeiros
Min (52 sem)	R\$ 26,76
Máx (52 sem)	R\$ 39,71
Volume R\$ (21 d)	18.383 K

Fonte: Economatica e BB-BI

Outperform

Ticker	SMLE3
Preço em 14/06/2013	R\$ 25,16
Preço para 31/12/2013	R\$ 38,10
Potencial de Valorização	51,4%
Setor	Serviços Financeiros
Min (52 sem)	R\$ 21,70
Máx (52 sem)	R\$ 25,99
Volume R\$ (21 d)	9.485 K

Fonte: Economatica e BB-BI



Fonte: Economatica e BB-BI

Mercado em expansão

Após conclusão do IPO da Smiles e de uma tentativa frustrada de *follow-on* por parte da Multiplus, iniciamos a cobertura das duas empresas com preço alvo de R\$ 39,80 para a Multiplus, com recomendação *Market Perform*, e preço alvo de R\$ 38,10 para a Smiles com recomendação *Outperform*. Os *upsides* foram de 18,1% para a Multiplus e de 53,3% para a Smiles, em relação ao preço de fechamento de 14/06.

O mercado de fidelização no Brasil possui um modelo de negócios baseado em duas indústrias que vem apresentando forte crescimento - cartões de crédito e aviação. Para os próximos anos, ancoradas nestes drivers e no mercado ainda incipiente, o segmento de fidelização deverá oferecer uma boa oportunidade de crescimento.

Este crescimento será suportado pela mobilidade social verificada no Brasil nos últimos anos, com melhor distribuição de renda e aumento do consumo.

O desafio, para as empresas que atuam neste ramo de atividade, é tornar sua "moeda" mais forte e reconhecida que outras existentes no mercado, pois este segmento é composto por uma infinidade de "moedas" distintas.

As duas empresas possuem forte geração de caixa, não são endividadas, não dependem de grandes investimentos e não tem necessidade de capital. Possuem características de empresas defensivas e a estimativa de distribuição de dividendos fica entre 95% a 100% do lucro líquido.

O IPO da Smiles foi bem recebido pelo mercado, principalmente após o anúncio da General Atlantic (GA) como investidor âncora na oferta. A GA garantiu a compra de R\$ 400 milhões, metade do valor inicialmente ofertado, por R\$ 20,70 que era a parte de baixo da faixa indicativa de preço. A oferta levantou R\$ 1,1 bilhão e as ações foram precificadas um pouco acima do piso indicativo, em R\$ 21,70.

Na mesma época, a Multiplus informou ao mercado a realização de um *follow-on*, também no valor de R\$ 800 milhões, porém o momento de mercado não foi o mais adequado. A oferta do principal concorrente já estava em andamento e o Itaú acabara de inflacionar a relação de troca de pontos para seus clientes. As ações da companhia, que já estavam em queda por conta do anúncio do Itaú, foram mais penalizadas após o anúncio do *follow-on*, pois não havia motivo para a realização da oferta. A Multiplus, que conseguiu construir uma boa reputação com o mercado em três anos listada na bolsa, começou a ser questionada sobre a real intenção de sua controladora.

Múltiplos - Multiplus	2013 E	2014 E	2015 E
EPS	1,79	2,06	2,61
P/E	22,2	19,3	15,3
P/BV	38,6	35,1	31,5

Múltiplos - Smiles	2013 E	2014 E	2015 E
EPS	0,91	1,35	1,76
P/E	41,8	28,2	21,7
P/BV	6,0	243,7	155,9

Fonte: BB-BI

Índice

Índice	2
I. Tese de investimento	3
<i>Pontos Fortes</i>	3
<i>Oportunidades de crescimento</i>	5
<i>Principais Riscos</i>	6
<i>Hidden Values</i>	7
II. Indústria	8
<i>Loyalty Programs - Programas de Fidelidade</i>	8
<i>Vantagens dos Programas de Coalizão</i>	9
<i>Programas de Fidelização no Brasil</i>	10
<i>Fontes de Receita</i>	10
<i>Estratégia</i>	11
<i>Principais drivers de crescimento</i>	12
III. Smiles	15
<i>A empresa</i>	15
<i>Modelo de Negócio</i>	15
<i>Parceiros Comerciais</i>	16
<i>Valuation Smiles</i>	17
IV. Multiplus	19
<i>A empresa</i>	19
<i>Parceiros Comerciais</i>	20
<i>Joint Venture - Prismah</i>	20
<i>Valuation Multiplus</i>	21
V. Outros concorrentes	23
<i>Outros programas de coalizão</i>	23
<i>Programas de fidelidade nos bancos</i>	24
VI. Multiplus ou Smiles	26
<i>Porque preferimos a Smiles</i>	26

I. Tese de investimento

Os programas de fidelidade, como a Multiplus e Smiles nasceram a partir de programas de passageiros frequentes das empresas aéreas, os frequenty flyers program (FFP), e hoje, estes programas disponibilizam uma variedade de formas de acúmulo e resgate de pontos. Estes programas se mostraram não só uma maneira de fidelizar os clientes, como também uma forma alternativa de receita para as empresas aéreas, que vem passando por dificuldades no mundo inteiro. Por este motivo, acabaram se tornando empresas independentes.

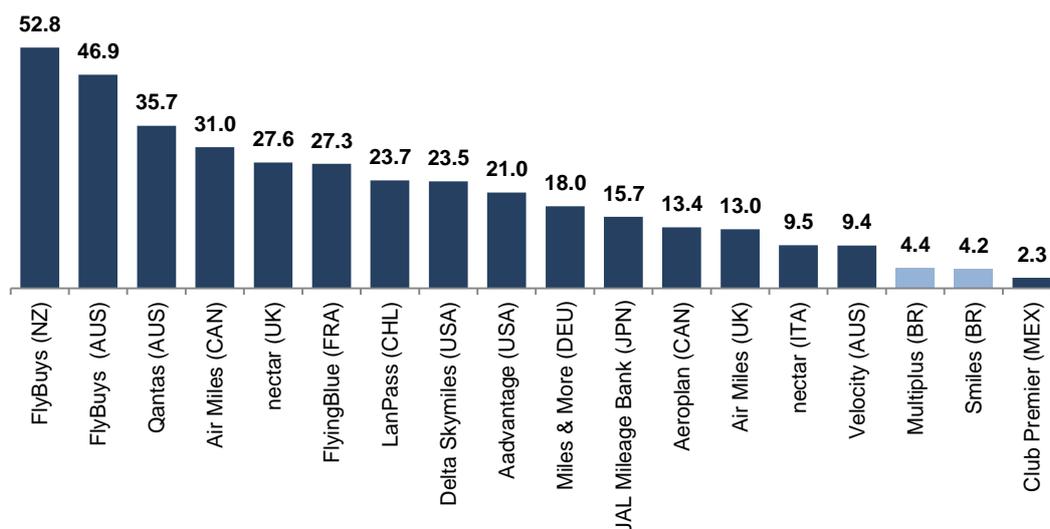
Acreditamos que o setor de fidelização apresenta tese de investimento atrativa, baseada nas oportunidades de crescimento de seus principais drivers, que são o mercado de cartões de crédito e o segmento de passagens aéreas. As companhias são grandes geradoras de caixa, não possuem necessidade de capital, e sua atuação é voltada para o mercado doméstico, onde consegue se beneficiar do cenário interno favorável.

As mudanças macroeconômicas ocorridas nos últimos anos no Brasil propiciaram o desenvolvimento do setor de fidelização de clientes. A estabilidade da moeda, aumento da renda, baixa taxa de desemprego e principalmente o aumento do poder de consumo das famílias, levou o comércio varejista a buscar, cada vez mais, conhecer seu cliente e a desenvolver programas de fidelização cada vez mais sofisticados.

O setor de fidelização ainda é incipiente no Brasil, e com o avanço dos programas de coalizão, que integram diversos serviços em uma única conta, e uma rede cada vez mais diversificada de parceiros comerciais, acreditamos que esse mercado manterá taxas elevadas de crescimento nos próximos anos.

Penetração dos Programas de Fidelidade no Mundo

(nº participantes / população total) - %



Fonte: Multiplus e BB-BI

Listamos abaixo as principais virtudes, os *drivers* de crescimento, os riscos envolvidos e os valores ocultos na operação das empresas de fidelidade.

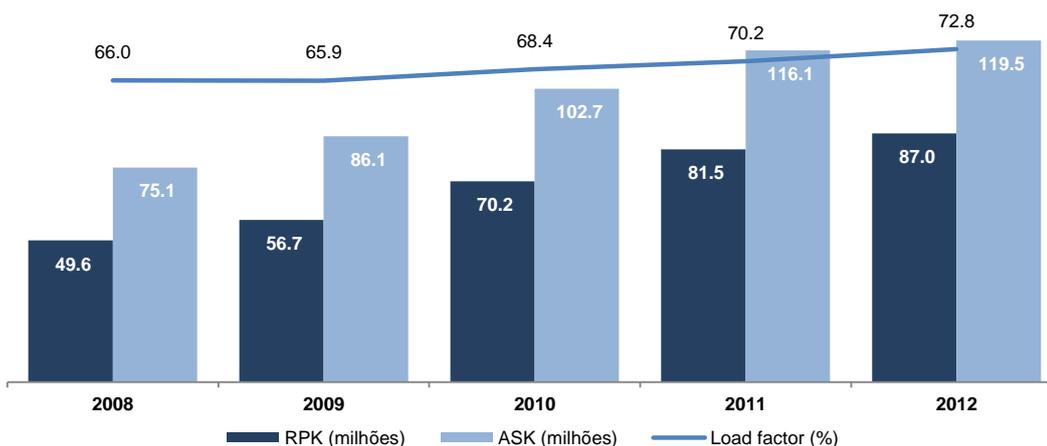
Pontos Fortes

Parceria com as empresas aéreas

A Multiplus e a Smiles estão associadas a TAM e Gol respectivamente, que hoje representam mais de 75% do mercado doméstico de aviação. Somadas, operam aproximadamente 2000 voos diários para mais de 140 destinos em cerca de 30 países.

A demanda por transporte aéreo vem apresentando crescimento médio de 17,5% nos últimos 5 anos, enquanto a oferta apresenta CAGR de 12,3%, elevando a taxa de ocupação, que passou de 66% em 2008 para 72,8% em 2012. A maior procura por passagens aéreas está provocando uma alteração significativa do modal de transportes no Brasil.

Oferta x Demanda – Voos Domésticos



Fonte: ANAC

Tanto Multiplus quanto Smiles continuam tendo as empresas aéreas como principais acionistas, e estão inseridas na estratégia das empresas aéreas de fidelizar sua base de clientes.

Posição consolidada no mercado

Multiplus e Smiles são os dois principais programas de fidelidade do Brasil e que, somados, registram mais de 20 milhões de clientes cadastrados. Com uma história de sucesso, a Smiles está hoje consolidada como o segundo maior programa de fidelização do Brasil. Isto lhe dá o *second mover advantage*, onde tem a oportunidade de aprender com acertos e principalmente com os erros de sua principal concorrente. A Multiplus foi a primeira a realizar a abertura de capital na bolsa de valores em fevereiro de 2010 e, quando anunciou a redução do capital social em 2011, o mercado foi pego de surpresa. Outro ponto que podemos observar que a Smiles obteve vantagem foi com o contrato com seu parceiro aéreo. A Smiles tem uma maior flexibilidade na precificação de passagens aéreas, onde foram estabelecidas três classificações de assentos: padrão, comercial e promocional. Com isso, a empresa tem acesso irrestrito aos assentos da Gol e consegue disponibilizar passagens prêmio por um preço variável, de acordo com a oferta/demanda, a preços vantajosos para as duas companhias. Esta precificação variável possibilitou a criação do programa Smiles & Money, onde o cliente tem a opção trocar uma pequena quantidade de pontos por descontos em passagens aéreas.

Estes diferenciais levaram a Multiplus a rever seu contrato de precificação de passagens com a TAM e também a estender o prazo para compra de passagens para até 12 meses, mesmo período oferecido pela Smiles.

Rede diversificada de parceiros estratégicos

As duas empresas buscam fortalecer sua rede de parceiros comerciais se associando a empresas que ofereçam produtos e serviços atrativos e alinhados com sua estratégia de negócio. Na Smiles, a rede de parceiros comerciais é composta por mais de 150 empresas, sendo mais de 120 parceiros de acúmulo e 30 parceiros de resgate, em diversos setores da economia. Em fevereiro de 2013 anunciou contrato de parceria com a Petrobras Distribuidora, onde os clientes do Petrobras Premia, que já são mais de 2,3 milhões de usuários cadastrados, poderão transferir suas milhas para o Smiles. Esta parceria é estratégica para a companhia, pois a Petrobras Distribuidora está presente em todo o território nacional em mais de 7.500 postos de gasolina e com mais de 700 lojas de conveniência, a BR Mania. Em 2011 a Petrobras Distribuidora detinha 40,3% do mercado de gasolina, enquanto o principal competidor estava com 27,1% de *market share*.

Outro parceiro comercial anunciado recentemente foi a Camisaria Colombo, que hoje é a maior rede de roupas masculinas do Brasil. Esta parceria é a primeira assinada pela empresa nos novos moldes de relacionamento. A Smiles que irá gerir todo o programa de recompensas da Colombo, e não apenas uma troca de pontos entre programas distintos. Com isso, o cliente da loja de artigos masculinos, ao adquirir um produto, irá acumular pontos diretamente em sua conta Smiles. Com isso a empresa inicia um novo tipo de serviço para seus parceiros, o de gestão de seus programas de fidelidade.

Enquanto isso, a Multiplus, por ser uma empresa de capital aberto desde 2010, onde atua de forma focada em seu negócio, possui uma rede mais abrangente de parceiros, sendo 369 atualmente. Seus principais parceiros são os postos Ipiranga, que possibilitam a transferência de pontos de seu programa "Kilômetros de Vantagens" para a Multiplus, e também a Via Varejo, empresa da Companhia Brasileira de Distribuição (CBD) que reúne as lojas de eletrodomésticos do grupo, dentre elas as Casas Bahia e Ponto Frio. Esta parceria com a Via Varejo ajudou a Multiplus a diversificar seu portfólio de produtos disponíveis para resgate, ajudando assim a alterar padrão de resgate de pontos, onde, até pouco tempo atrás, as passagens aéreas representavam 100% dos pontos resgatados e hoje, os produtos não aéreos, como eletrodomésticos, já representam 5,3% dos resgates de pontos.

Oportunidades de crescimento

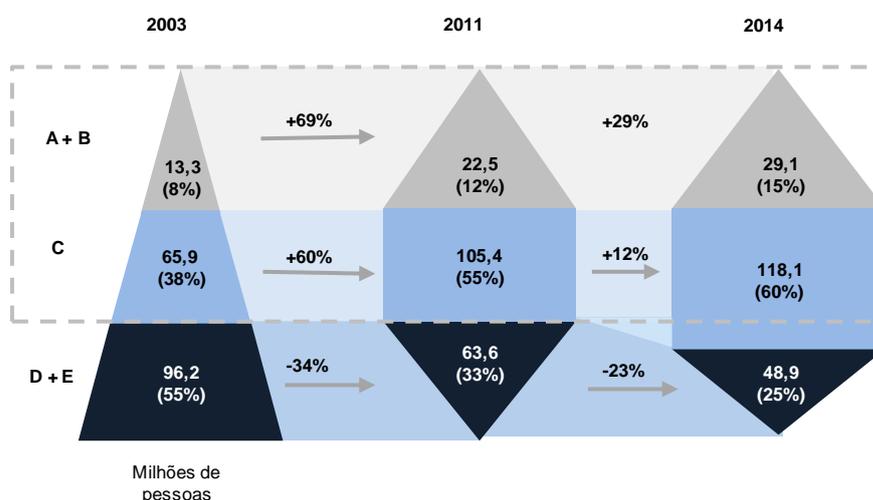
O forte crescimento do setor de fidelização está ancorado em três *drivers*: a) mobilidade social, b) expansão do setor aéreo e c) aumento de utilização do cartão de crédito.

Mobilidade social

O Brasil está vivendo uma mudança em sua estrutura social. A ascensão das classes C e D, e o aumento do poder aquisitivo favorecem o consumo, configurando-se como importante pilar para o avanço da demanda agregada já que tornam o mercado consumidor mais volumoso e disposto a empregar seus recursos em bens e serviços antes não adquiridos ou adquiridos em menor frequência, principalmente os itens de maior valor agregado. Além disso, o empenho do governo em reaquecer a economia deve favorecer o consumo, que continuará sendo um dos principais vetores de sustentação para o crescimento do PIB no Brasil.

O rendimento médio real da população ocupada vem crescendo, em média, 3% ao ano nos últimos sete anos. Adicionalmente, o salário mínimo recebeu reajuste real de 7,5% em 2012 e acreditamos que deverá receber reajuste aproximado de 3% superior à inflação em 2013. No mesmo sentido, o mercado de trabalho deverá gerar 1,5 milhões de vagas formais em 2013, mantendo a média anual gerada nos últimos oito anos e mantendo a taxa de desemprego em patamares historicamente baixos, onde está em aproximadamente 6,0%. Nos últimos 8 anos, segundo dados do IBGE, 38,7 milhões de pessoas entraram para a classe C, com forte demanda de consumo reprimida. Ainda segundo o IBGE, quase 20 milhões de pessoas passarão por ascensão social até 2014 e as classes A, B e C representarão 75% da população brasileira no ano que vem.

Mobilidade Social



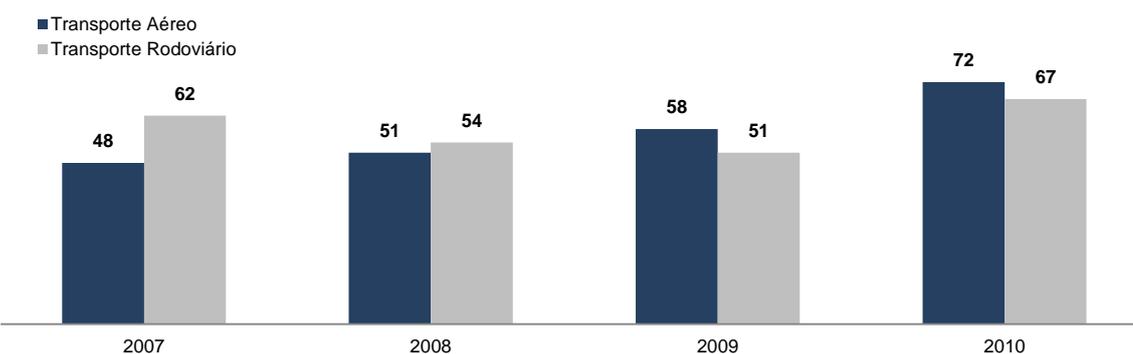
Fonte: IBGE

Acesso a passagens aéreas

Com a ascensão social, cada vez mais, uma significativa parcela da população passou a ter acesso a viagens aéreas, que devido às dimensões continentais do Brasil, tornou-se atrativa a relação custo-benefício em viagens de longa distância. A oferta de passagens aéreas mais acessíveis, principalmente para a nova classe média, vem alterando o modal de transporte de passageiros no Brasil, que historicamente é concentrado na utilização de transportes terrestres.

Passageiros Transportados - Viagens interestaduais

(milhões de passageiros)



Fonte: ANAC e BB-BI

Segundo a ANAC, de 2000 a 2011, a taxa de crescimento anual composta de tráfego aéreo de passageiros, em termos de passageiro-quilômetro doméstico transportado, foi de 10,2% frente a uma taxa anual composta de crescimento de capacidade doméstica disponível, em termos de assentos-quilômetro oferecidos, de 8,5%. As taxas de ocupação nacionais do setor, calculadas como passageiro-quilômetro transportado, divididas por assento-quilômetro oferecido, têm apresentado uma média de 64,7% em relação ao mesmo período.

	2009	2010	2011	2012
RPK (milhões)	56,729	70,238	81,452	87,181
RPK - Crescimento (%)	14.5	23.8	16.0	7.0
ASK (milhões)	86,074	102,656	116,080	119,491
ASK - Crescimento (%)	14.62	19.26	13.08	2.94
Load factor (%)	65.9	68.4	70.2	73.0

Fonte: ANAC

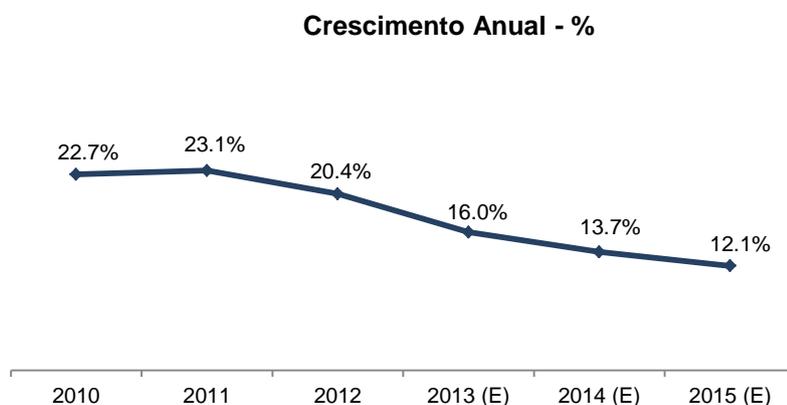
Crescimento da bancarização e utilização do cartão de crédito

O aumento da população economicamente ativa, levou ao acesso à serviços bancários e conseqüentemente ao cartão de crédito. Segundo a ABECS (Associação Brasileira de Empresas de Cartão de Crédito e Serviços) em 2011 a participação do cartão de crédito no consumo privado das famílias atingiu 15,4% e, segundo nossas projeções, este percentual deverá chegar em 21% em 2015.

O faturamento total da indústria de cartões vem apresentando crescimento médio anual de 22% nos últimos cinco anos e, apesar da expectativa de arrefecimento destes números, acreditamos que esse mercado continuará a apresentar taxas de crescimento atraentes devido à baixa penetração na parcela paga com cartão de crédito no consumo das famílias.

Com mais de 80% da receita das companhias obtida através dos parceiros bancários, onde estão inseridos os quatro maiores bancos do Brasil, acreditamos que o crescimento está ancorado na expansão do mercado de cartões de crédito.

Faturamento de Cartões de Crédito



Fonte: ABECS e BB-BI

Principais Riscos

Pressão dos bancos

Os bancos estão pressionando cada vez mais, principalmente os dois maiores programas de fidelidade, para buscarem forma mais igualitária de repasse de custos. Atualmente são responsáveis por cerca de 70% da receita dos programas de fidelidade, porém ainda pagam mais caro do que outros segmentos para comprar pontos e repassar para seus clientes. Recentemente o Itaú-Unibanco, insatisfeito com os custos para aquisição de pontos, reviu sua política de transferência de pontos de seu programa proprietário para a Multiplus. Aumentou em 25% a quantidade de pontos necessários para transferência para os programas de coalizão, ou seja, se o cliente do banco deseja adquirir 10.000 pontos da Multiplus, precisa acumular 12.500 do programa do Itaú-Unibanco. A proporção de migração que antes era de 1 para 1, passou de 1 para 1,25. A intenção dos bancos é reduzir o custo de seus programas de fidelização. Por enquanto, a Smiles não foi afetada pela mudança, uma vez que o Itaú celebrou contrato de compra antecipada de pontos com a empresa em dezembro de 2012.

Conflito de interesses com as empresas aéreas (pressão, dependência, transp. aéreo)

A Gol é o principal parceiro da Smiles, assim como a TAM é o principal parceiro da Multiplus. Esta relação tem que ser saudável para ambas as partes e para isso assinaram contratos operacionais de longo prazo, 20 anos no caso da Smiles com a Gol e de 15 anos da Multiplus com a TAM. Os contratos buscam o equilíbrio entre os interesses, proibindo práticas abusivas de uma das partes, como a cobrança de preços fora dos padrões do mercado para a emissão de passagens por parte das aéreas ou cobrança abusiva na venda de pontos por parte da empresa de fidelidade, resguardando assim, o interesse mútuo. Devido à alta necessidade de capital da empresa aérea e a grande geração de caixa da empresa de fidelidade, esta relação poderá ser utilizada para capitalizar a aérea, e, assim como a Multiplus tentou fazer em março de 2013, no médio prazo um *follow-on* sempre estará em pauta.

Atualmente, empresas aéreas do mundo todo estão passando por dificuldades, principalmente em virtude dos custos elevados. Temos visto várias operações de fusões e aquisições entre empresas do setor, como a fusão da Lan com a Tam, da United com a American Airlines. Como nos dias de hoje, 100% dos resgates de pontos dos clientes cadastrados no programa da Smiles são para compra de passagens aéreas, enquanto na Multiplus, os bilhetes aéreos representam 94%, e mesmo que as empresas atinjam suas metas de diversificação de resgate de pontos, as passagens-prêmio corresponderão a 80% dos resgates de pontos, ainda assim terão uma alta dependência das empresas aéreas. Qualquer intempérie enfrentada pelas aéreas, as empresas de fidelidade serão afetadas.

Dependência de *breakage*

O modelo de rentabilidade da companhia é muito dependente da receita dos pontos expirados e não resgatados (*breakage*), que no caso da Smiles ocorre 36 meses depois de transferidos para a conta do programa, enquanto que na Multiplus, os pontos expiram em 24 meses. Com isso, a empresa tem a receita de venda de pontos e não tem nenhum custo para aquisição de produtos. Em 2012 a taxa de *breakage*, média de 12 meses, foi de 17,9% na Smiles e de 21,3% na Multiplus, que naturalmente é maior, pois seus pontos expiram mais rápido. Acreditamos que uma taxa saudável de *breakage* deverá flutuar entre 15% e 25%. Abaixo de 15% a rentabilidade da companhia fica comprometida e acima de 25% pode ocasionar redução do interesse dos consumidores no programa. O desafio é justamente encontrar a taxa de *breakage* ideal, que traga retorno para a empresa, sem comprometer o interesse dos clientes no programa de fidelidade.

Regulação

Está em análise na Câmara dos Deputados o projeto de lei 4015/12 que proíbe a prescrição de pontos acumulados nos programas de fidelidade dos bancos. Os programas de coalizão teriam um prazo mínimo de 24 meses para o vencimento dos pontos. Segundo levantamento realizado pelo Banco Central, somente em 2010, foram de 101 bilhões de pontos, valor suficiente para adquirir 5 milhões de passagens aéreas.

O foco do projeto de lei são os programas dos bancos e caso a proibição de prescrição de pontos se estenda para os programas de coalizão, os mesmos perderão uma importante fonte de receita, o *breakage*.

Câmbio

A variação cambial, apesar de não afetar diretamente a receita da companhia, tem impacto direto no faturamento de pontos, uma vez que a unidade de medida, principalmente no setor bancário onde são gerados mais de 70% dos pontos de Multiplus e Smiles, é o dólar (USD). Cada USD gasto é transformado em um ponto nos programas dos bancos e assim, quanto mais valorizado estiver o USD em relação ao Real (BRL), mais tempo os consumidores levarão para acumular pontos.

Hidden Values

Base de dados de clientes

Acreditamos que tanto a Smiles quanto a Multiplus ainda tem um potencial valor agregado em sua base de dados de clientes que não consideramos na avaliação das empresas. Com a diversificação de resgate de pontos pretendida pelas companhias, cada vez mais sua base de dados irá refletir as preferências e padrões de consumo dos clientes. Nos dias de hoje, com as novas tecnologias conhecidas como "Big Data", esta informação é muito valiosa, e podemos ver, principalmente no mercado americano, empresas como o Facebook e o Google, onde o valor intrínseco destas companhias está exatamente em sua base de dados, e nos padrões de comportamento registrados por seus usuários.

II. Indústria

Programas de Fidelidade

Os programas de fidelidade surgiram para transformar clientes com perfil de compra atraente em consumidores regulares, fiéis às marcas ou a serviços prestados. Basicamente, as empresas criam seus programas de fidelidade para oferecer recompensa aos seus clientes pela compra de produtos e serviços. Esta recompensa é recebida pelo cliente em forma de pontos, que são acumulados, e que podem ser resgatados para a aquisição de produtos da companhia. Este ciclo proporciona o retorno e a fidelidade dos consumidores às empresas.

Nos últimos anos, estes programas se tornaram cada vez mais sofisticados para se adaptarem aos novos conceitos da economia global. Vários deles estão se unindo e criando redes de coalizão onde os pontos de um programa podem ser transferidos para outros programas e o consumidor tem à sua disposição uma diversidade de produtos e serviços onde seus pontos podem ser resgatados.

Tais incentivos, quando convertidos em recompensas, fazem parte de uma proposta de valor atraente que estimula a frequência das compras ou utilização dos serviços, atraindo novos clientes, aumentando taxas de retenção e ampliando o valor médio gasto pelos clientes fidelizados. Permitem também, a identificação e segmentação de clientes com base no seu comportamento de compra.

Para que aconteça a fidelização, é preciso conhecer o cliente e identificar suas características, necessidades e desejos, utilizando estas informações para estreitar o relacionamento e criar facilidades para os participantes. Portanto, a percepção de valor e experiência proporcionada aos participantes são fatores fundamentais para o sucesso e efetividade de um programa de fidelização.

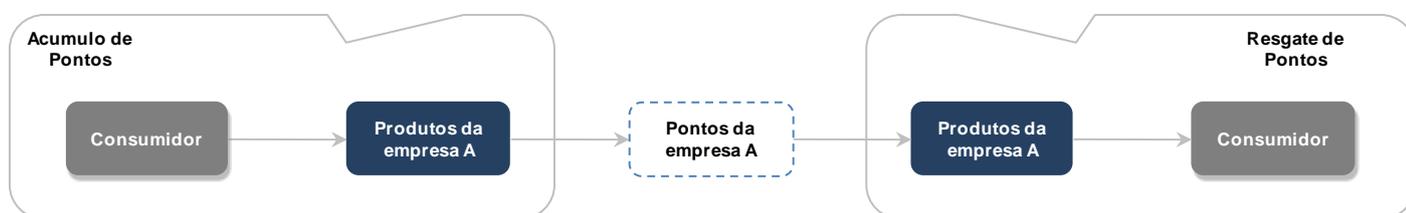
Os programas de fidelização contemplam um modelo de negócios que une a empresa proprietária do programa, parceiros comerciais e participantes do programa. Como recompensa pela compra de seus serviços ou produtos, os parceiros comerciais adquirem os pontos do programa e os repassam às contas dos participantes no programa de fidelização. Tendo acumulado pontos suficientes, os participantes os trocam por produtos oferecidos pelo programa de fidelização, que são comprados pelo programa junto aos seus parceiros comerciais.

Cada vez mais empresas estão em busca de estratégias de marketing para identificar o “melhor cliente”, atraí-lo, aumentar a taxa de retenção e ampliar o valor médio gasto por seus consumidores. Os programas de fidelização tornaram-se um dos principais elementos de estratégia de *marketing* de várias empresas. Estes programas vêm sendo utilizados com sucesso por empresas de diversos setores, como supermercados, farmácias, varejistas, bancos, empresas aéreas e na indústria turística em geral, entre outros. Porém, esse mercado ainda está concentrado nos setores aeroviário e financeiro, especialmente nos gastos de cartões de crédito.

Tipos de programas de fidelização

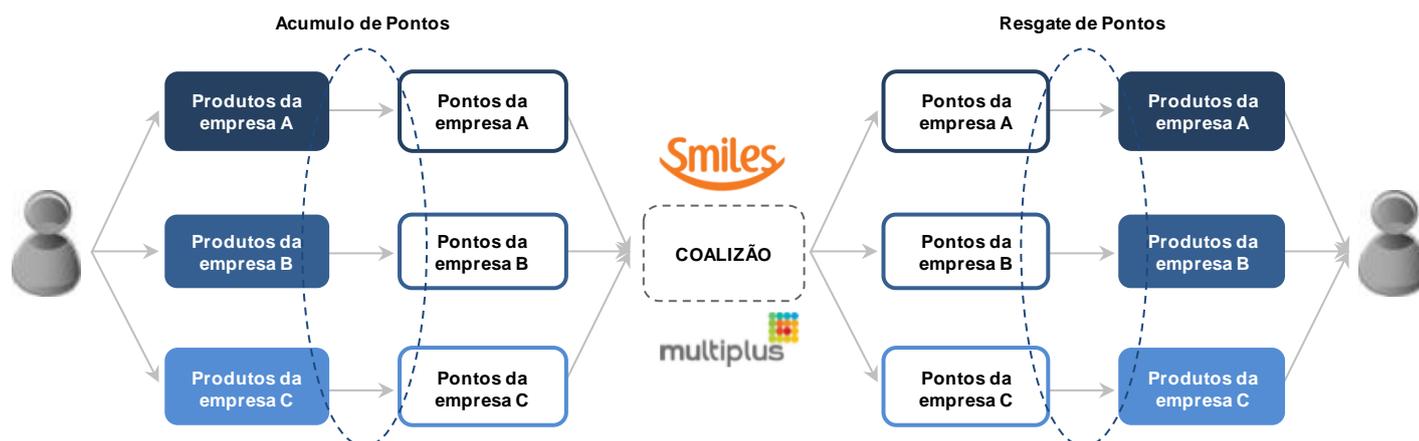
De forma geral, existem dois tipos de programas de fidelização: os programas individuais ou proprietários e os programas de coalizão.

Nos programas individuais ou proprietários, os participantes acumulam pontos ao utilizar os serviços ou adquirir os produtos da empresa proprietária do programa e os resgatam apenas em troca de serviços ou produtos oferecidos por esta mesma empresa.



Fonte: Empresas e BB-BI

Os programas de coalizão, por sua vez, são formados por vários parceiros comerciais, onde os produtos e serviços adquiridos em uma empresa viram pontos que podem ser transferidos para outros programas de fidelidade ou trocados por produtos ou serviços disponíveis nos parceiros. Este modelo se torna mais atraente para os consumidores, que podem acumular pontos mais rapidamente e possuem mais opções de resgate, e também para os parceiros comerciais, que tornam sua “moeda” mais forte, aumentando a percepção de valor da marca de suas empresas e reduzindo custos com *marketing* de fidelização ao compartilhar gastos com o programa.



Fonte: Empresas e BB-BI

Classificação dos programas de fidelidade



Fonte: Empresas e BB-BI

Vantagens dos Programas de Coalizão

Proposta de Valor Atraente

Ao possibilitarem a seus participantes o acúmulo e resgate de pontos em toda a rede de parceiros comerciais, os programas de coalizão oferecem uma proposta de valor mais atraente aos participantes que os programas individuais, já que os participantes de programas de coalizão são capazes de acumular pontos mais rapidamente e têm a opção de resgatar seus pontos por uma gama maior de produtos e serviços.

Além disso, como o acúmulo dos pontos ocorre de forma mais rápida nos programas de coalizão, é possível acumular uma quantidade de pontos suficiente para resgatar produtos de maior valor unitário em um período menor que em um programa de fidelização individual, aumentando ainda mais a percepção de valor pelos participantes.

Para os parceiros, os programas de coalizão também aumentam a visibilidade de suas marcas, que são promovidas nas iniciativas de *marketing* de tais programas. A maior visibilidade dos parceiros, dentro da rede, pode influenciar o comportamento dos participantes.

Por possuírem uma vasta rede de estabelecimentos, os programas de coalizão permitem a compilação de bases de dados de consumo, que pode ser usada para analisar e entender o comportamento dos participantes. Isto serve de ferramenta para ajudar os parceiros a direcionarem suas campanhas de *marketing* de forma mais eficiente.

Aumento de Retenção e Captação de Clientes

O aumento da retenção e do consumo de clientes existentes é uma vantagem visível aos parceiros comerciais de um programa de coalizão. A maior percepção de valor dos participantes cria um forte incentivo para que estes voltem a consumir nos estabelecimentos parceiros, de forma a continuar acumulando mais pontos.

A rede de estabelecimentos formada cria uma oportunidade de aquisição de clientes para os parceiros comerciais, já que os participantes são incentivados a consumir nos estabelecimentos pertencentes à rede, muitos deles pela primeira vez. A consequência deste incentivo é o aumento da sobreposição dos clientes na rede de parceiros comerciais.

Menores Custos Operacionais

A maior escala obtida em um programa de coalizão permite a diluição de custos na rede de parceiros comerciais, permitindo que, para um mesmo investimento em *marketing*, o parceiro consiga destinar uma maior parcela a premiações do que uma empresa que possua um programa individual. Com isso, os participantes do programa de coalizão são beneficiados por uma maior disponibilidade de pontos.

Conforme dito acima, a utilização de um mesmo sistema por um número maior de parceiros faz com que o programa de coalizão gere ganhos de escala, reduzindo custos operacionais para toda a rede de parceiros. Além de menores custos, os programas de coalizão são mais difíceis de serem implementados por concorrentes, já que exige que as empresas encontrem parceiros e juntem-se a uma rede de estabelecimentos.

Programas de Fidelização no Brasil

No Brasil, os programas de fidelização de clientes vêm se popularizando entre consumidores e empresas, na medida em que potencialmente melhoram o seu relacionamento com clientes, intensificando a interação com os consumidores e incrementando a percepção de valor dos mesmos.

Os programas de fidelização estão concentrados e, em sua maioria, associados às companhias aéreas e ao setor financeiro, especialmente de cartões de crédito. Há que se destacar, no entanto, que estes programas vêm se diversificando e expandindo sua atuação para outros segmentos com grande base de clientes, como principalmente, varejo, telecomunicações e turismo. As companhias aéreas que adotam programas de fidelização buscam se associar com empresas de outros setores em programas de coalizão, visando disponibilizar uma extensa gama de prêmios, em especial, passagens aéreas para seus clientes.

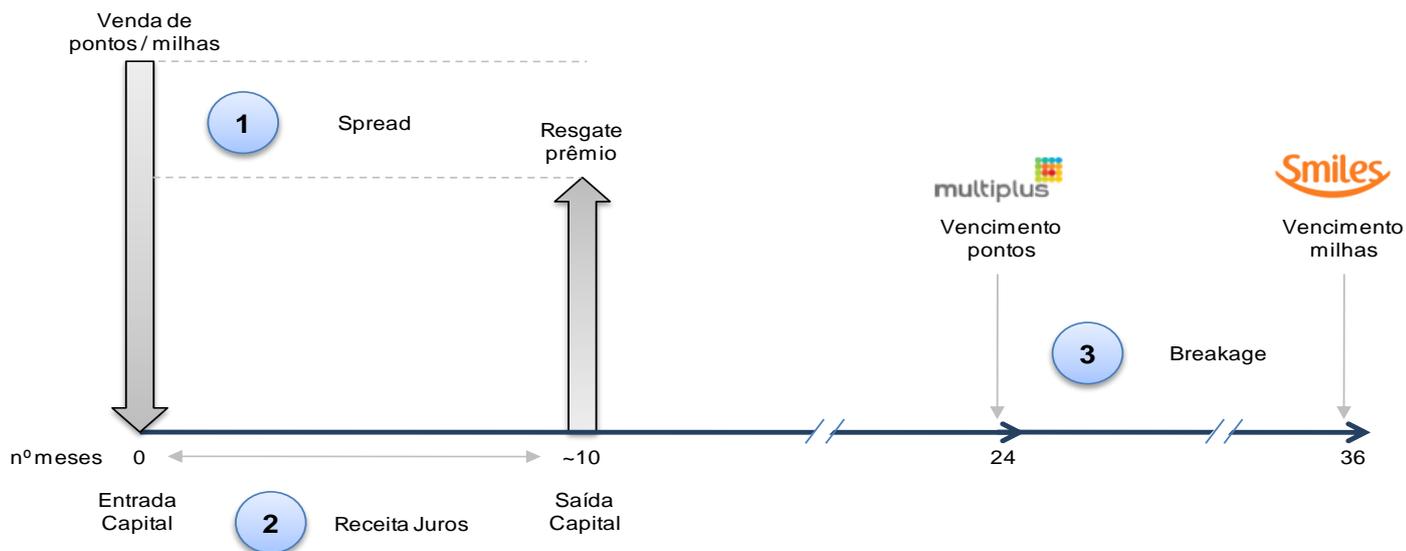
O setor de programas de fidelização de clientes no Brasil possui alto potencial de crescimento, uma vez que grande parte dos consumidores ainda não está associada a nenhum programa, e ao grande número de empresas que ainda não adotam ou estão nos estágios iniciais de desenvolvimento de programas de fidelização. Além disso, a rápida expansão do setor aéreo e a crescente utilização de cartões de crédito entre os consumidores brasileiros, associado ao forte crescimento no poder de compra da população, suportarão o forte crescimento do mercado de programas de fidelização de clientes esperado no Brasil.

Fontes de Receita

O modelo de negócio tanto da Multiplus quanto da Smiles está ancorado em três fontes de receitas: a) spread, b) juros e c) breakage. No ato da venda de pontos para os parceiros comerciais, a empresa recebe um valor determinado em contrato, e aloca no caixa da companhia. Estes pontos são resgatados, em média, 10 meses depois, quando a receitas e custos são contabilizados. O spread (1) é a receita obtida na diferença entre o preço que a companhia vende os pontos para as empresas parceiras e o custo de aquisição de uma passagem aérea, ou produtos e serviços de terceiros. A receita de juros (2) advém do fluxo de caixa positivo da operação de venda e resgate destes pontos. Por último, mas não menos importante, a renda de breakage (3) é obtida a partir de uma estimativa dos pontos que não serão utilizados, baseados na média histórica dos últimos 12 meses. No caso da Smiles, o prazo para os pontos expirarem é de 36 meses após a transferência para a conta do programa, enquanto na Multiplus, os pontos vencem 24 meses após o acúmulo.

A principal despesa é com compra de passagens aéreas, e como a empresa é uma forte geradora de caixa, com fluxo de caixa positivo e não possui necessidade de capital, acabando por distribuir quase que a totalidade de seu lucro em forma de dividendos e juros sobre capital próprio. Entre 2010 e 2012 tanto a Multiplus quanto a Smiles apresentaram taxa de crescimento anual composto acima de 20% em pontos emitidos e também em número de passagens-prêmio resgatadas.

Fontes de Receita

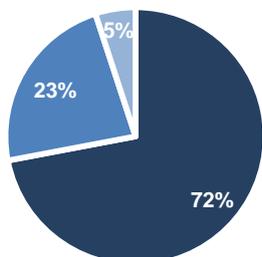


Fonte: Multiplus, Smiles e BB-BI

Estratégia

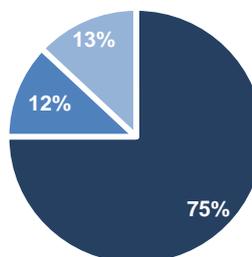
A estratégia de longo prazo tanto da Multiplus quanto da Smiles está baseada em duas frentes: a) aumento da participação do varejo; e b) crescimento dos resgates não aéreos. As duas empresas pretendem reduzir sua dependência dos parceiros bancários, aumentando a parceria com varejistas e disponibilizando para seus associados uma maior oportunidade de acumular pontos. Com esta estratégia, a empresa busca capturar as altas taxas de crescimento do varejo brasileiro.

Atual



• Banks • Gol • Retail, Industry & Services

Perspectiva de Longo Prazo

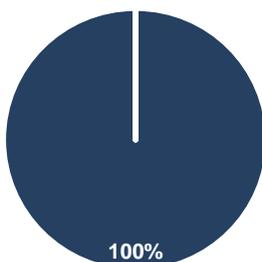


• Banks • Gol • Retail, Industry & Services

Fonte: Smiles

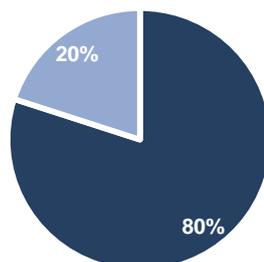
As empresas buscam também diversificar sua estrutura de custos com resgate de pontos, que hoje é de 100% de passagens aéreas no caso da Smiles e de 94% no caso da Multiplus. Com esta diversificação, a intenção das companhias é obter o maior controle dos custos unitários ampliando assim sua receita de spread.

Atual



• Airline tickets

Perspectiva de Longo Prazo



• Airline tickets • Others

Fonte: Smiles

Nos próximos anos a Smiles deverá intensificar seus investimentos em marketing, buscando tornar sua “moeda” mais forte e ampliar a rede de parceiros comerciais, movimento já realizado pela Multiplus em 2010 e 2011. A intenção desta medida, além da diversificação das fontes de acúmulo e resgate de pontos, é aumentar a taxa de *burn/earn*, que é o total de pontos acumulados no período sobre o total de pontos resgatados, visando aumentar a velocidade de resgate de pontos, principalmente em produtos de menor valor, aumentando, assim, a atratividade e a rentabilidade do programa de fidelidade.

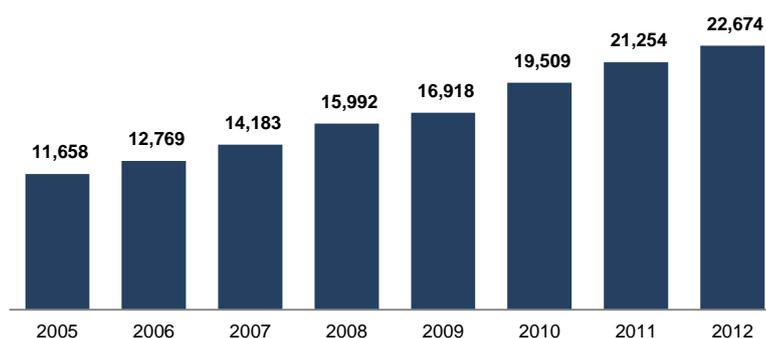
Principais *drivers* de crescimento

Crescimento do poder de consumo e do PIB per capita

A última década representou um período de crescimento acelerado da economia brasileira, como resultado de um ambiente macroeconômico favorável e de um contexto de estabilidade política e monetária no País. Isso resultou em um aumento substancial no PIB *per capita* do Brasil, levando a um aumento no nível de renda da população, o que afetou positivamente o consumo. Esses fatores aumentam a atratividade de programas de fidelização, inclusive no setor de varejo, uma vez que o aumento do consumo propicia um maior acúmulo de pontos por aquisição de produtos e serviços para o consumidor médio brasileiro. Ainda que as passagens aéreas representem uma parcela importante destas aquisições, a possibilidade de resgatar pontos em produtos e serviços de menor valor, mais presentes no cotidiano do consumidor brasileiro, faz com que os programas de fidelização no setor de varejo resultem em um valor agregado para um conjunto maior de consumidores, ampliando a base de interessados neste tipo de programa.

Brasil – PIB per capita (2012)

(R\$)

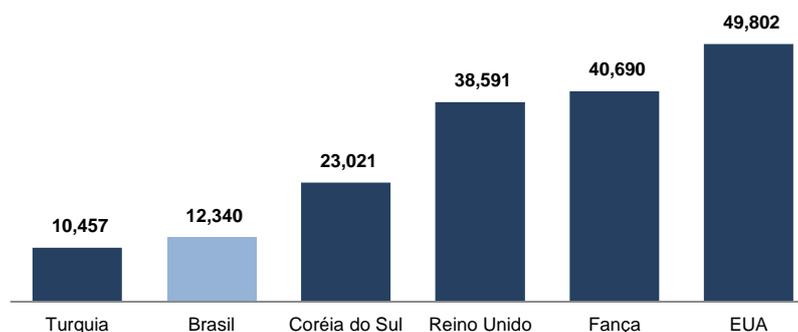


Fonte: FMI e BB-BI

Ainda assim, é importante ressaltar que ainda há muito espaço para aumento no nível de renda do consumidor brasileiro, garantindo a base para o crescimento futuro do mercado, o que pode ser verificado pela comparação do PIB *per capita* brasileiro com o de outros países desenvolvidos e em desenvolvimento.

PIB per capita (2012)

(US\$)



Fonte: FMI e BB-BI

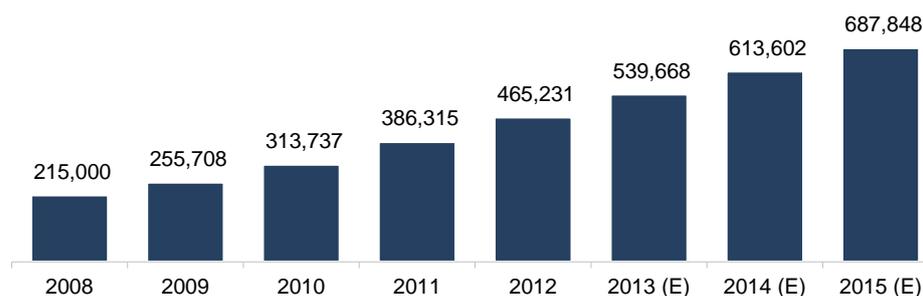
Aumento da Penetração do Cartão de Crédito como meio de Pagamento

É frequente o uso de associações entre instituições do mercado de cartões de crédito e programas de fidelidade como ferramenta de *marketing*, fazendo das empresas emissoras e administradoras dos cartões de crédito parceiras importantes dos programas de fidelização.

Sendo assim, consideramos que o aumento na penetração e no uso de cartões de crédito por parte da população brasileira são fatores positivos para as empresas de fidelização.

Faturamento cartões de crédito – Brasil

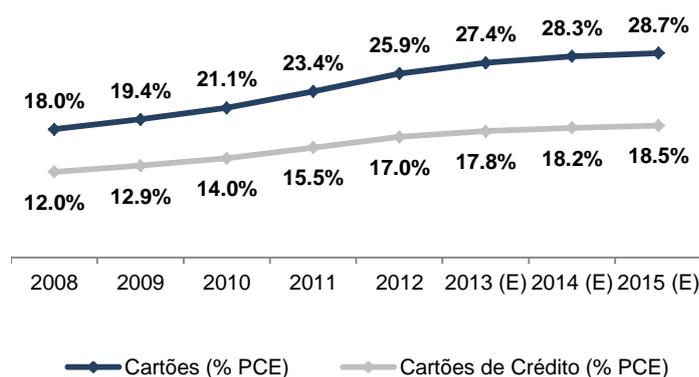
(R\$ milhões)



Fonte: ABECS e BB-BI

O mercado brasileiro de cartão de crédito apresentou taxa composta anual de crescimento (*compound annual growth rate* - "CAGR") acima de 20% nos últimos oito anos. Esse crescimento resulta em uma maior demanda de pontos de programas de fidelização por parte das empresas de cartões de crédito parceiras desses programas. Segundo dados do Banco Central do Brasil, em 2011, ocorreram 10,6 milhões de transações monetárias no país, excluídas aquelas realizadas com moeda física, não rastreáveis. Deste total, 69,8% foram efetuadas por cartões como meio de pagamento.

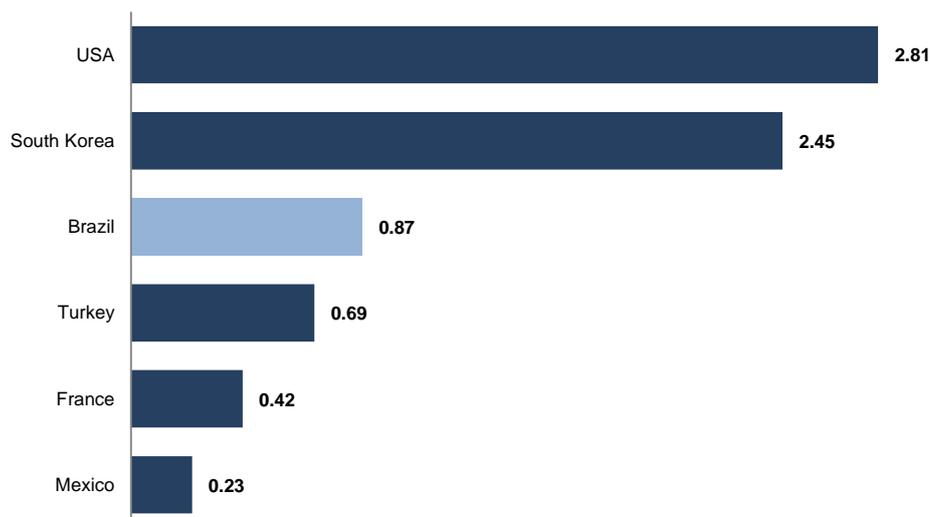
Cartões de Crédito vs. Consumo Privado – Brasil



Fonte: ABECS e BB-BI

Apesar do crescente uso de cartões de crédito por parte do consumidor brasileiro, ainda há um grande potencial de crescimento do uso de cartões de pagamento no Brasil, percebido ao se comparar a penetração dos cartões de crédito no Brasil com o de países desenvolvidos e em desenvolvimento.

Cartões de crédito per capita



Fonte: Bank of International Settlements (BIS) e BB-BI

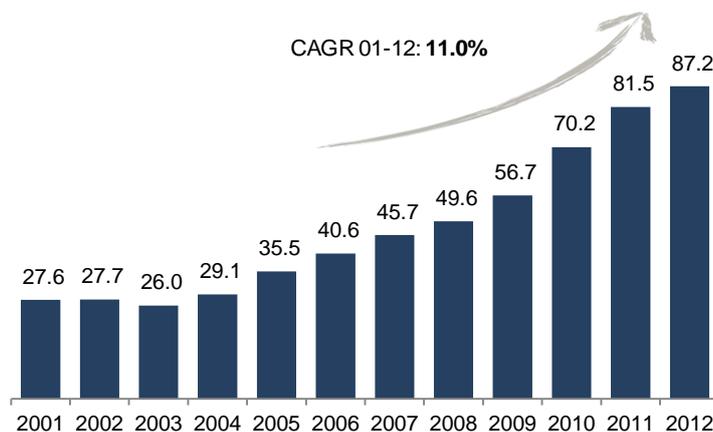
Expansão do Setor Aéreo no Brasil

Os programas de fidelização associados a *frequent flyer programs* se beneficiarão do crescimento esperado no número de passageiros aéreos, possibilitando o maior acúmulo de pontos em vôos. O setor aéreo brasileiro cresceu a taxas anuais de 2 dígitos em RPK nos últimos 8 anos. Entre 2005 e 2012 o crescimento anual foi de 13,6%.

O mercado brasileiro de transporte aéreo demonstra um potencial de expansão significativo. Conforme indicado no gráfico abaixo, o número de embarques per capita no Brasil ainda é muito menor do que nos mercados maduros, como os Estados Unidos.

Evolução da demanda de vôos domésticos

(milhões de RPK)



Fonte: ANAC e BB-BI

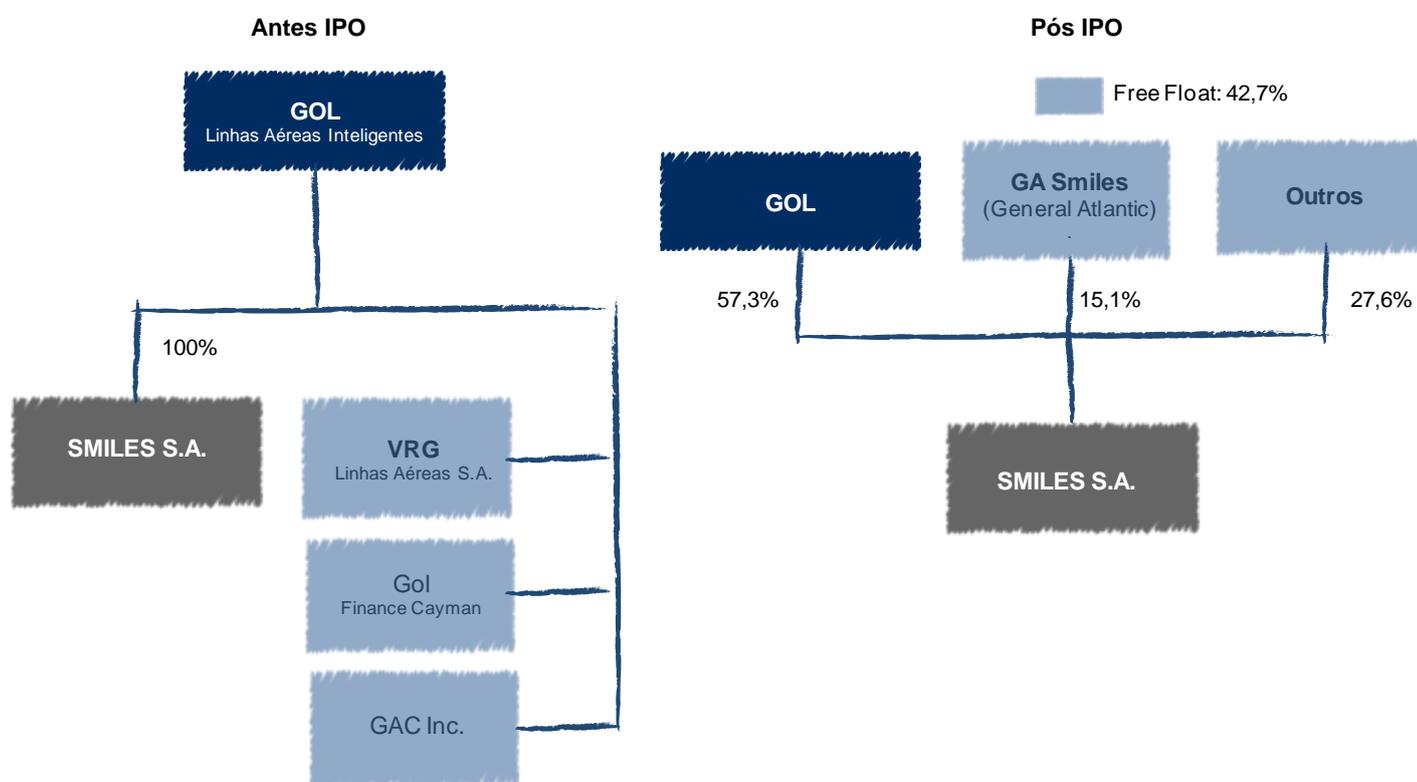
III. Smiles

A empresa

A Smiles foi constituída em 10 de junho de 2012 sob forma de sociedade por ações como resultado de uma reestruturação societária da Gol, que criou a Companhia como empresa independente para gerir, administrar e operar com exclusividade o Programa Smiles. O programa Smiles, por sua vez, foi criado em 1994 para fidelizar os clientes da companhia aérea Varig. Em 1997 surgiu o cartão de crédito Varig como mais uma forma de fidelizar os clientes e acelerar o acúmulo de pontos por eles. Além do cartão de crédito co-branded, criou-se também parcerias com redes de hotéis, locadoras de veículos e restaurantes de alto padrão consolidando o Programa Smiles como programa de coalizão de grande atratividade. A Smiles acabou se tornando uma marca mais forte que sua parceira e criadora, a Varig.

Em 2007 o programa Smiles passou a pertencer à Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., que adquiriu a Varig, e se manteve como eficiente ferramenta de fidelização de clientes da nova companhia aérea. A partir de janeiro de 2013, o programa Smiles deixou de ser uma unidade de negócio e surgiu como empresa independente, sendo denominada Smiles S.A.. A Smiles é hoje a operadora de um dos maiores programas de fidelização no Brasil com mais de nove milhões de participantes. O programa tem parceria com as companhias aéreas Gol, Air France, Delta Airlines, KLM, Qatar Airways e Iberia.

Estrutura Corporativa



Fonte: Smiles e BB-BI

Modelo de Negócio

O modelo de negócios das duas companhias é idêntico, as duas têm parcerias com os maiores bancos comerciais do Brasil e América do Sul, administradoras de cartões de crédito, grandes redes de varejo, hotéis, restaurantes, empresas de aluguel de automóveis, postos de gasolina, farmácias, editoras, que disponibilizam várias opções de acúmulo de pontos, não apenas através de suas viagens realizadas com companhias aéreas que sejam Parceiras Comerciais da Companhia, mas principalmente no seu consumo do dia-a-dia.

O Programa Smiles permite o resgate de passagens aéreas para mais de 560 destinos no mundo, bem como o resgate de mais de 300.000 produtos e serviços como aparelhos eletrônicos, eletrodomésticos, móveis, materiais esportivos, brinquedos, livros, shows, ingressos de cinema, vale presentes, entre outros na plataforma "Smiles Shopping".

A Companhia busca a consolidação de um programa de coalizão “puro”, com características diferenciadas que proporcionem uma plataforma única de acúmulo de pontos por meio de redes de Parceiros Comerciais e financeiros, com única estrutura de custos e administração centralizada, garantindo, dessa forma, maior eficiência operacional e gerencial de seus parceiros. Assim, também oferece uma proposta mais atraente para os participantes, uma vez que facilita o acúmulo de pontos e o resgate de Prêmios concentrando os acúmulos numa única conta e eliminando a complexidade e as perdas envolvidas na participação em diversos programas.

Atualmente, o programa Smiles permite o acúmulo de pontos em vôos da Gol e suas parceiras aéreas internacionais; nos principais bancos comerciais brasileiros, inclusive por meio de seus cartões *co-branded* emitidos por Bradesco e Banco do Brasil, e uma ampla rede com mais de 150 parceiros de varejo, entre eles, a BR Distribuidora, a maior distribuidora de combustíveis do Brasil.

Como um dos principais pilares de seu modelo de negócios, sendo grande diferencial frente aos demais programas de fidelidade, os contratos que regem a relação comercial da Companhia com a Gol lhe garantem acesso irrestrito à capacidade de ocupação da Gol a preços extremamente competitivos.

Parceiros Comerciais

A Smiles busca atrair Parceiros Comerciais que ofereçam produtos e serviços atrativos e que estejam alinhados com sua estratégia de negócio. Atualmente, a rede de Parceiros Comerciais da Companhia é composta por mais de 150 empresas, sendo mais de 120 parceiros de acúmulo e 30 parceiros de resgate, em diversos setores da economia, incluindo companhias aéreas, instituições financeiras, operadoras de turismo, hotéis, locadoras de veículos, varejistas de produtos alimentícios e não alimentícios, postos de gasolina, livrarias, montadoras de veículos automotores, incorporadoras imobiliárias, veículos de comunicação, farmácias, restaurantes, estacionamentos, dentre outros.



Fonte: Smiles

Valuation Smiles

Avaliamos a Smiles utilizando Modelo de Desconto de Dividendos (DDM) de dois estágios. No primeiro estágio, utilizamos projeções de 10 anos que retratam a fase de crescimento da companhia, e no segundo estágio aplicamos o Modelo de Gordon, estimando, em nosso cenário base, um custo do equity (K_e) de 13,2% em reais (R\$) nominais e uma taxa de crescimento de 5% na perpetuidade.

Premissas

Premissas e EV	
Taxa livre de risco	5,2%
Prêmio de mercado	4,3%
Beta	1,0
Custo do Equity (K_e)	13,2%
Crescimento perpetuidade (g)	5,0%
Valor presente dividendos	2.247
Valor presente perpetuidade	2.405
Valor total para a firma (EV)	4.652
Quantidade de ações	122,2
Preço alvo	38,10

Fonte: BB-BI

Análise de Sensibilidade

Preço Alvo (R\$)

g / K_e	12,2%	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%
4,0%	40,60	38,00	35,80	33,70	31,90
4,5%	42,10	39,30	36,90	34,70	32,70
5,0%	43,80	40,80	38,10	35,70	33,60
5,5%	45,80	42,40	39,50	36,90	34,60
6,0%	48,10	44,30	41,00	38,20	35,70

Equity Value (R\$ milhões)

g / K_e	12,2%	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%
4,0%	4.962	4.648	4.369	4.119	3.895
4,5%	5.145	4.804	4.502	4.234	3.994
5,0%	5.354	4.980	4.652	4.362	4.105
5,5%	5.595	5.181	4.821	4.506	4.228
6,0%	5.875	5.412	5.014	4.669	4.366

Dados Operacionais

	unidade	2012 A	2013 E	2014 E	2015 E
Acúmulo	milhões	39.544	37.340	45.791	57.259
Resgate	milhões	30.807	29.722	33.852	41.105
Smiles	milhões	N.A.	16.928	28.669	39.282
Legado VRG	milhões	30.807	12.794	5.183	1.823
Faturamento Bruto	R\$ milhões	N.A.	946,6	1.169,4	1.459,7
Burn/earn	%	85,8%	79,6%	73,9%	71,8%
Breakage	%	17,9%	20,0%	19,7%	19,3%

Fonte: BB-BI

Balanco Patrimonial

	2012 A(*)	2013 E	2014 E	2015 E
Ativos	91,9	1.227,3	763,7	1.093,9
Caixa e Equivalentes	0,0	527,6	364,1	989,3
Contas a Receber	0,0	64,5	80,9	102,4
Milhas pré-pagas	91,8	630,8	315,4	0,0
Ativos Fixos		4,4	3,3	2,2
Passivo + Patrimônio Líquido	91,9	1.227,3	763,7	1.093,9
Contas a pagar	0,1	6,4	7,1	8,5
Imposto a pagar		9,5	13,9	18,1
Receitas Diferidas	91,8	430,4	723,5	1.037,5
Dívida		0,2	0,1	0,0
Patrimônio Líquido	0,0	780,8	19,1	29,8

(*) Retirado do *carve out*

Fonte: BB-BI

Demonstrativo de Resultados

	2012 A*	2013 E	2014 E	2015 E
Receita Bruta	N.A.	614,4	882,9	1.152,7
Resgate de milhas	N.A.	351,0	608,0	843,2
Breakage	N.A.	84,6	70,0	71,9
Smiles & Money	N.A.	172,4	198,3	230,5
Outros (tarifas co-branded)	N.A.	6,4	6,7	7,0
(-) Impostos (PIS/COFINS)	N.A.	56,8	81,7	106,6
Receita Líquida	317,4	557,5	801,2	1.046,0
Custo das milhas resgatadas	117,3	333,7	520,8	688,6
Lucro bruto	200,0	223,9	280,4	357,4
<i>Margem bruta (%)</i>	63,0%	40,2%	35,0%	34,2%
SG&A	82,7	76,4	84,7	101,4
Pessoal	N.A.	14,3	21,2	29,3
Marketing	N.A.	22,7	22,9	29,8
Outros	N.A.	21,4	22,0	22,8
Serviços compartilhados	N.A.	18,1	18,6	19,5
Receita operacional	117,4	147,4	195,7	256,0
<i>Margem operacional (%)</i>	37,0%	26,4%	24,4%	24,5%
EBITDA	117,4	148,5	196,8	257,1
<i>Margem EBITDA (%)</i>	37,0%	26,6%	24,6%	24,6%
Despesas Financeiras	N.A.	0,0	0,0	0,0
Receita Financeira	N.A.	21,1	54,4	69,6
EBT	117,4	168,4	250,0	325,6
<i>Margem EBT (%)</i>	37,0%	30,2%	31,2%	31,1%
Lucro líquido	77,1	111,2	165,0	214,9
<i>Margem líquida (%)</i>	24,3%	19,9%	20,6%	20,5%

(*) Retirado do *carve out*

Fonte: BB-BI

Múltiplos implícitos

	2013 E	2014 E	2015 E
EPS	0,91	1,35	1,76
P/E	41,8x	28,2x	21,7x
P/BV	6,0x	243,7x	155,9x

Fonte: BB-BI

IV. Multiplus

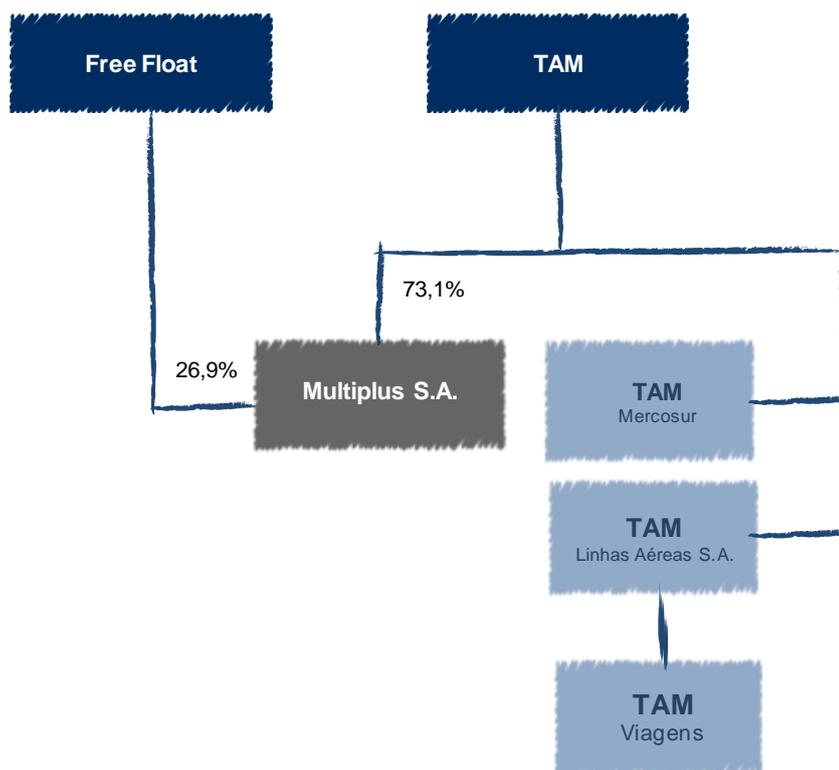
A empresa

A Multiplus é o maior programa de coalizão do Brasil e fechou o ano de 2012 com 10,9 milhões de clientes registrados que durante o ano acumularam cerca de 85,2 bilhões de pontos e resgataram aproximadamente 6,3 milhões de passagens prêmio da TAM e também de outras empresas aéreas parceiras da TAM. O programa encerrou 2012 com 369 parceiros em sua rede, que atuam nos mais diversificados segmentos no Brasil. Dentre os principais clientes estão a TAM, Postos Ipiranga, Livraria Cultura, Accor, Oi, Editora Globo, SKY, Ponto Frio, Casas Bahia, entre outros. A Multiplus tem como público alvo os clientes das classes A e B, enquanto a Smiles, em sua base de clientes cadastrados, possui mais clientes da classe C. Esta divisão também é vista nas empresas aéreas parceiras.

A empresa foi criada em 2009, e assim como a Smiles, nasceu dentro de seu parceiro aéreo, no caso a TAM. Em 2010 a companhia passou a operar de forma independente e realizou a oferta pública inicial de ações no valor de R\$ 692 milhões, que foram integralizados no capital social da companhia. Com a transformação do programa TAM Fidelidade em um programa de coalizão, e também com o *management* focado em seu *core business*, a Multiplus alavancou seu crescimento. Este movimento pode ser visto no desempenho de sua ação na bolsa que nos primeiros 12 meses de negociação, mais que dobraram de valor.

Em 2011 a companhia fez uma redução de 87% de seu capital social, ou R\$ 600 milhões, o equivalente a R\$ 3,72 por ação, que foram pagos aos acionistas na forma de um dividendo extra. A Smiles também irá realizar este movimento de redução de capital em 2014 retornando parte dos recursos aplicados para os investidores.

Estrutura Corporativa



Fonte: Multiplus e BB-BI

O contrato operacional entre TAM e Multiplus provém a compra de passagens aérea a um preço competitivo e proíbe, tanto a TAM de participar de outros programas de fidelidade, quanto a Multiplus de vender passagens aéreas de outras companhias aéreas, com exceção das empresas parceiras da TAM, que até 31/12/2013 integra a Star Alliance.

Parceiros Comerciais

A rede de parceiros da Multiplus é mais abrangente que da Smiles (369 versus 153) e assim como o principal concorrente, têm os grandes bancos brasileiros como parceiros de acúmulo de pontos. O principal diferencial da Multiplus é sua associação com grandes varejistas, principalmente com as empresas da Via Varejo, Ponto Frio e Casas Bahia, que impulsionaram a estratégia da empresa de diversificar os pontos resgatados para prêmios que não sejam passagens aéreas.



Fonte: Multiplus

Joint Venture - Prismah

Em novembro de 2011 a Multiplus anunciou a criação da Prismah uma *joint venture* com a AIMIA (grupo Aeroplan). A empresa tem como foco a concepção, desenvolvimento, gestão e consultoria em serviços voltados para programas de fidelização de terceiros, principalmente dos parceiros comerciais.



Fonte: Multiplus

Valuation Multiplus

Avaliamos a Multiplus utilizando Modelo de Desconto de Dividendos (DDM) de dois estágios. No primeiro estágio, utilizamos projeções de 10 anos que retratam a fase de crescimento da companhia, e no segundo estágio aplicamos o Modelo de Gordon, estimando, em nosso cenário base, um custo do equity (Ke) de 13,9% em reais (R\$) nominais e uma taxa de crescimento de 5% na perpetuidade. Optamos por acrescentar 2% na taxa de desconto por conta do risco de governança, conforme explicamos na página 27 deste relatório.

Premissas

Premissas e EV	
Taxa livre de risco	5,2%
Prêmio de mercado	4,3%
Beta	0,7
Risco de Governança	2,0%
Custo do Equity (Ke)	13,9%
Crescimento perpetuidade (g)	14%
Valor presente dividendos	3.389
Valor presente perpetuidade	3.060
Valor total para a firma (EV)	6.449
Quantidade de ações	162,0
Preço alvo	39,80

Análise de Sensibilidade – Preço da Ação e EV

Preço Alvo (R\$)

g / Ke	11,9%	12,9%	13,9%	14,9%	15,9%
4,0%	48,10	42,30	37,80	34,00	31,00
4,5%	49,90	43,60	38,70	34,80	31,60
5,0%	52,00	45,10	39,80	35,60	32,20
5,5%	54,40	46,80	41,00	36,50	32,90
6,0%	57,20	48,70	42,40	37,50	33,60

Equity Value (BRL million)

g / Ke	11,9%	12,9%	13,9%	14,9%	15,9%
4,0%	6.853	6.463	6.114	5.799	5.514
4,5%	7.067	6.647	6.273	5.937	5.635
5,0%	7.308	6.853	6.450	6.090	5.767
5,5%	7.581	7.084	6.647	6.260	5.914
6,0%	7.894	7.347	6.870	6.450	6.077

Fonte: BB-BI

Dados Operacionais

	unit	2.012,0	2013 E	2014 E	2015 E
Acúmulo	milhões	85.174	96.485	112.058	132.976
Resgate	milhões	65.860	73.811	85.164	99.732
Faturamento Bruto	R\$ milhões	1.871,0	2.185,9	2.536,8	3.037,6
<i>Burn/earn</i>	%	77,3%	76,5%	76,0%	75,0%
<i>Breakage</i>	%	22,2%	19,9%	19,7%	19,5%

Fonte: BB-BI

Balanco Patrimonial

	2012	2013 E	2014 E	2015 E
Ativos	1.302,1	1.520,8	1.838,7	2.259,9
Caixa e Equivalentes	1.040,1	1.327,6	1.614,5	1.988,3
Contas a Receber	138,4	182,2	211,4	253,1
Milhas pré-pagas	17,0	0,0	0,0	0,0
Ativos Fixos	2,5	11,0	12,8	18,4
Passivo + Patrimônio Líquido	1.302,1	1.520,8	1.838,7	2.259,9
Contas a pagar	70,0	13,0	13,2	14,1
Imposto a pagar	15,6	27,5	31,7	38,6
Receitas Diferidas	1.026,0	1.313,4	1.610,2	2.002,5
Dívida	31,3	0,0	0,0	0,0
Patrimônio Líquido	190,6	166,9	183,6	204,7

Fonte: BB-BI

Demonstrativo de Resultados

	2.012,0	2013 E	2014 E	2015 E
Receita Bruta	1.628,1	1.947,3	2.246,7	2.652,2
Resgate de milhas	1.425,1	1.672,2	1.928,0	2.278,2
Breakage	214,3	283,1	326,2	381,1
Hedge	(14,4)	(14,3)	(14,1)	(14,1)
Outros (tarifas co-branded)	3,3	6,4	6,7	7,0
(-) Impostos (PIS/COFINS)	152,1	180,1	207,8	245,3
Receita Líquida	1.476,0	1.767,2	2.038,9	2.406,8
Custo das milhas resgatadas	1.092,4	1.266,9	1.514,5	1.762,3
Lucro bruto	381,4	499,4	524,4	646,9
<i>Margem bruta (%)</i>	25,8%	28,3%	25,7%	26,9%
SG&A	146,0	155,5	158,9	168,8
Pessoal	39,8	45,3	53,9	60,2
Marketing	22,6	26,5	30,6	36,1
Outros	70,1	67,7	56,1	52,5
Serviços compartilhados	7,6	8,8	10,2	10,7
Receita operacional	235,4	343,9	365,5	478,1
<i>Margem operacional (%)</i>	15,9%	19,5%	17,9%	19,9%
EBITDA	241,2	351,0	373,7	487,5
<i>Margem EBITDA (%)</i>	16,3%	19,9%	18,3%	20,3%
Despesas Financeiras	0,0	0,0	0,0	0,0
Receita Financeira	87,2	96,5	140,9	161,7
EBT	340,3	440,4	506,4	639,8
<i>Margem EBT (%)</i>	23,1%	24,9%	24,8%	26,6%
Lucro líquido	224,3	290,7	334,2	422,3
<i>Margem líquida (%)</i>	15,2%	16,4%	16,4%	17,5%

Fonte: BB-BI

Múltiplos implícitos

	2013 E	2014 E	2015 E
EPS	1,79	2,06	2,61
P/E	22,2	19,3	15,3
P/BV	38,6	35,1	31,5

Fonte: BB-BI

V. Outros concorrentes

Outros programas de coalizão



O Dotz é um programa de fidelidade baseado em uma rede de coalizão que não está diretamente ligado a uma empresa aérea. Iniciou suas atividades em 2000 e seu foco principal é o e-commerce, porém nos últimos anos vem investindo em lojas físicas, com um programa piloto que iniciou em Belo Horizonte, capital do estado de Minas Gerais, e já se expandiu para mais de 130 cidades brasileiras, entre elas Brasília, Fortaleza, Recife e Campinas.

Em 2008 a canadense LoyaltyOne, que administra o programa AIR MILES, maior programa de fidelidade do mundo, adquiriu uma participação de 37% da empresa, trazendo toda a expertise do negócio e alavancando o crescimento. Atualmente o programa conta com mais de sete milhões de clientes cadastrados e com mais de 100 parceiros comerciais. Alguns parceiros chave, com atuação nacional, como Banco do Brasil, Drogaria Pague Menos são os ancoras do programa de fidelização. Outros de atuação nacional, mas voltados para o e-commerce também fazem parte da rede de coalizão, como Americanas.com, Walmart, Submarino e CompraFácil. Porém, o diferencial de atuação do Dotz está na sua estratégia de parceria com lojas físicas nas praças em que atua. Em Belo Horizonte, que é onde se concentra a maior parte dos clientes cadastrados, os parceiros vão desde postos de combustíveis até restaurantes, passando por supermercados e varejistas diversificados. Somente a rede de farmácias Pague Menos cadastrou mais de um milhão de novos participantes no programa Dotz em apenas 3 meses de atuação.

A empresa disponibiliza aos seus clientes cadastrados a possibilidade de resgatar seus pontos em mais de 10.000 produtos disponíveis no catálogo Dotz e, apesar de não estar ligada a uma empresa aérea, disponibiliza a transferência de pontos para os programas Smiles e TAP Portugal, além de venda direta de passagens aéreas e pacotes turísticos através da operadora CVC Viagens e Turismo.

A atuação regionalizada e focada em lojas físicas ainda não traz impacto para a Smiles e a Multiplus, principalmente para os usuários que buscam trocar seus pontos por passagens prêmio, uma vez que o Dotz não está ligado a uma empresa aérea. Porém o programa está se fortalecendo, principalmente no interior do país, e apresentando uma expressiva taxa de crescimento de clientes cadastrados.



A Azul é a terceira maior empresa aérea do Brasil, que liga em sua malha cerca de 100 cidades do interior do país em mais de 840 voos diários, e possui seu frequenty flyer program (FFP) chamado Tudo Azul. O programa conta com dois milhões de clientes associados e uma gama ainda limitada de parceiros. Atualmente, os clientes do programa Sempre Presente (Itaú Unibanco) e do HSBC Rewards podem trocar seus pontos por créditos do Tudo Azul. Além das passagens aéreas, o programa disponibiliza outras opções para resgate de pontos, como descontos em escolas de idiomas, estacionamentos e em alguns, ainda poucos, varejistas.

A Azul vem apresentando gradativo ganho de market share, e após a aquisição da Trip, alcançou cerca de 15%. Agora está buscando avançar sobre os slots dos grandes centros, como São Paulo e Rio de Janeiro. Esta movimentação deverá impulsionar o programa Tudo Azul, fazendo com que, em um futuro próximo, dispute a preferência dos pontos originados no sistema financeiro através do gasto com cartão de crédito.



A Netpoints iniciou suas atividades em 2011 como um programa de coalizão, com o apoio do Grupo Bozano e hoje já conta com mais de dois milhões de associados e cerca de 200 parceiros comerciais. Tem foco de atuação em parcerias varejistas, que atuam tanto no comércio tradicional, quanto on-line e seu diferencial é que seus pontos não possuem prazo de validade. Dentre os principais parceiros estão: Americanas.com, Polishop, Netshoes, Submarino, Editora Abril e Lojas Marisa.

Em abril de 2013 anunciou um aporte de R\$ 100 milhões do Grupo Bozano e de outros parceiros buscando acelerar o plano de expansão da marca.

Programas de fidelidade nos bancos

O ano de 2012 foi desafiador para o setor bancário no Brasil. Além do arrefecimento da economia, que encerrou 2012 com o PIB apresentando crescimento de 0,87%, os bancos viram três dos pilares que sustentaram seus resultados nos últimos anos passarem por ajustes.

O primeiro dos três pilares é a desaceleração no ritmo de expansão das carteiras de crédito. Em 2012, o crescimento do crédito foi de 16,4%, chegando a 53,8% do PIB. O segundo pilar é a queda da SELIC, que desde setembro de 2011 já recuou 5,25 p.p., onde mais de 70% desta queda aconteceu em 2012 e reduziu a rentabilidade das tesourarias. O terceiro pilar é a redução dos spreads bancários, devido ao acirramento da concorrência. Estes três fatores, somados ao avanço da inadimplência, impactaram negativamente o resultado dos bancos.

Com a pressão na margem financeira, a melhoria na eficiência operacional se tornou o objeto de desejo das instituições financeiras, que buscaram a otimização de sua estrutura e redução dos custos operacionais. Os programas de fidelidade foram um dos pontos nos quais os bancos buscaram reduzir o custo e se associaram a empresas de turismo, pois a passagem aérea ainda possui maior valor agregado na percepção dos clientes associados aos programas de fidelidade.

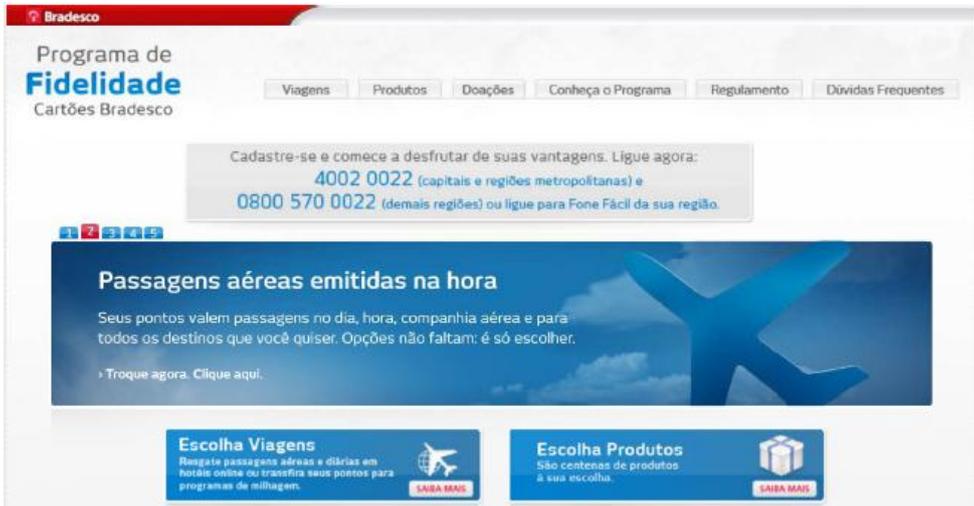
Banco do Brasil

Possui parceria exclusiva com o programa Dotz, onde também disponibiliza compra de passagens aéreas



Bradesco

Associação com o Submarino Viagens para oferecer passagens aéreas e pacotes de turismo diretamente do site do programa.



Santander

Parceria com a Trip Advisor, onde oferece a possibilidade de troca de pontos de seu programa por passagens aéreas.



Itaú

Foi o último a se associar a uma companhia de viagens, a Conexxe Travel, para direcionar a aquisição de passagens aéreas diretamente do site de seu programa de fidelidade, o Itaú Sempre Presente. Também inibiu a transferência de pontos de seu programa para a Multiplus, alterando a paridade necessária para transferência, que até Fevereiro/2013 era de 1 para 1 e a partir de Março/2013 passou a ser 1,25 pontos do programa do Itaú para cada ponto Multiplus, ou seja, inflacionou em 25%. O site Ponto Viagem, lançado em março segundo informações do banco, já representou 8% dos resgates de pontos em Maio/2013.



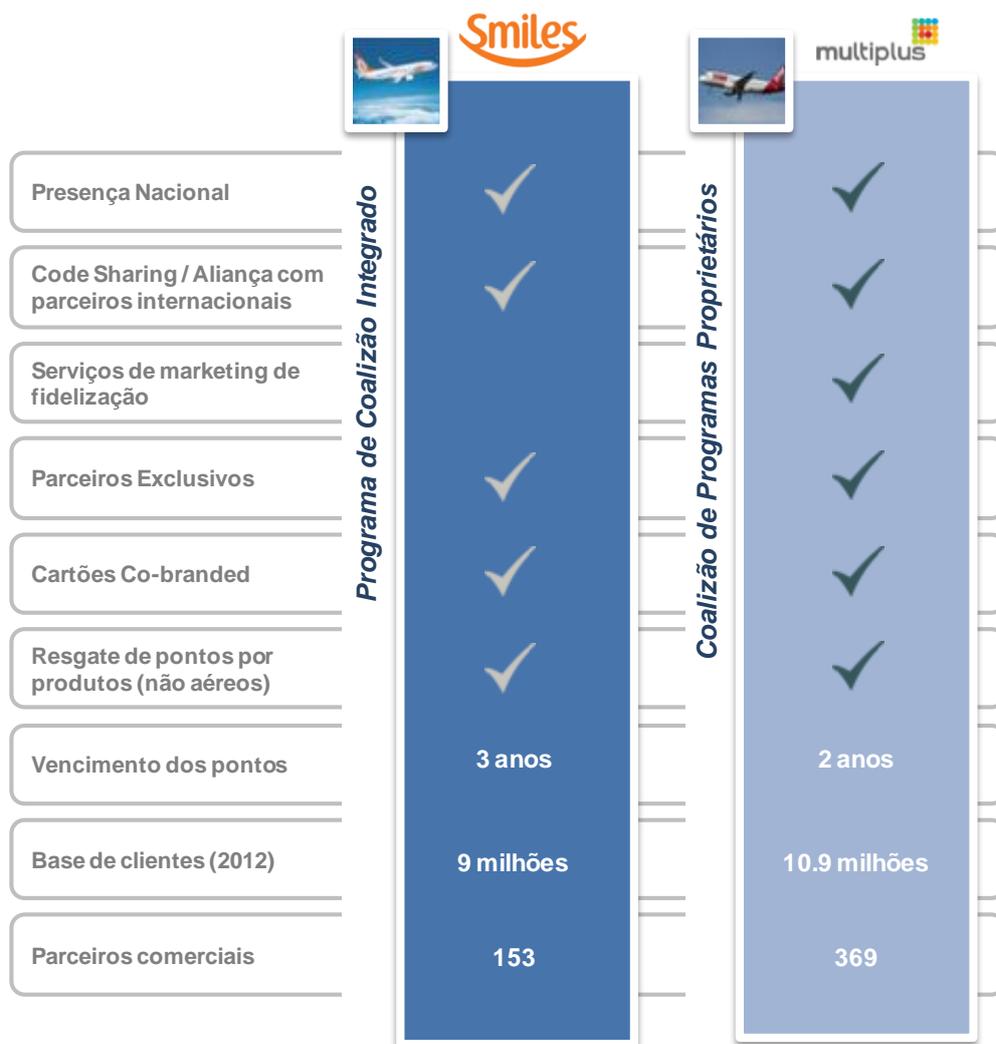
No programa Sempre Presente suas compras realizadas com o cartão de crédito Personalité somam pontos que você pode trocar por recompensas. Quanto mais você usar seu cartão nas compras do dia a dia, mais pontos você acumula no programa.

VI. Multiplus ou Smiles

Porque preferimos a Smiles

Nossa preferência, por hora, é sobre a Smiles, que tem maior potencial de crescimento no curto prazo, uma vez que a Multiplus já é uma empresa mais consolidada e vem apresentando faturamento com baixo crescimento nos últimos trimestres.

Comparativo Smiles x Multiplus



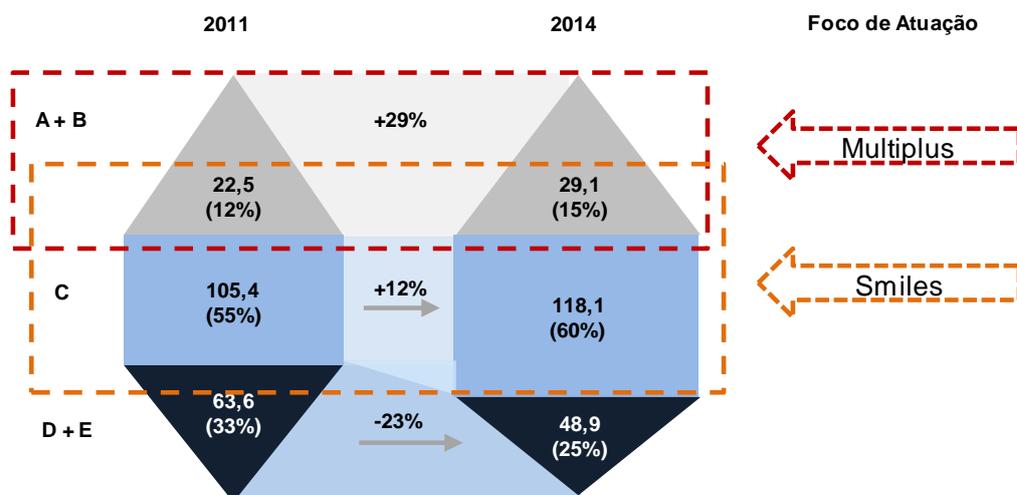
Fonte: Multiplus, Smiles e BB-BI

Além da quantidade de parceiros e do prazo de vencimento dos pontos, a diferença entre Multiplus e Smiles é a Prismah, *joint venture* criada pela Multiplus em sociedade com a canadense AIMIA, que presta serviços de concepção, desenvolvimento, gestão e consultoria em serviços analíticos voltados para programas de fidelização de terceiros.

Público alvo

Enquanto a Multiplus busca fidelizar os clientes das classes A e B, a Smiles é mais voltada para a classe C, que já é maioria da população brasileira. Com isso, acreditamos que a Smiles deverá ultrapassar a Multiplus em quantidade de clientes em um futuro próximo.

Público Alvo

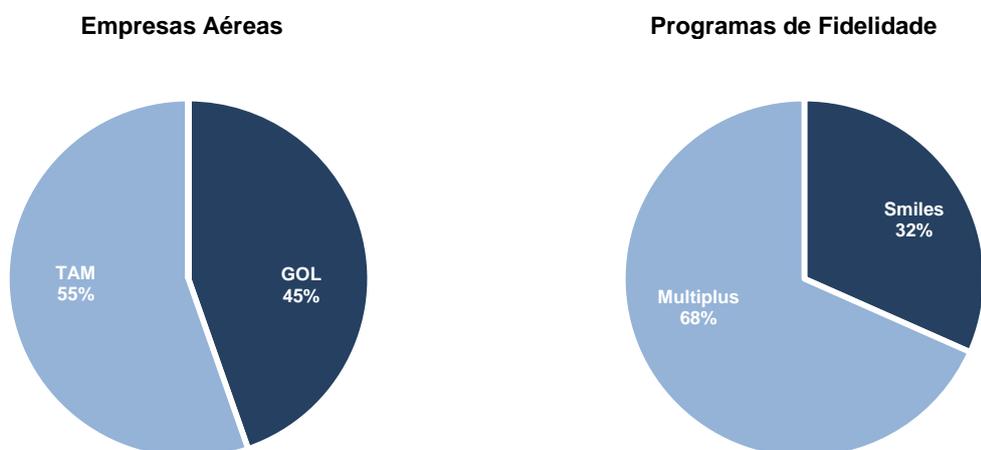


Fonte: IBGE, Multiplus, Smiles e BB-BI

Market share empresas aéreas versus programas de fidelidade

Atualmente há um descasamento entre o market share das companhias aéreas e seus programas de fidelidade associados, conforme podemos verificar nos gráficos abaixo. Acreditamos que este *gap* deverá se fechar, com o *market share* dos programas de fidelidade se aproximando das empresas aéreas.

Market Share



Fonte: ANAC, Multiplus, Smiles e BB-BI

Governança Corporativa

Entendemos que o principal risco associado ao negócio é a governança corporativa. O contrato de longo prazo existente entre as empresas de fidelidade e as companhias aéreas resguarda, em parte, o interesse dos minoritários. Porém, o contraponto entre a grande necessidade de capital das empresas aéreas e a forte geração de caixa das empresas de fidelidade poderá provocar instabilidade nesta relação.

Na Smiles, a entrada da General Atlantic (GA) como acionista detentor de 15 % de participação, possibilitou o acesso à GA a um assento no Conselho de Administração. Como terá poder de veto nas votações, será o guardião do interesse dos minoritários.

Enquanto isso, na Multiplus a situação é inversa. Uma vez Warren Buffet disse: “São necessários 20 anos para se construir uma reputação e cinco minutos para arruiná-la. E foi exatamente isso que a Multiplus fez, arruinou a reputação conquistada nos últimos três anos com o anúncio do *follow-on* em fevereiro deste ano.

Listamos alguns fatores que foram questionados à empresa na época do anúncio: a) Não havia necessidade de capitalização; ii) A empresa possuía no final de 2012 R\$ 1,1 bilhão em caixa; iii) Não há nenhum grande investimento previsto.

O momento do anúncio da oferta não poderia ter sido mais inoportuno. O IPO de sua principal concorrente estava em andamento, e a liquidação do *follow-on* estava prevista para ocorrer três dias antes da liquidação do IPO da Smiles. Para o mercado ficou a impressão de que a Multiplus estava tentando atrapalhar a oferta da Smiles, dividindo o livro das ofertas e a atenção dos investidores. O Itaú acabara de anunciar a inflação de 25% na paridade de troca de pontos com a Multiplus e as ações já haviam reagido negativamente, pois o mercado acreditava que o Itaú era o banco parceiro da empresa, uma vez que possuem contrato de comercialização do cartão de crédito *co-branded*.

Todos sabem que as empresas aéreas no mundo inteiro estão passando por dificuldades, com os custos operacionais fora de controle e estão altamente endividadas e necessitando de capital. O único ganhador desta operação seria a LATAM, controladora da Multiplus. Com isso, ficou evidente a falta de alinhamento estratégico entre a controladora e a empresa.

Considerando o valor médio recebido dos bancos e das empresas aéreas por 10.000 pontos e o preço médio pago por uma passagem aérea, considerando também uma passagem média de 10.000, podemos verificar:

Comparativo Smiles e Multiplus

(Receita média / Custo médio)

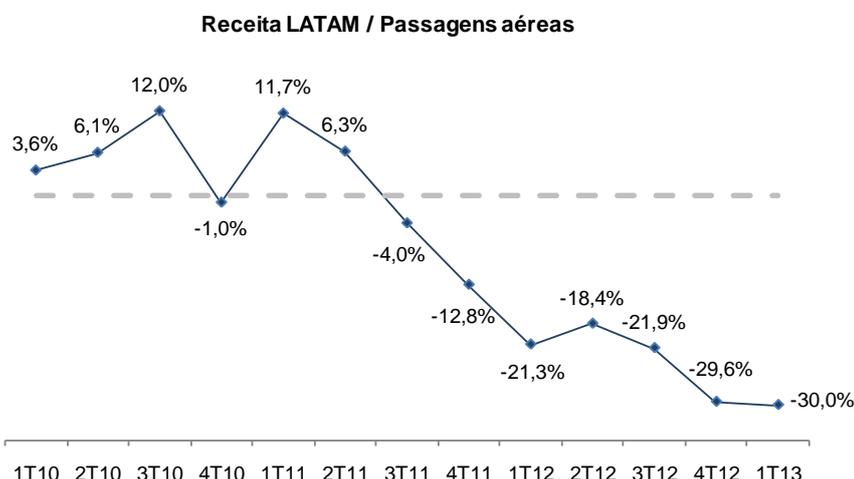



Faturamento por 10.000 pontos		
Outros (principalmente bancos)	220,8	250,8
Parceiros Aéreos	140,1	122,9
Custo por 10.000 pontos		
Passagens Aéreas	157,0	175,6
Spread (%)		
Receita Média / Passagem Aérea	28,9%	32,2%
Parceiros Aéreos	-12,1%	-30,0%

Fonte: Multiplus, Smiles e BB-BI

Para nós não está claro qual a intenção da LATAM em relação à Multiplus, porém podemos verificar no gráfico abaixo que a relação com o controlador se deteriorou após a fusão da LAN com a TAM. A diferença entre o valor pago para a LATAM por 10.000 pontos e o valor pago por uma passagem aérea, considerando uma passagem aérea média de 10.000 pontos, está aumentando a cada trimestre.

Spread



Fonte: Multiplus e BB-BI

Neste comparativo não consideramos eventuais descontos por compra antecipada de passagens e também a receita de breakage, porém em uma relação saudável, este spread tenderá a ficar próximo de zero.

Por estes motivos, optamos por acrescentar no valuation da Multiplus, dois pontos percentuais na taxa de desconto (K_e) por conta do risco de governança da empresa, pois o anúncio do *follow-on* evidenciou o risco de conflito de interesse entre as partes. Além disso, a LAN possui no Chile outro programa de fidelidade para seus passageiros frequentes, o LANPASS. A LATAM ainda não definiu qual o destino deste programa, que poderá ser incorporado à Multiplus, ou continuarem como programas independentes.

Política de preços flexível

O modelo variável de precificação de passagens utilizado pela Smiles possibilita um melhor controle das margens operacionais, uma vez que a companhia tem a liberdade de alterar a quantidade de pontos cobrada de seu cliente, de acordo com o preço da passagem que será praticado com a Gol, repassando o custo. O acordo entre Gol e Smiles prevê três tipos de tarifas: a) Padrão; b) Comercial e c) Promocional.

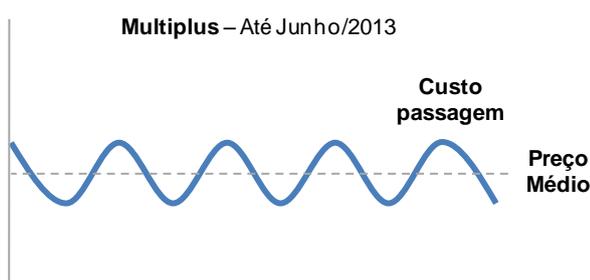
Na tarifa padrão, tem garantido 8,5% dos assentos dos voos da Gol a um custo econômico, que inclui o custo de combustível, seguro e o custo de oportunidade do assento. Este custo de oportunidade é mensurado por 12 meses, medindo a característica de cada voo e o load factor. Após os 12 meses de apuração, o custo de oportunidade é aplicado para os próximos 12 meses. Na tarifa comercial, a Smiles consegue acessar 100% dos assentos da Gol pagando o preço de balcão da passagem, com desconto que varia entre 12% e 26%, por ser o principal cliente da companhia aérea. Já na tarifa promocional, a Smiles tem acesso aos bilhetes quando a Gol realiza promoções a preços reduzidos.

A Multiplus não tem limitação de acesso aos assentos da TAM, porém, até junho de 2013, o preço cobrado de seus clientes por uma passagem aérea em um trecho doméstico, era de 10.000 pontos. Quando o preço da passagem comercial era superior ao valor recebido dos parceiros financeiros, esta passagem se tornava inacessível para os clientes da Multiplus, o que tornava pior a percepção de valor por parte do cliente, uma vez que era difícil adquirir uma passagem.

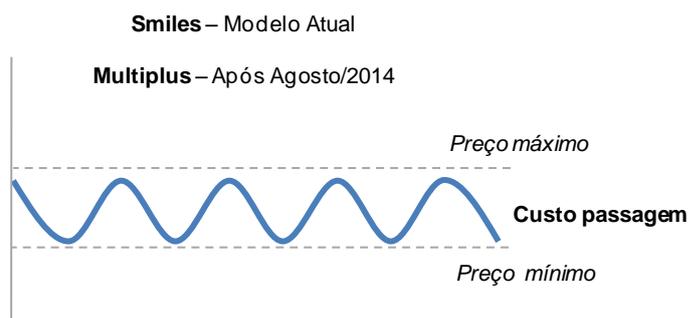
A Multiplus está começando a medir o custo de oportunidade do assento agora em Junho de 2013 e irá migrar para um modelo próximo ao da Smiles após Agosto de 2014.

Comparativo Preço Fixo x Variável

Modelo precificação fixo



Modelo de precificação variável



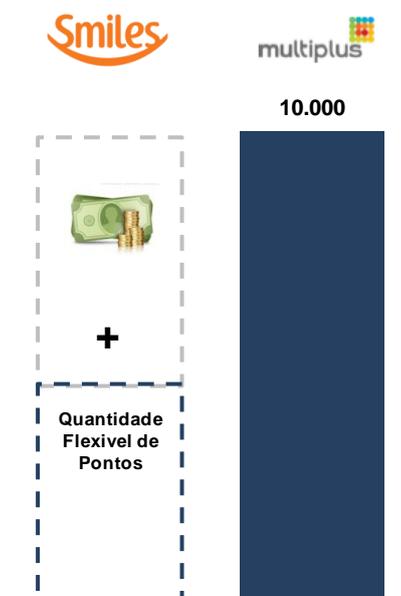
Fonte: Multiplus, Smiles e BB-BI

Smiles & Money

O modelo variável de precificação possibilitou a criação do Smiles & Money, onde a Smiles disponibiliza aos seus clientes a possibilidade de trocar uma pequena quantidade de pontos por descontos na passagem aérea. A quantidade de pontos pode variar de 1.000 a 2.000 pontos por descontos que vão de 10% a 20%.

Este produto disponibiliza aos clientes uma maneira mais rápida de utilização de pontos, uma vez que o mesmo não precisa acumular a quantidade de pontos necessária para adquirir uma passagem aérea para utilizar seus pontos, pode utilizar uma pequena quantidade em troca de descontos. O Smiles & Money se tornou uma fonte adicional de receita para a companhia, uma vez que a venda dos descontos tem uma relação de troca muito favorável à Smiles e a receita é reconhecida no ato. No 1T13 a receita com o Smiles & Money representou 43% da receita Bruta.

Smiles & Money



Fonte: Multiplus, Smiles e BB-BI

Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analista	Itens		
	3	4	5
Nataniel Cezimbra	-	-	-
Carlos Daltozo	-	-	-

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

Administração

Gerente-Executivo

Leonardo Loyola

pesquisa@bb.com.br

Equipe de Pesquisa

Gerente - Nataniel Cezimbra

nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Variável

Agronegócios

Henrique Koch

hkoch@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros

Nataniel Cezimbra
Carlos Daltozonataniel.cezimbra@bb.com.br
daltozo@bb.com.br

Bens de Capital e Small Caps

Mário Bernardes Junior

mariobj@bb.com.br

Construção Civil

Wesley Bernabé

wesley.bernabe@bb.com.br

Consumo

Priscila Tambelli
Thiago Gramaripriscilatambelli@bb.com.br
thiago.gramari@bb.com.br

Logística e Transportes

Mário Bernardes Junior

mariobj@bb.com.br

Petróleo, Gás e Petroquímico

Andréa Aznar
Carolina Fleschandrea.aznar@bb.com.br
carolinaflesch@bb.com.br

Utilities e Concessões

Rafael Dias
Renato Hallgrenrafaeldias@bb.com.br
renatoh@bb.com.br

Siderurgia, Mineração, Papel e Celulose

Victor Penna

victor.penna@bb.com.br

Telecom

Nataniel Cezimbra

nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves
Andre Ferreirahmoreira@bb.com.br
andre.ferreira@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado

bb.distribuicao@bb.com.br

Varejo

acoes@bb.com.br

Gerente - Cleber Aguiar

Bruno Finotello
João Carlos Floriano
Luciana de Carvalho
Marcela Santa Ritta
Pedro Mendes Rauber
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária
Wagner Silveira Neustaedter

Gerente - Marconi Maciel

Distribuição e varejo
Mário Francisco D'Amico
Márcio Carvalho José

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)
Managing Director - Eduardo Nascimento
+44 (207) 3675801

Deputy Managing Director

Renato Bezerra +44 (207) 3675802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Institutional Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832
Annabela Garcia +44 (207) 3675843
Melton Plumber +44 (207) 3675833

Trading

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675852

Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Rubens Cardoso +1 (646) 845-3710

Institutional Sales

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Sales Trader

Daniela Valle +1 (646) 845-3712
Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715
Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6570

Institutional Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570
Paco Zayco +65 6420-6572

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar
Rio de Janeiro RJ - Brasil
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355