

Carteira recomendada para fevereiro de 2017

Empresa	Código	Fech. 31/01/17	Preço 52 semanas (R\$/ação)		Peso
		(R\$/ação)	Mínimo	Máximo	
Bradesco	BBDC4	32,70	16,16	33,60	10,0%
Itaú Unibanco	ITUB4	37,24	21,14	38,84	10,0%
BR Malls	BRML3	14,67	8,85	14,72	7,5%
Braskem	BRKM5	32,54	18,00	36,99	7,5%
BTG Pactual	BBTG11	16,58	12,12	17,49	7,5%
Embraer	EMBR3	18,00	13,83	30,58	7,5%
Petrobras	PETR4	15,02	4,12	18,49	7,5%
Vale	VALE5	30,55	6,57	33,08	7,5%
Via Varejo	VVAR11	8,97	2,91	11,61	7,5%
Direcional	DIRR3	5,91	3,09	6,74	5,0%
Fras-le	FRAS3	4,71	3,30	5,29	5,0%
Light	LIGT3	19,67	7,59	19,84	5,0%
Rumo	RUMO3	7,50	1,80	7,75	5,0%
Magazine Luiza	MGLU3	127,99	12,66	131,70	2,5%
SLC Agrícola	SLCE3	16,42	13,27	18,67	2,5%
Springs Global	SGPS3	7,85	1,96	9,50	2,5%
Ibovespa	IBOV	64.671	38.596	66.594	-

Fonte: Bloomberg e Spinelli

Principais *drivers* das recomendações

▪ Ações mantidas

Bradesco: Acreditamos que ainda há potencial de *upside* para as ações do Bradesco, apesar da alta em janeiro. Conforme o Bradesco capture as sinergias da fusão com o HSBC Brasil, entendemos que pode haver uma reprecificação da ação, levando seus múltiplos novamente a patamares próximos daqueles das ações do Itaú Unibanco.

Itaú Unibanco: Continuamos enxergando o Itaú como o banco melhor posicionado no mercado brasileiro e, apesar de suas ações estarem sendo negociadas a múltiplos altos em relação a seu histórico, acreditamos que ainda há possibilidade de valorização.

Braskem: Vemos como positivo o cenário para os produtos petroquímicos, apesar de no curto prazo continuar sendo impactado negativamente pelo excesso de oferta, uma vez que não é esperada adição de capacidade nos próximos dois anos. Também esperamos maior geração de caixa, a partir de otimização de capital de giro e menor *capex*, devido a iniciativas de racionalização da cadeia de suprimentos e menores investimentos na operação mexicana. O *valuation* atual da empresa também é atrativo, uma vez que seus múltiplos se encontram em patamar bastante descontado em relação aos de seus *peers* e ao seu histórico. O acordo da Odebrecht (controladora) na operação Lava-Jato pode ser positivo, pois abre novamente possibilidade de venda da participação da Petrobras na companhia, na qual, segundo notícias recentes, há interesse de diversos *players* relevantes.

BTG Pactual: Apesar da alta do preço da ação em janeiro, acreditamos que o BTG Pactual ainda esteja descontado. Entendemos que o banco mitigou os principais riscos decorrentes dos eventos que causaram a forte queda do preço da ação em 2015, o que ainda não foi totalmente precificado pelo mercado. Além disso, acreditamos que a (possível) aprovação da segregação das atividades do banco e de *private equity* em valores mobiliários diferentes será benéfica para os acionistas e pode ser um *trigger* para o papel.

Embraer: Apesar do momento de contração da demanda por jatos executivos e da intensificação da competição no segmento de jatos comerciais, acreditamos que a queda do preço da ação da Embraer foi excessiva, considerando o histórico operacional da companhia, que detém bons fundamentos. Acreditamos que a piora do ambiente de negócios da companhia, apesar de relevante, não altera os seus fundamentos, o que pode significar uma boa oportunidade de compra.

Petrobras: Acreditamos que: (i) a nova direção, mais voltada a decisões pró-mercado, visando à maximização de valor para os acionistas; (ii) o real mais valorizado (devido ao alto endividamento em dólar); (iii) o alongamento de parte da dívida; e (iv) a execução do plano de desinvestimento fazem com que a Petrobras continue sendo um investimento atrativo.

Via Varejo: Acreditamos que a reestruturação societária, na qual a Cnova Brasil será integrada à Via Varejo, deverá gerar ganhos de sinergia significativos (conforme indicados pela própria companhia), os quais, em nossa visão, não foram totalmente precificados pelo mercado (a queda do preço da ação em janeiro pode ser uma oportunidade de novo ponto de entrada). Assim, acreditamos que a Via Varejo continua descontada e o preço de sua ação pode apresentar reação positiva conforme a empresa apresente melhores resultados. Adicionalmente, a potencial venda da participação do Pão de Açúcar na Via Varejo pode ser um *trigger* positivo para o papel.

Direcional: Além de fatores macroeconômicos, especialmente a crescente expectativa de afrouxamento monetário por parte do Banco Central do Brasil, que favorece empresas do setor de construção, e de fatores microeconômicos, como expectativas de lançamento de programas de estímulo em 2017 (construção é grande candidato devido à sua efetividade do ponto de vista de geração de empregos), acreditamos que o *valuation*, o baixo nível de alavancagem, a mudança de segmento de negócios e as expectativas de crescimento de fluxos de caixa (e dividendos) devem impulsionar as ações da companhia nos próximos meses. Adicionalmente, as recentes iniciativas da companhia, alterando seu foco de atuação para a faixa dois do Minha Casa Minha Vida (mais resiliente, com recursos do FGTS e com baixa exposição às condições fiscais do governo – diferentemente da faixa 1 do programa habitacional), devem fazer com que a injustificada diferença de *valuation* em relação ao da MRV diminua.

Fras-le: Apesar da exposição ao combalido mercado de montadoras, a fabricante de materiais de fricção tem passado de forma relativamente sólida pela recessão, pois o mercado de montadoras representa apenas aproximadamente 10% da receita líquida da companhia, tendo o resto origem no mercado de reposição, que apresenta fundamentos resilientes, com maior pulverização de clientes. A Fras-le, apesar de ser considerada uma *small cap*, é líder no mercado nacional em seus principais produtos (lonas de freio e pastilhas de freio), estando presente, com unidades industriais, nos EUA e na China. Além disso, vemos como positiva a entrada da Gávea Investimentos no controle da companhia (junto à Randon), a qual, além de ter aportado capital, que deixou a empresa com caixa líquido (representando 25% do valor

de mercado), trouxe *expertise* do mercado financeiro. Adicionalmente, a companhia, apesar de vir apresentando, relativamente, bons resultados, é ainda precificada de forma incorreta, em nossa visão, com *valuation* significativamente inferior ao de empresas do setor automotivo negociadas na Bovespa.

Rumo: Entendemos que, com o aumento de capital e a renegociação de parte de suas dívidas bancárias, o maior desafio da Rumo, a necessidade de caixa de curto e médio prazo, foi, pelo menos parcialmente, solucionado. A empresa vem apresentando bons resultados, os quais devem ser impulsionados pela, agora possível, retomada dos investimentos e pela queda das taxas de juros. Adicionalmente, recente publicação da MP 752 aumenta a probabilidade de renovação da concessão da Malha Paulista, o que pode ser um *trigger* positivo para a ação.

▪ Ações incluídas

BR Malls: Apesar de, no curto prazo, não esperarmos melhoras operacionais significativas para as empresas do setor de *shoppings* (apesar de uma tendência de estabilização em patamares mais positivos da inadimplência e das vendas “mesmas lojas”), acreditamos que a BR Malls é uma das empresas que se favorecerá da queda de juros, uma vez que sua dívida é, em grande parte, indexada ao CDI. Adicionalmente, as ações da companhia têm correlação negativa com o *yield* das NTN-B, que tende a cair. Outro fator benéfico para a companhia é a queda do dólar, uma vez que uma parte relevante de seu endividamento está atrelada à moeda americana. Em termos de *valuation* relativo, também acreditamos que a BR Malls está barata, uma vez que a companhia, que historicamente foi negociada a múltiplos superiores aos de seus pares, está sendo negociada com desconto frente à média dos múltiplos de seus pares. Adicionalmente, com a frágil situação de *players* menores, vemos como provável a realização de operações de *M&A*, seguindo a tendência de consolidação do setor (ainda bastante pulverizado em operadores menores), o que pode impulsionar as ações da companhia. Por último, também vemos como positivas as mudanças na governança da companhia.

Vale: Mesmo concordando com a tese de sobrevalorização dos preços do minério de ferro, acreditamos que os prováveis bons resultados, provenientes dos maiores preços da *commodity*, e a eficiência da estrutura de custos da Vale, somados ao *valuation* descontado em relação aos *peers* globais, podem continuar impulsionando as ações da mineradora. Adicionalmente, vemos a companhia bem posicionada para capturar os ganhos provenientes do bom momento para as empresas dependentes de *commodities* ligadas a investimentos em infraestrutura, que devem ser beneficiadas no governo de Donald Trump.

Light: Acreditamos que a empresa ainda está descontada em relação ao setor, apesar da alta do preço da ação nos últimos meses. A diminuição de sua alavancagem financeira em função de uma eventual venda de sua participação na Renova (a qual tem sido um dos principais fatores negativos em seus resultados) e do recente reajuste tarifário pode melhorar a percepção de risco pelo mercado, levando a uma reprecificação da ação.

Magazine Luiza: A empresa vem apresentando melhoria de resultados, apesar da contínua deterioração do varejo, e acreditamos que ela esteja bem posicionada para uma eventual recuperação do consumo interno. Apesar da valorização da ação nos últimos meses, acreditamos ainda haver *upside*, principalmente após a divulgação do resultado do 4T16, em fevereiro.

SLC Agrícola: Além de a ação estar sendo negociada a múltiplos baratos em relação a seu histórico, o desconto atual do valor de mercado da SLC Agrícola em relação ao NAV é significativamente acima do histórico, o que potencializa a alta do preço da ação em caso de alienação de terras pela empresa; a provável continuação da queda das taxas de juros tende a aumentar ainda mais o desconto em relação ao NAV, o que eleva o potencial de ganho. Adicionalmente, a empresa deve apresentar melhores resultados, em relação aos nove primeiros meses de 2016, em função de melhora das condições climáticas.

Springs Global: Vemos como bastante positivas as iniciativas da companhia na nacionalização de suas coleções, o que, em nossa opinião, têm potencial de gerar importantes ganhos de racionalização da estrutura de custos e diminuição de capital de giro, o que se caracteriza como um importante *trigger*, uma vez que a companhia se encontra em processo de desalavancagem. Além disso, com uma perspectiva de médio e longo prazo, acreditamos que as medidas da companhia, em prol do desenvolvimento e da expansão das redes de franquia das marcas MMartan e Artex, podem ser transformacionais para a Springs Global. Adicionalmente, tendo como contexto o ambiente de queda de juros no Brasil, vemos a companhia como uma das mais beneficiadas, devido à sua alavancagem financeira e à grande participação de dívida indexada ao CDI. Outro ponto que consideramos relevante para a concretização da tese, apesar de acreditarmos ser improvável sua ocorrência no curtíssimo prazo, é a existência de terrenos (ativos não operacionais) à venda; se vendidos, podem contribuir significativamente para a geração de caixa e para a diminuição do endividamento.

▪ Ações retiradas

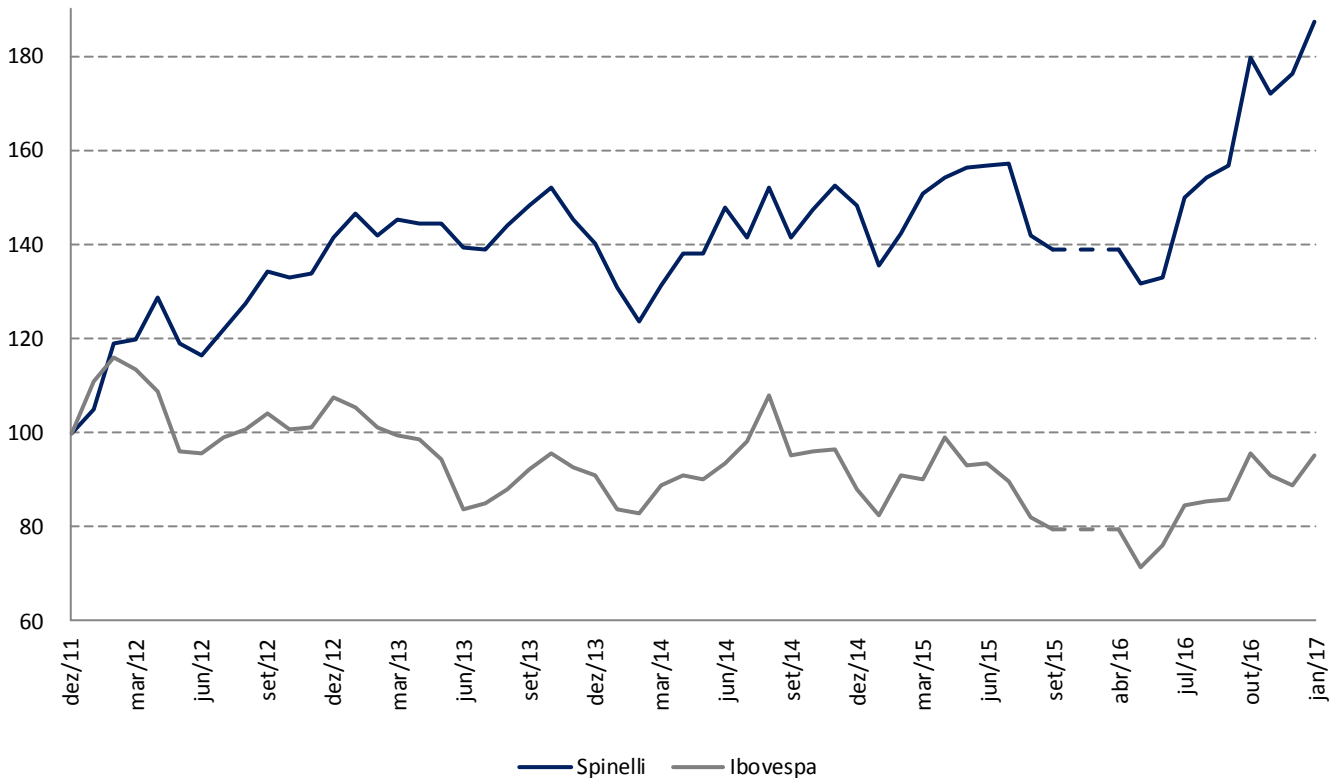
Marfrig: Apesar de ainda acreditarmos que a melhora do ciclo do boi deva beneficiar os resultados da Marfrig, o aumento, pela Arábia Saudita, de 5% para 20% da tarifa de importação de frango *in natura*, anunciado no início de janeiro, deverá ter impactos negativos, o que a torna menos atrativa em termos de *valuation*.

Raia Drogasil: Apesar de gostarmos da resiliência do negócio e da excelência da gestão da empresa, acreditamos não haver, ao menos no curto e médio prazo, *triggers* que possam destravar mais valor no *case*, o que, levando em consideração também o atual *valuation* (múltiplos acima da média dos últimos três anos), nos faz acreditar que existem melhores oportunidades de investimento.

Suzano: Acreditamos haver pouco espaço para anúncios de novos aumentos de preços da celulose, o que diminui o potencial de valorização da ação. Adicionalmente, dada a alta correlação do preço da ação com a cotação do dólar em reais (em virtude da relevância das receitas em moeda estrangeira), enxergamos risco de performance negativa da ação novamente em fevereiro, uma vez que acreditamos haver potencial de continuação da depreciação do dólar em fevereiro.

Histórico de rentabilidade

Carteira vs. Ibovespa (base 100)



Período	Spinelli	Ibovespa	Δ
2012	41,5%	7,4%	34,1%
2013	(0,9%)	(15,5%)	14,6%
2014	5,8%	(2,9%)	8,7%
2015 ¹	(6,5%)	(9,9%)	3,4%
2016 ²	27,1%	11,7%	15,4%
jan/17	6,2%	7,4%	(1,2%)
2017	6,2%	7,4%	(1,2%)
Acumulado	87,2%	(4,8%)	92,0%

1. Considera apenas janeiro a setembro.

2. Considera apenas a partir de maio.

Rentabilidade em janeiro

Empresa	Código	Fech. 29/12/16 (R\$/ação)	Fech. 31/01/17 (R\$/ação)	Peso	Rentabilidade
Bradesco	BBDC4	28,98	32,70	10,0%	12,8%
Itaú Unibanco	ITUB4	33,84	37,24	10,0%	10,1%
Braskem	BRKM5	34,25	32,54	8,8%	-5,0%
BTG Pactual	BBTG11	13,64	16,58	8,8%	21,6%
Embraer	EMBR3	16,00	18,00	8,8%	12,5%
Marfrig	MRFG3	6,61	6,46	8,8%	-2,3%
Suzano	SUZB5	14,20	13,40	8,8%	-5,6%
Via Varejo	VVAR11	10,75	8,97	8,8%	-16,6%
Petrobras	PETR4	14,87	15,02	7,5%	1,0%
Direcional	DIRR3	4,56	5,91	5,0%	29,6%
Fras-le	FRAS3	4,32	4,71	5,0%	9,0%
Raia Drogasil	RADL3	61,19	65,50	5,0%	7,0%
Rumo	RUMO3	6,14	7,50	5,0%	22,1%
Carteira					6,2%
Ibovespa					7,4%

Fonte: Bloomberg e Spinelli

Analista(s) emissor(es) do Relatório

Samuel Torres, CNPI-P
storres@spinelli.com.br

Vitor Mizumoto, CNPI
vmizumoto@spinelli.com.br

Equipe de Análise

Marcio Gomes, CNPI-T
mbarreto@spinelli.com.br

Este Relatório foi preparado pela Spinelli S.A. CVMC para uso exclusivo do destinatário, não podendo ser reproduzido ou distribuído por este a qualquer pessoa sem expressa autorização da Corretora. Este Relatório é distribuído somente com o objetivo de prover informações e não representa, em nenhuma hipótese, uma oferta de compra e venda ou solicitação de compra e venda de qualquer valor mobiliário ou instrumento financeiro, assim como representa, tão somente, a(s) opinião (ões) do (s) analista (s) emissor (es) do referido relatório. As informações contidas neste Relatório foram elaboradas a partir de fontes que consideramos fidedignas, mas sua exatidão não está garantida, quais sejam as de conhecimento público e de serviços que, por ventura, a Spinelli S.A. CVMC venha a terceirizar. Entretanto, as informações aqui contidas não representam por parte da Spinelli garantia de exatidão das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade das mesmas, e não devem ser consideradas como tais. As opiniões contidas neste Relatório são baseadas em julgamentos e estimativas, estando, portanto, sujeitas a mudanças. Além disso, as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança e, caso seja considerado o "RATING", vale destacar que se trata de uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. O investidor não deve considerar em hipótese alguma o "RATING" como recomendação de Investimento.

Sem prejuízo do disclaimer acima e em conformidade com as disposições da Instrução CVM nº 483, o(s) analista(s) de investimento(s) responsável (is) pela elaboração deste relatório declara(m) que:

1. é (são) credenciado(s) pela APIMEC.
2. as análises e recomendações refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais, as quais foram realizadas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Spinelli.
3. Assim como seu cônjuge ou companheiro, pode ser titular, diretamente ou indiretamente, de ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da companhia objeto da análise deste Relatório, mantendo sua imparcialidade na elaboração de documentos.
4. assim como seu cônjuge ou companheiro, pode possuir, diretamente ou indiretamente, interesse financeiro em relação ao emissor objeto deste Relatório, situação esta em que permanecerá a imparcialidade de suas manifestações;
5. sua remuneração é fixa e não está, diretamente ou indiretamente, relacionada à recomendação específica ou atrelada à precificação de quaisquer dos valores mobiliários de emissão da companhia objeto de análise neste Relatório.

Ademais, o(s) analista(s) que se encontra(m) na(s) seguinte(s) situação (ões) assinala(m) que:

- () O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.
- () Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto deste relatório.
- () Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.
- (X) O(s) analista(s) de investimento não tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

Informações adicionais sobre quaisquer companhias objeto de análise e recomendação podem ser obtidas diretamente, por e-mail, com o(s) analista(s) responsável (eis) pela análise.