



16 de Março de 2012

Liquidação: 21 de Março de 2012

Relatórios Divulgados

- **AES TIETÊ:** 4T11 melhor do que o esperado
- **ELETROPAULO:** Menor DPA à frente, reduzindo para VENDA
- **TELEFONICA BRASIL:** Upside de Margem à frente – extração de sinergia em 2013
- **BRAZIL HOSPITALITY GROUP:** 4T confirma o momento positivo

Comentários de Hoje

- **MACROECONOMIA:** Números nos EUA
- **TELEFONICA BRASIL (VIVT4, R\$54,50, COMPRA, PJ R\$62,0):** Anúncio de Reestruturação

Principais Indicadores Econômico

Data	Horário local (BR)	País	Indicador	Referência	Previsão		
					Estimativa Bes	Consenso	Último
16-Mar-12	08:00	BZ	IPC-S - FGVI	15-Mar	0,48%	--	0,41%
16-Mar-12	02:00	JP	Japanese Leading IndexCI	JAN F	--	--	94,9
16-Mar-12	04:00	ES	Espirito Santo Financial Group reports full-year earnings	2011	--	--	--
16-Mar-12	07:00	EU	Euro-Area Trade Balance	JAN	--	--	€9,7B
16-Mar-12	09:30	US	US CPI (MoM)	FEV	--	0,4%	0,2%
16-Mar-12	09:30	US	US CPI Ex Food & Energy (MoM)	FEV	--	0,2%	0,2%
16-Mar-12	09:30	US	US CPI (YoY)	FEV	--	2,9%	2,9%
16-Mar-12	09:30	US	US CPI Ex Food & Energy (YoY)	FEV	--	2,2%	2,3%
16-Mar-12	10:15	US	US Industrial Production	FEV	--	0,4%	0,0%
16-Mar-12	10:15	US	US Capacity Utilization	FEV	--	78,8%	78,5%
16-Mar-12	10:55	US	US U. of Michigan Confidence	MAR P	--	75,6	75,3
16-Mar-12	12:00	MX	Mexican Overnight Rate	16-Mar	--	4,50%	4,50%

Fonte: Bloomberg e Espirito Santo Investment Bank Research.

Maiores Ganhos	Var. Diária	Ações m	Último Preço
USIMINAS PNA	5,27%	10.713	13,39
MMX ON	3,29%	7.797	9,72
EMBRAER ON	3,28%	2.690	13,84
CSN ON	2,96%	6.259	19,10
COSAN ON	2,14%	1.045	33,40

Maiores Perdas	Var. Diária	Ações m	Último Preço
BROOKFIELD ON	-4,80%	9.096	6,74
LLX LOGÍSTICA ON	-3,70%	11.888	3,90
B2W GLOBAL ON	-3,60%	1.474	9,63
ROSSION	-3,36%	4.317	11,20
CYRELA ON	-3,34%	3.286	18,83

Outros Mercados	Últ.	Var. Diária	YTD
-----------------	------	-------------	-----

América do Norte			
Dow Jones US	13.253	-	8,47%
Nasdaq US	3.056	-	17,32%
S&P 500 US	1.403	-	11,53%
Europa			
Dax Xetra GR	7.174	0,41%	2163%
IBEX 35 SM	8.405	-0,26%	-189%
CAC 40 FP	3.590	0,27%	13,62%
FTSE 100 LN	5.968	0,46%	7,10%
PSI 20 PL	5.587	-0,10%	1,69%
Ásia			
Nikkei JP	10.130	0,06%	19,80%
TOP 40 SJ	30.504	0,56%	7,15%
Merval AR	2.744	-	11,43%
IGPA CI	21.774,230	0,05%	8,17%
BUX HB	19.378,000	-	14,16%
JCI IJ	4.028,537	-0,28%	5,40%
IPC MX	38.135	-	2,85%
RTSRU	1.745	-0,55%	26,29%
Indicadores			
Dólar Oficial (R\$/US\$)	1,803	0,25%	-3,43%
Brent (US\$)	123,41	0,19%	14,71%

Fonte: Bloomberg.

Nota: Último preço refere-se ao próximo ajustado da sessão anterior, salvo indicação em contrário.

Por favor, observar a página 8 deste relatório para informações importantes relacionadas a certificação dos analistas e informações adicionais. O Espirito Santo Investment Bank tem e procura ter negócios com as empresas que constam nos seus relatórios de Research. Assim sendo, investidores devem estar cientes que o ESIB pode ter conflito de interesses que afetem a objetividade deste relatório. Os investidores devem considerar este relatório como apenas mais um fator no processo de decisão de investimento.

Este relatório de Research foi preparado em parte ou integralmente por analistas fora dos EUA que não são analistas registrados/qualificados pela FINRA.

PARA INFORMAÇÕES IMPORTANTES, INCLUINDO SOBRE A DISTRIBUIÇÃO PARA OS EUA, POR FAVOR OBSERVAR AS ÚLTIMAS PÁGINAS DESTA RELATÓRIO.

Macroeconomia

Números nos EUA

Na ausência de indicadores relevantes econômicos no Brasil, acreditamos que os participantes do mercado doméstico deverão se concentrar nos desdobramentos internacionais. No exterior, os números nos EUA provavelmente serão o destaque. O índice de confiança do consumidor da Universidade de Michigan, o índice de preços ao consumidor e a produção industrial serão revelados durante o dia. As previsões medianas são de 75,6 (Mar12), de +0,4% MoM (Fev12) e de +0,4% (Fev12), respectivamente. Com relação ao produto industrial, os analistas acreditam que a recuperação da produção esperada em Fev12 também contribuiu para impulsionar a utilização da capacidade. A previsão de consenso indica 78,8% em Feb12, depois de ter registrado 78,5% em Jan12.

Energia Elétrica

AES TIETÊ: 4T11 melhor do que o esperado

Estamos mantendo nossa recomendação de COMPRA e elevando nosso PJ das ações ordinárias da AES TIETÊ (GETI3) para R\$28 (antes R\$26). Também estamos mantendo nossa recomendação NEUTRO e elevando nosso PJ para as ações preferenciais da AES TIETÊ (GETI4) para R\$25 (antes R\$23). As mudanças em nossos PJs refletem a atualização de nosso modelo para refletir os dados financeiros e operacionais dos 12M11 (divulgados no dia 14/mar), além de um cenário macroeconômico atualizado, de menores taxas de juros. Vimos os resultados do 4T11 como positivos, uma vez que eles vieram acima de nossas projeções e do consenso e confirmam o histórico de altos *dividend yields* da AES TIETÊ.

4T11 acima de nossas projeções, *dividend yield* dos 12M11 em 10%

Em linha com nossa projeção, a mudança da alocação sazonal de suas vendas de energia (iniciada no começo de 2011) resultou em uma receita líq. de R\$542mi no 4T11 (+29% YoY). O EBITDA do 4T11 cresceu 47% YoY, para R\$419mi (+2% vs. nossa projeção), refletindo a forte receita líq. e uma queda de 9% YoY em seus custos totais. Por fim, o lucro líq. do 4T11 cresceu 57% YoY, para R\$263mi (+16% vs nossa estimativa), refletindo a já mencionada melhora em seus resultados operacionais e uma despesa financeira líquida 71% menor YoY (influenciada por um custo de dívida menor). O conselho da AES Tietê propôs dividendos intermediários de R\$0.63/ GETI3 e R\$0.70/ GETI4 (aprox. 3% de *dividend yield*), alta de 7% YoY (+58% vs. nossas estimativas) – as ações ficam ex-dividendos no dia 16/abril. Com esta proposta, o DPA total anunciado sobre os 12M11 alcançou R\$2.23 por GETI3 (aprox. 10% de *dividend yield*) e R\$2.46 por GETI4 (aprox. 10% de *dividend yield*), com um *payout* consolidado de 109% sobre o LPA não ajustado dos 12M11 de R\$2.22.

Maiores preços de energia suportam DPA

Reiteramos nossa visão positiva sobre as ações ordinárias da AES TIETÊ (GETI3) – que negocia aprox. 20% abaixo do nosso PJ atual – e em nossa visão oferece uma opção de valor com histórico de altos dividendos (sustentável até 2015E em nossa visão) com baixo risco regulatório, uma vez que seus contratos de concessão não vencem antes de 2029. Na nossa opinião, os altos *dividend yields* da AES TIETÊ (projetamos um *dividend yield* médio de 11% para ambas GETI4 e GETI3 no período 2012E-15E) são suportados pelo bom posicionamento em termos de nível de preços de energia, que esperamos continuar até o FA15E, quando seu contrato bilateral de venda de energia com a ELETROPAULO (ELPL4, VENDA, PJ R\$31) vencerá. As ações da AES TIETÊ negociam atualmente a aprox. 10x PE12E e 6.6x EV/EBITDA12E, aprox. 17% abaixo da média dos múltiplos das geradoras puras e integradas.

Gabriel Laera - (11) 3074 7322, glaera@bessecurities.com.br

Paulo Eduardo Nascimento – (11) 3074-7330, pnascimento@bessecurities.com.br

ELETROPAULO: Menor DPA à frente, reduzindo para VENDA

Estamos reduzindo nossa recomendação para as ações preferenciais da ELETROPAULO (ELPL4) para VENDA (antes NEUTRO), devido ao *downside* 19% para nosso novo PJ de R\$31/ação (antes R\$35). Nosso PJ revisado reflete a atualização das nossas avaliações tanto por FCD e por MDD e a atualização de nossas projeções operacionais e financeiras com os resultados do 4T11/12M11. Em nossa opinião o resultado do 4T11 da ELETROPAULO (divulgado no dia 13/03) foi regular. Do lado positivo, o EBITDA do 4Q11 – ajustado para excluir o *one-off* positivo de R\$707mi (com impostos) relacionado com a contabilização no 4T11 da venda dos ativos de telecomunicação da Atimus – cresceu 77% YoY, para R\$450mi (+49% vs. nossa projeção). Destacamos porém, que esta surpresa foi fortemente influenciada pela combinação positiva de uma queda de 6% nos custos gerenciáveis e não gerenciáveis (-10% vs. nossa projeção) e pelas tarifas congeladas desde julho/11 (quando a revisão tarifária da companhia foi adiada para julho/12). Do lado negativo, o lucro líq. aj. caiu 7% YoY, refletindo maiores impostos devido a um EBIT maior (+10% YoY). O Conselho da ELETROPAULO propôs dividendos intermediários de R\$3.39/ação (aprox. 9% de *yield*), queda de 40% YoY e 14% abaixo de nossa projeção – as ações ficam ex-dividendos em 16/abril. Com esta proposta, o DPA total anunciado para os 12M11 alcançou R\$5.64/ação (aprox. 15% de *yield*), queda de 41% YoY (-9% vs. nossa projeção) – com um *payout* de aprox. 60% sobre o LPA não ajustado de R\$9.39 dos 12M11.

Reduzindo para VENDA devido a dividendos menores e forte desempenho nos últimos 12M

Em nossa visão, o forte desempenho da ELPL4 nos últimos 12 meses (+44% vs IBOVESPA estável) foi atribuído principalmente à expectativa dos investidores por altos dividendos. Agora que os dividendos intermediários do 4T11 já foram anunciados, esperamos que 2012 seja marcado pelo impacto negativo que o adiamento da revisão tarifária terá na rentabilidade da ELETROPAULO, provavelmente resultando em uma deterioração do seu perfil de bons dividendos.

Em nossa projeção atualizada, a combinação negativa de um pequeno crescimento de 0.7% em suas receitas líquidas (sem custos de construção) entre FA11 e FA13E (abaixo da inflação projetada para o período) e a continuação dos fortes aumentos YoY nas despesas gerenciáveis (desde o 2T09), deverão levar a margem EBITDA de 23% em média entre 2009-11 para 17% em média entre 2012E-14E.

16 de Março de 2012

Como consequência, projetamos que o lucro líquido ajustado recorrente caia aprox. 54% do FA11 para o FA13E, levando nossa projeção para o *dividend yield* para 8% em média entre 2012E-114E, de uma média de 20% distribuído sobre os resultados de 2010 e 2011. Devido ao efeito combinado dessas mudanças, estamos revisando nosso PJ encontrado por uma média entre nossa avaliação por FDC (50%) e MDD (50%) para R\$31/ação, que representa um *downside* de 19% sobre o preço de fechamento do dia 13/03 e suporta nossa redução para VENDA (antes NEUTRO) para ELPL4.

A teleconferência de resultados do 4T11 está agendada para o dia 16/março, às 10:30h. Tel.: +55 (11) 4688-6361 Senha: AES Eletropaulo

Gabriel Laera - (11) 3074 7322, glaera@bessecurities.com.br
Paulo Eduardo Nascimento – (11) 3074-7330, pnascimento@bessecurities.com.br

Telecomunicações

TELEFONICA BRASIL: Upside de Margem à frente – extração de sinergia em 2013

Mantemos nossa recomendação de COMPRA em Telefonica Brasil e aumentamos nosso PJ em 5% para R\$62/ação (de R\$59), resultando em um potencial de *upside* de 12%. Estamos atualizando nossas estimativas após os resultados de 2011 e reduzindo nossa estimativa de receita em 1,8% em 2012E e 2013E para refletir nossa premissa de aumento da competição em 2012E, e reduzindo nossa previsão de EBITDA 2012E em 1,8%. No entanto, aumentamos as nossas premissas de receitas no longo prazo para incorporar ao nosso modelo nossas expectativas de que a Telefonica Brasil deva ser capaz de extrair crescimento de seu segmento fixo, dado que esta ganhe escala com oferta de TV por assinatura, impactando positivamente o nosso PJ em um aumento de 5%.

Reduzindo estimativas de Receita Líquida em 1,8% em 2012E e 2013E

Estamos cortando em 1,8% nossa estimativa de receita líquida para refletir a expectativa de forte competição para 2012E e 2013E, dado que esperamos que promoções mais agressivas continuem sendo introduzidas pela Telefonica Brasil para que esta possa defender sua base de clientes móveis. Por outro lado, estamos aumentando as estimativas de receita para os anos seguintes, para refletir nossa visão que no longo prazo a empresa deve ganhar escala em TV por assinatura e extrair crescimento do segmento fixo.

EBITDA: Redução de 1,8% em 2012E e aumento de 0,2% em 2013E

Nós estamos reduzindo a nossa estimativa de EBITDA 2012E de modo a refletir a pressão de margem pela forte concorrência no segmento móvel, que esperamos continuar afetando as margens da empresa ao longo deste ano. Por outro lado, estamos aumentando a nossa margem para 2013E em 71bps refletindo nossas expectativas para a extração de sinergias no próximo ano. Em 3T11 e 4T11, a companhia registrou margem EBITDA recorrente de 34,1% e 34,0% respectivamente. Esperamos que a empresa continue reportando margens neste nível até que seja capaz de extrair as sinergias da fusão com a antiga Vivo. Margens na Telefonica Brasil estão sob pressão principalmente devido ao aumento da atividade comercial com a introdução do plano "Vivo Sempre", onde compete diretamente com Tim (TIMP3, COMPRA, PJ R\$13) no segmento de Longa Distância, e "Vivo Direto", onde concorre com a Nextel (sem recomendação) no rádio.

Olhar mais atento sobre TV por assinatura e negócios de banda larga

A Telefonica Brasil tem investido em infraestrutura de banda larga fixa e TV por assinatura recentemente para se concentrar em sua oferta de *triple play*. Com uma nova plataforma de TV por assinatura (a ser lançada no 2S12) e uma combinação de TV por assinatura e vídeo *on demand*, esperamos que a Telefonica esteja mais bem preparada para enfrentar a concorrência da NET (NETC4, sem recomendação) e o início das operações da Tim Fiber em São Paulo. Dado que este é um negócio que depende de escala, esperamos que a alta base de clientes da NET seja uma forte fonte de competição.

Reiteramos recomendação de COMPRA para a Telefonica Brasil

Aumentamos nosso Preço Justo para R\$62, oferecendo 12% de potencial de *upside*, devido às expectativas de extração de crescimento do segmento fixo no longo prazo. Reiteramos nossa recomendação de COMPRA justificada pelo atraente *dividend yield* (7,5% em 2012E), potencial para extração de sinergias e operações sólidas. A empresa continua a apresentar bom desempenho no segmento móvel, com forte crescimento no uso de dados suportado pelo perfil de base de clientes mais high-end, e tem sido capaz de evitar uma contração em seu segmento fixo. Apesar de continuarmos a gostar de Telefonica Brasil, reiteramos a Tim como nossa top pick no setor, devido à sua perspectiva de maior crescimento e 23% de potencial de *upside*.

Bruna Mari - (11) 3074 7334, bmari@bessecurities.com.br
Jessica Antunes – (11) 3074 7324, jantunes@bessecurities.com.br

TELEFONICA BRASIL (VIVT4, R\$54,50, COMPRA, PJ R\$62,0): Anúncio de Reestruturação

A Telefonica Brasil anunciou ontem a incorporação das subsidiárias do Grupo que prestam outros serviços que não o de telecomunicações, seguindo a aprovação do PL 116 em setembro do ano passado. De acordo com o PL 116, as empresas de telecomunicações poderão também operar nos segmentos de TV por assinatura e de comunicação multimídia.

De acordo com o fato relevante divulgado pela Telefonica Brasil, as subsidiárias integrais serão cindidas e incorporadas sob a Telefonica Data, a única subsidiária que continuará existindo após o processo de reestruturação.

A decisão precisa ser ratificada ainda por assembleia de acionistas, sem data marcada.

Na nossa visão, este processo permitiria à Telefonica Brasil capturar sinergias da integração do negócio e desenvolver serviços integrados através de uma infraestrutura comum.

Bruna Mari - (11) 3074 7334, bmari@bessecurities.com.br
Jessica Antunes – (11) 3074 7324, jantunes@bessecurities.com.br

Lazer

BRAZIL HOSPITALITY GROUP : 4T confirma o momento positivo

A BHG apresentou fortes números operacionais no 4T11, acima de nossa expectativa. O EBITDA Hotel atingiu R\$18,8m no 4T, crescimento de 34% no trimestre e 8% acima de nossa estimativa de R\$17,4m. O lucro líquido foi R\$3,7m (LPA de R\$0,09), contra um prejuízo de R\$1,0m no trimestre anterior e melhor que a nossa previsão de R\$0,7m.

Mantemos nossa recomendação de Compra para a BHG com um PJ de R\$25,80/ação, o que representa uma alta potencial de 26% em relação a cotação atual de mercado. A empresa continua apresentando forte crescimento e melhora de rentabilidade, capturando o momento econômico favorável no Brasil, enquanto expande via aquisições e novos contratos de gestão. Acreditamos que a BHG deve continuar contabilizando resultados crescentes nos próximos trimestres e anos, e deve se beneficiar de eventos mundiais, como a Copa do Mundo em 2014 e as Olimpíadas em 2016.

A receita cresceu 27% no trimestre

A BHG registrou receita líquida de R\$53,8m no 4T11, um aumento de 27% no trimestre e 5% acima da nossa estimativa. Eles terminaram o ano com 6.704 quartos de hotel, contra 6.683 no trimestre anterior, praticamente estável. Acreditamos que a BHG mudou sua metodologia e agora está apresentando apenas quartos que geram receitas, excluindo, portanto, 388 quartos do hotel sob a marca Sofitel na praia de Copacabana, que está em uma disputa legal com a Accor (sem recomendação).

Acreditamos que a melhoria da receita no 4T refere-se a alta demanda por quartos de hotel, derivados de um bom momento econômico no Brasil, e melhor mix com um número maior de quartos de hotel de alto padrão. A BHG se beneficiou da demanda e aumentou as tarifas no período. A RevPar atingiu R\$160,2 no 4T11, 4,2% acima do último trimestre e 24,7% em relação ao mesmo trimestre do ano passado. Apesar desta política de preços, a taxa de ocupação aumentou para 67% no 4T11, de 66,9% no 3T11 e 64,1% no 4T10.

A margem EBITDA continua subindo

A margem EBITDA Hotel atingiu 35% no 4T11, de 33,3% no 3T11 e, acima de nossa estimativa de 34,1%. A expansão do faturamento, que é uma combinação de poder de preço e alto nível de taxas de ocupação, juntamente com o controle de custos e ganhos de escala permitiram que a BHG apresentasse melhoria das margens operacionais. O EBITDA consolidado alcançou R\$16,7m, um aumento de 59% no trimestre e 40% acima da nossa estimativa, e foi particularmente melhor do que o previsto devido a uma receita de propriedades não operadas que nós subestimamos. Essa linha de receita que não afeta o EBITDA Hotel, foi de R\$2,5m no 3T, aumentou para R\$5,0m no 4T, foi principalmente relacionada a juros sobre o depósito legal para pagar o hotel em Copacabana, que é remunerado por 6% aa mais a taxa TR. Assumimos que a BHG não contabilizaria essa renda extra até que a disputa legal com a Accor fosse concluída. No 3T esta linha se referia ao aluguel do hotel adquirido em São Conrado, Rio de Janeiro.

O lucro líquido foi acima de nossa previsão

Como esperado as despesas financeiras líquidas foram afetadas pelas aquisições, em particular o hotel adquirido em Copacabana. A BHG pagou R\$184m pelo hotel, através de um depósito legal. Por outro lado, o lucro líquido no 4T foi acima da nossa estimativa, devido ao resultado operacional melhor que o esperado, o inesperado juros acima referidos sobre o depósito legal e R\$1,1m de receita não-recorrente no trimestre.

Teleconferência

A teleconferência da BHG será na sexta-feira, 16 março, 2012 às 11:00 EST (em inglês), via +1 (412) 317-6776 (senha: BHG) ou às 10:00 EST (11:00 horário de Brasília), em português, através do +55 11 3127-4971 (senha: BHG).

Roger Oey – (11) 3074 7325, roey@bessecurities.com.br

Calendário Macro

Data	Horário local (BR)	País	Indicador	Referência	Previsão		Último
					Estimativa Bes	Consenso	
14-21/MAR	--	BZ	Criação de emprego formal no Brasil CAGED	FEV	--	--	118.895
15-22/MAR	--	BZ	Arrecadação de Impostos	FEV	R\$75,0B	--	R\$102,6B
16-Mar-12	08:00	BZ	IPC-S - FGV	15-Mar	0,48%	--	0,41%
16-23/MAR	--	PE	Peruvian Central Bank Quarterly Inflation Report	--	--	--	--
16-Mar-12	02:00	JP	Japanese Leading Index CI	JAN F	--	--	94,9
16-Mar-12	04:00	ES	Espírito Santo Financial Group reports full-year earnings	2011	--	--	--
16-Mar-12	07:00	EU	Euro-Area Trade Balance	JAN	--	--	€9,7B
16-Mar-12	09:30	US	US CPI (MoM)	FEV	--	0,4%	0,2%
16-Mar-12	09:30	US	US CPI Ex Food & Energy (MoM)	FEV	--	0,2%	0,2%
16-Mar-12	09:30	US	US CPI (YoY)	FEV	--	2,9%	2,9%
16-Mar-12	09:30	US	US CPI Ex Food & Energy (YoY)	FEV	--	2,2%	2,3%
16-Mar-12	10:15	US	US Industrial Production	FEV	--	0,4%	0,0%
16-Mar-12	10:15	US	US Capacity Utilization	FEV	--	78,8%	78,5%
16-Mar-12	10:55	US	US U. of Michigan Confidence	MAR P	--	75,6	75,3
16-Mar-12	12:00	MX	Mexican Overnight Rate	16-Mar	--	4,50%	4,50%

Fonte: Espírito Santo Investment Bank Research

DIVULGAÇÕES IMPORTANTES

Este relatório foi elaborado pelo Espírito Santo Investment Bank Research, marca global que reúne as equipes de análise de investimentos de valores mobiliários (“*equity research*”) do Banco Espírito Santo de Investimento S.A., sediado em Lisboa, Portugal, de suas filiais na Espanha e na Polônia e das suas empresas associadas BES Securities do Brasil, S.A. – Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários, sediada no Brasil, e Execution Noble Limited, no Reino Unido, estando todas elas autorizadas a realizar atividades relativas a valores mobiliários de acordo com a legislação vigente em cada país. Todas essas entidades estão incluídas no perímetro do Grupo Financeiro controlado pelo Espírito Santo Financial Group S.A. (“Grupo Banco Espírito Santo”).

Certificação do Analista

Cada analista de investimento responsável pelo conteúdo deste relatório, na íntegra ou em parte, certifica que, em relação a cada valor mobiliário ou emissor coberto por esse analista neste relatório: (1) todas as opiniões aqui expressas refletem com exatidão a opinião pessoal do analista sobre esses valores mobiliários ou emissores; os emissores não foram previamente informados acerca do conteúdo da recomendação apresentada neste relatório de recomendação de investimento, e as premissas não foram validadas pelos emissores; (2) nenhuma parcela da remuneração do analista está direta ou indiretamente relacionada: (a) às recomendações ou opiniões específicas expressas pelo analista de investimento neste relatório; e/ou (b) aos serviços prestados ou a serem prestados pelo Banco Espírito Santo de Investimento S.A. e/ou qualquer uma de suas empresas associadas ao emissor dos valores mobiliários objetos da recomendação. Além disso, cada um dos analistas certifica que não possui nenhum interesse econômico ou financeiro nas empresas sujeitas a seu parecer e que não detém nem negocia valores mobiliários emitidos por essas empresas.

Explicação sobre o Sistema de Recomendação (“Rating”)

Rating de 12 meses	Definição
Compra	O analista espera um potencial de valorização de no mínimo 10% para o valor justo, que deverá ser realizado nos próximos 12 meses.
Neutro	O analista espera um potencial de valorização/desvalorização entre +10% e -10% para o valor justo, que deverá ser realizado nos próximos 12 meses.
Venda	O analista espera um potencial de desvalorização de no mínimo 10% para o valor justo, que deverá ser realizado nos próximos 12 meses.

Rating de curto prazo	Definição
Positivo de curto prazo	O analista espera que o preço da ação se valorize em até três meses após a atribuição do rating em função de catalisador(es) ou evento(s) especificamente identificado(s).
Negativo de curto prazo	O analista espera que o preço da ação se desvalorize em até três meses após a atribuição do rating em função de catalisador(es) ou evento(s) especificamente identificado(s).

Para maiores informações, por favor acesse “Definições e Distribuição das Recomendações” em <http://www.espiritosantoib-research.com>

Distribuição das Recomendações

O Espírito Santo Investment Bank Research tem a seguinte distribuição de recomendações (“ratings”) em relação ao total de emissores cobertos e ao serviço de banco de investimento até 31 de dezembro de 2011.

Até o final de dez. de 2011	Total ESIB Research		Total Clientes do Banco de Investimento (IBC)			
	Recomendação	Número	% do Total	Número	% do IBC	% do Total
	Compra	244	52,7%	38	74,5%	8,2%
	Neutro	150	32,4%	11	21,6%	2,4%
	Venda	63	13,6%	0	0,0%	0,0%
	Restrito	0	0,0%	0	0,0%	0,0%
	Em Revisão	6	1,3%	2	3,9%	0,4%
	Total	463	100%	51	100%	

Até o final de dez. de 2011	Total ESIB Research		Total Clientes do Banco de Investimento (IBC)			
	Recomendação	Número	% do Total	Recomendação	Número	% do Total
	Positivo de curto prazo	0	0%	0	0%	0%
	Negativo de curto prazo	0	0%	0	0%	0%
	Total	0	0%	0	0%	

Preço das Ações

O preço das ações se refere ao preço de fechamento do dia útil que precede a publicação, a não ser que especificado.

Política de Cobertura

O Espírito Santo Investment Bank Research se reserva o direito de selecionar os valores mobiliários sobre os quais expressa seu parecer. Os principais critérios para a seleção desses valores mobiliários são: 1) os mercados em que são negociados, 2) a capitalização de mercado, 3) a liquidez e 4) a adequação do setor. O Espírito Santo Investment Bank Research não possui nenhuma política específica com relação à frequência com a qual as opiniões e recomendações de investimento são divulgadas.

Declaração a Investidores

O Espírito Santo Investment Bank Research emitiu este relatório para fins exclusivamente informativos. Este material constitui "análise de investimento" para fins de Diretiva sobre Mercados de Instrumentos Financeiros e, como tal, contém uma explicação objetiva e independente sobre os assuntos tratados neste material. Quaisquer recomendações contidas neste documento não constituem qualquer tipo de aconselhamento acerca de investimentos com base nas circunstâncias pessoais do destinatário. Este relatório não é e não deverá ser interpretado como uma oferta ou uma incitação à compra ou à venda de quaisquer títulos ou instrumentos financeiros a eles relacionados. Os investimentos discutidos ou recomendados neste relatório poderão não ser adequados aos investidores, dependendo de seus objetivos de investimento específicos e de sua situação financeira. O conteúdo deste relatório consiste em informações gerais para destinatários que compreendem os riscos associados ao investimento, não levando em consideração se um investimento, uma linha de ação ou os riscos associados são ou não são adequados ao destinatário. Este relatório não tem o intuito de abranger ou conter todas as informações necessárias para que um investidor potencial tome uma decisão sobre investimentos e o destinatário deste relatório deverá avaliar e tomar suas próprias decisões de forma independente com relação a quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros mencionados neste relatório. Na hipótese de esclarecimentos adicionais serem necessários com relação às palavras ou frases utilizadas neste material, recomenda-se ao destinatário a busca de aconselhamento jurídico ou financeiro independente. Quando um investimento estiver expresso em moeda que não corresponda à moeda do investidor, quaisquer alterações na taxa de câmbio poderão acarretar um efeito negativo no valor, preço ou ganho resultante do investimento. O desempenho obtido no passado não é necessariamente um indicador de desempenho futuro. O rendimento dos investimentos poderá oscilar. O preço ou valor dos investimentos aos quais este relatório se relaciona, direta ou indiretamente, pode aumentar ou diminuir, contrariando o interesse dos investidores. Quaisquer recomendações e opiniões contidas neste relatório poderão se tornar desatualizadas como resultado de alterações no ambiente em que atua o emissor dos valores mobiliários sob análise, além de alterações nas estimativas e previsões, premissas e metodologia de avaliação aqui utilizadas. Os valores mobiliários mencionados nesta publicação podem não ser elegíveis para venda em alguns estados ou países.

Todas as informações contidas neste relatório são baseadas em informações disponíveis ao público e obtidas de fontes consideradas confiáveis, no entanto o Espírito Santo Investment Bank Research não garante sua exatidão ou abrangência. As opiniões expressas neste relatório refletem apenas as atuais opiniões do Espírito Santo Investment Bank Research e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. O Espírito Santo Investment Bank Research não se responsabiliza pela atualização das informações e opiniões aqui apresentadas, tampouco fornece ao recipiente acesso a quaisquer informações adicionais. O Espírito Santo Investment Bank Research não assinou nenhum contrato com o emissor relacionado à elaboração deste relatório. O Espírito Santo Investment Bank Research não se responsabiliza por quaisquer perdas ou danos que possam resultar da utilização deste relatório.

Propriedade e Conflitos de Interesse Relevantes

O Banco Espírito Santo de Investimento S.A. e/ou suas empresas associadas (e todas as entidades incluídas no Espírito Santo Investment Bank Research) e/ou seus conselheiros, diretores e funcionários podem deter ou ter detido participações, expressivas ou não, nos emissores mencionados neste relatório. O Banco Espírito Santo de Investimento S.A. e/ou suas empresas associadas podem manter ou ter mantido relações comerciais com as empresas mencionadas neste relatório. Para a lista completa dos emissores cobertos por este relatório nos quais o Banco Espírito Santo de Investimento S.A. ou suas empresas associadas detêm participações superiores a 1%, e para informações acerca de eventuais conflitos de interesse relevantes originados das atividades de banco de investimento, vide as divulgações sobre "Conflitos de Interesse", no website <http://www.espiritosantoib-research.com>

Confidencialidade

Este relatório não pode ser reproduzido, integral ou parcialmente, de nenhuma forma ou por nenhum meio, sem a autorização específica e por escrito do Espírito Santo Investment Bank Research. Este relatório é confidencial e destinado exclusivamente aos seus destinatários designados. Portanto, a divulgação, reprodução, distribuição ou qualquer ação nesse sentido é proibida e ilegal. O recebimento e/ou revisão deste relatório implica a anuência, por parte do destinatário, de não redistribuir, retransmitir nem divulgar a terceiros o conteúdo, as opiniões, a conclusão ou as informações nele contidas (inclusive quaisquer recomendações de investimento, estimativas ou metas de preço) sem primeiramente obter autorização expressa de um diretor autorizado do Banco Espírito Santo de Investimento S.A.

Autoridades Reguladoras

Para informações sobre a identidade das Autoridades Reguladoras que supervisionam as entidades incluídas no Espírito Santo Investment Bank Research, favor acessar <http://www.espiritosantoib-research.com>

DIVULGAÇÕES IMPORTANTES PARA CIDADÃOS NORTE-AMERICANOS

Este relatório foi elaborado pelo Espírito Santo Investment Bank Research, marca global que reúne as equipes de análise de investimentos de valores mobiliários ("equity research") do Banco Espírito Santo de Investimento S.A., sediado em Lisboa, Portugal, de suas filiais na Espanha e na Polônia e de suas empresas associadas BES Securities do Brasil, S.A. – Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários, sediada no Brasil, e Execution Noble Limited, no Reino Unido, estando todas elas autorizadas a operar com valores mobiliários de acordo com a legislação vigente em cada país. O Banco Espírito Santo de Investimento S.A. e suas empresas associadas não se encontram registrados como corretoras de valores mobiliários nos Estados Unidos da América, não estando, portanto, sujeitos à regulamentação norte-americana aplicável à elaboração de relatórios de recomendação de investimento e à independência dos analistas de investimento. Este relatório é fornecido para distribuição a investidores institucionais norte-americanos, estando isento do registro previsto na Regra 15a-6 do U.S. Securities Exchange Act de 1934, conforme alterado.

Este relatório é confidencial e não deve ser distribuído ou utilizado por pessoas além do destinatário e seus funcionários, agentes e consultores. A E.S. Financial Services, Inc. é a distribuidora deste relatório nos Estados Unidos. A E.S. Financial Services, Inc. se responsabiliza pelo conteúdo deste relatório, nos termos abaixo descritos, na medida em que este seja entregue a um cidadão norte-

16 de Março de 2012

americano que não seja um grande investidor institucional norte-americano. Qualquer cidadão norte-americano que receba este relatório e deseje efetuar transações com quaisquer dos valores mobiliários analisados neste relatório deverá fazê-lo exclusivamente por meio da E.S. Financial Services, Inc.

Contatos:

Garreth Hodgson	Senior Managing Director/ Head of Sales	1 (212) 351-6054	ghodgson@esinvestment.com	
Eva Gendell	Vice President	1 (212) 351-6058	egendell@esinvestment.com	E.S. Financial Services, Inc.
Joseph Mcglone	Vice President	1 (212) 351-6061	jmcglone@esinvestment.com	New York Branch
Joy Bejasa	Vice President	1 (212) 351-6055	jbejasa@esinvestment.com	340 Madison Avenue, 12th Floor
Lisa Gottardo	Executive Director	1 (212) 351-6060	lgottardo@esinvestment.com	New York, N.Y. 10173
Mike Maione	Executive Director	1 (212) 351-6067	mmaione@esinvestment.com	
Mike Williams	Vice President	1 (212) 351-6052	mwilliams@esinvestment.com	
Pedro Marques	Vice President	1 (212) 351-6051	pmarques@esinvestment.com	
Poorva Upadhyaya	Assistant Vice President	1 (212) 351-6056	pupadhyaya@esinvestment.com	

Cada analista mencionado neste relatório declara o que segue, com relação a cada valor mobiliário coberto pelo analista neste relatório: (1) que todas as opiniões expressas neste relatório refletem com exatidão a opinião pessoal do analista sobre esses valores mobiliários ou emissores; e (2) que nenhuma parcela da remuneração do analista esteve, está, ou estará, direta ou indiretamente, relacionada às recomendações ou opiniões específicas expressas pelo analista neste relatório. Os analistas mencionados neste relatório não são registrados ou qualificados como analistas de investimento perante a autoridade reguladora do setor financeiro (*Financial Industry Regulatory Authority* – "FINRA"), e podem não estar associados à E.S. Financial Services, Inc., podendo, portanto, não estar sujeitos às restrições aplicáveis, nos termos das normas estabelecidas pela FINRA, sobre as comunicações com uma empresa objeto do relatório, aparições públicas e negociações com valores mobiliários detidos por uma conta de analista.

Propriedade e Conflitos de Interesse Relevantes

O Banco Espírito Santo de Investimento S.A. e/ou suas empresas associadas (e todas as entidades incluídas no Espírito Santo Investment Bank Research) e/ou seus conselheiros, diretores e funcionários podem deter ou ter detido participações, expressivas ou não, nos emissores mencionados neste relatório. O Banco Espírito Santo de Investimento S.A. e/ou suas empresas associadas podem manter ou ter mantido relações comerciais com as empresas mencionadas neste relatório. Para a lista completa dos emissores cobertos por este relatório nos quais o Banco Espírito Santo de Investimento S.A. ou suas empresas associadas detêm participações superiores a 1%, e para informações acerca de eventuais conflitos de interesse relevantes originados das atividades de banco de investimento, vide as divulgações sobre "Conflitos de Interesse", no website <http://www.espiritosantoib-research.com>

Recebimento de Remuneração

Para informações sobre o Recebimento de Remuneração de Emissores, favor acessar o website <http://www.espiritosantoib-research.com>

Declaração aos Investidores

O Espírito Santo Investment Bank Research publicou este relatório exclusivamente para fins informativos. Todas as informações aqui contidas se baseiam em informações disponíveis ao público e obtidas de fontes consideradas confiáveis. Entretanto, o Espírito Santo Investment Bank Research não garante a exatidão nem a abrangência das informações aqui contidas. As opiniões apresentadas neste relatório refletem somente nossas opiniões atuais, estando sujeitas a alterações sem aviso prévio. O Espírito Santo Investment Bank Research não assume qualquer responsabilidade pela atualização das informações e opiniões aqui expressas. Este relatório não constitui e não deve ser interpretado como uma oferta ou uma incitação à compra ou à venda de quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros a eles relacionados. Os investimentos discutidos ou recomendados neste relatório poderão não ser adequados aos investidores, dependendo de seus objetivos de investimento específicos e de sua situação financeira. Quando um investimento estiver expresso em moeda que não corresponda à moeda do investidor, quaisquer alterações na taxa de câmbio poderão acarretar um efeito negativo no valor, preço, ou ganho resultante do investimento. O desempenho obtido no passado não é necessariamente um indicador de desempenho futuro. O rendimento de investimentos pode oscilar. O preço ou valor dos investimentos aos quais este relatório se relaciona, direta ou indiretamente, pode aumentar ou diminuir, contrariando o interesse dos investidores. Quaisquer recomendações e opiniões contidas neste relatório poderão se tornar desatualizadas em consequência de alterações no ambiente em que atua o emissor dos valores mobiliários sob análise, além de alterações nas estimativas e previsões, premissas e metodologia de avaliação aqui utilizadas. Os valores mobiliários mencionados nesta publicação podem não ser elegíveis para venda em alguns estados ou países. O Espírito Santo Investment Bank Research não assume qualquer responsabilidade por perdas ou danos que possam resultar da utilização deste relatório. Cabe ressaltar que investir em quaisquer valores mobiliários que não sejam norte-americanos ou instrumentos financeiros a eles relacionados discutidos neste relatório de recomendação de investimento pode apresentar certos riscos. Os valores mobiliários de emissores que não sejam norte-americanos podem não ser registrados na *U.S. Securities and Exchange Commission* ou sujeitos à regulamentação nos Estados Unidos. As informações sobre tais valores mobiliários ou instrumentos financeiros a eles relacionados podem ser limitadas. Empresas estrangeiras podem não estar sujeitas às normas de auditoria e divulgação e às exigências regulamentares comparáveis às dos Estados Unidos.