

## Ajustando as estimativas

A Smiles divulgou novamente resultado positivo, com o lucro chegando a R\$ 66,7 milhões, avanço de 5,8% T/T, com a margem bruta crescendo 13,1 p.p. e a margem líquida recuando 4,9 p.p. impactadas pelo aumento das despesas de marketing. Os destaques positivos do resultado foram: a) aumento de 36% A/A das milhas emitidas; e b) crescimento de 48,3% na receita de breakage. O ponto negativo continua no avanço do custo médio de passagens aéreas, que apresentou alta de 7,2% T/T.

**Crescimento do faturamento com margens robustas.** O faturamento bruto avançou 24,4% A/A, chegando a R\$ 286,3 milhões no 4T13. A expectativa para o faturamento em 2014 é positiva, pois o estoque de pontos vendidos antecipadamente para os bancos, na época do IPO, se encerrará ao final no primeiro semestre de 2014 e com isso, os pontos vendidos serão reajustados pela variação cambial, pois os pontos vendidos antecipadamente estavam com o dólar travado em R\$ 1,99. A receita bruta avançou 20,3% T/T, beneficiada pelo avanço de 31,5% na receita com o Smiles & Money. A margem bruta chegou a 49,6%, enquanto a margem líquida ficou em 35,6%.

**Perspectivas.** Continuamos otimistas com o desempenho da Smiles, que está buscando melhorar a atratividade de seu programa lançando novos produtos e tem o Smiles & Money como seu principal diferencial em relação à Multiplus. Acreditamos que 2014 será um ano de consolidação da operação da Smiles, que ainda deverá manter altas taxas de crescimento e, assim, manter a atratividade da ação. Somado a isso, estimamos que até o final do ano a empresa realize a redução de capital que será distribuída como um dividendo extra de aproximadamente R\$ 9,00 por ação.

Dados operacionais	4T13	T/T	A/A
Milhas emitidas - bilhões	10,8	6,1%	36,0%
Preço médio (10.000 milhas) - R\$	192,4	-5,4%	-11,6%
Milhas resgatadas - bilhões	7,7	-11,4%	9,5%
Custo médio (10.000 milhas) - R\$	(118,5)	7,2%	n.a.
Spread (Preço / Custo) - %	62,4%	-21,7 p.p.	n.a.
Burn/Earn - %	71,2%	-14,1 p.p.	-17,3 p.p.
% milhas do legado (VRG)	36,8%	-9,0 p.p.	n.a.
Breakage - %	15,5%	0,3 p.p.	-2,4 p.p.
Participantes - milhões	9,7	1,8%	7,5%
Parcerias - unidades	215	0,0%	10,3%

DRE (R\$ milhões)	4T13	T/T	A/A
Faturamento Bruto	286,3	7,3%	24,4%
Receita Bruta	206,8	20,3%	n.a.
Resgate de milhas	100,5	3,7%	n.a.
Smiles & Money	78,6	31,5%	n.a.
Receita de Breakage	19,8	48,3%	n.a.
Outras Receitas	7,8	332,9%	n.a.
Impostos e Contribuições	(19,2)	20,2%	n.a.
Receita Líquida	187,6	20,3%	n.a.
Total dos Custos	(94,6)	-4,5%	n.a.
Lucro Bruto	93,0	63,5%	n.a.
Despesas Operacionais	(36,7)	102,8%	n.a.
Lucro Líquido	66,7	5,8%	n.a.
Margem Bruta	49,6%	13,1 p.p.	n.a.
Margem Líquida	35,6%	-4,9 p.p.	n.a.

Fonte: Smiles e BB Investimentos

## Bancos e Serviços Financeiros

05 de fevereiro de 2014

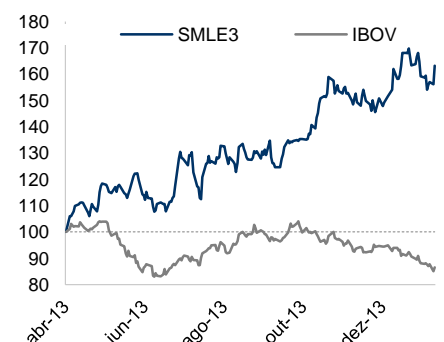
Nataniel Cezimbra, CNPI  
nataniel.cezimbra@bb.com.br

Carlos Daltozo  
daltozo@bb.com.br

SMLE3	Outperform
Preço em 04/02/2014 (R\$)	34,97
Preço para 12/2014 (R\$)	46,80
Upside	33,8%
Market Cap (R\$ milhões)	4.272
Variação 1 mês	0,8%
Variação 12 meses	---
Variação 2014	7,4%
Mín. 52 sem.	21,43
Máx. 52 sem.	36,59

Valuation (R\$ milhões)	
Equity Value (R\$ milhões)	5.714
Quantidade de ações	122,2
Custo do Equity (Ke)	13,5%
Crescimento perpetuidade (g)	4,0%

Múltiplos	2014 E	2015 E	2016 E
P/E	17,1x	15,9x	15,4x
EPS	2,74	2,94	3,03



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

**Valuation.** Atualizamos nosso preço alvo que era de R\$ 37,50 para R\$ 46,80 para o final de 2014, mantendo o *rating* em *Outperform*. Nosso preço é baseado em uma avaliação por desconto de dividendos (DDM) de dois estágios, onde assumimos um custo de equity (Ke) de 13,5% e um crescimento na perpetuidade (g) de 4%. A ação da Smiles (SMLE3) está sendo negociada a um múltiplo de 12,8x P/E14.

**Projeções**

Demonstrativo de Resultados	2013	2014 E	2015 E	2016 E
<b>Receita Bruta</b>	<b>632,2</b>	<b>1.099,2</b>	<b>1.381,8</b>	<b>1.580,3</b>
Resgate de milhas	307,5	827,4	1.075,6	1.175,6
Breakage	74,3	66,8	68,7	126,4
Smiles & Money	237,4	198,3	230,5	271,0
Outros (tarifas co-branded)	12,9	6,7	7,0	7,3
(-) Impostos (PIS/COFINS)	58,8	101,7	127,8	146,2
<b>Receita Líquida</b>	<b>573,3</b>	<b>997,5</b>	<b>1.254,0</b>	<b>1.434,1</b>
Custo das milhas resgatadas	304,0	580,9	710,3	818,9
Lucro bruto	269,3	416,6	543,6	615,2
<i>Margem bruta (%)</i>	47,0%	41,8%	43,4%	42,9%
SG&A	89,2	105,5	122,5	128,4
Pessoal	24,5	26,4	35,2	36,4
Marketing	26,9	28,5	35,7	40,9
Outros	20,5	27,4	27,4	25,7
Serviços compartilhados	17,2	23,2	24,2	25,3
Receita operacional	180,2	311,1	421,1	486,9
<i>Margem operacional (%)</i>	31,4%	31,2%	33,6%	33,9%
EBITDA	181,3	312,2	422,2	487,9
<i>Margem EBITDA (%)</i>	31,6%	31,3%	33,7%	34,0%
Resultado Financeiro Líquido	129,9	195,2	123,5	73,5
EBT	310,1	506,3	544,7	560,4
<i>Margem EBT (%)</i>	54,1%	50,8%	43,4%	39,1%
<b>Lucro líquido</b>	<b>208,3</b>	<b>334,1</b>	<b>359,5</b>	<b>369,8</b>
<i>Margem líquida (%)</i>	36,3%	33,5%	28,7%	25,8%

### 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

### Diretor

Sandro Kohler Marcondes pesquisa@bb.com.br

### Gerente-Executivo

Eduardo César do Nascimento pesquisa@bb.com.br

## Equipe de Pesquisa

**Gerente** - Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br

### Renda Variável

### Bancos e Serviços Financeiros

Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br  
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br

### Commodities

Carolina Flesch carolinaflesch@bb.com.br  
Victor Penna victor.penna@bb.com.br  
Luciana de Carvalho luciana\_cvl@bb.com.br  
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br

### Consumo

Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br

### Imobiliário

Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br

### Indústrias, Transportes e Small Caps

Mário Bernardes Junior mariobj@bb.com.br  
Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

### Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

### Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br  
André Ferreira andre.ferreira@bb.com.br  
Renato Odo renato.odo@bb.com.br

## Equipe de Vendas

**Atacado** bb.distribuicao@bb.com.br

**Gerente** - Cleber Aguiar

Bruno Finotello  
João Carlos Floriano  
Luciana de Carvalho  
Paulo Arruda  
Thiago Cogo Pires  
Viviane Ferro Candelária  
Wagner Silveira Neustaedter

**Varejo** acoes@bb.com.br

**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

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

### Deputy Managing Director

Renato Bezerra +44 (207) 3675802

### Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

### Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

### Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853  
Melton Plumber +44 (207) 3675843  
Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

### Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852  
Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

### Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

### 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 - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

### Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

### DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

### Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

### Sales

Matuya Brand +1 (646) 845-3716  
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