

Atualização de preço

Alupar

Avanço dos novos projetos consolida o crescimento da companhia

Apresentamos, neste relatório, a atualização do nosso modelo e revisão de preço-alvo para as *units* da Alupar, incorporando as aquisições de participações realizadas em 2019 e os últimos resultados apresentados, bem como o avanço no desenvolvimento dos novos projetos e o atual cenário que se apresenta em 2020, conforme já apontado no resultado do 1T20. Estimamos o preço-alvo para ALUP11 ao final de 2020 em R\$ 28,00 (ante R\$ 26,30 anteriormente) e elevamos nossa recomendação de Neutra para Compra, devido ao atraente potencial de retorno de 17,4% estimado até o fim do ano.

Em nossa visão, o segmento de Transmissão de energia elétrica é o menos exposto aos riscos decorrentes dos impactos econômicos da atual pandemia, por não depender de volume consumido de eletricidade e nem de preços de energia. Em 2019, 63,5% da receita e 80% do EBITDA da companhia veio deste segmento. Os demais 26,5% da receita e 20% do EBITDA vieram dos ativos de Geração, que estão majoritariamente contratados no longo prazo no Ambiente Regulado, para o qual também não esperamos impacto relevante proveniente da atual crise que enfrentamos. Aproximadamente 80% da energia da Alupar está contratada no ambiente regulado em contratos de longo prazo, enquanto dos demais 20% estão contratados no mercado livre, onde há algum risco de aumento de inadimplência e redução de demanda caso a crise se prolongue no médio prazo. Desta forma, concluímos que a Alupar apresenta uma oportunidade atrativa de retorno, associada a um baixo risco, mesmo diante do atual cenário.

Ao longo de 2019, a companhia avançou no desenvolvimento dos 8 projetos de Transmissão em construção conquistados nos leilões realizados desde 2016 - dos quais destacamos a finalização da construção e consequente início operacional da ETAP em abril e da ETC em setembro -, e também incorporou as participações de 49% adquiridas no Leilão Eletrobrás #01/2018 nas SPEs TME e AETE, sendo a segunda através do Consórcio Olympus VI, em parceria com a Perfin, no qual a Alupar possui 25,5%, cujo conjunto adicionou quase R\$ 200 milhões à receita bruta anual consolidada.

Agora, no início de 2020, houve a entrada operacional da EDTE (lote M da 1ª etapa do Leilão #013/2015 de abril de 2016), que adiciona R\$ 69 milhões à receita anual bruta consolidada da companhia, apesar da participação societária equivalente a 25% do capital social. Ainda aguardamos para as próximas semanas o início operacional da ETB (lote E da 1ª etapa do Leilão#013/2015 de abril de 2016), enquanto os demais quatro projetos devem ser finalizados ao longo dos próximos dois anos.

A história da Alupar comprova o foco no crescimento e desenvolvimento de novos projetos com grande rentabilidade, demonstrando disciplina na alocação de capital. As taxas de retorno que estimamos para os novos projetos são bem superiores ao custo de capital.

Projeções financeiras (R\$ milhões)	2019a	2020e	2021e	2022e	2023e
Receita líquida	1.772,4	1.897,2	2.443,2	2.609,6	2.695,5
Custos não gerenciáveis	-272,8	-122,1	-194,7	-202,0	-181,1
Despesas operacionais	-260,3	-246,6	-303,0	-310,8	-307,9
EBITDA	1.239,3	1.528,4	1.945,6	2.096,8	2.206,5
Margem EBITDA	69,9%	80,6%	79,6%	80,4%	81,9%
Lucro líquido consolidado	669,3	984,6	1.269,3	1.305,0	1.293,1
Lucro atribuído a Alupar	364,3	458,7	651,9	627,0	588,5
ROIC	9,5%	10,6%	12,6%	13,8%	14,5%

Obs.: Projeções da contabilidade regulatória por consolidação via equivalência patrimonial.

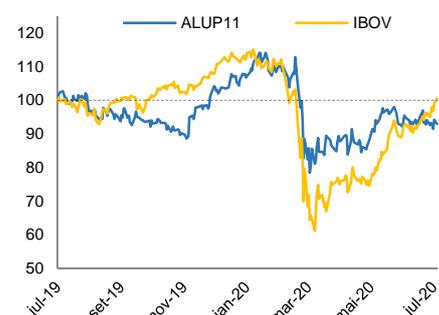
Fonte: Alupar e BB Investimentos.

ALUP11

Recomendação	Compra
Preço-alvo - 2020E	28,00
Preço da ação - 22/07/2020	24,50
Potencial de valorização	14,3%
Retorno via dividendos	3,1%
Retorno total	17,4%

Dados de Mercado

em 22/07/2020		
Valor de Mercado	R\$ milhões	7.178
Varição 1 mês	%	0,9%
Varição UDM	%	-7,5%
Varição 2020	%	-8,5%
Min. 52 sem.	R\$	18,98
Máx. 52 sem.	R\$	29,80



Valuation

		2020e
Valor da Firma	R\$ milhões	12.403
Dívida Líquida	R\$ milhões	4.197
Valor das Ações	R\$ milhões	8.205
Units	# milhões	293
WACC	%	8,7

Múltiplos

		2020e	2021e	2022e
EV/EBITDA		12,9x	9,9x	9,3x
P/E		17,9x	12,6x	13,1x
LPUnit	R\$	1,57	2,22	2,14

Obs.: múltiplos apurados com Ebitda e lucro projetados pela contabilidade regulatória e consolidação proporcional.

Rafael Dias
rafaeldias@bb.com.br

Desempenho operacional recente

Apesar da alta previsibilidade na geração de caixa dos ativos de transmissão e de geração com contratos de longo prazo, ainda que este último em menor grau, nos últimos anos, algumas das concessões de transmissão licitadas entre 1999 e 2006 sofreram queda na receita em seu 15º ano de operação, conforme regra dessas concessões, e trouxeram quedas pontuais para a receita consolidada da Alupar em alguns trimestres. Por outro lado, as hidrelétricas expostas às condições hidrológicas, que foram bem atípicas e distantes das médias de longo prazo nos últimos anos, também trouxeram volatilidade de custos com compra de energia, que variaram de R\$ 57 milhões a R\$ 230 milhões ao ano entre 2016 e 2019, pressionando as margens e a rentabilidade da companhia.

Entretanto, no caso das linhas de transmissão que tiveram queda na receita, este fato era esperado e o nível de rentabilidade esperada para elas já consideravam essa dinâmica. Com relação à geração hidrelétrica, entendemos que o pior cenário visto em 2019 não tende a ser repetido, tanto em função da melhora da hidrologia já verificada este ano, quanto pelo fato do operador do sistema ter se adaptado aos desafios, priorizando a recuperação dos reservatórios em níveis mais baixos e mitigando os efeitos de hidrologia adversa. As usinas hidrelétricas também podem definir a alocação sazonal de garantia física para mitigar esses efeitos e, a atipicidade verificada em 2019, certamente aprimorou as estratégias dessas companhias. No caso da Alupar, o resultado do 1T20 já trouxe os custos com compra de energia para níveis bem inferiores ao realizado no 1T19, como pode ser verificado na tabela com os dados de Geração abaixo.

Dados financeiros consolidados

R\$ milhões	1T20	4T19	1T19	t/t	a/a	2019	A/A
Receita líquida	477,9	462,0	464,1	3,4%	3,0%	1.772,4	10,5%
Lucro operacional	303,4	268,8	231,2	12,9%	31,2%	1.016,6	-2,4%
Margem operacional	63,5%	58,2%	49,8%	5,3 p.p.	13,7 p.p.	57,4%	-7,5 p.p.
EBITDA	376,6	325,8	286,4	15,6%	31,5%	1.242,1	0,1%
Margem EBITDA	78,8%	70,5%	61,7%	8,3 p.p.	17,1 p.p.	70,1%	-7,2 p.p.
Lucro líquido consolidado	178,1	172,2	162,0	3,4%	10,0%	669,3	0,0%
Margem líquida	37,3%	37,3%	34,9%	0,0 p.p.	2,4 p.p.	37,8%	-3,9 p.p.
Lucro líquido da holding	72,4	86,2	69,4	-16,0%	4,2%	305,0	2,0%

TRANSMISSÃO

R\$ milhões	1T20	4T19	1T19	t/t	a/a	2019	A/A
Receita líquida	314,7	278,3	263,4	13,1%	19,5%	1.126,1	1,5%
Lucro operacional	243,4	212,0	204,4	14,8%	19,1%	867,7	0,3%
Margem operacional (%)	77,4%	76,2%	77,6%	1,2 p.p.	-0,2 p.p.	77,0%	-0,9 p.p.
EBITDA	280,7	242,7	236,5	15,7%	18,7%	988,6	-0,1%
Margem EBITDA (%)	89,2%	87,2%	89,8%	2,0 p.p.	-0,6 p.p.	87,8%	-1,5 p.p.
Lucro líquido	192,3	173,6	167,1	10,8%	15,1%	710,0	1,3%
Margem líquida (%)	61,1%	62,4%	63,4%	-1,3 p.p.	-2,3 p.p.	63,0%	-0,2 p.p.

GERAÇÃO

R\$ milhões	1T20	4T19	1T19	t/t	a/a	2019	A/A
Receita líquida	163,2	183,7	174,7	-11,1%	-6,6%	638,6	15,9%
Lucro operacional	73,1	70,9	37,3	3,1%	95,9%	217,6	-23,6%
Margem operacional (%)	44,8%	38,6%	21,4%	6,2 p.p.	23,4 p.p.	34,1%	-16,4 p.p.
EBITDA	99,0	97,3	62,9	1,8%	57,4%	321,6	-3,0%
Margem EBITDA (%)	60,7%	53,0%	36,0%	7,7 p.p.	24,6 p.p.	50,4%	-8,7 p.p.
Lucro líquido consolidado	23,7	29,2	13,5	-18,8%	76,0%	81,6	18,2%
Margem líquida (%)	14,5%	15,9%	7,7%	-1,4 p.p.	6,8 p.p.	12,8%	1,5 p.p.
custos operacionais	49,4	51,5	23,3	-4,1%	111,8%	125,8	39,9%
d&a	26,3	26,4	25,7	-0,5%	2,3%	103,8	7,0%
compra de energia	32,7	43,4	94,5	-24,7%	-65,4%	193,1	140,9%
despesas operacionais	7,8	17,8	3,8	-56,4%	104,3%	34,543	27,3%
total de custos e despesas (ex-D&A)	89,8	112,7	121,6	-20,3%	-26,1%	353,2	61,1%

Atualização de modelo e revisão de preço

A nossa avaliação para a companhia deriva do desconto dos fluxos livres de caixa para a firma, projetados até o fim de cada concessão, considerando o ativo imobilizado não depreciado ao final das concessões como valor terminal. Nossas projeções se baseiam na contabilidade regulatória e, na consolidação proporcional, a participação que a holding Alupar detém em cada concessão.

Incorporamos nesta atualização de modelo os avanços relacionados aos novos projetos em desenvolvimento e as aquisições de participações de 49% adquiridas no Leilão Eletrobrás #01/2018 nas SPEs TME e AETE. Para a geração, nossa premissa de preço para a energia negociada no ACL e na recontração da energia atualmente contratada no ACR é de R\$ 169,25 por MWh em 2020 para energia convencional, e de R\$ 199,22 por MWh para energia incentivada atualizados pela expectativa para o IPCA. Para o GSF, consideramos aproximadamente 84% para 2020 e 2021, subindo para 95% em 2022 e 2023, e estabilizando em 98% a partir de então.

Para os novos projetos de Transmissão ainda em construção, assumimos um ganho de eficiência médio sobre o orçamento de capex da ANEEL no edital do respectivo Leilão de 20%, e antecipação de um ano para três deles (TPE, TCC e TSM). Assumimos também o exercício do direito de compra de 14,7% de participação que a Alupar detém sobre o sócio Perfin nos projetos TPE, TCC, TSM e ETB, concomitante à entrada operacional dos mesmos.

Segue abaixo as principais premissas e projeções do nosso modelo:

Sumário		Premissas	
VP dos FCLF (R\$ milhões)	12.028	Beta	0,76
VP do valor terminal (R\$ milhões)	370	WACC	8,7%
Valor da Empresa (R\$ milhões)	12.398	D/(D+E)	52,9%
Dívida líquida 2020 (R\$ milhões)	4.192	Taxa livre de risco	4,8%
Valor das Ações (R\$ milhões)	8.206	Prêmio de mercado	4,9%
Qtde de <i>units</i> (milhões)	293	<i>Payout</i>	50%
Preço alvo por <i>unit</i>	R\$ 28,00	Risco país	2,6%

R\$ milhões	Demonstração do Resultado (contabilidade regulatória - consolidação proporcional)					
	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Receita líquida	1.198,6	1.601,2	1.691,3	1.745,5	1.808,6	1.870,6
custos não gerenciáveis	-109,3	-174,6	-181,6	-163,3	-80,7	-79,7
despesas operacionais	-126,0	-168,8	-173,9	-173,7	-174,3	-180,4
EBITDA	963,2	1.257,9	1.335,8	1.408,4	1.553,6	1.610,5
<i>margem EBITDA</i>	80,4%	78,6%	79,0%	80,7%	85,9%	86,1%
depreciação e amortização	-222,7	-246,2	-260,0	-261,3	-261,5	-261,7
EBIT	740,5	1.011,7	1.075,8	1.147,2	1.292,1	1.348,8
resultado financeiro	-183,3	-175,3	-266,6	-369,2	-328,9	-282,5
EBT	557,2	836,4	809,2	778,0	963,2	1.066,3
imposto de renda e CSLL	-99,6	-185,5	-183,0	-190,2	-243,7	-299,5
Lucro líquido	457,7	650,9	626,2	587,7	719,5	766,8

R\$ milhões	Fluxos de Caixa Livre para a Firma					
	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	740,5	1.011,7	1.075,8	1.147,2	1.292,1	1.348,8
(-) imposto de renda e CSLL	-132,3	-224,4	-243,3	-280,5	-326,9	-378,8
(=) NOPLAT	608,2	787,4	832,5	866,6	965,2	970,0
(+) depreciação e amortização	222,7	246,2	260,0	261,3	261,5	261,7
(-) Capex	-991,9	-583,5	-54,9	-8,7	-9,0	-9,4
(+/-) variação no capital de giro	-505,1	27,2	-10,2	-18,2	-18,5	2,5
(=) FCLF	-666,1	477,2	1.027,4	1.101,0	1.199,2	1.224,8

Fonte: Alupar e BB Investimentos

Múltiplos da avaliação	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
P/E	17,9x	12,6x	13,1x	13,9x	11,4x	10,7x
EV/EBITDA	12,9x	9,9x	9,3x	8,8x	8,0x	7,7x
P/BV	1,6x	1,5x	1,4x	1,4x	1,3x	1,2x

Índices de performance	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE	19,6%	23,7%	23,0%	21,6%	23,0%	22,6%
ROME ¹	6,5%	9,2%	8,8%	8,3%	10,2%	10,8%
ROIC	10,6%	12,6%	13,8%	14,5%	16,0%	16,4%
ROEV ²	5,4%	7,0%	7,4%	7,7%	8,6%	8,6%

¹lucro líquido sobre capitalização de mercado; ²noplat sobre valor da empresa (capitalização de mercado e valor da empresa com último fechamento)

Fonte: Alupar e BB Investimentos

Projeções financeiras

As projeções dos demonstrativos financeiros utilizados em nosso *valuation* se baseiam na contabilidade regulatória, e na consolidação proporcional à participação detida pela *holding* Alupar em cada um dos ativos de transmissão e geração de energia. No entanto, a divulgação dos números da companhia segue a metodologia de equivalência patrimonial, consolidando as participações de minoritários em algumas das concessões controladas. Para viabilizar a comparação de nossas projeções com a contabilidade divulgada pela companhia, apresentamos abaixo nossas projeções de balanço patrimonial e demonstração do resultado para os próximos anos, também na contabilidade regulatória, porém sob a metodologia de consolidação por equivalência patrimonial, de acordo com o divulgado pela Alupar em seus releases de resultados.

Demonstração do Resultado		(contabilidade regulatória - equivalência patrimonial)						
<i>R\$ milhões</i>	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Receita Líquida	1.603,9	1.772,4	1.897,2	2.443,2	2.609,6	2.695,5	2.792,5	2.889,1
custos não gerenciáveis	-130,8	-272,8	-122,1	-194,7	-202,0	-181,1	-88,3	-86,7
despesas operacionais	-230,4	-260,3	-246,6	-303,0	-310,8	-307,9	-306,5	-317,2
EBITDA	1.242,6	1.239,3	1.528,4	1.945,6	2.096,8	2.206,5	2.397,7	2.485,2
<i>margem EBITDA</i>	<i>77,5%</i>	<i>69,9%</i>	<i>80,6%</i>	<i>79,6%</i>	<i>80,4%</i>	<i>81,9%</i>	<i>85,9%</i>	<i>86,0%</i>
depreciação e amortização	-214,4	-222,7	-222,7	-246,2	-260,0	-261,3	-261,5	-261,7
EBIT	1.028,1	1.016,6	1.305,7	1.699,4	1.836,9	1.945,3	2.136,2	2.223,5
resultado financeiro	-266,8	-257,8	-183,3	-175,3	-266,6	-369,2	-328,9	-282,5
EBT	761,3	758,8	1.122,4	1.524,1	1.570,3	1.576,1	1.807,3	1.941,0
imposto de renda e CSLL	-91,8	-89,5	-137,8	-254,9	-265,2	-282,8	-344,4	-412,0
Lucro Líquido	669,5	669,3	984,5	1.269,3	1.305,1	1.293,3	1.462,8	1.529,0
participação de minoritários	370,5	305,0	526,9	618,3	678,9	705,5	743,3	762,2
Lucro Líquido atribuído a Alupar	299,1	364,3	457,7	650,9	626,2	587,7	719,5	766,8

Balanço Patrimonial		(contabilidade regulatória - equivalência patrimonial)						
Ativo	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
caixa e equivalentes	3.595,2	3.894,0	2.008,9	1.162,6	978,3	1.074,2	1.273,1	1.082,0
contas a receber	324,3	346,3	237,6	318,3	336,2	347,0	358,6	371,9
outros ativos circulantes	174,7	245,6	147,9	198,1	209,2	216,0	223,1	231,4
ativo circulante	4.094,2	4.485,8	2.394,4	1.679,0	1.523,7	1.637,1	1.854,8	1.685,3
imobilizado	7.141,9	9.414,9	10.184,1	10.521,5	10.316,4	10.063,9	9.811,5	9.559,2
investimentos	314,8	155,7	155,7	155,7	155,7	155,7	155,7	155,7
Intangíveis	220,8	352,0	352,0	352,0	352,0	352,0	352,0	352,0
outros ativos não circulantes	83,5	168,2	113,7	151,9	160,5	165,6	171,6	177,5
ativo não circulante	7.761,0	10.090,7	10.805,5	11.181,1	10.984,6	10.737,2	10.490,8	10.244,3
Ativo Total	11.855,1	14.576,5	13.199,9	12.860,1	12.508,3	12.374,3	12.345,6	11.929,6
Passivo	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Dívida de CP	706,1	868,0	866,0	742,5	445,4	410,9	1.217,9	1.301,5
Fornecedores	287,7	401,4	175,3	235,4	242,6	242,4	242,5	251,7
Outros	365,0	770,9	285,6	383,6	395,3	394,8	395,0	410,0
Passivo circulante	1.358,8	2.040,3	1.326,9	1.361,5	1.083,3	1.048,1	1.855,4	1.963,1
Dívida de LP	5.697,2	7.647,6	6.781,6	6.039,1	5.630,9	5.220,0	4.002,1	3.071,8
Impostos, taxas e contribuições	71,6	73,8	49,9	66,7	70,4	72,7	75,3	77,9
Outros	36,1	42,1	28,5	38,0	40,2	41,5	43,0	44,4
Passivo não circulante	5.804,9	7.763,5	6.859,9	6.143,8	5.741,5	5.334,1	4.120,3	3.194,1
Patrimônio Líquido	4.691,5	4.772,8	5.013,1	5.354,8	5.683,5	5.992,1	6.369,9	6.772,4
Passivo Total	11.855,1	14.576,5	13.199,9	12.860,1	12.508,3	12.374,3	12.345,6	11.929,6

Fonte: Alupar e BB Investimentos

INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da ICVM 598, 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 ("Grupo") 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(s) 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.

3 – O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, participação acionária no capital da Cielo S.A. (cuja participação é detida pelo BB–Banco de Investimento S.A.) e do IRB Brasil Re, companhias brasileiras listadas na bolsa de valores que podem deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB–Banco de Investimento S.A.

Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste relatório 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 a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens			
	3	4	5	6
Rafael Dias				

3 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 - O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

RATING

"RATING" é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. "O investidor não deve considerar em hipótese alguma o "RATING" como recomendação de Investimento.

BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI

e-mail: pesquisa@bb.com.br

+55 (11) 4298 7000

Diretor	Gerente Executivo
Francisco Augusto Lassalvia	Mário Perrone
Gerentes da Equipe de Pesquisa	
Estratégia - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Análise de Empresas - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Renda Variável	
Açúcar e Etanol	Óleo e Gás
Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
Agronegócios	Papel e Celulose
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Alimentos e Bebidas	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Siderurgia e Mineração
Bancos e Serviços Financeiros	Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	Transporte e Logística
Bens de Capital	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Utilities
Educação	Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br
Melina Constantino mconstantino@bb.com.br	Varejo
Imobiliário	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	
Macroeconomia e Estratégia de Mercado	Renda Fixa
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Henrique Tomaz, CFA htomaz@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
Richardí Ferreira richardi@bb.com.br	
Equipe de Vendas	
Investidor Institucional	bb.distribuicao@bb.com.br
Varejo	acoes@bb.com.br
Head - João Carlos Floriano	Fernando Leite
Antonio de Lima Junior	Higor Benedetti
Bruno Finotello	Henrique Reis
Cleber Yamasaki	Marcela Andressa Pereira
Daniel Frazatti Gallina	Paulo Arruda
Denise Rédua de Oliveira	Pedro Gonçalves
Fabiana Regina	Renata Simões
Fábio Caponi Bertoluci	Sandra Regina Saran

BB Securities - London

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

Managing Director

Juliano Marcatto de Abreu +44 (20) 7367 5801

Deputy Managing Director

João Domingos Cicarini Junior +44 (20) 7367 5802

Head of Sales and Trading

Henrique Catarino +44 (20) 7367 5832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (20) 7367 5853

Melton Plummer +44 (20) 7367 5843

Tharcia Cassiano +44 (20) 7367 5851

Syndicate

Daniel Bridges +44 (20) 7367 5806

Trading

Bruno Fantasia +44 (20) 7367 5852

Gianpaolo Rivas +44 (20) 7367 5842

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Carlos Eduardo Omine +1 (646) 845 3712

Deputy Managing Director

Gabriel Cambui Mesquita Santos +1 (407) 608 1778

ECM

Charles Langalis +1 (646) 845 3714

Nilton Jeronimo +1 (646) 845 3880

DCM

João Kloster +1 (646) 845 3717

Luciana Batista +1 (646) 845 3864

Head of Syndicate

Shinichiro Fukui +1 (646) 845 3865

Institutional Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

Fabio Frazão +1 (646) 845 3716

BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

Managing Director

Marcelo Sobreira +65 6420 6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis, CFA +65 6420 6570

Institutional Sales

Zhao Hao, CFA +65 6420 6582