

Laudo de Avaliação da Multiplus S.A.

24 de outubro de 2018

Índice

1. Sumário executivo	02
2. Informações sobre o avaliador	08
3. Avaliação da Multiplus S.A.	14
3.1 – Destaques da Multiplus S.A. e do setor no Brasil	14
3.2 – Avaliação por fluxo de dividendos descontados	24
3.3 – Avaliação por múltiplos de mercado	33
3.4 – Avaliação por preço de mercado	36
3.5 – Avaliação por patrimônio líquido	38
Apêndice A. Custo do capital (Ke)	40
Apêndice B. Descrição da metodologia de avaliação utilizada	44
Apêndice C. Visão geral do Contrato Operacional	46
Glossário	48
Avisos Importantes	50

1. Sumário executivo

A Transação

Contexto da Transação

- Em 4 de setembro de 2018, a Multiplus S.A. (“Multiplus” ou “Companhia”) divulgou fato relevante (“Fato Relevante”) por meio do qual informou aos seus acionistas e ao mercado o recebimento de correspondência da TAM Linhas Aéreas S.A. (“TAM Linhas Aéreas”, “TLA” ou “Ofertante”), controlada direta da TAM S.A. (“TAM”), acionista controladora da Companhia. Por meio de referida correspondência, a Ofertante informou (i) a sua intenção de não prorrogar ou renovar o Contrato Operacional firmado entre a Ofertante e a Companhia, em 10 de dezembro de 2009, conforme descrito nos itens 7.9 e 16.4 do Formulário de Referência da Companhia (“Contrato Operacional”), e (ii) a sua intenção de realizar uma oferta pública unificada de aquisição de até a totalidade das ações em circulação de emissão da Companhia, para fins de (a) cancelamento de registro de companhia aberta da Companhia perante a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), e (b) saída da Companhia do segmento especial de negociação de valores mobiliários, denominado “Novo Mercado”, da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“Novo Mercado” e “B3”), nos termos e condições previstos na regulação aplicável (“OPA”).
- No âmbito do Fato Relevante, informou-se, ainda, que a Ofertante atribuiu um preço de R\$27,22 por ação da Companhia, a ser pago no contexto da OPA, devendo este preço ser ajustado caso (i) a Companhia realize o pagamento de dividendos ou juros sobre o capital próprio e as ações ordinárias de emissão da Companhia passem a ser negociadas ex-dividendos ou ex-juros, conforme o caso; ou (ii) o capital social da Companhia seja alterado, em virtude de grupamentos ou desdobramentos de ações.
- Em 4 de setembro de 2018, a TAM enviou à Companhia pedido de convocação de Assembleia Geral Extraordinária, para deliberar sobre a alteração do estatuto social da Companhia, com o objetivo de adequá-lo às novas regras do Regulamento do Novo Mercado, em vigor desde 2 de janeiro de 2018. Neste sentido, em 26 de setembro de 2018, os acionistas da Multiplus aprovaram referida alteração do estatuto social da Companhia, bem como sua consolidação.
- A Multiplus é uma subsidiária da TAM, controladora da Ofertante e controlada pela LATAM Airlines Group S.A. (“LATAM”). Em 4 de setembro de 2018, em reunião do Conselho de Administração da LATAM, aprovou-se: (i) a não renovação do Contrato Operacional; (ii) a realização da OPA; e (iii) a contratação do Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. (“Credit Suisse” ou “CS”) pela Ofertante, conforme descrito abaixo. Na mesma data, a LATAM divulgou fato relevante anunciando ao mercado a intenção de se realizar a OPA.

A Transação (cont.)

Contexto da Transação (cont.)

- O Credit Suisse foi contratado pela Ofertante: (i) como assessor financeiro da Ofertante, inclusive para fins da estruturação da OPA; e (ii) como avaliador, com o objetivo de preparar e entregar um laudo de avaliação das ações ordinárias de emissão da Multiplus, no âmbito da OPA, nos termos da regulamentação aplicável (“Laudo de Avaliação” ou “Laudo”). A Ofertante contratou, ainda, o Credit Suisse (Brasil) S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sociedade controlada pelo Credit Suisse, como instituição intermediária da OPA.
- Conforme descrito acima, a Ofertante anunciou ao mercado a sua intenção de não prorrogação ou renovação do Contrato Operacional⁽¹⁾. Este contrato estabelece os termos e condições: (i) da continuidade do gozo, pelos clientes da LATAM que participam do programa de fidelidade da Companhia, dos benefícios do programa de fidelidade mediante o uso de pontos a eles concedidos, e (ii) do resgate dos pontos pelos membros do programa de fidelidade através da Rede Multiplus, além das condições para a comercialização de direitos de resgate de pontos, a compra e a venda de passagens aéreas, a utilização da base de dados, a gestão do Programa LATAM Travel e as suas respectivas remunerações. O Contrato Operacional entrou em vigor em 1 de janeiro de 2010 e possui prazo de vigência de 15 anos.
- Nos termos do artigo 16, inciso II, da Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, conforme alterada (“Instrução CVM 361”), o cancelamento de registro de companhia aberta da Companhia perante a CVM estará sujeito à aceitação por acionistas da Companhia que representem mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação habilitadas para o leilão da OPA (“Leilão”), manifestada por meio (i) da venda de suas ações em circulação no âmbito da OPA; ou (ii) de sua concordância expressa com o cancelamento de registro da Companhia, sem a venda de suas ações em circulação no âmbito da OPA.
- Nos termos do artigo 43, inciso II, do Regulamento do Novo Mercado, a saída do Novo Mercado pela Companhia estará sujeita à aceitação por acionistas da Companhia que representem mais de 1/3 (um terço) das ações em circulação habilitadas para o Leilão, manifestada por meio (i) da venda de suas ações em circulação no âmbito da OPA; ou (ii) de sua concordância expressa com a saída do Novo Mercado, sem a venda de suas ações em circulação no âmbito da OPA.
- Para fins da elaboração do presente Laudo de Avaliação, o CS interagiu com a administração da Multiplus, visando obter e discutir as principais premissas das projeções operacionais e financeiras da Companhia, apenas após a publicação de fato relevante pela LATAM, conforme descrito acima.

Nota: (1) Para maiores detalhes sobre os impactos da não renovação do Contrato Operacional e sobre a estratégia competitiva da Companhia, vide página 16.

A Transação (cont.)

Contexto da Transação (cont.)

- O Credit Suisse preparou o presente Laudo de Avaliação, cujo resultado da avaliação, pela metodologia de fluxo de dividendos descontados (“DDM”), foi de R\$15,99 por ação ordinária da Companhia.
- Observado o disposto na Instrução CVM 361, este Laudo de Avaliação apurou o valor das ações da Companhia de acordo com os seguintes critérios:
 - preço médio de cotação das ações ponderado por volume de negociação:
 - nos 12 (doze) meses imediatamente anteriores à publicação do Fato Relevante, até a data de sua publicação, e
 - entre imediatamente após a data de publicação do Fato Relevante e 24.10.2018.
 - valor do patrimônio líquido por ação em 30.06.2018.
 - valor econômico calculado pela metodologia de múltiplos de mercado.
 - valor econômico calculado pela metodologia do fluxo de dividendos descontados.

Metodologias de avaliação

Metodologia escolhida

	Método de avaliação	Descrição	Considerações
<div style="writing-mode: vertical-rl; transform: rotate(180deg);">Relevância</div> <div style="text-align: center;">   </div>	Fluxo de dividendos Descontados (“DDM”)	<p>Análise com base em projeções econômico-financeiras de longo prazo para a Companhia</p> <p>Cálculo baseado no fluxo de dividendos futuros descontados ao valor presente (vide seção 3.2)</p>	<p>Além de capturar as perspectivas de curto, médio e longo prazo do setor e da Companhia, captura também os efeitos da dinâmica peculiar de venda de pontos e recebimento de caixa antecipado, assunção de passivos relacionados ao resgate futuro de pontos e posterior reconhecimento de receita, que acabam por gerar uma dinâmica de restrição da distribuição do caixa gerado pela Companhia⁽²⁾</p>
	Múltiplos de mercado	<p>Múltiplo de preço por lucro líquido de 2018 e 2019 com base nos múltiplos de negociação da Smiles Fidelidade S.A.</p>	<p>Reflete o valor da Companhia baseando-se em avaliação relativa de empresa comparável, sem levar em consideração especificidades da Companhia.</p> <p>A qualidade e relevância dos resultados desta metodologia são ligados ao nível de comparabilidade e número de empresas comparáveis. O fato de haver somente uma comparável listada diminui a relevância da metodologia para avaliação da Multiplus.</p> <p>Ainda, esta metodologia tem limitações para capturar efeitos das perspectivas futuras específicas da Companhia em análise</p>
	VWAP⁽¹⁾	<p>Preço médio ponderado por volume de transação calculado entre (vide seção 3.4):</p> <p>a) 05.09.2017 e 04.09.2018</p> <p>b) 05.09.2018 a 24.10.2018</p>	<p>Reflete o valor do mercado para a Companhia no período em análise.</p> <p>Apesar do nível de liquidez das ações da Multiplus ser suficiente para que o preço de mercado seja considerado uma boa indicação do valor justo da ação em dado momento, o preço de mercado passado pode não refletir completamente eventos recentes que venham afetar a performance futura da Companhia ou de seu mercado de atuação.</p>
	Valor patrimonial	<p>Posição de patrimônio líquido por ação em 30.06.2018</p>	<p>Reflete o valor da Companhia por critérios contábeis.</p> <p>Esta metodologia não captura de forma adequada perspectivas de performance futura da Companhia e ambiente competitivo.</p>

Nota: (1) *Volume Weighted Average Price* (preço médio ponderado pelo volume de negociação).

(2) Vide página 45 para maiores detalhes.

Sumário da avaliação

Método de avaliação	Valor econômico das ações (R\$/ação)	Comentários
Fluxo de dividendos Descontados ("DDM")	15,23 16,75	Para definição do ponto médio do intervalo foi considerado (i) Fluxo de dividendos baseado em premissas da Companhia e (ii) taxa de desconto (K_e) de 10,7% e crescimento de longo prazo ("g") de 3,2%, ambos em dólares nominais. Limites superior e inferior refletem variações de mais e menos 4,75% do ponto médio, conforme pratica usual de mercado (vide seção 3.2 do Laudo)
Múltiplos de mercado em 24.10.2018⁽¹⁾	13,83 14,98	Múltiplo de preço por lucro líquido de 2018 e 2019 com base nos múltiplos de negociação de Smiles Fidelidade S.A. em 24 de outubro de 2018 (vide seção 3.3 do Laudo)
Múltiplos de mercado em 11.10.2018⁽²⁾	20,36 22,05	Múltiplo de preço por lucro líquido de 2018 e 2019 com base nos múltiplos de negociação de Smiles Fidelidade S.A. em 11 de outubro de 2018 (vide seção 3.3 do Laudo)
Múltiplos de mercado em 04.09.2018⁽³⁾	20,11 21,72	Múltiplo de preço por lucro líquido de 2018 e 2019 com base nos múltiplos de negociação de Smiles Fidelidade S.A. em 04 de setembro de 2018 (vide seção 3.3 do Laudo)
VWAP⁽⁴⁾ – 12 meses antes do Fato Relevante	30,99	Preço médio ponderado por volume de negociação entre 05.09.2017 a 04.09.2018 (vide seção 3.4 do Laudo)
VWAP⁽⁴⁾ – desde o Fato Relevante	24,73	Preço médio ponderado por volume de negociação entre 05.09.2018 a 24.10.2018 (vide seção 3.4 do Laudo)
Valor patrimonial	1,22	Posição de patrimônio líquido por ação em 30.06.2018 (vide seção 3.5 do Laudo)

Metodologia escolhida

Dentre as metodologias analisadas, o Credit Suisse considerou a metodologia de DDM como a mais adequada para apurar o intervalo de valor para o preço das ações da Multiplus. Na nossa opinião, essa metodologia captura detalhes da perspectiva de performance futura da Companhia no curto, médio e longo prazo, como, por exemplo, mudanças no cenário competitivo, crescimento, mudança no *mix* de produtos e outros fatores. Ao contrário das outras metodologias, que são mais focadas na performance de curto prazo e/ou não conseguem capturar tão bem as especificidades da Companhia, o DDM reflete tais pontos na projeção dos fluxos de dividendos. Ainda, é esta metodologia que melhor captura os efeitos da dinâmica peculiar de venda de pontos e recebimento de caixa antecipado, assunção de passivos relacionados ao resgate futuro de pontos e posterior reconhecimento de receita, que acabam por gerar uma dinâmica de restrição da distribuição do caixa gerado pela Companhia⁽⁵⁾. Por capturar os efeitos destas peculiaridades, o DDM é a metodologia geralmente utilizada pelos analistas de *research* para fins da análise de companhias do ramo de atividade da Multiplus

Notas: (1) Em 24 de outubro de 2018 (atual - após o anúncio da GOL, conforme detalhes da página 34).
 (2) Em 11 de outubro de 2018 (imediatamente anterior ao anúncio da GOL, conforme detalhes da página 34).
 (3) Em 04 de setembro de 2018 (imediatamente anterior ao Fato Relevante da Multiplus).
 (4) *Volume Weighted Average Price* (preço médio ponderado pelo volume de negociação).
 (5) Vide página 45 para maiores detalhes.

2. Informações sobre o avaliador

Qualificações do avaliador

- A área de *Investment Banking* do Credit Suisse, a qual foi responsável pela elaboração do presente Laudo, atuou na assessoria financeira em importantes transações de fusões e aquisições recentes no mercado brasileiro.
- A área de *Investment Banking* do Credit Suisse desempenha atividades como: assessoria financeira, avaliação de sociedades, avaliação de ativos e transações de mercado de capitais. Os profissionais listados nas páginas 10 a 12 fazem parte da área de *Investment Banking* do Credit Suisse e participaram da elaboração do Laudo de Avaliação.

Exemplos selecionados de consultoria em operações concluídas de fusões e aquisições e avaliações de companhias abertas nos últimos anos

- **Gerdau (2018):** Venda de duas usinas hidrelétricas da Gerdau para Kinross
- **Fundação Zerrener (2017):** Aquisição de 15,3% do capital votante da Itaúsa pela Fundação Zerrener e venda de participação relevante no Itaú Unibanco pela Fundação Zerrener
- **Neoenergia (2017):** Incorporação dos negócios da Elektro Holdings pela Neoenergia
- **Taesa (2016):** Venda de participação co-controladora do FIP Coliseu na Taesa para ISA
- **Vigor (2016):** Laudo de avaliação do valor econômico das ações
- **Pague Menos (2015):** Venda de participação de 17% da Pague Menos para General Atlantic
- **Souza Cruz (2015):** Laudo de avaliação do valor econômico das ações
- **Kroton (2013):** Fusão da Kroton com Anhanguera Educacional
- **Amil (2012):** Venda de 90% das ações da Amil para UnitedHealth Group
- **Rede (2012):** Laudo de avaliação do valor econômico das ações

Exemplos selecionados de consultoria em operações concluídas de fusões e aquisições e avaliações de outras companhias nos últimos anos

- **Advent International (2018):** Aquisição de 80% de participação do Walmart Brasil pela Advent
- **Heineken (2016):** Aquisição da Brasil Kirin pela Heineken
- **Parati (2016):** Venda da Parati para Kellogg's
- **Duke Energy (2016):** Venda de ativos da Duke Energy para China Three Gorges
- **BMG (2016):** Venda de 40% do Itaú BMG Consignado, detida pelo Banco BMG, para o Itaú Unibanco
- **Atlantic (2016):** Venda de participação remanescente de 40% da Atlantic para Actis Brasil
- **Grupo Fernandes Vieira (2015):** Venda de ativos para Rede D'Or e Amil
- **Ibmec (2015):** Venda do Ibmec para a Devry
- **Harald (2015):** Venda do controle da Harald para a Fujii Oil
- **GVT (2014):** Venda da GVT para a Telefônica
- **Intermédica (2014):** Venda do Grupo Intermédica para a Bain Capital
- **Montana (2014):** Venda da Montana para o Grupo Kuhn
- **OTP e Changi (2013):** Aquisição de 51% de participação no Aeroporto Internacional do Galeão pela OTP e Changi
- **MMX (2013):** Venda de participação da MMX no Porto Sudeste para Mubadala e Impala
- **Embraer Defesa (2013):** Aquisição da Atech Negócios em Tecnologias pela Embraer Defesa e Segurança
- **DbTrans (2013):** Venda da DbTrans para a FleetCor
- **UAB Motors (2013):** Venda da UAB Motors para a Group 1 Automotive
- **Bunge (2012):** Venda do negócio de fertilizantes da Bunge no Brasil para a Yara International

☐ Avaliação de companhia aberta realizada nos últimos 3 anos

Qualificações do avaliador (cont.)

■ Qualificação dos profissionais responsáveis pelo Laudo de Avaliação

Thiago Rocha

Responsável pela área de M&A no Brasil

- Thiago Rocha é *Director* responsável pela divisão de M&A do Credit Suisse, baseado em São Paulo
- Reingressou no Credit Suisse em 2018. Anteriormente, trabalhou como um Diretor de *Private Equity* na GP Investimentos e como Diretor de Fusões e Aquisições da Globalbev. Thiago também atuou como membro do conselho de administração de empresas como BR Properties e EBAM e na divisão de *Investment Banking* do ING, UBS/UBS Pactual e do Credit Suisse
- É formado em administração de empresas pela Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV)
- Participou de diversas operações de fusões e aquisições no mercado brasileiro, dentre as quais: leilão de venda de ativos de geração e transmissão da Eletrobras, venda da Tempo Participações para o Carlyle; venda de participação na Biopalma para a Vale; venda de participação na Radar Propriedades Agrícolas para TIAA; venda do grupo In-Mont (4 shopping centers) para a BR Malls; separação dos ativos da Shering Plough do Brazil; venda de participação na Usina Moema para a família Junqueira; aquisição de 100% das ações e fechamento de capital da Bravo Brio Restaurant Group pela GP Investimentos (transação nos EUA); aquisição de 70% das ações da BR Properties pela GP Investimentos; dentre outras

Filipe Costa

Investment Banking Brasil

- Filipe Costa é *Vice President* na divisão de *Investment Banking* do Credit Suisse, baseado em São Paulo
- Ingressou no Credit Suisse em 2014. Anteriormente, trabalhou na divisão de *Investment Banking* do Morgan Stanley
- É formado em economia pelo Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa
- Participou de diversas operações de fusões e aquisições no mercado brasileiro, dentre as quais: aquisição de 15,3% do capital votante da Itaúsa pela Fundação Zerrener; venda da participação relevante no Itaú Unibanco pela Fundação Zerrener; venda de 40% do Itaú BMG Consignado, detida pelo Banco BMG, para o Itaú Unibanco; venda do Grupo Fernandes Vieira para Amil e Rede D'OR; aquisição de 13% de participação do Fleury pela Advent International; aquisição de 10% de participação do Fluminense Norte pela EDF; aquisição do Grupo Multi pelo Grupo Pearson; aquisição de 30% de participação da Serasa pela Experian; dentre outras
- Participou da abertura de capital de diversas empresas brasileiras, dentre as quais: PagSeguro; Nexa; Movida; CVC; Smiles; CPFL Renováveis; dentre outras

Qualificações do avaliador (cont.)

■ Qualificação dos profissionais responsáveis pelo Laudo de Avaliação

Tiago Sardinha

M&A Brasil

- Tiago Sardinha é *Associate* na divisão de M&A do Credit Suisse, baseado em São Paulo
- Ingressou no Credit Suisse em 2015. Anteriormente, trabalhou como *Associado de Private Equity* no The Carlyle Group e como *Analista de Investment Banking* no BTG Pactual, ambos localizados em São Paulo
- É formado em engenharia civil pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo (POLI-USP)
- Participou de diversas operações de fusões e aquisições no mercado brasileiro, dentre as quais: leilão de venda de ativos de geração e transmissão da Eletrobras, aquisição de 80% de participação do Walmart Brasil pela Advent; aquisição de 15,3% do capital votante da Itaúsa pela Fundação Zerrenner; venda da participação relevante no Itaú Unibanco pela Fundação Zerrenner; aumento de capital privado na Ser Educacional; venda de 40% do Itaú BMG Consignado, detida pelo Banco BMG, para o Itaú Unibanco; venda do Grupo Intermédica para a Bain Capital; reestruturação societária do Grupo Oi; fusão entre Kroton e Anhanguera; dentre outras

Luan Barros

Investment Banking Brasil

- Luan Barros é *Associate* na divisão de *Investment Banking* do Credit Suisse, baseado em São Paulo
- Ingressou no Credit Suisse em 2014 para integrar o time de execução
- Possui formação em economia pelo Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa
- Sua experiência inclui assessoria em operações de M&A e de mercado de capitais – JV entre Caixa Seguridade e CNP Assurances para exploração da rede de distribuição, venda de participação co-controladora do FIP Coliseu na TAESA para ISA, venda de 40% do Banco Itaú BMG consignado para o Itaú Unibanco, IPO da Vulcabras Azaleia, IPO da PagSeguro, oferta subsequente da TAESA, laudo de avaliação para os acionistas minoritários da Souza Cruz (operação de fechamento de capital da Souza Cruz), emissão de títulos de dívida da Eldorado e emissão de títulos de dívida da Braskem; dentre outras

Qualificações do avaliador (cont.)

- Qualificação dos profissionais responsáveis pelo Laudo de Avaliação

José Ferraz

Investment Banking Brasil

- José Ferraz é *Analyst* na divisão de *Investment Banking* do Credit Suisse, baseado em São Paulo
- Ingressou no Credit Suisse em 2015 para integrar o time de execução
- Possui formação em engenharia civil pela Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP) com honras de primeiro da turma pelo Conselho Regional de Engenharia e Agronomia do Estado de São Paulo (CREA-SP). Ferraz possui dupla formação em engenharia generalista pela École Centrale de Nantes (ECN), na França
- Sua experiência inclui assessoria em operações de M&A e de mercado de capitais - Venda de participação co-controladora do FIP Coliseu na TAESA para ISA, Ofertas subsequentes de Rumo e TAESA

Declarações do avaliador

1. O Credit Suisse declara que não possui quaisquer relações comerciais e creditícias de qualquer natureza com a Companhia ou com a Ofertante que possam impactar o Laudo de Avaliação.
 2. Não obstante o disposto acima, o Credit Suisse, diretamente ou por meio de suas subsidiárias, possuía as seguintes relações comerciais e creditícias:
 - i. em 23 de outubro de 2018, a Credit Suisse (Brasil) S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários ("CS CTVM"), sociedade controlada pelo Credit Suisse, detinha 9.600 ações de emissão da Multiplus em razão de seu papel como formadora de mercado de índices referenciados, inclusive, em ações de emissão da Multiplus. Exceto pelo disposto acima, em 23 de outubro de 2018, o Credit Suisse, seu controlador e pessoas a eles vinculadas não possuíam sob sua administração discricionária e tampouco eram titulares de valores mobiliários de emissão da Companhia ou derivativos neles referenciados.
 - ii. como parte de uma linha creditícia mais ampla de US\$600.000.000,00 concedida por um sindicato de instituições financeiras, em junho de 2018, o Credit Suisse AG, acionista controlador do Credit Suisse, renovou uma linha creditícia de *revolving facility* no valor de US\$50.000.000,00 à LATAM, à qual, observadas determinadas condições precedentes, pode ser sacada pela LATAM até março de 2022, observado que ainda não havia ocorrido quaisquer saques até a data do presente Laudo.
 3. O Credit Suisse declara, ainda, que não tem conflito de interesses que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções em relação à elaboração do Laudo de Avaliação.
 4. A TAM Linhas Aéreas concordou em pagar: (i) à CS CTVM, sociedade controlada pelo Credit Suisse, como remuneração por seus serviços como instituição intermediária da OPA, uma comissão equivalente a 0,10% do volume financeiro apurado na data de liquidação da OPA; e (ii) ao Credit Suisse (a) como remuneração pela preparação e entrega deste Laudo de Avaliação, uma comissão equivalente, em Reais, a US\$500.000,00, independentemente das conclusões dele constantes ou da liquidação da OPA; e (b) como remuneração pela assessoria financeira na OPA, determinada comissão fixa, a ser paga apenas em caso de adesão substancial à OPA, somada a uma comissão discricionária cujo eventual pagamento e montante serão decididos de forma totalmente discricionária pela TAM Linhas Aéreas.
 5. Além disto, a TAM Linhas Aéreas concordou em reembolsar o Credit Suisse e a CS CTVM pelas despesas resultantes ou decorrentes da contratação e/ou dos serviços descritos acima, tais como despesas de transportes, hospedagens, alimentação, taxas, emolumentos e despesas gráficas e de impressão, bem como concordou em pagar diretamente e/ou reembolsar ao Credit Suisse e à CS CTVM, conforme o caso, os honorários e despesas incorridos pelos advogados externos contratados para assessorar o Credit Suisse e a CS CTVM na OPA.
 6. Sem prejuízo do disposto nos itens 4 e 5 acima, o Credit Suisse não recebeu nenhuma comissão da Multiplus ou da TAM Linhas Aéreas por serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados nos 12 meses anteriores ao pedido de registro da OPA.
 7. O processo interno de aprovação do Laudo de Avaliação pelo Credit Suisse envolve as seguintes etapas:
 - i. Discussão sobre as metodologias e premissas a serem adotadas no Laudo de Avaliação, envolvendo a equipe do departamento de *Investment Banking* responsável por sua preparação;
 - ii. Preparação e revisão do Laudo de Avaliação pela equipe responsável do departamento de *Investment Banking*;
 - iii. Submissão do Laudo de Avaliação para análise do comitê local de *Investment Banking* do Credit Suisse; e
 - iv. Discussão e implementação das exigências aplicáveis solicitadas por tal comitê interno, caso haja, a fim de obter sua aprovação final.
-

3. Avaliação da Multiplus S.A.

3.1. Destaques da Multiplus S.A. e do setor no Brasil

Visão geral da Multiplus

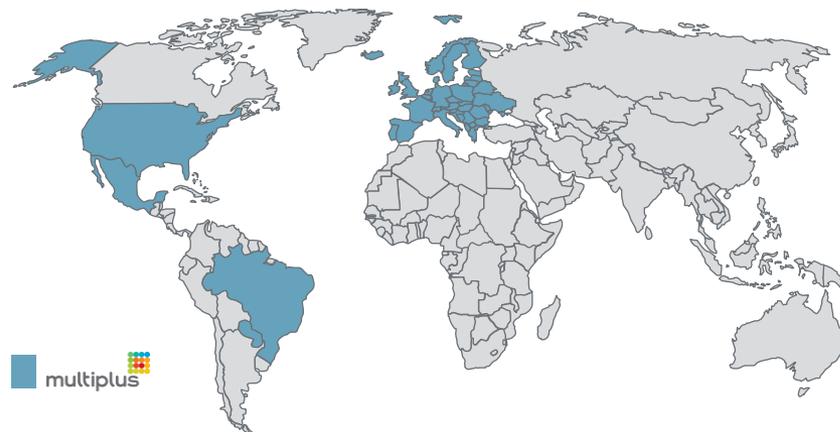
Descrição da companhia

- A Multiplus opera o maior programa de coalizão do Brasil, com uma rede de programas de fidelidade, permitindo acúmulo e resgate de pontos em diversos parceiros e outros programas de fidelidade. Parceira oficial da LATAM no Brasil, Paraguai, México, Estados Unidos e em todos os países da Europa
- A Companhia possui 285 parceiros comerciais, incluindo os principais prestadores de serviços financeiros, varejistas, postos de gasolina e prestadores de serviços de turismo
- Os parceiros financeiros são a principal fonte de emissão de pontos da Multiplus (pontos gerados em cartões de crédito), enquanto o principal uso dos pontos, pelos usuários, é para aquisição de passagens aéreas
 - Em 2017, 83,5% dos custos com resgates da Companhia foram relacionados à passagens aéreas
- Os pontos Multiplus possuem validade de 2 anos⁽¹⁾, sendo possível resgatar pontos em mais de 550 mil opções de produtos e serviços
- Possui mais de 21,1 milhões de participantes que podem acumular pontos Multiplus direta ou indiretamente em mais de 13 mil estabelecimentos comerciais
- A Multiplus foi fundada em junho de 2009 de um *spin-off* da TAM
 - IPO realizado em 2010 na B3

Dados em junho/2018

Parceiros	Participantes	Pontos emitidos 1S18	Pontos resgatados 1S18	Taxa burn/earn ⁽²⁾ 1S18	Taxa de breakage ⁽²⁾ 1S18
285	21,1 milhões	47,1 bilhões	41,4 bilhões	87,9%	17,6%

Exposição geográfica



Parcerias selecionadas



Fonte: Companhia, apresentação institucional de agosto de 2018 (disponível no seguinte endereço eletrônico: http://ri.pontosmultiplus.com.br/download_arquivos.asp?id_arquivo=1B89C7FA-B141-42A1-BC67-CD5107B31EF8), divulgação de resultados do segundo trimestre de 2018 (disponível no seguinte endereço eletrônico: http://ri.pontosmultiplus.com.br/download_arquivos.asp?id_arquivo=89FAF76D-69C2-4299-B258-1B707B9E83A3) e planilha de dados consolidados (disponível no seguinte endereço eletrônico: http://www.mzweb.com.br/Multiplus2017/web/download_arquivos.asp?id_arquivo=D2A7EED5-3038-4351-A4DF-5748C1634B9E).

Notas: (1) Pontos para clientes Multiplus Itaucard Black não expiram.

(2) Conforme definido no glossário.

Visão geral da Multiplus (cont.)

Visão geral da operação da Multiplus

Venda de pontos	A venda de pontos ocorre para: (i) programas parceiros no momento em que o cliente possui o direito de acumular os pontos; (ii) parceiros com programas próprios; (iii) os participantes diretamente no site da Companhia
Precificação dos pontos	A Multiplus precifica seus pontos com base na dinâmica comercial (negociação com parceiros) e expectativa de comportamentos específicos de cada segmento de atuação (padrões de resgates e <i>breakage</i>) ⁽¹⁾
Gerenciamento de pontos	Gerenciamento do acúmulo e resgate de pontos do participante (em geral clientes dos parceiros)
Compra de recompensas	Envolve a compra de produtos e/ou serviços dos parceiros como opção de resgate em sua plataforma de <i>marketplace</i>
Novos produtos	Criação de produtos para facilitar e melhorar a experiência dos participantes
Tecnologia da informação	Desenvolvimento de tecnologias para explorar o comportamento das transações de seus participantes e oferecer serviços de <i>Customer Relationship Management</i>

Fonte: Companhia.

Nota: (1) Com exceção aos pontos vendidos à LATAM, que são precificados de acordo com regras específicas determinadas no Contrato Operacional. Vide página 46 para maiores detalhes.

Estratégia competitiva da Multiplus

- A estratégia competitiva da Companhia tem base dois pilares: (i) foco na experiência do participante; e (ii) gestão de tecnologia da informação, usando plataformas de *Customer Relationship Management* (CRM), *analytics* e marketing digital
- A Companhia vem realizando esforços para aumentar o nível de diversificação dos produtos e serviços oferecidos aos participantes do programa (resgate de pontos), bem como da sua base de clientes/parceiros comerciais (emissão de pontos). O objetivo, com isso, é diminuir a relevância de passagens aéreas no mix de custos fortalecendo seu *market place* e aumentando o volume de emissões para parceiros varejistas. Espera-se que tais iniciativas demandem maiores gastos comerciais e de marketing. Ainda, estes movimentos estratégicos e respectivos impactos financeiros devem se intensificar por conta da não renovação do Contrato Operacional a partir de 2025
- A Companhia não prevê investimentos relevantes para realização de seu plano estratégico, sendo previstos apenas investimentos usuais para manutenção de suas atividades

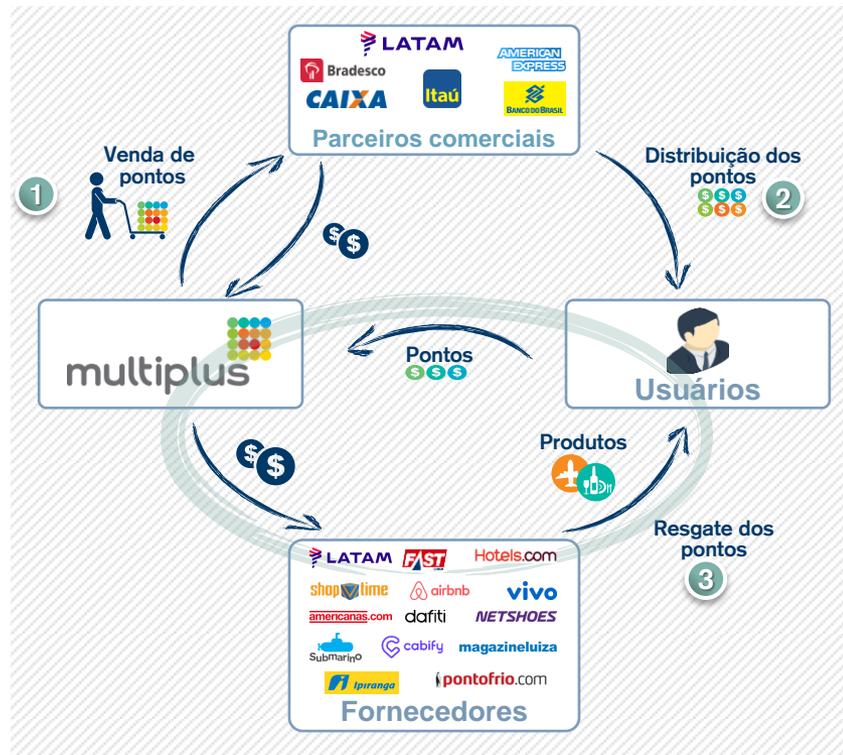
Impactos da não renovação do Contrato Operacional

- A Companhia acredita que, com a não renovação do Contrato Operacional, haveria um aumento relevante nos custos relacionados às passagens aéreas resgatadas. Tal aumento causaria um impacto relevante nas margens da Companhia, diminuindo a sua lucratividade
- Em contrapartida, a Companhia deverá ter mais flexibilidade na gestão de taxas de conversão, o que deve atenuar, parcialmente, o aumento do custo
- Adicionalmente, a diminuição do acesso aos voos LATAM e a menor capacidade de oferecer bons preços nos resgates aéreos, causariam um grande impacto na atratividade do programa Multiplus, gerando uma perda relevante de *market share*

Visão geral do modelo de negócios da Multiplus

Modelo de negócios simplificado

- A principal fonte de receita da Companhia advém da emissão de pontos Multiplus para os parceiros comerciais (bancos, serviços financeiros, varejistas, dentre outros)
- Os parceiros comerciais, por sua vez, oferecem esses pontos aos usuários participantes para que sejam resgatados por prêmios futuramente
- Dessa forma, a Companhia permite que os seus usuários participantes acumulem pontos Multiplus ao realizarem suas compras e os resgatem por prêmios (passagens aéreas ou outros produtos e/ou serviços de seus fornecedores)



Fontes de receita

- Quando a Companhia vende pontos aos seus parceiros comerciais, há entrada de caixa e reconhecimento de um passivo relacionado ao resgate futuro dos pontos vendidos, sem o reconhecimento da receita naquele momento
- Quando o participante resgata seus pontos acumulados em produtos ou serviços, a receita de venda de pontos é reconhecida, líquida dos seus respectivos custos de resgate de prêmios, conforme adoção do IFRS 15 (detalhes na página 19)
- A diferença temporal entre o recebimento do caixa com a venda dos pontos e o resgate dos produtos gera uma receita financeira para a Companhia
- A receita de *breakage* é reconhecida no momento da venda dos pontos com base em estimativa da Companhia dos pontos que não serão utilizados pelos participantes durante seu período de validade, e o realizado de pontos que expiram⁽¹⁾



Fonte: Companhia, apresentação institucional de agosto de 2018 (disponível no seguinte endereço eletrônico: http://ri.pontosmultiplus.com.br/download_arquivos.asp?id_arquivo=1B89C7FA-B141-42A1-BC67-CD5107B31EF8).

Notas: (1) Estimada por meio de regressão linear por safra. A estimativa de *breakage* e o realizado são constantemente comparados de modo a manter as estimativas aderentes à realidade.

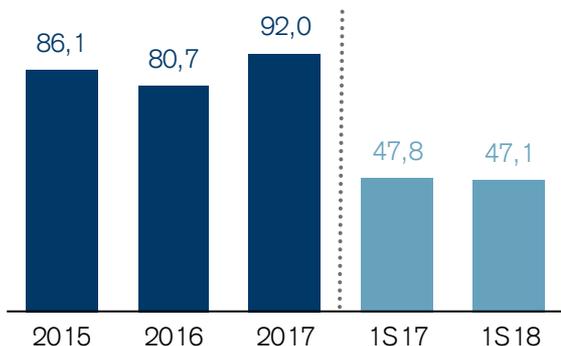
(2) A partir de 1º de janeiro de 2018, a Companhia adotou a norma IFRS 15 - Receita de Contratos com Clientes, emitida pelo *International Accounting Standards Board (IASB)*. Em decorrência deste novo pronunciamento contábil, a receita oriunda dos direitos de resgates de prêmios passou a ser mensurada e divulgada líquida dos seus respectivos gastos com aquisição dos prêmios (Passagens aéreas e Produtos).

Informações operacionais e financeiras da Multiplus

■ Padrão contábil antigo ■ Novo padrão contábil - (IFRS 15)⁽¹⁾

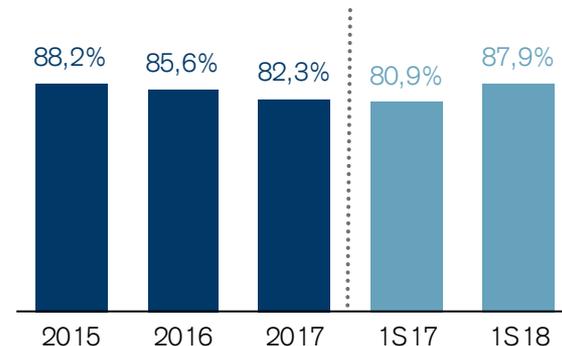
Pontos emitidos⁽¹⁾

(bilhões)



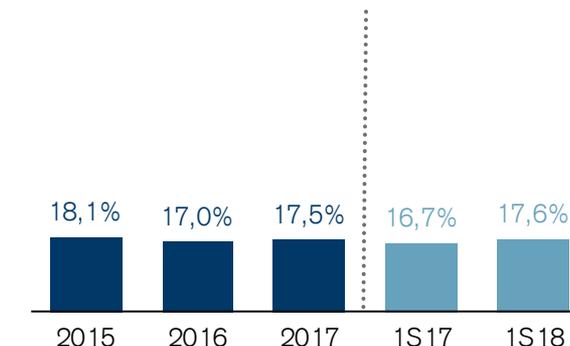
Taxa burn/earn⁽¹⁾

(%)



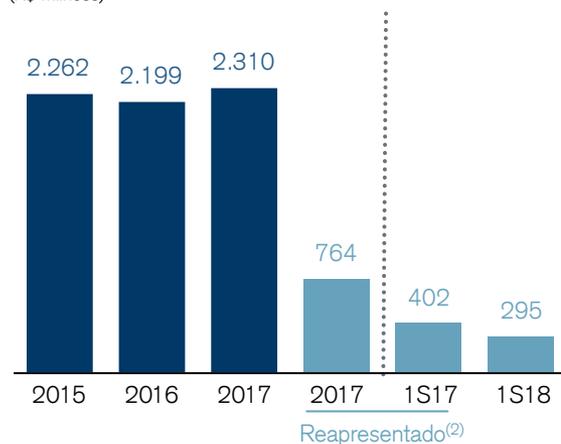
Taxa de breakage⁽¹⁾

(média dos últimos 12 meses - UDM, %)



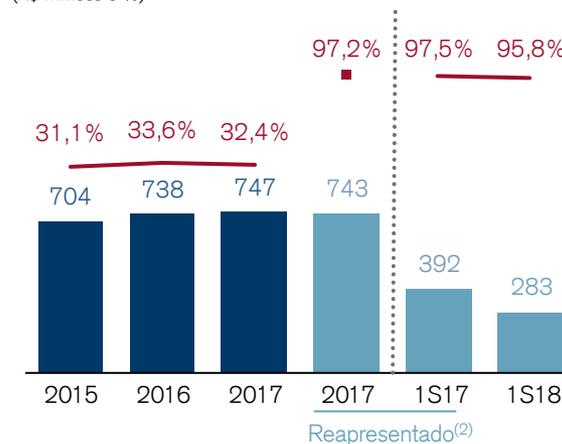
Receita líquida⁽²⁾

(R\$ milhões)



Lucro bruto e margem bruta⁽²⁾

(R\$ milhões e %)



Lucro líquido e margem líquida⁽²⁾

(R\$ milhões e %)



Fonte: Companhia.

Notas: (1) A adoção do IFRS 15 não afetou métricas não contábeis.

(2) A partir de 1º de janeiro de 2018, a Companhia adotou a norma IFRS 15 - Receita de Contratos com Clientes, emitida pelo *International Accounting Standards Board* (IASB). Em decorrência deste novo pronunciamento contábil, a receita oriunda dos direitos de resgates de prêmios passou a ser mensurada e divulgada líquida dos seus respectivos gastos com aquisição dos prêmios (Passagens aéreas e Produtos).

Informações financeiras consolidadas da Multiplus

- A partir de 1º de janeiro de 2018, a Companhia adotou a norma IFRS 15 - Receita de Contratos com Clientes, emitida pelo *International Accounting Standards Board* (IASB). Em decorrência deste novo pronunciamento contábil, a receita oriunda dos direitos de resgates de prêmios passou a ser mensurada e divulgada líquida dos seus respectivos gastos com aquisição dos prêmios (passagens aéreas e produtos)
- Adicionalmente, conforme divulgado nas demonstrações financeiras anuais de 31 de dezembro de 2017, a Companhia efetuou a reclassificação dos gastos com TI e a amortização de determinados softwares, anteriormente apresentados no grupo de despesas gerais e administrativas, para o grupo de custos dos serviços prestados
- Abaixo valores referentes ao ano de 2017 e do primeiro semestre de 2017, conforme reapresentados pela Companhia

Demonstração de resultados

R\$ milhões	Padrão antigo			Novo padrão (IFRS 15)		
	2015	2016	2017	2017	1S17	1S18
Receita líquida	2.262	2.199	2.310	764	402	295
Custos dos serviços e resgates de pontos	(1.557)	(1.461)	(1.562)	(22)	(10)	(13)
Lucro bruto	704	738	747	743	392	283
<i>Margem bruta (%)</i>	<i>31,1%</i>	<i>33,6%</i>	<i>32,4%</i>	<i>97,2%</i>	<i>97,5%</i>	<i>95,8%</i>
Serviços compartilhados	(2)	(1)	(1)	(1)	(0)	(0)
Despesas com pessoal	(70)	(73)	(77)	(78)	(37)	(43)
Marketing	(21)	(15)	(21)	(20)	(8)	(12)
Depreciação e amortização	(36)	(25)	(28)	(24)	(11)	(10)
Outros	(79)	(63)	(34)	(34)	(30)	(27)
Resultado de equivalência patrimonial	0	(2)	(3)	(3)	(1)	(2)
EBIT	497	560	583	583	305	189
Receitas (despesas) financeiras líquidas	221	197	162	162	82	65
EBT	717	757	744	744	387	254
Imposto de renda e contribuição social	(238)	(243)	(227)	(227)	(126)	(82)
Lucro líquido do período	480	514	517	517	260	172
<i>Margem líquida (%)</i>	<i>21,2%</i>	<i>23,4%</i>	<i>22,4%</i>	<i>67,7%</i>	<i>64,8%</i>	<i>58,2%</i>

Fonte: Demonstrações financeiras da Companhia e planilha de resultados, disponível em http://www.mzweb.com.br/Multiplus2017/web/download_arquivos.asp?id_arquivo=3D869220-CA95-4A0A-8E02-330C8D9C00CF. Acesso em 24 de outubro de 2018.

Informações financeiras consolidadas da Multiplus (cont.)

■ O IFRS 15 não afetou a contabilização das contas patrimoniais

■ Padrão contábil antigo ■ Novo padrão contábil⁽¹⁾

Balanco patrimonial consolidado – ativo

R\$ milhões	2015	2016	2017	2017	1S18
Caixa e equivalentes de caixa	3	1	1	1	0
Aplicações financeiras	1.489	1.460	1.322	1.322	1.364
Contas a receber	164	177	238	238	335
Tributos a recuperar	14	9	50	50	53
Adiantamentos de fornecedores	2	1	7	7	6
Demais contas a receber	1	1	-	-	0
Ativo Circulante	1.672	1.649	1.618	1.618	1.757
Depósitos judiciais	0	0	0	0	0
IR e contribuição social diferidos	6	-	-	-	-
Investimentos	0	0	1	1	1
Imobilizado	16	14	8	8	6
Intangível	100	89	94	94	164 ⁽²⁾
Ativo Não Circulante	123	103	104	104	171
Total do ativo	1.794	1.751	1.722	1.722	1.929

Balanco patrimonial consolidado – passivo

R\$ milhões	2015	2016	2017	2017	1S18
Fornecedores	155	174	239	239	187
Salários e encargos sociais	23	21	22	22	16
Impostos, taxas e contribuições	1	0	0	0	0
Direitos de resgates de prêmios	1.350	1.278	1.180	1.180	1.137 ⁽²⁾
Adiantamento de clientes	-	7	27	27	377
Demais contas a pagar	3	-	-	-	0
Passivo Circulante	1.533	1.480	1.468	1.468	1.719
Contingências	1	1	1	1	1
IR e contribuição social diferidos	-	14	12	12	12
Passivo não circulante	1	15	14	14	13
Capital social	107	107	107	107	107
Ações em tesouraria	(11)	(8)	(4)	(4)	(7)
Custo com emissão de ações	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)
Remuneração baseada em ações	23	22	23	23	20
Reservas de lucros	165	158	137	137	100
Total do patrimônio líquido	261	256	240	240	197
Total do passivo e patrimônio líquido	1.794	1.751	1.722	1.722	1.929

Fonte: Demonstrações financeiras da Companhia.

Notas: (1) A partir de 1º de janeiro de 2018, a Companhia adotou a norma IFRS 15 - Receita de Contratos com Clientes, emitida pelo *International Accounting Standards Board* (IASB). Em decorrência deste novo pronunciamento contábil, a receita oriunda dos direitos de resgates de prêmios passou a ser mensurada e divulgada líquida dos seus respectivos gastos com aquisição dos prêmios (Passagens aéreas e Produtos).

(2) Em 09 de maio de 2018, a transferência dos participantes do programa de fidelidade LATAM Pass foi efetivamente concluída. A Companhia reconheceu a carteira de clientes no ativo intangível, no montante de R\$70 milhões. Em contrapartida ao registro do ativo adquirido, a Companhia, mediante contrato firmado entre as partes, assumiu o passivo que a LATAM possuía junto aos participantes de seu programa de fidelidade, isto é, o direito concedido a cada participante do programa de resgatar passagens aéreas com as milhagens acumuladas. O valor da assunção de dívida foi de R\$69 milhões; e a parcela remanescente do ativo adquirido, no montante de R\$1 milhão, foi liquidada com dispêndio de caixa.

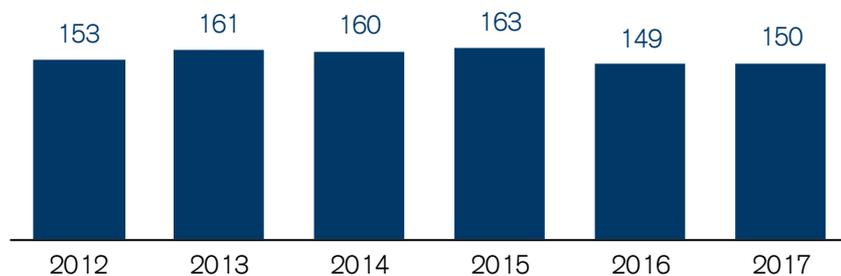
Informações sobre o setor de atuação da Companhia

Visão geral do setor de programas de fidelização de clientes

- O setor de programas de fidelização abrange uma ampla variedade de ferramentas e práticas que permitem aos participantes acumular pontos como incentivo às suas compras objetivando maior recorrência de transações
- Os programas de fidelização conectam parceiros comerciais e indivíduos participantes. Quando os participantes compram serviços ou produtos dos parceiros comerciais, os parceiros comerciais adquirem pontos do programa e os repassam às contas destes indivíduos participantes no programa de fidelização
- Ao acumular pontos suficientes, os participantes os trocam por produtos oferecidos pelo programa de fidelização, que são comprados pelo programa junto aos seus fornecedores, em geral, os mesmos parceiros comerciais em que os participantes acumulam os pontos
- Usualmente, pontos de fidelidade são oferecidos pela utilização de cartões de crédito (relação de US\$ gasto e pontos acumulados depende do tipo de cartão). Isto se tornou a principal fonte de geração e acumulação de pontos. Conseqüentemente, instituições financeiras são hoje os principais parceiros comerciais de programas de fidelização

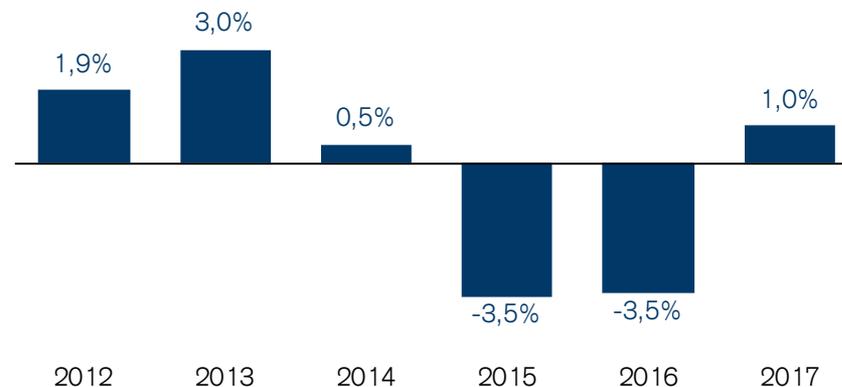
Número de cartões de crédito emitidos no Brasil⁽²⁾

(milhões)



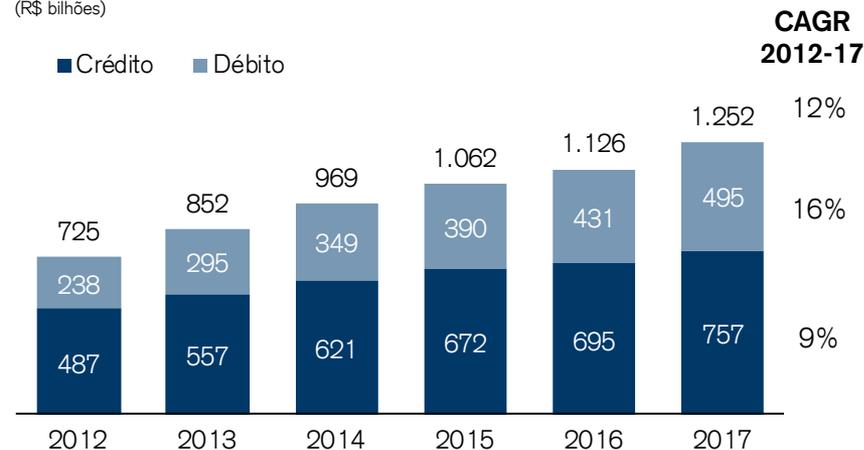
Crescimento real do PIB brasileiro⁽¹⁾

(% ao ano)



Faturamento de cartões⁽³⁾

(R\$ bilhões)



Fonte: Companhia e Banco Central do Brasil.

Notas: (1) Disponível no seguinte endereço eletrônico (acesso em 24.10.2018): <https://www.bcb.gov.br/pec/Indeco/Port/IE1-22.xlsx>

(2) Disponível no seguinte endereço eletrônico (acesso em 24.10.2018): <https://www.bcb.gov.br/?SPBADENDOS>

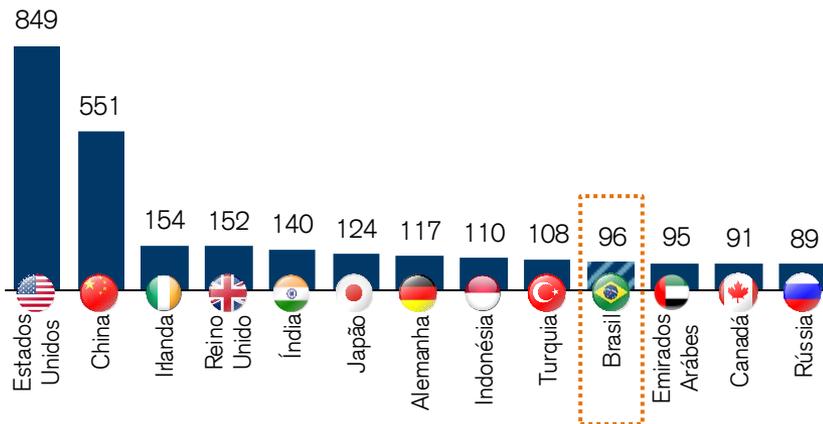
(3) Disponível no seguinte endereço eletrônico (acesso em 24.10.2018): <https://www.bcb.gov.br/?SPBADENDOS>

Informações sobre o setor de atuação da Companhia (cont.)

- Por conta da grande utilização dos pontos de programa de fidelidade com viagens e compra de passagens aéreas, globalmente a maioria dos programas é oferecida e integrada a companhias aéreas
- A dinâmica do setor de programas de fidelização é proximamente relacionada à dinâmica da aviação comercial

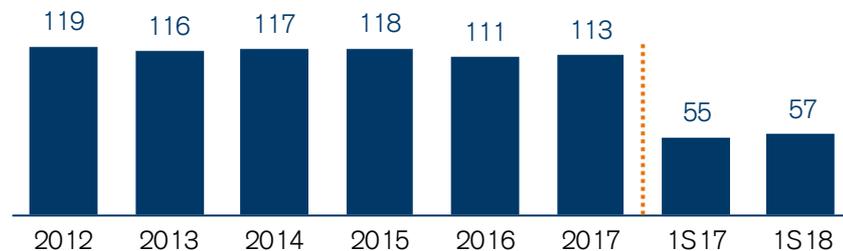
Número de passageiros no transporte aéreo⁽¹⁾

(milhões de passageiros, 2017)

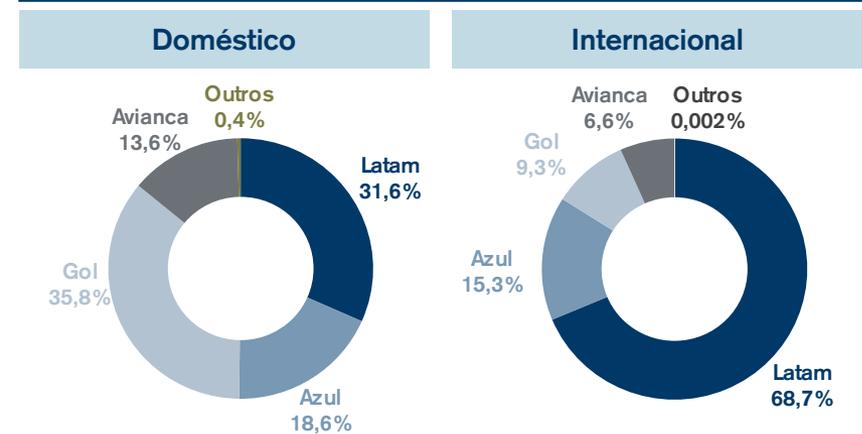


Assentos quilômetros oferecidos no Brasil (ASK)⁽²⁾

(bilhões – mercado doméstico)

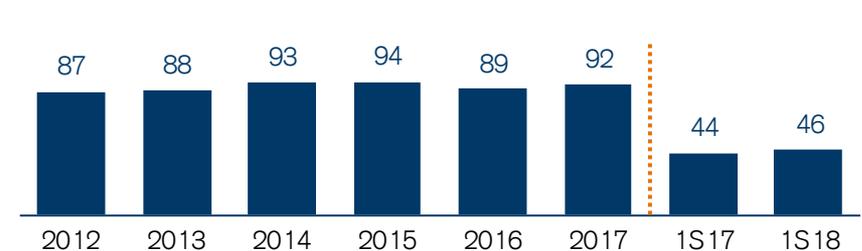


Mercado de aviação no Brasil⁽²⁾ (RPK acumulado em 2018: janeiro a agosto)



Passageiros quilômetros transportados pagos no Brasil (RPK)⁽²⁾

(bilhões – mercado doméstico)



Fonte: Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC) e World Bank.

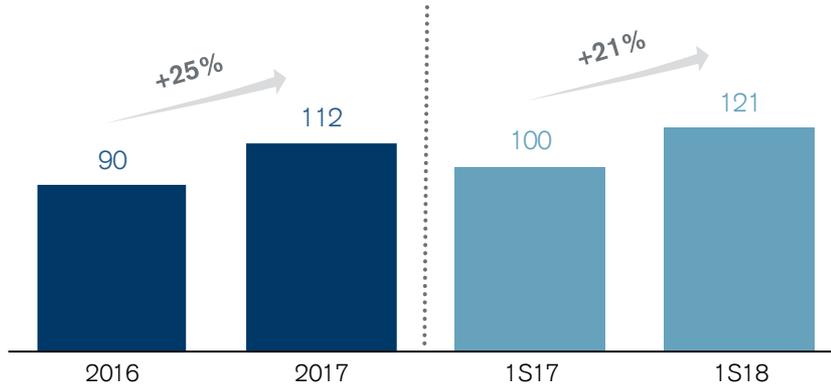
Notas: (1) Disponível no seguinte endereço eletrônico (acesso em 24.10.2018): https://data.worldbank.org/indicator/IS.AIR.PSGR?year_high_desc=true

(2) Disponível no seguinte endereço eletrônico (acesso em 24.10.2018): <http://www.anac.gov.br/assuntos/dados-e-estatisticas/demanda-e-oferta-do-transporte-aereo>

Informações sobre o setor de atuação da Companhia (cont.)

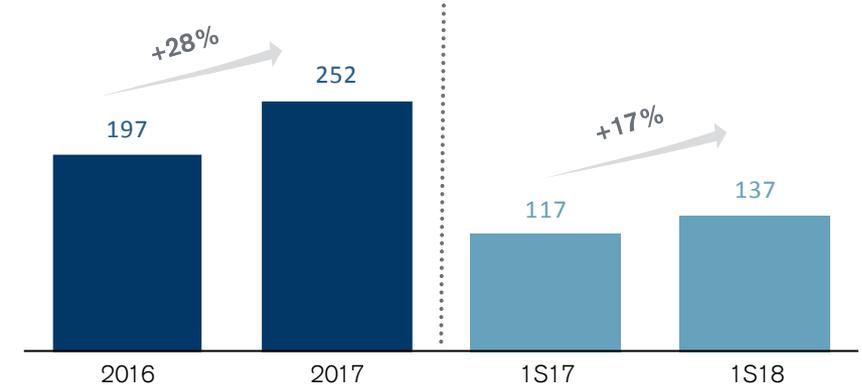
Número de inscritos em programas de fidelidade⁽¹⁾

(milhões de inscritos)



Números de pontos/milhas emitidos⁽¹⁾

(bilhões de pontos/milhas)



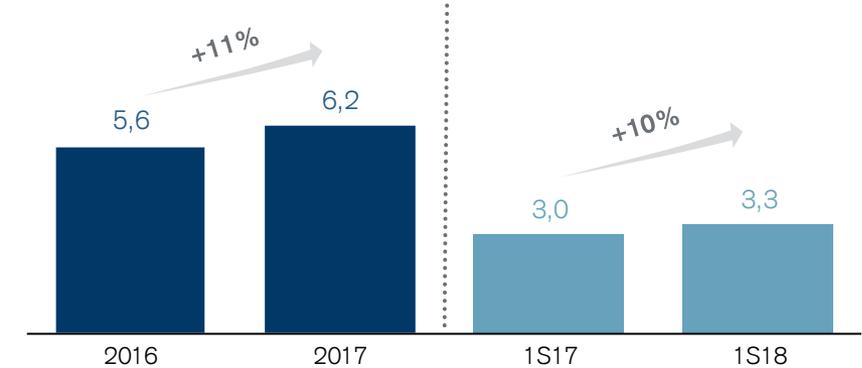
Números de pontos/milhas resgatados⁽¹⁾

(bilhões de pontos/milhas)



Faturamento financeiro bruto de pontos/milhas⁽¹⁾

(R\$ bilhões)



Fonte: ABEMF (Associação Brasileira das Empresas do Mercado de Fidelização).

Nota: (1) Dados compreendem apenas aqueles fornecidos pelas companhias associadas à ABEMF (Multiplus, Smiles, Netpoints, TudoAzul, Dotz, Itm, Mastercard e Visa). Não considera informações de companhias não associadas. Essas informações podem não refletir adequadamente a totalidade do mercado de programa de fidelidade no Brasil.

3. Avaliação da Multiplus S.A.

3.2. Avaliação por fluxo de dividendos descontados

Avaliação por fluxo de dividendos descontados

Metodologia

- Método de fluxo de dividendos descontados (“DDM”)
- Projeção dos fluxos de dividendos, de juros sobre capital próprio (“JCP”) e de outras formas de distribuição de recursos para os acionistas (quando aplicável)
- Os fluxos são descontados pelo custo de capital (K_e) para o cálculo do seu valor presente

Projeções

- O Credit Suisse utilizou, para o propósito do Laudo de Avaliação, projeções operacionais e financeiras preparadas e validadas pela administração da Multiplus, em R\$ nominais, recebidas no dia 11 de outubro de 2018
- Adicionalmente, o Credit Suisse realizou reuniões com a administração da Multiplus S.A. (executivos e conselheiros) para discutir e melhor compreender as premissas para tais projeções operacionais e financeiras

Moeda

- Projeções em R\$ nominais
- Os fluxos de dividendos e JCP são convertidos ano a ano para US\$ para serem descontados

Fluxo de dividendos descontados

- Data base: 24 de outubro de 2018
- Horizonte de projeção: 6 meses entre 1 de julho de 2018 e 31 de dezembro de 2018 e períodos anuais de 2019 a 2028⁽¹⁾
- Assume que os fluxos são gerados uniformemente ao longo do ano (“*mid-year convention*”)
- Fluxo de dividendos e JCP convertidos e descontados em US\$ nominais

Nota: (1) Não considera os dividendos declarados entre 1 de julho de 2018 e 4 de setembro de 2018 para fins de avaliação.

Principais premissas

- Todas as premissas que levaram ao fluxo de dividendos foram fornecidas, discutidas e validadas pela administração da Multiplus

Macroeconômicas	<ul style="list-style-type: none">■ Cenário macroeconômico do Relatório Focus do Banco Central⁽¹⁾ datado de 19 de outubro de 2018 (crescimento do PIB brasileiro, inflação no Brasil, taxa de câmbio R\$/US\$ e Selic) e <i>Economist Intelligence Unit</i>⁽²⁾ datado de 5 de outubro de 2018 (inflação nos EUA)
Venda de pontos	<ul style="list-style-type: none">■ Projeções levam em conta emissão de pontos com a LATAM, parceiros financeiros (bancos), parceiros de varejo, cartões <i>cobranded</i>, Clube Multiplus, aumento da relevância de novos produtos e outras fontes de emissão de pontos■ Foram consideradas as expectativas da Companhia para o mercado de programas de fidelidade, incluindo o efeito esperado do acirramento da competição com outros atuantes no mercado brasileiro■ A emissão de pontos relacionados a viagens realizadas com a LATAM a partir de 2025 é zerada, conforme projeções da Companhia, devido ao fim do Contrato Operacional entre Multiplus e LATAM em dezembro de 2024<ul style="list-style-type: none">– Conforme Contrato Operacional⁽³⁾, preço do ponto vendido à LATAM é tal que resulta em uma margem de contribuição igual a zero■ Com base nas projeções de emissão de pontos e preço médio de venda dos pontos, a venda de pontos apresenta uma taxa composta anual de crescimento (CAGR) de 4,7% de 2018 a 2024 e -7,2% de 2024 a 2028, após a não renovação do Contrato Operacional
Receita bruta com venda de pontos	<ul style="list-style-type: none">■ A receita bruta com venda de pontos é reconhecida no momento de resgate dos pontos pelo cliente, líquida do seus respectivos gastos com aquisição de prêmios (produtos e/ou serviços), conforme adoção do IFRS 15■ Curvas de resgate projetadas por safra de pontos vendidos, baseadas no perfil histórico de resgate de cada tipo de parceiro■ Com base nas projeções de venda de pontos e curvas de resgates, a taxa composta anual de crescimento (CAGR) da receita bruta com vendas de pontos (antes da dedução dos custos referentes ao resgate) é de 4,6% de 2018 a 2024 e -8,1% de 2024 a 2028, após não renovação do Contrato Operacional
Gastos com direitos de resgates de prêmios	<ul style="list-style-type: none">■ Custos de resgate de passagens aéreas por ponto resgatado são projetados com base no <i>mix</i> entre passagens (domésticas e internacionais) e outros produtos e serviços resgatados, conforme plano de negócios da Companhia■ Com os efeitos da mudança de <i>mix</i> entre voos domésticos e internacionais e da capacidade da Companhia de diluir parcela do aumento de custos com o aumento do preço em pontos do resgate (após o final do Contrato Operacional), o custo médio com passagens aéreas por ponto resgatado projetado cresce a uma taxa composta anual (CAGR) de 2,1% entre 2018 e 2024, 21,7% entre 2024 e 2025 em função do fim do Contrato Operacional, e 1,8% entre 2025 e 2028■ Custo médio com outros produtos e serviços por ponto resgatado cresce a uma taxa composta anual (CAGR) de 1,6% entre 2018 e 2028

Notas: (1) Disponível no seguinte endereço eletrônico: <https://www.bcb.gov.br/pt-br/#1/home>

(2) Disponível no seguinte endereço eletrônico: <https://gfs.eiu.com/>

(3) Para principais termos do Contrato Operacional, vide página 46.

Principais premissas (cont.)

- Todas as premissas que levaram ao fluxo de dividendos foram fornecidas, discutidas e validadas pela administração da Multiplus

Receita bruta de <i>breakage</i>	<ul style="list-style-type: none">■ Com base em estimativa da Companhia dos pontos que não serão utilizados pelos participantes durante seu período de validade, a Multiplus reconhece a receita relacionada a estes pontos no momento da emissão a título de "Receita de <i>breakage</i>"■ Taxa consolidada média de <i>breakage</i>⁽¹⁾ de 15,3% entre 2018 e 2024, 14,5% entre 2025 e 2028, após a não renovação do Contrato Operacional■ Com base nas projeções de taxa média de <i>breakage</i> e nas projeções de pontos emitidos fornecidos pela Companhia, a taxa composta anual de crescimento (CAGR) da receita bruta de <i>breakage</i> é de 3,0% de 2018 a 2024 e -2,8% entre 2024 e 2028, após a não renovação do Contrato Operacional
Custos operacionais	<ul style="list-style-type: none">■ Custos operacionais são projetadas pela Companhia com base na inflação
Impostos sobre a receita bruta	<ul style="list-style-type: none">■ Alíquotas de imposto sobre a receita bruta projetadas considerando as taxas aplicáveis, conforme plano de negócios da Companhia
Despesas gerais, administrativas e com vendas	<ul style="list-style-type: none">■ Despesas gerais, administrativas e com vendas projetadas com base na meta da Companhia de manutenção destas despesas como um percentual equivalente a 9,0% da receita líquida⁽²⁾ com venda de pontos e <i>breakage</i>, incluindo a depreciação, conforme plano de negócios da Companhia<ul style="list-style-type: none">– A partir de 2025, com a não renovação do Contrato Operacional, a Companhia acredita que as despesas como percentual da receita líquida com venda de pontos e <i>breakage</i>⁽²⁾ subirá gradativamente, devido a queda de faturamento, aumentos de esforços para diversificação do <i>market place</i> e perda de escala para despesas fixas, até atingir cerca de 12,5%■ As despesas com características fixas são projetadas pela Companhia com base na inflação■ Folhas salariais são corrigidas com base na inflação, sem aumento real de salários■ Despesas com serviços compartilhados são projetadas como um percentual da receita líquida⁽¹⁾ com venda de pontos e <i>breakage</i>■ Despesas com características variáveis são dosadas ano a ano de forma a manter o percentual da receita líquida com venda de pontos e <i>breakage</i>⁽²⁾ em linha com o plano de negócios da Companhia
Receitas e despesas financeiras	<ul style="list-style-type: none">■ Receitas financeiras calculadas considerando aproximadamente 103% do CDI sobre a posição de caixa média ao longo de cada período, sendo deduzidos os impostos devidos sobre a receita financeira■ Não há despesas financeiras projetadas, devido à não contração de dívida por parte da Companhia no período projetado, conforme plano de negócios da Companhia

Notas: (1) Calculada em número de pontos.

(2) Para fins desta análise, a Companhia considera a definição de receita bruta anterior ao IFRS 15. Ou seja, sem a dedução dos custos referentes ao resgate dos pontos.

Principais premissas (cont.)

- Todas as premissas que levaram ao fluxo de dividendos foram fornecidas, discutidas e validadas pela administração da Multiplus

Imposto de renda e contribuição social	<ul style="list-style-type: none">■ Alíquotas efetivas de IR e CSLL projetadas considerando as taxas aplicáveis e despesas redutoras da base de cálculo de tais tributos, conforme plano de negócios da Companhia
Investimentos em imobilizado, intangíveis, depreciação e amortização	<ul style="list-style-type: none">■ Investimentos em imobilizado e intangíveis no valor médio de R\$30 milhões, em termos reais, por ano, entre 2019 e 2028, os quais refletem investimentos usuais da operação da Multiplus e manutenção dos ativos existentes, segundo plano de negócios da Companhia■ A Companhia não prevê investimentos relevantes no período, além daqueles usuais de manutenção de seus negócios⁽¹⁾■ Investimentos em imobilizado e intangíveis incluem, entre outros, investimentos em sistemas, lincenças de software, plataformas para suporte de novos produtos, equipamentos de informática e mobiliário de escritório■ Depreciação e amortização projetadas com base na taxa média histórica dos ativos existentes, sendo aplicada também nos investimentos realizados a partir de 2018 (inclusive). Taxas de depreciação e amortização são constantes no período projetado
Capital de giro	<ul style="list-style-type: none">■ Ciclo de caixa, composto por contas a receber, partes relacionadas, contas a pagar, salários e encargos e despesas antecipadas■ Número de dias constantes ao longo da projeção, conforme plano de negócios da Companhia, com base nos resultados esperados para 2018■ Direitos de resgates de prêmios (receita diferida) conforme evolução de vendas de pontos e resgate de prêmios projetados
Pagamento de dividendos e JCP	<ul style="list-style-type: none">■ Projeção assume pagamento trimestral de dividendos e JCP equivalentes a 100% do lucro líquido gerado no trimestre■ Dividendos são declarados no trimestre corrente e pagos no seguinte■ Pagamento máximo de JCP considerado, conforme restrições aplicáveis
Valor terminal	<ul style="list-style-type: none">■ Modelo de crescimento na perpetuidade de Gordon⁽²⁾, assumindo uma taxa de crescimento de 1,5% a.a., em termos reais, na perpetuidade (equivalente a 3,2% a.a., em dólares nominais)■ Reflete a visão de que a Companhia terá um crescimento real moderado de longo prazo, levando em consideração a expectativa de aumento real nos gastos de cartão de crédito, compensado por um ambiente mais competitivo (novos entrantes) em função do desenvolvimento e da maturação do setor em que a Multiplus opera
Taxa de desconto	<ul style="list-style-type: none">■ Custo de capital próprio (Ke) calculado com base em: (i) taxa de retorno livre de risco, (ii) prêmio de risco político, (iii) prêmio de mercado e (iv) média dos betas alavancados de Multiplus S.A. e Smiles Fidelidade S.A. (vide Apêndice A)⁽³⁾

Notas: (1) Os valores históricos de investimentos nos últimos 5 anos são: R\$32 mi em 2017, R\$20 mi em 2016, R\$46 mi em 2015, R\$48 mi em 2014 e R\$44 mi em 2013.

(2) Estimado com base no fluxo de dividendos e JCP do último período de projeção e incrementado pela expectativa de crescimento, utilizando o Modelo de Crescimento Constante ou Modelo de Gordon conforme a equação:
Sendo: "FD(n)" o fluxo de dividendos e JCP do último ano projetado, "g" a taxa de crescimento constante dos fluxos de dividendos e JCP do período pós projetado e "Ke" o custo de capital próprio.

$$\text{Perpetuidade} = \frac{\text{FD}(n) \times (1+g)}{\text{Ke} - g}$$

(3) Para maiores detalhes, vide página 42.

Principais premissas (cont.)

Premissas macroeconômicas

- As premissas macroeconômicas detalhadas abaixo representam as estimativas do Relatório Focus do Banco Central, de 19 de outubro de 2018, e do *Economist Intelligence Unit*, de 5 de outubro de 2018

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Índice de inflação											
Brasil (IPCA) ⁽¹⁾	4,4%	4,2%	4,0%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
EUA (CPI)	2,6%	2,4%	1,6%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%
Taxa de câmbio											
R\$ / US\$ (média do período) ⁽²⁾	3,66	3,78	3,72	3,75	3,85	3,96	4,03	4,11	4,19	4,28	4,36
Taxa de juros											
SELIC (média) ⁽¹⁾	6,5%	7,3%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
PIB											
Crescimento do PIB brasileiro ⁽¹⁾	1,3%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

Notas: (1) Devido à ausência de projeções a partir de 2023 (inclusive), consideraram-se valores constantes a partir de 2023 (inclusive).

(2) Como as projeções do Relatório Focus terminam em 2022, a partir de 2023 (inclusive) as projeções de taxa de câmbio refletem a manutenção da paridade do poder de compra entre as moedas dos EUA e do Brasil.

Principais premissas (cont.)

Métricas operacionais da Multiplus

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Premissas operacionais da Companhia														
Pontos emitidos (bilhões pontos)	86	81	92	90	82	91	102	108	108	104	91	75	68	69
Pontos resgatados (bilhões pontos)	76	69	76	81	73	76	84	91	93	91	84	69	61	59
Taxa <i>burn / earn</i> (%)	88,2%	85,6%	82,3%	90,2%	88,5%	83,2%	82,7%	83,6%	85,9%	87,6%	92,3%	91,9%	89,0%	85,2%
Preço médio dos pontos resgatados (R\$/10 mil pontos)	274	297	282	270	287	292	296	301	307	313	322	333	341	347
Gastos com direitos de resgates de prêmios (R\$/10 mil pontos)	205	210	206	214	219	221	223	229	235	240	286	291	297	302
Taxa de <i>breakage</i> (%) ⁽¹⁾	18,1%	17,0%	17,5%	17,2%	15,8%	15,7%	15,8%	14,9%	14,1%	13,6%	13,4%	13,4%	15,4%	15,8%

Fonte: Companhia.

Nota: (1) Calculada em número de pontos vencidos no ano.

Principais premissas (cont.)

Demonstrativo de resultado consolidado (IFRS 15)

R\$ milhões	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Realização do passivo com direitos de resgates	2.138	2.178	2.086	2.208	2.484	2.731	2.860	2.857	2.697	2.284	2.064	2.039
Gastos com direitos de resgates de prêmios ⁽¹⁾	(1.698)	(1.885)	(1.722)	(1.811)	(2.028)	(2.249)	(2.372)	(2.371)	(2.594)	(2.160)	(1.935)	(1.911)
Receita de <i>breakage</i>	411	352	346	367	396	424	429	419	476	410	369	375
Receita bruta	852	645	710	765	853	906	918	905	579	534	498	503
Impostos sobre vendas e serviços	(88)	(59)	(66)	(71)	(79)	(84)	(85)	(84)	(54)	(50)	(46)	(47)
Receita líquida	764	586	644	694	773	822	832	821	525	484	452	457
Custos operacionais ⁽²⁾	(22)	(30)	(31)	(32)	(33)	(35)	(36)	(37)	(39)	(40)	(42)	(43)
Lucro bruto	743	556	613	661	740	788	796	784	486	444	410	413
<i>Margem bruta (%)</i>	<i>97,2%</i>	<i>94,9%</i>	<i>95,2%</i>	<i>95,3%</i>	<i>95,7%</i>	<i>95,8%</i>	<i>95,7%</i>	<i>95,4%</i>	<i>92,6%</i>	<i>91,7%</i>	<i>90,8%</i>	<i>90,5%</i>
Despesas com vendas, gerais e administrativas ⁽³⁾	(133)	(161)	(166)	(172)	(191)	(205)	(216)	(233)	(238)	(256)	(237)	(233)
Depreciação	(24)	(24)	(33)	(39)	(45)	(52)	(51)	(34)	(36)	(37)	(38)	(40)
Outros	(3)	(3)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
EBIT	583	368	414	451	504	531	529	517	212	150	135	140
Resultado financeiro	162	107	74	81	89	102	113	116	109	99	86	77
EBT	744	475	488	532	593	633	642	633	321	250	220	217
Imposto de renda e contribuição social	(227)	(155)	(161)	(176)	(196)	(210)	(213)	(210)	(105)	(81)	(71)	(70)
Lucro líquido do período	517	320	327	356	396	423	429	423	216	169	149	147
<i>Margem líquida (%)</i>	<i>67,7%</i>	<i>54,6%</i>	<i>50,7%</i>	<i>51,3%</i>	<i>51,2%</i>	<i>51,4%</i>	<i>51,5%</i>	<i>51,5%</i>	<i>41,2%</i>	<i>34,9%</i>	<i>33,0%</i>	<i>32,1%</i>

Fonte: Projeções da Companhia.

Nota: (1) Equivalente ao custo de resgate de passagens aéreas e outros produtos e serviços antes da implementação do IFRS 15.

(2) Gastos com TI.

(3) Detalhamento à projeção das despesas gerais, administrativas e com vendas foi adicionado na página 27.

Fluxo de dividendos descontados

Cálculo do valor presente do fluxo dos dividendos (DDM)

R\$ milhões, exceto quando indicado		2S 2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Perp. ⁽⁶⁾
EBIT		179	414	451	504	531	529	517	212	150	135	140	
Resultado financeiro		42	74	81	89	102	113	116	109	99	86	77	
EBT		221	488	532	593	633	642	633	321	250	220	217	
Imposto de renda e contribuição social		(73)	(161)	(176)	(196)	(210)	(213)	(210)	(105)	(81)	(71)	(70)	
Lucro líquido		148	327	356	396	423	429	423	216	169	149	147	
Dividendos⁽¹⁾	R\$ mi	64	304	338	370	400	409	414	256	170	145	135	
JCP⁽¹⁾	R\$ mi	3	11	12	12	13	13	13	12	10	9	9	
Dividendos + JCP⁽¹⁾	R\$ mi	66	315	350	383	413	422	427	268	180	154	144	
Dividendos + JCP⁽¹⁾	US\$ mi	17	83	94	102	107	107	106	65	43	36	33	453⁽⁶⁾
Fator de desconto ⁽²⁾		1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
Valor Presente dos dividendos + JCP	US\$ mi	17	78	79	78	74	66	59	33	20	15	12	169

Avaliação da Companhia (DDM)

Valor das ações em 24 de outubro de 2018 em US\$ mi	699
Taxa de câmbio ⁽³⁾	3,71
Valor das ações em 24 de outubro de 2018 em R\$ mi	2.591
Ações em circulação (mi) ⁽⁴⁾	162,0
Preço por ação	15,99

		(4,75%) ⁽⁵⁾	Ponto médio ⁽⁵⁾	4,75% ⁽⁵⁾
Valor das ações	R\$ milhões	2.468	2.591	2.714
Número de ações ⁽³⁾	milhões	162,0	162,0	162,0
Valor das ações R\$ / ação		15,23	15,99	16,75

O valor econômico por ação da Multiplus, calculado utilizando-se o método do fluxo de dividendos descontados, situa-se entre R\$15,23 e R\$16,75

Notas: (1) Não considera o dividendo e JCP anunciados pela Multiplus em 6 de agosto de 2018 (data ex de 10 de agosto de 2018) e pago no dia 17 de setembro de 2018, no valor de R\$66,7 milhões e R\$3,6 milhões, respectivamente. JCP após imposto de 15%. JCP calculado como o mínimo entre TJLP * Patrimônio líquido, 50% das reservas de lucro e 50% do lucro antes da TJLP.

(2) Fator de desconto = $1/(1+Ke)^P$, sendo Ke a taxa de desconto e P o período em que o fluxo de dividendos e JCP é descontado até a data base do Laudo de Avaliação.

(3) Taxa de câmbio R\$/US\$ fornecida pelo Banco Central do Brasil em 24 de outubro de 2018, considerando a taxa PTAX venda.

(4) Número total de ações ex-tesouraria, conforme fornecido pela Companhia.

(5) Conforme prática usual de mercado para avaliações de empresas, de modo a sensibilizar os possíveis impactos da variação das principais premissas utilizadas, foi sensibilizado um intervalo abaixo e acima do ponto médio da avaliação por fluxo de dividendos descontados (o intervalo utilizado de 4,75%). Em conformidade com o item XIII, "d", do Anexo XIII da Instrução CVM 361, referida faixa de valores não ultrapassa o limite de 10%.

(6) Estimado com base no fluxo de dividendos e JCP do último período de projeção (em linha com metodologia DDM) e incrementado pela expectativa de crescimento, utilizando o Modelo de Crescimento Constante ou Modelo de Gordon conforme a equação:

$$\text{Perpetuidade} = \frac{\text{FD}(n) \times (1+g)}{\text{Ke} - g}$$

Sendo: "FD(n)" o fluxo de dividendos e JCP do último ano projetado, "g" a taxa de crescimento constante dos fluxos de dividendos e JCP do período pós projetado e "Ke" o custo de capital próprio.

3. Avaliação da Multiplus S.A.

3.3. Avaliação por múltiplos de mercado

Tabela de múltiplos de mercado

- Dada a falta de comparáveis diretos no mercado global de programas de fidelidade com a ligação direta a uma companhia aérea, foi utilizada apenas a Smiles Fidelidade S.A. (“SMILES”) como comparável com exposição à dinâmica do setor semelhante à da Multiplus
- Em 14 de outubro de 2018, a Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (“GOL”) anunciou ao mercado (i) sua intenção de não renovar o contrato operacional e o contrato de prestação de serviços de *backoffice*, celebrados entre GOL, Gol Linhas Aéreas S.A. (“GLA”) e a SMILES, além da atual data de validade de 2032; (ii) que está iniciando procedimentos visando a uma reorganização societária do Grupo; e (iii) que solicitou a convocação de uma assembleia geral extraordinária da SMILES para incluir, no estatuto social da SMILES, uma previsão para a constituição de um comitê especial independente, em consonância com o Parecer de Orientação CVM nº 35, para negociar os termos de referida reorganização societária
- Portanto, foram considerados os múltiplos de negociação da SMILES:
 - em 24 de outubro de 2018 (atual - após o anúncio da GOL)
 - em 11 de outubro de 2018 (imediatamente anterior ao anúncio da GOL)
 - em 04 de setembro de 2018 (imediatamente anterior ao Fato Relevante da Multiplus)

Companhia	País	Preço por ação (R\$/ação)	Valor de mercado (US\$ mi)	Preço/lucro líquido por ação ⁽¹⁾	
				2018E	2019E
Programa de fidelidade no Brasil					
Smiles Fidelidade S.A. (em 24 de outubro de 2018)	Brasil	R\$ 35,18	\$ 1.175	7,6x	6,9x
Smiles Fidelidade S.A. (em 11 de outubro de 2018)	Brasil	R\$ 51,83	\$ 1.712	11,2x	10,1x
Smiles Fidelidade S.A. (em 04 de setembro de 2018)	Brasil	R\$ 51,50	\$ 1.541	11,0x	10,0x

Fonte: Factset, em 24 de outubro de 2018.

Nota: (1) Considera os múltiplos de negociação de Smiles Fidelidade S.A., a partir do Factset, considerando a média das projeções dos analistas de mercado (considerando a lista completa de analistas de *research* disponível). Em 24 de outubro de 2018, considera os lucros líquidos 2018E de R\$575 mi e 2019E de R\$636 mi; em 11 de outubro de 2018, considera os lucros líquidos 2018E de R\$576 mi e 2019E de R\$636 mi; em 04 de setembro de 2018, considera os lucros líquidos 2018E de R\$581 mi e 2019E de R\$640 mi.

Avaliação por múltiplos de mercado

	em 24 de outubro de 2018 ⁽¹⁾		em 11 de outubro de 2018 ⁽²⁾		em 04 de setembro de 2018 ⁽³⁾	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Múltiplo de preço / lucro líquido por ação⁽⁴⁾	7,6x	6,9x	11,2x	10,1x	11,0x	10,0x
(x) Lucro líquido da Multiplus (R\$ milhões)	320,0	326,5	320,0	326,5	320,0	326,5
(=) Valor das ações (R\$ milhões)	2.427	2.241	3.572	3.299	3.518	3.258
Quantidade de ações ⁽⁵⁾ (milhões)	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0
(=) Preço por ação (R\$)	14,98	13,83	22,05	20,36	21,72	20,11

O valor econômico por ação da Multiplus, calculado utilizando-se o método de múltiplos de mercado em 24 de outubro de 2018, situa-se entre R\$13,83 e R\$14,98, enquanto o valor econômico por ação da Multiplus, calculado utilizando-se o método de múltiplos de mercado em 11 de outubro de 2018, situa-se entre R\$20,36 e R\$22,05 e o valor econômico por ação da Multiplus, calculado utilizando-se o método de múltiplos de mercado em 04 de setembro de 2018, situa-se entre R\$20,11 e R\$21,72

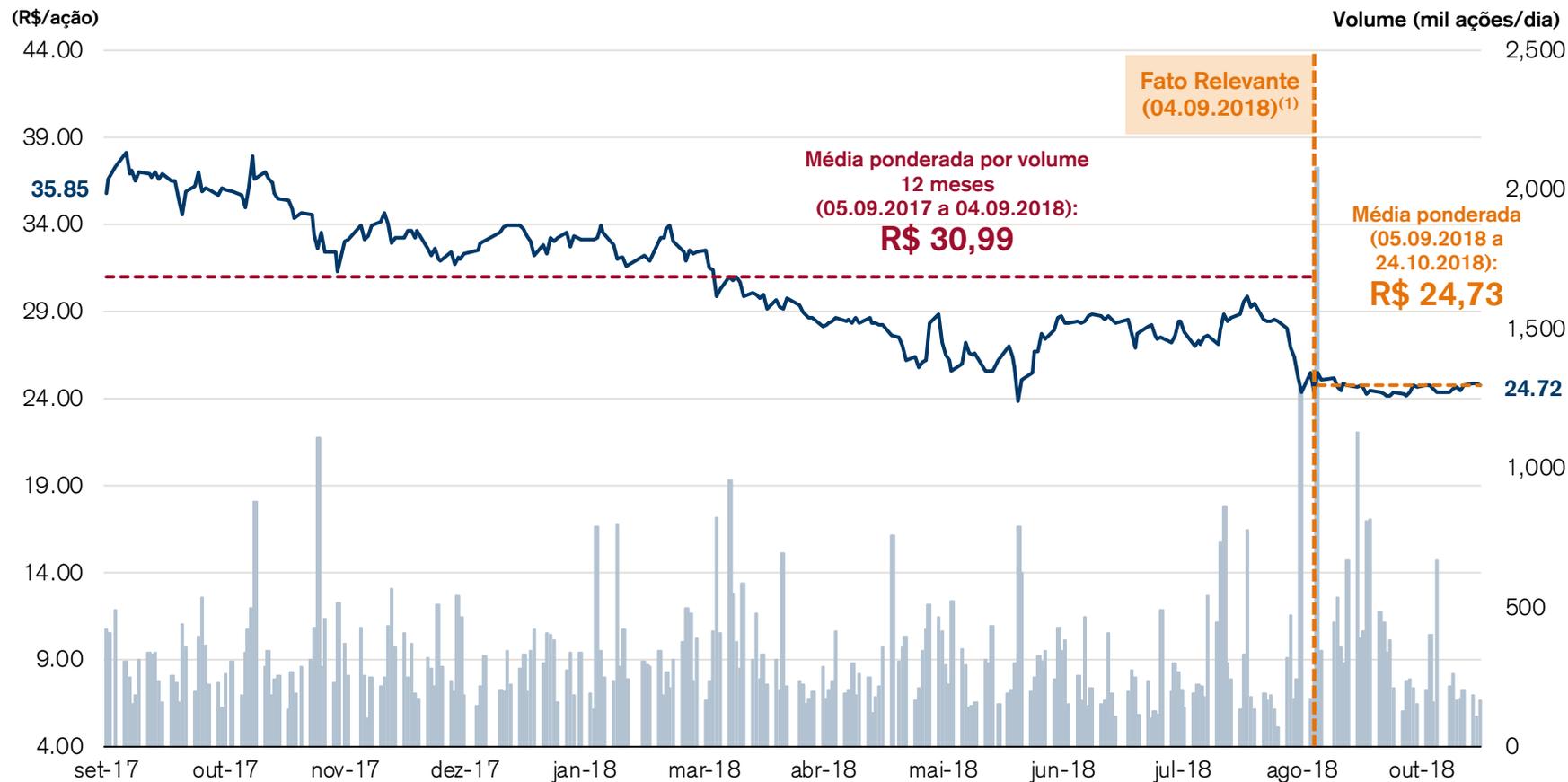
3. Avaliação da Multiplus S.A.

3.4. Avaliação por preço de mercado

Avaliação por preço de mercado

Preço médio ponderado pelo volume de negociação

Preço e volume das ações da Multiplus (MPLU3) negociadas na B3



O valor médio ponderado por volume das ações da Multiplus calculado com base no ano anterior ao Fato Relevante é de R\$30,99, enquanto o preço médio ponderado por volume entre imediatamente após a publicação do Fato Relevante e 24 de outubro de 2018 é de R\$24,73

Fonte: Economática, em 24 de outubro de 2018. Preços ajustados por proventos.
Nota: (1) Após o fechamento do mercado.

3. Avaliação da Multiplus S.A.

3.5. Avaliação por patrimônio líquido

Valor patrimonial das ações

Cálculo do valor patrimonial das ações

Patrimônio líquido em 30.06.2018	R\$ milhões	197,1
Número de ações	milhões	162,0 ⁽¹⁾
Valor patrimonial	R\$/ação	1,22

O valor patrimonial por ação da Multiplus em 30 de junho de 2018 é de R\$1,22

Fonte: Formulário de Referência e demonstrações financeiras auditadas da Companhia.

Nota: (1) Número total de ações ex-tesouraria, conforme fornecido pela Companhia.

Apêndice

A. Custo de capital (K_e)

Cálculo do custo de capital

O K_e foi estimado pelo Credit Suisse a partir do modelo CAPM - *Capital Asset Pricing Model*, ajustado para o risco-país



Cálculo da taxa de desconto (Ke)

Cálculo do Ke da Multiplus

Taxa livre de risco	
Taxa livre de risco dos EUA	2,7%
Beta	
Beta desalavancado	1,14
(x) Dívida / capitalização total	0,0%
(-) Taxa de imposto marginal	34,0%
(=) Beta realavancado	1,14
Prêmio de risco político	
Risco-país Brasil	3,4%
(-) Risco-país EUA	0,3%
(=) Prêmio de risco político	3,1%
Custo de capital próprio (Ke)	
Prêmio de risco de mercado	4,4%
(x) Beta realavancado	1,14
(=) Prêmio de risco de mercado ajustado	5,0%
(+) Taxa livre de risco	2,7%
(+) Prêmio de risco político	3,1%
Custo do equity (Ke, em US\$ nominais)	10,7%

Premissas utilizadas para o cálculo do Ke da Multiplus

Taxa livre de risco

- Taxa Livre de Risco calculada por área interna do Credit Suisse, em termos nominais, considerando a média de retorno do Título do governo dos EUA, referência 10 anos, nos últimos 6 meses

Prêmio de risco político (risco-país)

- Prêmio de risco político, do Brasil com relação aos EUA, reflete os riscos de crédito a que investidores estrangeiros estão submetidos quando investem no País, mensurado por área interna do Credit Suisse, considerando a média do *Credit Default Swap* (CDS) de 10 anos do Brasil e dos Estados Unidos nos últimos 6 meses

Prêmio de mercado

- Prêmio de risco do mercado acionário no longo prazo, calculado por área interna do Credit Suisse com base em um modelo de dividendos descontado, que visa refletir o retorno adicional à taxa livre de risco, ao se investir no mercado acionário

Beta

- Média dos betas alavancados de Multiplus S.A. e Smiles Fidelidade S.A.⁽¹⁾

Estrutura de capital alvo

- A Companhia mantém uma posição relevante caixa em seu balanço, que será utilizado para aquisição de produtos e/ou serviços em um momento futuro quando do resgate dos pontos vendidos. De tal modo, essa posição de caixa pode ser vista como um ativo operacional da Companhia e não é considerado para fins de alavancagem e desalavancagem do Beta estimado. A Companhia acredita que sua posição de caixa é suficiente para fazer frente a todos os passivos assumidos e para a manutenção adequada de suas operações
- Adicionalmente, a Companhia não possui mais capacidade de distribuir proventos aos seus acionistas, a não ser quando da realização de lucros da operação. De tal modo, a Companhia não teria destinação de uso para o dinheiro em caso de emissão de novas dívidas
- Dito isso, a Companhia acredita que sua estrutura de capital atual é a ideal, dado que (i) uma eventual emissão de dívida apenas geraria despesas financeiras sem gerar ganhos para a Multiplus e nem aumentar a sua capacidade de distribuição de proventos; e (ii) um maior nível de alavancagem aumentaria o custo de capital próprio da Companhia reduzindo, por conseguinte, o valor presente dos fluxos futuros para seus acionistas. Assim sendo, o endividamento bruto da Companhia é zero durante toda a projeção

A taxa de desconto (Ke) calculada é de 10,7% em dólares, em termos nominais

Fonte: Credit Suisse e Barra, Inc.

Nota: (1) Em 31 de agosto de 2018, anterior ao Fato Relevante da Multiplus.

Cálculo do beta desalavancado

Companhia	País	Valor de mercado (R\$ bilhões) ⁽¹⁾	Dívida bruta (R\$ bilhões)	Dívida total / (Valor de mercado + Dívida total)	Alíquota de imposto	Beta alavancado	Beta desalavancado ⁽²⁾
Programa de fidelidade Brasil							
Smiles Fidelidade S.A.	Brasil	4,4	0,0	0%	34%	1,18	1,18
Multiplus S.A.	Brasil	4,0	0,0	0%	34%	1,11	1,11
Média				0%			1,14

Fonte: Credit Suisse e Barra, Inc.

Nota: (1) Em 4 de setembro de 2018, anterior ao Fato Relevante da Multiplus.

(2) Em 31 de agosto de 2018, último dado disponível anterior ao Fato Relevante da Multiplus.

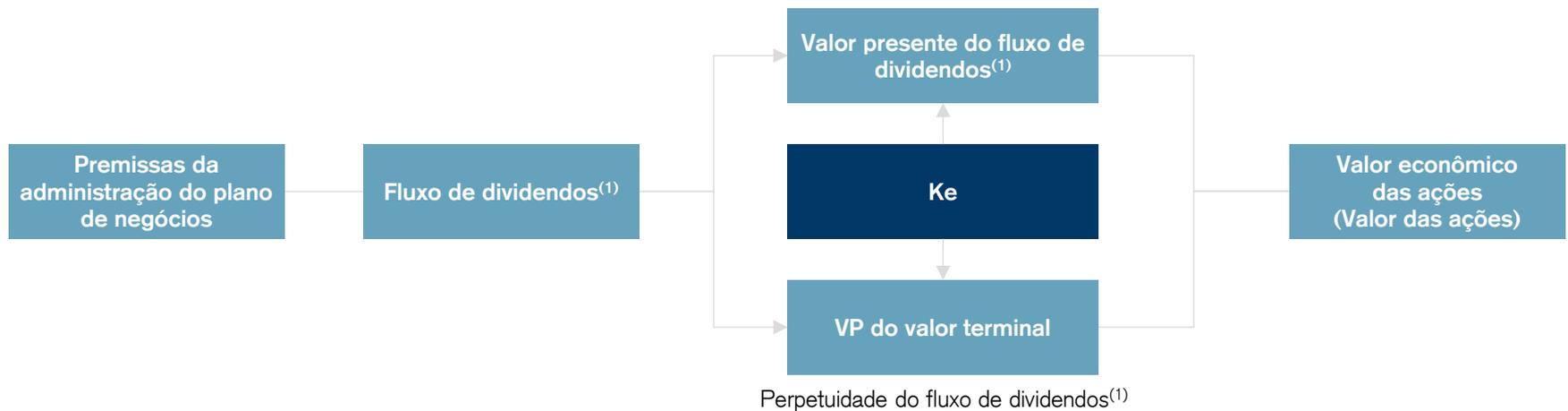
Apêndice

B. Descrição da metodologia de avaliação utilizada

Fluxo de dividendos descontados (“DDM”)

Metodologia de elaboração do DDM

- Dentre as metodologias analisadas, o Credit Suisse considerou a metodologia de fluxo de dividendos descontados (“DDM”) como a mais adequada para apurar o intervalo de valor para o preço das ações da Multiplus. Na nossa opinião, essa metodologia captura detalhes da perspectiva de performance futura da Companhia no curto, médio e longo prazo, como, por exemplo, mudanças no cenário competitivo, crescimento, mudança no *mix* de produtos e outros fatores. Ao contrário das outras metodologias, que são mais focadas na performance de curto prazo e/ou não conseguem capturar tão bem as especificidades da Companhia, o DDM reflete tais pontos na projeção dos fluxos de dividendos⁽¹⁾
- Ainda, o DDM é a metodologia que melhor captura os efeitos da dinâmica peculiar de venda de pontos e recebimento de caixa antecipado, assunção de passivos relacionados ao resgate futuro de pontos (direitos de resgates de prêmios) e posterior reconhecimento de receita, que acabam por gerar uma dinâmica de restrição da distribuição do caixa gerado pela Companhia
 - O caixa, recebido no momento da venda/emissão de pontos, precisará ser utilizado para aquisição de produtos e/ou serviços em um momento futuro quando os pontos forem resgatados. O resgate dos pontos é o evento que gera o reconhecimento contábil da receita (e conseqüentemente lucro). Com isso, o caixa pode ser distribuído somente após o reconhecimento da receita (e conseqüente lucro), por meio do pagamento de dividendos e JCP aos acionistas, ficando restrito na Companhia entre o recebimento e resgate
- Por capturar estas peculiaridades, o DDM é a metodologia geralmente utilizada pelos analistas de *research* para fins da análise de companhias do ramo de atividade da Multiplus



Nota: (1) Inclui JCP, líquido de impostos, e outras eventuais formas de distribuição de recursos aos acionistas (quando aplicável).

Apêndice

C. Visão geral do Contrato Operacional

Visão geral do Contrato Operacional

Principais termos do contrato entre Multiplus e Tam Linhas Aéreas

- Contrato operacional com a TAM Linhas Aéreas, com vigência a partir de 1º de janeiro de 2010, pelo prazo de 15 anos
- O Contrato Operacional não impõe quantidades mínimas ou máximas de pontos e passagens a serem adquiridos pelas companhias
- Os preços das passagens, estipulados no Contrato Operacional, levam em consideração a variabilidade de custos e despesas, volumes adquiridos, a classe tarifária, sazonalidade, distâncias de voos, entre outros fatores
- Os preços dos pontos emitidos em favor da TLA (grupo LATAM) são calculados considerando-se os custos relacionados ao resgate dos produtos, os custos de transação e de TI relacionados ao resgate e a expectativa de *breakage* do ponto vendido
- Com isso, o Contrato Operacional prevê que a Multiplus venda pontos à LATAM ao seu preço de custo
- O Contrato Operacional prevê exclusividade, de modo a que (i) Multiplus não inclua em sua rede programas de fidelização de outras companhias aéreas que não LATAM e, de outro lado, (ii) a LATAM não associe o Programa LATAM Fidelidade a outras redes de fidelização que não a Multiplus

Glossário

Glossário

- **Analistas de research:** analistas de mercado
 - **Breakage:** pontos expirados e não resgatados pelos participantes
 - **Taxa burn/earn:** razão entre os pontos resgatados e os pontos emitidos em um determinado período
 - **ASK:** do inglês, *Available Seat Kilometers*, ou Assentos quilômetros oferecidos
 - **RPK:** do inglês, *Revenue Passenger Kilometers*, ou Passageiros quilômetros transportados pagos
 - **Cartões cobranded:** cartões de crédito de marca associada emitidos em parceria com a marca da Multiplus (apresenta a marca do parceiro e da Multiplus), que proporciona ao parceiro benefícios exclusivos apenas com a Multiplus e não com as demais empresas de fidelidade
 - **Beta:** índice que mede o risco não diversificável de uma ação. É um índice que mede a relação entre o retorno da ação e o retorno do mercado. Desta forma, o prêmio por risco será sempre multiplicado por este coeficiente, exigindo um prêmio maior por risco quanto maior a variação da ação em relação à carteira de mercado
 - **CAPM:** do inglês, *Capital Asset Pricing Model*, ou Modelo de Precificação de Ativos
 - **Ke:** custo do capital próprio de uma companhia, taxa utilizada para descontar os fluxos de dividendos no método de avaliação por fluxo de dividendos descontados (*DDM*)
 - **DDM:** do inglês, *Dividend Discount Model*, ou fluxo de dividendos descontados
 - **Mid-year convention:** convenção na qual se assume que os fluxos de dividendos de uma companhia concentram-se na metade de cada período
 - **VWAP:** do inglês, *Volume Weighted Average Price*, significa preço médio ponderado pelo volume de negociação
 - **CDI:** certificado de depósitos interbancários
 - **1S17 ou 1S 2017:** período de tempo compreendendo os meses de janeiro a junho de 2017
 - **1S18 ou 1S 2018:** período de tempo compreendendo os meses de janeiro a junho de 2018
 - **2S18 ou 2S 2018:** período de tempo compreendendo os meses de julho a dezembro de 2018
 - **Credit Default Swap (CDS):** contrato bilateral que permite ao investidor comprar proteção para crédito específico contra evento de crédito (inadimplência) do emissor de determinado ativo
-

Avisos importantes

Avisos Importantes

O Credit Suisse foi contratado pela TAM Linhas Aéreas para preparar e entregar um Laudo de Avaliação no contexto da OPA.

As informações a seguir são importantes e devem ser cuidadosa e integralmente lidas:

1. Este Laudo de Avaliação foi preparado para o uso dos destinatários da OPA, no contexto da OPA, nos termos da Instrução CVM 361 e do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, não devendo ser utilizado por quem quer que seja em quaisquer outros contextos, incluindo, mas não se limitando, para os fins do artigo 8º da Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”).

2. Este Laudo de Avaliação, incluindo suas análises e conclusões, não constitui uma recomendação para a TAM Linhas Aéreas, qualquer acionista ou membro da administração da TAM Linhas Aéreas, da Multiplus ou de quaisquer de suas Afiliadas (conforme abaixo definido) sobre como votar ou agir em qualquer assunto relacionado à OPA. Este Laudo de Avaliação e as análises dele constantes não poderão ser utilizados para justificar o voto ou decisão de qualquer pessoa em relação a qualquer aspecto da OPA.

2.1 “Afiliadas” significa, com relação a uma pessoa física, pessoa jurídica, fundo de investimento ou qualquer outra espécie de veículo ou universalidade de direitos (“Pessoas”), as Pessoas que, direta ou indiretamente, (a) controlam, administram ou gerem tal Pessoa; (b) são controladas, administradas ou geridas por tal Pessoa; ou (c) estão sob controle, administração ou gestão comum de tal Pessoa ou Pessoas de seu grupo econômico.

3. Para chegar às conclusões apresentadas neste Laudo de Avaliação, entre outras coisas: (a) analisamos o Fato Relevante, (b) analisamos e discutimos com a Diretoria e com membros do Conselho de Administração da Companhia (inclusive com conselheiro independente) as premissas, projeções financeiras e operacionais da Companhia até 2028 fornecidas pela Multiplus em 11 de outubro de 2018, as quais o Conselho de Administração da Companhia, no melhor do seu conhecimento, declarou entender serem razoáveis e constituírem informações gerenciais verdadeiras, consistentes e adequadas, assumindo a nova situação financeira e operacional da Companhia em vista da decisão de não renovação ou prorrogação do Contrato Operacional; (c) analisamos as demonstrações financeiras individuais da Multiplus referentes aos exercícios sociais findos em 31 de dezembro de 2015, 2016, 2017, auditadas pela Ernst & Young Auditores Independentes (“EY”), e períodos findos em 30 de junho de 2018 e 30 de junho de 2017, objeto de revisão limitada da EY; (d) conduzimos discussões com membros integrantes da administração da Multiplus sobre os negócios e perspectivas da Multiplus; e (e) levamos em consideração outras informações, estudos financeiros, análises, pesquisas e critérios financeiros, econômicos e de mercado que consideramos relevantes (em conjunto, as “Informações”). Observado o disposto no item III do Anexo III da Instrução CVM 361, somente aceitamos e utilizamos informações gerenciais, fornecidas pela Companhia ou por terceiros, que consideramos consistentes.

Avisos Importantes (cont.)

4. Sem prejuízo do disposto no inciso III do Anexo III à Instrução CVM 361, no âmbito da nossa revisão, não assumimos qualquer responsabilidade por investigações independentes de nenhuma das Informações e confiamos que tais Informações estavam completas e precisas em todos os seus aspectos relevantes. Além disso, não fomos solicitados a realizar, e não realizamos, uma verificação independente de tais Informações, ou uma verificação independente ou avaliação de quaisquer ativos ou passivos (contingentes ou não) da Multiplus, tampouco nos foi entregue qualquer avaliação a esse respeito. Não avaliamos a solvência da Companhia considerando as leis relativas a qualquer assunto, inclusive a falência, insolvência ou questões similares.

5. Ao Credit Suisse foi declarado pela Multiplus: (a) que todas as Informações são completas, corretas e suficientes; (b) que todas as Informações foram preparadas de forma razoável e que refletem as melhores estimativas e avaliações na época em que foram disponibilizadas e o melhor juízo por parte da administração da Companhia quanto ao seu desempenho financeiro futuro; e (c) que, desde a data da entrega das Informações até o presente momento, a Multiplus não tem ciência de qualquer informação ou evento que impacte ou possa impactar de forma relevante o negócio, a situação financeira, os ativos, os passivos, as perspectivas de negócio, as transações comerciais ou o número de ações emitidas pela Multiplus, assim como não têm ciência de qualquer outro fato significativo que pudesse alterar o seu desempenho futuro ou as Informações tornando-as incorretas ou imprecisas em quaisquer aspectos materialmente relevantes ou que poderia causar um efeito materialmente relevante nos resultados e análises contidos neste Laudo de Avaliação.

6. Não fazemos, nem faremos, expressa ou implicitamente, qualquer declaração em relação a quaisquer Informações (incluindo projeções financeiras e operacionais da Multiplus ou presunções e estimativas nas quais tais projeções se basearam) utilizadas para elaboração do Laudo de Avaliação. Além disto, não assumimos nenhuma obrigação de conduzir, e não conduzimos, nenhuma inspeção física das propriedades ou instalações da Multiplus. Não somos um escritório de contabilidade e não prestamos serviços de contabilidade ou auditoria em relação a este Laudo de Avaliação ou à OPA. Não somos um escritório de advocacia e não prestamos serviços legais, regulatórios, tributários ou fiscais em relação a este Laudo de Avaliação ou à OPA.

7. O Credit Suisse não realizou processo de *due diligence* ou auditoria contábil, financeira, legal, fiscal ou de qualquer espécie na Multiplus ou em quaisquer terceiros. Os resultados de tais procedimentos, caso realizados, poderiam alterar as análises e conclusões deste Laudo de Avaliação.

8. Nenhuma declaração ou garantia, expressa ou tácita, é feita pelo Credit Suisse no tocante à precisão, completitude, veracidade ou suficiência das Informações contidas neste Laudo de Avaliação ou nas quais ele foi baseado.

9. As projeções operacionais e financeiras da Multiplus utilizadas neste Laudo de Avaliação, assim como aquelas relativas à demanda e ao crescimento do mercado, foram recebidas da administração da Multiplus e/ou baseadas em Informações públicas. Assumimos, sem investigação independente, que tais projeções foram preparadas de modo razoável em bases que refletem as melhores estimativas atualmente disponíveis e o melhor julgamento da administração da Multiplus com relação a tais assuntos. Caso essa premissa não seja verdadeira, as análises e conclusões deste Laudo de Avaliação podem se alterar de forma significativa.

10. Este Laudo de Avaliação não é (a) uma opinião sobre a adequação (*fairness opinion*) da OPA; (b) uma recomendação relativa a quaisquer aspectos da OPA; e/ou (c) um “laudo” ou “laudo de avaliação” emitido para os fins e de acordo com quaisquer dispositivos regulatórios que não a Instrução CVM 361 e o Regulamento de Listagem do Novo Mercado.

Avisos Importantes (cont.)

11. Na metodologia de fluxo de dividendos descontados, presumimos um cenário macroeconômico divulgado pelo Banco Central do Brasil em seu Relatório Focus, o qual reflete a média das expectativas do mercado, assim como os cenários macroeconômicos para a economia mundial divulgados pela *Economist Intelligence Unit*, em seu relatório de análise macroeconômica, os quais podem se revelar substancialmente diferentes dos resultados futuros efetivos. Dado que a análise e os valores são baseados em previsões de resultados futuros, eles não necessariamente indicam a realização de resultados financeiros reais e futuros para a Multiplus, os quais podem ser significativamente mais ou menos favoráveis do que os sugeridos pela nossa análise. Além disso, tendo em vista que essas análises são intrinsecamente sujeitas a incertezas, sendo baseadas em diversos eventos e fatores que estão fora do nosso controle e do controle da Multiplus, não seremos responsáveis de qualquer forma caso os resultados futuros da Multiplus difiram substancialmente dos resultados apresentados neste Laudo de Avaliação. Não há nenhuma garantia de que os resultados futuros da Multiplus corresponderão às projeções financeiras utilizadas como base para nossa análise. As diferenças entre as referidas projeções e os resultados financeiros da Multiplus poderão ser relevantes. Os resultados futuros da Multiplus também podem ser afetados pelas condições econômicas e de mercado.

12. A preparação de uma análise financeira é um processo complexo que envolve várias definições a respeito dos métodos de análise financeira mais apropriados e relevantes, bem como da aplicação de tais métodos. Para chegar às conclusões apresentadas neste Laudo de Avaliação, realizamos um raciocínio qualitativo a respeito das análises e fatores considerados. Chegamos a uma conclusão final com base nos resultados de toda a análise realizada, considerada como um todo, e não chegamos a conclusões baseadas em, ou relacionadas a, qualquer dos fatores ou métodos de nossa análise isoladamente. Desse modo, acreditamos que nossa análise deve ser considerada como um todo e que a seleção de partes da nossa análise e fatores específicos, sem considerar toda a nossa análise e conclusões, pode resultar em um entendimento incompleto e incorreto dos processos utilizados para nossas análises e conclusões.

13. Este Laudo de Avaliação versa somente sobre o valor econômico das ações de emissão da Multiplus e não avalia qualquer outro aspecto ou implicação da OPA ou qualquer contrato, acordo ou entendimento firmado com relação à OPA. Não expressamos qualquer opinião a respeito de qual será o valor pelos quais as ações da Multiplus serão ou poderiam ser negociadas no mercado de valores mobiliários a qualquer tempo. Este Laudo de Avaliação não trata dos méritos da OPA se comparada a outras estratégias comerciais que podem estar disponíveis à Multiplus, nem trata da eventual decisão comercial da Ofertante no sentido de realizar a OPA. Os resultados apresentados neste Laudo de Avaliação referem-se exclusivamente à OPA e não se aplicam a qualquer outra questão ou transação, presente ou futura, relativa à Multiplus, ao seu grupo econômico ou ao setor em que ela atua.

14. A data base utilizada neste Laudo de Avaliação é 24 de outubro de 2018 e ele é necessariamente baseado em Informações que nos foram disponibilizadas até 11 de outubro de 2018. Muito embora eventos futuros e outros desdobramentos possam afetar as conclusões apresentadas neste Laudo de Avaliação, não temos qualquer obrigação de atualizar, revisar, retificar ou revogar este Laudo de Avaliação, no todo ou em parte, em decorrência de qualquer desdobramento posterior ou por qualquer outra razão, exceto se e conforme exigido pela CVM na forma do artigo 8º, §9º, da Instrução CVM 361.

15. A TAM Linhas Aéreas concordou em reembolsar o Credit Suisse e suas Afiliadas pelas despesas incorridas em conexão com a OPA, assim como a indenizá-los por perdas, danos e despesas que possam surgir em decorrência de sua contratação. O Credit Suisse receberá da TAM Linhas Aéreas uma comissão relativa à preparação e entrega deste Laudo de Avaliação, independentemente das conclusões dele constantes e/ou do fechamento da OPA.

Avisos Importantes (cont.)

16. Prestamos, de tempos em tempos, no passado, serviços de *investment banking* e outros serviços financeiros para a TAM Linhas Aéreas, Multiplus e/ou suas Afiliadas, pelos quais fomos remunerados, e poderemos, no futuro, prestar tais serviços à TAM Linhas Aéreas, Multiplus e/ou suas Afiliadas, pelos quais esperamos ser remunerados. Somos uma instituição financeira que presta uma variedade de serviços financeiros e outros relacionados a valores mobiliários, corretagem e *investment banking*. No curso normal de nossas atividades, podemos adquirir, deter ou vender, por nossa conta ou por conta e ordem de nossos clientes, ações, instrumentos de dívida e outros valores mobiliários e instrumentos financeiros (incluindo empréstimos bancários e outras obrigações) da TAM Linhas Aéreas, Multiplus, suas Afiliadas e de quaisquer outras companhias que estejam envolvidas na OPA, bem como fornecer serviços de *investment banking* e outros serviços financeiros para tais companhias e suas Afiliadas. Além disto, os profissionais de nossos departamentos de análise de valores mobiliários (*research*) e de outros departamentos podem basear suas análises e publicações em diferentes premissas operacionais e de mercado e em diferentes metodologias de análise quando comparadas com aquelas empregadas na preparação deste Laudo de Avaliação, de forma que os relatórios de pesquisa e outras publicações preparados por eles podem conter resultados e conclusões diferentes daqueles aqui apresentados. Adotamos políticas e procedimentos para preservar a independência dos nossos analistas de valores mobiliários, os quais podem ter visões diferentes daquelas do nosso departamento de *investment banking*. Também adotamos políticas e procedimentos para preservar a independência entre o *investment banking* e demais áreas e departamentos do Credit Suisse, incluindo, mas não se limitando, ao *asset management*, mesa proprietária de negociação de ações, instrumentos de dívida, valores mobiliários e demais instrumentos financeiros.

17. Este Laudo de Avaliação é de propriedade intelectual do Credit Suisse e não deve ser utilizado para qualquer outra finalidade que não no contexto da OPA, não podendo ser divulgado ou encaminhado a terceiros, ou distribuído, reproduzido, resumido ou citado em quaisquer documentos públicos ou privados, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, do Credit Suisse, exceto quando se tratar da divulgação do Laudo de Avaliação aos acionistas da Multiplus e da disponibilização da versão eletrônica do Laudo de Avaliação para a CVM e para B3, em qualquer caso, conforme expressamente requerido nos termos da legislação e regulamentação aplicáveis. Na divulgação deste Laudo de Avaliação, nos termos da lei e da regulamentação aplicáveis, deverá ser observado o seguinte: o Laudo de Avaliação somente pode ser divulgado na íntegra, e qualquer descrição ou referência ao Credit Suisse em razão de tal divulgação deverá ser expressamente aceita e autorizada pelo Credit Suisse.

18. Os cálculos financeiros contidos neste Laudo de Avaliação podem não resultar sempre em soma precisa em razão de arredondamento.

19. Este Laudo de Avaliação foi originalmente preparado em língua portuguesa e qualquer tradução deste Laudo de Avaliação servirá apenas para fins de informação. Não somos responsáveis pela exatidão ou completude de eventuais traduções deste Laudo de Avaliação e referida tradução não deverá modificar o conteúdo deste Laudo de Avaliação.

São Paulo, 24 de outubro de 2018.

Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.

Avisos Importantes (cont.)

São Paulo, 24 de outubro de 2018.

Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.



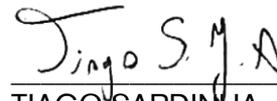
BANCO DE INVESTIMENTOS CREDIT SUISSE (BRASIL) S.A.



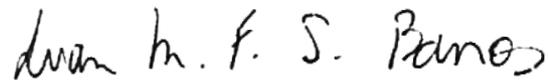
THIAGO ROCHA



FILIPE COSTA



TIAGO SARDINHA



LUAN BARROS



JOSÉ FERRAZ

BANCO DE INVESTIMENTOS CREDIT SUISSE (BRASIL) S.A.

Rua Leopoldo Couto Magalhães Jr., 700, 10º andar

04542-000 São Paulo

Brazil

+55 11 3701 6000

www.credit-suisse.com