



# AMBEV

## BEBIDAS - Brasil

ESPIRITO SANTO Research

14 de agosto de 2008

### 2T08 – OPERACIONAL EM LINHA, LUCRO ABAIXO

AmBev divulgou seus resultados do 2T08 com receita líquida de R\$ 4.525 milhões (1,4% abaixo do estimado) e EBITDA de R\$ 1.979 milhões (1,2% abaixo das nossas expectativas). Em termos de margem EBITDA, a empresa apurou 41,8% ou aumento de 100 bps em relação ao 2T07 e 10 bps maior do que estimávamos. O lucro líquido apurado de R\$ 402 milhões é 30,3% menor do que nossas estimativas basicamente explicado por despesas financeiras maiores do que a esperada e também por uma maior alíquota de imposto de renda..

### BRASIL RECUPERANDO-SE APÓS 1T08 RUIM

A operação Cerveja Brasil apresentou aumento de volume vendido em 4,2% em relação ao 2T07 e recuperando-se de um ruim 1T08 em que temperaturas mais amenas e efeito calendário no evento Carnaval trouxeram surpresas negativas aos investidores. Em termos de margens, o aumento dos custos de commodities bem como o custo com a mão de obra impactou o resultado da operação Cerveja Brasil. Enquanto o CPV/hl cresceu 8,3% em relação ao 2T07, a ROL/hl mostrou avanço de 4,9%. Se a operação Cerveja Brasil não foi tão bem, a RefrigeNanc Brasil apresentou resultados que impulsionaram as margens da operação Brasil Consolidada. A margem EBITDA da operação RefrigeNanc Brasil cresceu 400 bps (em relação ao 2T07) impulsionado pela queda no CPV/hl de 6,1%.

### QUINSA MOSTRA VIGOR NAS OPERAÇÕES

As operações na Quinsa mostraram vigor em expansão de margens neste resultado com avanço de 300bps na margem EBITDA em relação ao 2T07. O volume vendido avançou 13,3% nesta mesma base de comparação mostrando vigor apesar dos desafios econômicos vividos em seu mercado de atuação.

### VALUATION

AmBev está negociando atualmente com múltiplo EV/EBITDA de 7,1x e P/E de 16,6x para 2008. Apesar desta recuperação dos resultados em relação ao 1T08, preferimos manter cautela com relação as ações da Ambev. Os impactos da Lei Seca (impondo maior rigidez nos níveis de álcool no sangue permitidos ao dirigir) e também alterações na forma de cobrança dos impostos sobre cervejas no Brasil podem trazer impactos indesejados à performance da empresa. Segundo dados divulgados pela imprensa, o market-share da empresa na operação Cerveja Brasil apresentou queda de 70 bps em julho quando comparado com junho. Assim, mantemos nossa recomendação NEUTRO para as ações preferenciais e COMPRA para as ações ordinárias.

### NEUTRO

Cotação Atual	<b>99,10</b>
Preço Alvo	<b>136,30</b>
Potencial Valor.	37,5%

Ticker	AMBV4
# Ações	601
Vol. Médio	43,92
% Float	30%
% Votante	56%
52 Sem Máx./Mín.	144,3/88,4
Vlr. Mercado	59.597
EV	65.929

### COMPRA

Cotação Atual	<b>86,49</b>
Preço Alvo	<b>136,30</b>
Potencial Valor.	57,6%

Ticker	AMBV3
# Ações	601
Vol. Médio	6,9
% Float	30%
% Votante	56%
52 Sem Máx./Mín.	137,8/78,2
Vlr. Mercado	49.915
EV	56.247

#### Analista

Luiz Cesta

lcesta@bessecurities.com.br +55 11 30747322

TABELA: RESULTADOS 2T08

R\$ Milhões	2T08 (a)	2T08E (b)	(a) / (b)	2T07 (c)	(a) / (c)	1T08 (d)	(a) / (d)
Receita Líquida	4.739	4.805	-1,4%	4.525	4,7%	4.848	-2,2%
Lucro Bruto	3104	3.135	-1,0%	2.964	4,7%	3.203	-3,1%
Margem Bruta	65,5%	65,2%	0,3 p.p.	65,5%	0,0 p.p.	66,1%	-0,6 p.p.
EBITDA	1979	2.002	-1,2%	1.842	7,4%	2.059	-3,9%
Margem EBITDA	41,8%	41,7%	0,1 p.p.	40,7%	1,0 p.p.	42,5%	-0,7 p.p.
Lucro Líquido	402	576	-30,3%	450	-10,6%	744	-46,0%
Margem Líquida	8,5%	12,0%	-3,5 p.p.	9,9%	-1,5 p.p.	15,4%	-6,9 p.p.

Fonte: AmBev e BES Securities

**Cerveja Brasil (Comparações YoY)**

O resultado da operação Cerveja Brasil deste 2T08 apresentou recuperação em relação ao 1T08 que foi afetado pelo clima mais chuvoso e frio e também por um efeito calendário do Carnaval que acarretou redução do volume vendido de cerveja. Assim, o volume de cerveja apresentou evolução de 3,8% (+4,2% reportado).

A participação de mercado de cerveja da AmBev no 2T08 foi de 67,3% que é 20 bps maior que a participação no 2T07. Vale lembrar que este valor era de 67,8% no 1T08.

A ROL/hl apresentou avanço de 4,9% (+4,5% reportado) devido ao aumento de preços anunciado no final de 2007 no canal *on premise* mas também no *off premise* após o carnaval. Também contribuíram para este resultado o aumento da distribuição direta bem como um mix de vendas com maior participação das marcas premium.

Com relação aos custos, o CPV/hl cresceu 12,6% (+14,3% reportado) provocado pelo aumento de custo das commodities e também da mão-de-obra que foram parcialmente compensados por ganhos de produtividade e também pelos benefícios da moeda.

As despesas com vendas, gerais e administrativas (excluindo depreciação e amortização) cresceram 7,5% (+7,1% reportado) devido à inflação geral aliada ao aumento da distribuição direta.

O resultado destas evoluções foi uma queda da margem EBITDA reportada de 47,5% no 2T07 para 46,7% neste trimestre.

**RefrigeNanc Brasil (Comparações YoY)**

A operação RefrigeNanc Brasil apresentou boa performance operacional, ao contrário da operação de Cerveja

O market-share neste 2T08 foi de 17,4% enquanto havia sido de 17,7% no 1T08 e 16,8% no 2T07.

A ROL/hl cresceu 3,3% (+3,6% reportado) o que está em linha com o praticado no 1T08.

A boa notícia desta operação é a queda de 6,1% (5,7% reportado) no CPV/hl devido aos ganhos com hedges de açúcar e de moeda.

TABELA: CERVEJA BRASIL

R\$ Milhões	2T08	2T07	% Rep.	% Org.
Volume ('000 hl)	15.812	15.171	4,2%	3,8%
Receita Líquida	2.385	2.190	8,9%	8,9%
ROL/hl	150,8	144,3	4,5%	4,9%
CPV	-702,7	-614,7	14,3%	12,6%
CPV/hl	-44,4	-40,5	9,7%	8,3%
Lucro Bruto	1.682	1.575	6,8%	7,5%
Margem Bruta	70,5%	71,9%		
EBITDA	1114,2	1039,7	7,2%	8,0%
Margem EBITDA	46,7%	47,5%		

Fonte: AmBev e BES Securities

% Rep. = Reportado

% Org. = Orgânico

TABELA: REFRIGENANC BRASIL

R\$ Milhões	2T08	2T07	% Rep.	% Org.
Volume ('000 hl)	5.534	5.399	2,5%	2,5%
Receita Líquida	508	478	6,2%	6,0%
ROL/hl	91,7	88,5	3,6%	3,3%
CPV	-217	-224,6	-3,4%	-3,8%
CPV/hl	-39,2	-41,6	-5,7%	-6,1%
Lucro Bruto	291	253	14,7%	14,6%
Margem Bruta	57,2%	53,0%		
EBITDA	190,4	160,9	18,3%	18,4%
Margem EBITDA	37,5%	33,7%		

Fonte: AmBev e BES Securities

% Rep. = Reportado

% Org. = Orgânico

Se por um lado as despesas excluindo depreciação e amortização haviam se comportado de forma positiva no 1T08, acreditamos que o cronograma de alguns investimentos em marketing refletiram negativamente neste trimestre. A expansão da distribuição direta bem como da inflação também impactou este trimestre. As despesas excluindo depreciação e amortização elevaram-se em 12,4%.

A melhoria do CPV/hl proporcionou uma melhora considerável na operação de RefrigeNancs o que acarretou uma melhora de sua margem EBITDA reportada de 33,7% para 37,5%.

### América do Norte (Comparações YoY)

A evolução de volume reportado da Labatt foi prejudicada pelas baixas temperaturas de verão apesar de evolução positiva nas exportações. De forma orgânica, os volumes caíram 0,1%. A participação de mercado da AmBev no Canadá atingiu 43,0% que se compara com 42,7% no 2T07.

A ROL/hl também evoluiu, organicamente, de forma positiva com avanço de 2,4% (-7,2% reportado). Este desempenho ocorreu graças ao aumento de preços na indústria durante o trimestre apesar da relativa estabilidade nas exportações.

Segundo a empresa, o CPV/hl ficou relativamente sob controle dado a eficiência das fábricas bem como por custos mais baixos dos estoques do fim de ano.

Em termos de despesas de vendas, gerais e administrativas (excluindo depreciação e amortizações), a postergação de investimentos dado o clima ruim de junho refletiu positivamente sobre o trimestre. Houve uma queda de 4,9% (-13,5% reportado).

Com isso, a margem EBITDA reportada na operação da América do Norte evoluiu de 40,6% para 41,7% neste trimestre.

### Quinsa

Nas operações da Quinsa, houve evolução positiva de volumes apesar dos desafios econômicos persistirem em seus mercados. O volume de vendas cresceu 11,3% neste trimestre

A ROL/hl também evoluiu positivamente e com mais força do que o CPV/hl. Como resultado, foi observado expansão da margem bruta em 140 bps (180 reportado)

Segundo a empresa, o CPV/hl ficou relativamente sob controle dado a eficiência das fábricas bem como por custos mais baixos dos estoques do fim de ano.

Em termos de despesas de vendas, gerais e administrativas (excluindo depreciação e amortizações), o aumento de custos de mão-de-obra e transportes e maiores despesas de marketing influenciaram o crescimento deste item. Houve aumento de 23,7% (+13,4% reportado).

TABELA: AMÉRICA DO NORTE

R\$ Milhões	2T08	2T07	% Rep.	% Org.
Volume ('000 hl)	3.297	3.301	-0,1%	-0,1%
Receita Líquida	1.010	1.090	-7,3%	2,3%
ROL/hl	306,5	330,1	-7,2%	2,4%
CPV	-309,9	-326,1	-5,0%	4,9%
CPV/hl	-94	-98,8	-4,8%	5,0%
Lucro Bruto	700	764	-8,3%	1,1%
Margem Bruta	69,3%	70,1%		
EBITDA	421,7	442,7	-4,8%	5,3%
Margem EBITDA	41,7%	40,6%		

Fonte: AmBev e BES Securities

% Rep. = Reportado

% Org. = Orgânico

TABELA: QUINSA

R\$ Milhões	2T08	2T07	% Rep.	% Org.
Volume ('000 hl)	6.610	5.836	13,3%	13,3%
Receita Líquida	637	529	20,5%	27,2%
ROL/hl	96,4	90,6	6,4%	12,3%
CPV	-269,8	-241,6	11,7%	20,4%
CPV/hl	-40,8	-41,4	-1,4%	6,3%
Lucro Bruto	367	287	27,9%	32,9%
Margem Bruta	57,7%	54,3%		
EBITDA	260,1	190,8	36,3%	37,9%
Margem EBITDA	40,8%	36,1%		

Fonte: AmBev e BES Securities

% Rep. = Reportado

% Org. = Orgânico

Assim, a evolução do EBITDA foi positiva em 37,9% (+36,3% reportado).

### Hila-Ex

A operação Hila-ex continuou a mostrar dificuldade em mostrar evolução de resultados principalmente pelas operações na Venezuela.

No resultado orgânico, as operações da região apresentaram aumento de 1,1% em termos de volume, enquanto houve queda de 5,6% na ROL/hl (-19,3% reportado).

Os executivos da empresa informaram que não esperam que a operação atinja a neutralidade de EBITDA durante o ano de 2008.

### Lucro Líquido

Apesar de o resultado operacional ter apresentado uma performance parecida ao estimado por nós, o lucro líquido foi impactado por despesas financeiras e alíquota de imposto de renda superiores aos estimados.

O ágio amortizado no período totalizou R\$ 419,5 milhões (R\$ 395,3 milhões no 2T07) sendo que R\$ 321,2 milhões são referentes ao ágio de aquisição da Labatt.

**TABELA: HILA-EX**

R\$ Milhões	2T08	2T07	% Rep.	% Org.
Volume ('000 hl)	1.525	1.508	1,1%	1,1%
Receita Líquida	134	164	-18,3%	-4,5%
ROL/hl	87,8	108,7	-19,3%	-5,6%
CPV	-91,1	-98,9	-8,0%	7,3%
CPV/hl	-59,7	-65,6	-9,0%	6,1%
Lucro Bruto	43	65	-34,2%	-22,5%
Margem Bruta	31,9%	39,6%		
EBITDA Margem	-28,1	-10,7	N.A.	N.A.
EBITDA	-21,0%	-6,5%		

Fonte: AmBev e BES Securities

% Rep. = Reportado

% Org. = Orgânico

14 de agosto de 2008

AmBev - AMBV4					
Cotação R\$	99,10		Governança Corp.:	-	
Cotação US\$	61,98		Tag Along:	-	
Float:	30%		Classe de Ações:	PN	
<b>Preço Alvo R\$</b>	<b>136,30</b>		<b>Potencial Val. R\$:</b>	<b>37,5%</b>	
<b>Preço Alvo US\$</b>	<b>77,89</b>		<b>Potencial Val. US\$:</b>	<b>25,7%</b>	
PREMISSAS MACRO					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E
Tx Câmbio Média (R\$/US\$)	2,19	1,95	1,75	1,78	1,83
Tx Câmbio Final (R\$/US\$)	2,14	1,76	1,75	1,80	1,85
SELIC	14,7%	12,3%	11,7%	12,3%	11,3%
IPCA	3,1%	4,4%	4,8%	4,2%	4,0%
PIB	2,7%	5,4%	4,5%	4,2%	4,0%
PREMISSAS OPERACIONAIS					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E
<b>Volume (MM hl)</b>	<b>133.486</b>	<b>142.856</b>	<b>149.611</b>	<b>155.964</b>	<b>162.801</b>
Brasil	87.725	94.547	96.426	101.200	106.082
Cerveja	65.653	70.124	71.394	74.762	78.312
RefrigeNanc	22.072	24.423	25.032	26.438	27.769
América do Norte	10.963	11.507	12.411	12.518	12.626
HILA	34.797	36.802	40.773	42.247	44.094
RESULTADO					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E
<b>Receita Líquida</b>	<b>17.614</b>	<b>19.648</b>	<b>20.904</b>	<b>22.743</b>	<b>24.685</b>
CPV	5.948	6.546	7.033	7.558	8.228
<b>Lucro Bruto</b>	<b>11.666</b>	<b>13.102</b>	<b>13.871</b>	<b>15.185</b>	<b>16.456</b>
Desp. Vendas, Gerais e Adm.	4.623	4.896	5.141	5.462	5.823
Outras Desp. Rec.	957	959	1.257	1.638	2.033
<b>EBIT</b>	<b>6.085</b>	<b>7.247</b>	<b>7.472</b>	<b>8.086</b>	<b>8.601</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7.448</b>	<b>8.671</b>	<b>9.268</b>	<b>10.424</b>	<b>11.523</b>
Res. Financeiro	1.078	1.253	591	429	329
Res. Não Operacional	872	1.468	1.520	1.600	1.600
Res. Equival. Patrimonial	1	4	17	0	0
<b>LAIR</b>	<b>4.135</b>	<b>4.530</b>	<b>5.378</b>	<b>6.057</b>	<b>6.671</b>
Impostos, Taxas e Contrib.	1.140	1.593	1.689	1.864	2.144
Part. Min e Estatutária	185	117	91	91	104
<b>Lucro Líquido/Prejuízo</b>	<b>2.810</b>	<b>2.821</b>	<b>3.598</b>	<b>4.102</b>	<b>4.423</b>
MARGENS					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E
Margem Bruta	66,2%	66,7%	66,4%	66,8%	66,7%
Margem EBIT	34,5%	36,9%	35,7%	35,6%	34,8%
Margem EBITDA	42,3%	44,1%	44,3%	45,8%	46,7%
Margem Líquida	16,0%	14,4%	17,2%	18,0%	17,9%
MOMENTUM					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E
Var. Rec. Líquida	10,4%	11,6%	6,4%	8,8%	8,5%
Var. EBIT	20,6%	19,1%	3,1%	8,2%	6,4%
Var. EBITDA	18,1%	16,4%	6,9%	12,5%	10,5%
Var. Lucro Líquido	81,5%	0,4%	27,6%	14,0%	7,8%
FLUXO CAIXA					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E
EBIT	6.085	7.247	7.472	8.086	8.601
Depreciação	1.364	1.424	1.796	2.338	2.922
<b>EBITDA</b>	<b>7.448</b>	<b>8.671</b>	<b>9.268</b>	<b>10.424</b>	<b>11.523</b>
Impostos, Taxas e Cont.	1.140	1.593	1.689	1.864	2.144
Var. Capital Giro	74	-460	161	31	31
<b>Fluxo Caixa Operacional</b>	<b>6.235</b>	<b>7.538</b>	<b>7.418</b>	<b>8.529</b>	<b>9.347</b>
Investimentos	1.426	1.631	2.072	2.080	2.298
<b>Fluxo Caixa Líquido</b>	<b>4.809</b>	<b>5.907</b>	<b>5.346</b>	<b>6.449</b>	<b>7.049</b>
Desp. Financeira	-1.078	-1.253	-1.401	-1.405	-1.093
<b>Fluxo Caixa (FCFE)</b>	<b>5.887</b>	<b>7.160</b>	<b>6.747</b>	<b>7.854</b>	<b>8.142</b>
RETORNO %					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E
FCF Yield	7,1%	7,5%	8,3%	10,3%	11,6%
FCFE Yield	8,7%	9,0%	10,4%	12,5%	13,4%
Capital Empregado R\$	27.292	24.977	22.235	20.464	18.467
Capital Investido R\$	25.698	24.200	23.138	21.387	19.266
ROCE	14,7%	19,2%	22,2%	26,1%	30,7%
ROIC	15,6%	19,8%	21,3%	25,0%	29,5%
WAAC	11,3%	11,7%	12,3%	11,7%	11,4%
ROIC/WACC	1,4	1,7	1,7	2,1	2,6
ROE	7,9%	8,0%	10,0%	11,5%	12,5%
BAL. PATRIMONIAL					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E
<b>Ativo Circulante</b>	<b>6.818</b>	<b>7.880</b>	<b>9.658</b>	<b>11.029</b>	<b>12.839</b>
Disponibilidades	1.765	2.483	3.939	4.809	6.019
Clientes	1.543	1.623	1.637	1.779	1.932
Estoques	1.364	1.458	1.557	1.670	1.828
Outros	2.146	2.317	2.525	2.771	3.060
<b>Realizável Longo Prazo</b>	<b>4.649</b>	<b>4.347</b>	<b>4.342</b>	<b>4.518</b>	<b>4.702</b>
Clientes	0	0	0	0	0
Outros	4.649	4.347	4.342	4.518	4.702
<b>Permanente</b>	<b>24.179</b>	<b>23.248</b>	<b>21.995</b>	<b>20.136</b>	<b>17.913</b>
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>35.645</b>	<b>35.476</b>	<b>35.994</b>	<b>35.684</b>	<b>35.453</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>6.844</b>	<b>8.486</b>	<b>10.880</b>	<b>11.549</b>	<b>12.182</b>
Empréstimos	2.105	2.476	3.034	3.112	3.189
Fornecedores	1.387	2.129	2.050	2.198	2.407
Outros	3.352	3.881	5.796	6.238	6.586
<b>Exigível Longo Prazo</b>	<b>9.310</b>	<b>9.382</b>	<b>9.212</b>	<b>9.293</b>	<b>9.374</b>
Empréstimos	7.462	7.376	7.237	7.318	7.399
Outros	1.848	2.006	1.975	1.975	1.975
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>19.491</b>	<b>17.607</b>	<b>15.903</b>	<b>14.842</b>	<b>13.897</b>
<b>PASSIVO TOTAL</b>	<b>35.645</b>	<b>35.476</b>	<b>35.994</b>	<b>35.684</b>	<b>35.453</b>
ENDIVIDAMENTO					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E
Dívida Bruta	9.567	9.852	10.271	10.430	10.589
Dívida Líquida	7.802	7.369	6.332	5.622	4.570
Dívida Off Balance	0	0	0	0	0
% Curto Prazo	22,0%	25,1%	29,5%	29,8%	30,1%
% Moeda Nacional	77,7%	66,1%	45,4%	44,8%	44,1%
Res. Financeiro/EBITDA	-14,5%	-14,4%	-6,4%	-4,1%	-2,9%
Div. Líq./EBITDA	104,7%	85,0%	68,3%	53,9%	39,7%
Div. Líq./Mr. Mercado	11,5%	9,3%	10,6%	9,7%	8,2%
Div. Líq./Patrimônio Líq.	40,0%	41,9%	39,8%	37,9%	32,9%
MÚLTIPLOS					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E
Número Ações	64.458	616	601	583	564
LPA	4,4	4,6	6,0	7,0	7,8
VPA	30,2	28,6	26,4	25,5	24,7
Dividendos R\$	1.864	1.926	2.419	2.728	2.941
DPA	2,9	3,1	4,0	4,7	5,2
Pay Out %	66,3%	68,3%	67,2%	66,5%	66,5%
Div. Yield %	2,7%	2,4%	3,9%	4,6%	5,1%
MÚLTIPLOS NO TARGET					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E
Preço Alvo			\$136,30	\$136,30	\$136,30
Valor Mercado Alvo			81.968	79.403	76.839
EV			88.301	85.025	81.408
EV/Sales			4,2	3,7	3,3
EV/EBIT			11,8	10,5	9,5
EV/EBITDA			9,5	8,2	7,1
EV/EBITDA*			8,8	7,6	6,7
EV/FCFE			13,1	10,8	10,0
P/Sales			3,9	3,5	3,1
P/E			22,8	19,4	17,4
P/BV			5,2	5,3	5,5

\* Considera Última Dívida Líquida Divulgada

---

**CLASSIFICAÇÃO DA AÇÃO**

**COMPRA:** Expectativa de a empresa desempenhar acima do índice de mercado nos próximos 12 meses.

**NEUTRO:** Expectativa de a empresa desempenhar aproximadamente em linha com o índice de mercado nos próximos 12 meses.

**VENDA:** Expectativa de a empresa desempenhar abaixo do índice de mercado nos próximos 12 meses.

*Espírito Santo Research publicou este relatório com propósito meramente informativo. Todas as informações contidas neste relatório são baseadas em informações disponíveis ao público e foram obtidas de fontes consideradas confiáveis, porém Espírito Santo Research não garante sua precisão e abrangência. Opiniões apresentadas no mesmo são apenas nossas opiniões atuais, e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. A Espírito Santo Research não tem nenhuma obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações e opiniões expressas no mesmo. Este relatório não é, e não deverá ser interpretado como, uma oferta ou solicitação para comprar ou vender quaisquer ativos ou instrumentos financeiros relacionados. Investimentos discutidos ou recomendados neste relatório podem não ser adequados a investidores dependendo de seus objetivos específicos de investimento e situação financeira. Quando um investimento for denominado em uma moeda que não a do investidor, alterações na taxa de câmbio podem acarretar em um efeito adverso no valor, preço, ou ganho derivado do investimento. A performance do passado não é necessariamente um indicador da performance futura. Receitas de investimentos podem oscilar. O preço ou o valor dos investimentos relacionados, direta ou indiretamente, com este relatório podem cair ou subir contra o interesse dos investidores. As ações e produtos financeiros mencionados nesta publicação podem não ser aceitos para venda em alguns estados ou países. Espírito Santo Research não aceita nenhum tipo de responsabilidade por perdas ou danos que poderão surgir da utilização deste relatório. Este relatório não pode ser reproduzido, integral ou parcialmente, de nenhuma forma ou por nenhum meio, sem a específica autorização por escrito da Espírito Santo Research. Espírito Santo Research é marca registrada e congrega as equipes de análise do Banco Espírito Santo, S.A.(Portugal) e suas afiliadas BES Securities do Brasil, S.A - Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários (Brasil), e Espírito Santo Investment, S.A.U., Sociedad de Valores (Espanha). Até a data da divulgação do presente relatório, nenhuma dessas instituições possuía relacionamento de negócio com a empresa objeto da análise, podendo entretanto em decorrência de suas atividades vir a tê-lo.*

Sem prejuízo do disposto "disclaimer" acima, o(s) analista(s) de investimento(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório declara(m) que:

*\_a(s) análises(s)/recomendação(ões) aqui descrita(s) reflete(m) única e exclusivamente sua(s) opinião(ões) pessoal(is), tendo sido elaborada(s) de forma independente e autônoma, inclusive em relação à BES Securities;*

*\_a BES Securities não possui participação direta ou indireta no capital social da(s) companhia(s) objeto de análise(s)/recomendação(ões), mas o Grupo Banco Espírito Santo do qual faz parte, é detentor de participação acionária direta, e em alguns casos indireta, no capital social das empresas: Cia. Providência Indústria e Comércio, Bradesco, Bradespar e suas coligadas CVRD e CPFL Energia; Brasilcel e suas coligadas Telesp Celular Participações, Celular CRT Participações, Tele Sudeste Celular Participações, Tele Centro Oeste Participações e Tele Leste Celular Participações; e UOL. O Bradesco possui participação acionária direta no capital social do acionista controlador da BES Securities. Exceto em relação às empresas mencionadas, a BES Securities não possui participação direta ou indireta no capital social das demais companhias objeto de análise(s)/recomendação(ões) neste relatório, assim como não esteve envolvida na aquisição, alienação e intermediação dos valores mobiliários de emissão desta companhia(s) no mercado;*

*\_não mantém vínculo com qualquer pessoa natural que atue no âmbito da(s) companhia(s) cujos valores mobiliários foram alvo de análise neste relatório;*

*\_não é(são) titular(es), direta ou indiretamente, de valores mobiliários de emissão de companhia(s) cujos valores mobiliários foram alvo de análise neste relatório, que representem 5% (cinco por cento) ou mais de seu patrimônio, ou esteja(m) envolvido(s) na aquisição, alienação e intermediação de tais valores no mercado;*

*\_não recebe(m), nem a BES Securities, remuneração por serviços prestados, nem possuem relações comerciais com a(s) companhia(s) objeto da análise(s)/recomendação(ões), ou com pessoa natural ou pessoa jurídica, fundo, ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse desta(s) companhia(s);*

*\_sua(s) remuneração(ões) fixa(s) e eventual remuneração(ões) variável(is) não estão atreladas à precificação dos valores mobiliários emitidos pela companhia(s) objeto de análise(s)/recomendação(ões) neste relatório. A remuneração variável, eventualmente recebida, está condicionada ao cumprimento de premissas qualitativas e quantitativas estabelecidas pela diretoria da BES Securities, dentre as quais, o resultado líquido proveniente de suas atividades.*

<b>GLOBAL RESEARCH COORDINATOR</b>	Miguel Frاسquilho	mfrasquilho@bes.pt	+351 21 310 6457
<b>BES SECURITIES DO BRASIL</b>	Gilberto Pereira de Souza	gsouza@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7325
<b>BRASIL EQUITY RESEARCH</b>	Gilberto Pereira de Souza	gsouza@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7325
	Alexandre Kogake Claudio	akogake@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7327
	Juliana Chu	jchu@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7320
	Luiz Carlos Cesta	lcesta@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7322
	Mariana Moraes de Barros	mbarros@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7356
	Rodrigo Bonsaver	rbonsaver@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7412
<b>MACROECONOMIA RESEARCH</b>	Carlos Almeida Andrade	caandrade@bes.pt	+351 21 310 6493
	Jankiel Ap. Lima dos Santos	jsantos@besinvestimento.com.br	+55 11 3074 7344
	Flavio Zientara Serrano	fserrano@besinvestimento.com.br	+55 11 30747343
<b>VENDAS BRASIL EQUITY – Local</b>	Rui Marques	rmarques@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7103
	Andre Julião	ajuliao@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7392
	David Matos	dmatos@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7012
	Karin Augustinská	kaugustinska@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7390
<b>VENDAS BRASIL EQUITY – Iberia</b>	Igor Maresti	imaresti@besinv.pt	+351 21 319 9735
<b>TRADING BRASIL – EQUITY E BM&amp;F</b>	Luiz Eduardo Sposito	lsposito@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7393
	Gustavo Vieira de Oliveira	goliveira@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7394
	Jorge Alexandre G. de Almeida	jalmeida@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7010
	Luiz H. Giannini	lgiannini@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7391
	Marcos Prado	mprado@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7410
	Mauricio A. Camargo	mcamargo@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7385
	Maurício Albernaz	malbernaz@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7009
	Ney Mendonça de Aquino	naquino@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7340
	Ricardo Cópia	rcopia@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7398
	Simone Klein	sklein@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7011
	Mesa São Paulo	bes_securities@bessecurities.com.br	+55 11 3074 7400
<b>RENDA FIXA BRASIL</b>	Gianmarco Gomes Sales & Trading	ggomes@besinvestimento.com.br	+55 11 3074 7581
<b>RENDA FIXA EUROPA</b>	Carlos Pinto	cpinto@besinv.pt	+351 21 310 95 81
	Filipe Worsdell Sales & Trading	fworsdell@besinv.pt	+351 21 310 95 83
	Marta Martín Corporate Desk	mmartin@esinvestment.es	+34 91 400 53 52
	Bárbara Braamcamp Corporate Desk	bbraamcamp@besinv.pt	+351 21 310 95 69

**BANCO ESPÍRITO SANTO**

Av. da Liberdade, 195  
1250 - 142 Lisboa  
PORTUGAL

**ESPIRITO SANTO DE  
INVESTIMENTO**

Rua Alexandre Herculano, 38  
1269 - 161 Lisboa  
PORTUGAL

**ESPIRITO SANTO INVESTMENT**

Calle Serrano, 88  
28006 Madrid  
ESPANHA

**ESPÍRITO SANTO INVESTMENT**

Av. Brigadeiro Faria Lima, 3729 – 6º  
04538-905 São Paulo  
BRASIL  
Ouvidoria: 0800-7700668