

## Carteira recomendada para janeiro de 2017

Empresa	Código	Fech. 29/12/16	Preço 52 semanas (R\$/ação)		Peso
		(R\$/ação)	Mínimo	Máximo	
Bradesco	BBDC4	29,00	15,39	33,60	10,0%
Itaú Unibanco	ITUB4	33,85	20,74	38,84	10,0%
Braskem	BRKM5	34,25	18,00	34,71	8,8%
BTG Pactual	BBTG11	14,55	10,81	17,49	8,8%
Embraer	EMBR3	16,00	13,83	30,58	8,8%
Marfrig	MRFG3	6,61	4,89	7,15	8,8%
Suzano	SUZB5	14,20	9,15	18,84	8,8%
Via Varejo	VVAR11	10,75	2,81	10,85	8,8%
Petrobras	PETR4	14,87	4,12	18,49	7,5%
Direcional	DIRR3	4,56	3,08	6,74	5,0%
Fras-le	FRAS3	4,32	3,14	5,29	5,0%
Raia Drogasil	RADL3	61,19	34,25	71,24	5,0%
Rumo	RUMO3	6,14	1,33	7,75	5,0%
<b>Ibovespa</b>	<b>IBOV</b>	<b>60.227</b>	<b>37.046</b>	<b>65.291</b>	<b>-</b>

Fonte: Bloomberg e Spinelli

## Principais *drivers* das recomendações

### ▪ Ações mantidas

**Bradesco:** Acreditamos que a queda do preço das ações do Bradesco em novembro e dezembro tenha sido exagerada, apesar de o banco ter apresentado resultado relativamente fraco no 3T16. 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, principalmente após a queda do preço da ação em novembro e dezembro.

**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, mesmo após a alta do preço da ação em dezembro. 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.

**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.

**Marfrig:** Acreditamos que a redução da alavancagem da empresa, conforme melhores resultados são entregues, impulsionados pela melhora do ciclo do boi, pode refletir positivamente no preço da ação. Vemos como positiva a maior estabilidade de suas margens, comparada com as de seus pares, em virtude dos modelos de contrato da Keystone. Por fim, a companhia tem exposição ao mercado asiático, região com maior potencial de crescimento.

**Suzano:** Apesar da alta do preço das ações em novembro e dezembro, acreditamos que ainda há potencial de valorização, em função de possível continuidade de apreciação do dólar e de elevação de preços da celulose na China e na Europa, devido aos baixos níveis de estoque, ao passo que o início da produção da fábrica OKI, da APP, não se inicia.

**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, apesar da recente alta do preço da ação. 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.

**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, apesar da alta do preço da ação no ano.

**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. Na perspectiva operacional, a empresa vem apresentando bons resultados, os quais devem

ser impulsionados pela, agora possível, retomada dos investimentos. 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

**BTG Pactual:** Acreditamos que a queda do preço da ação do BTG Pactual em dezembro pode ter criado um bom ponto de entrada. 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.

**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.

**Raia Drogasil:** Vemos como injustificada a queda do preço da ação em novembro e dezembro. A empresa deve continuar apresentando forte crescimento de resultados, em função da continuação da abertura de novas lojas e da resiliência do setor.

## ▪ Ações retiradas

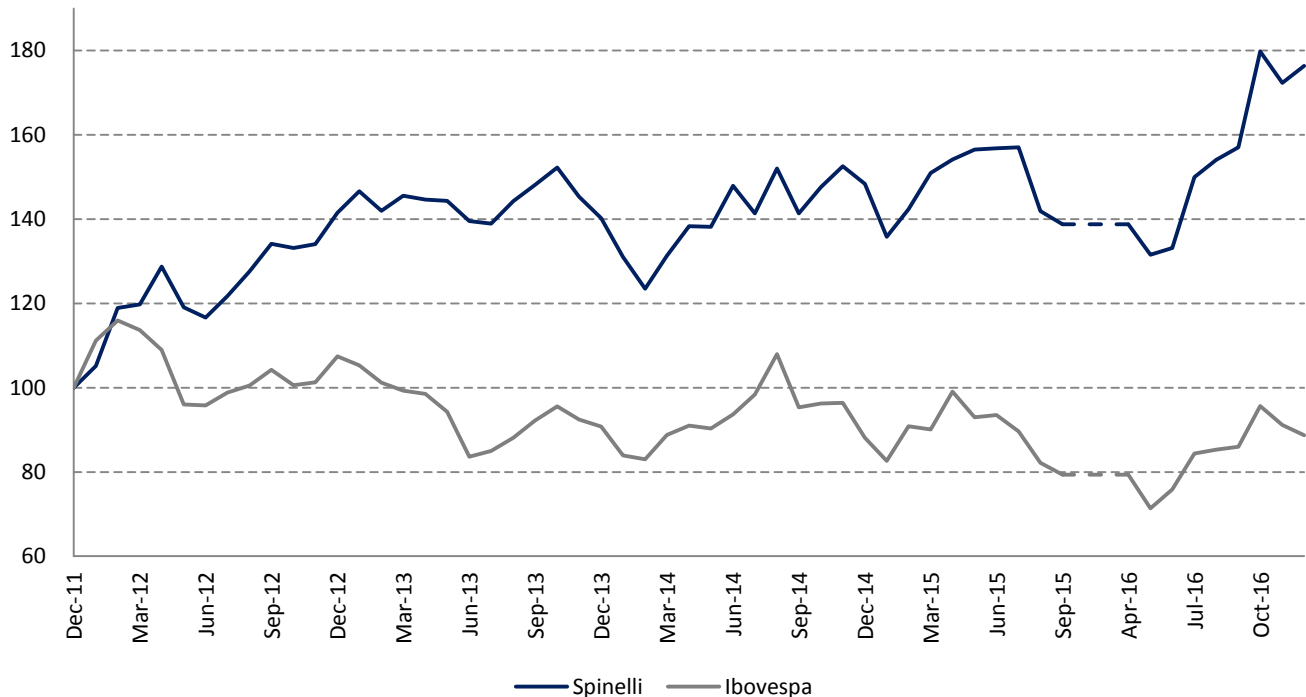
**Gafisa:** Apesar do *valuation* ainda ser bastante atrativo, acreditamos que, com o desfecho da operação de venda da Tenda, não há *triggers* significativos de curto prazo capazes de ajustar a assimetria atual de preço. Além disso, entre as construtoras, no momento atual, acreditamos que Direcional tem mais potencial de valorização, com uma melhor alavancagem, exposta a segmentos mais resilientes e promissores.

**Lojas Americanas:** Acreditamos que os resultados provenientes da B2W, em relação à qual vemos boas perspectivas apenas no longo prazo, devem continuar prejudicando o consolidado no curto prazo. Além disso, a possível aquisição da Via Varejo (transação que também vemos como importante no longo prazo) pode prejudicar a performance operacional da companhia no curto prazo, devido à necessidade de integração e reestruturação das empresas adquiridas.

**Magazine Luiza:** Devido aos fracos dados de vendas no varejo divulgados em dezembro, preferimos diminuir a exposição da carteira a empresas ligadas ao consumo interno. Como enxergamos maior potencial de valorização no caso da Via Varejo, preferimos retirar a Magazine Luiza da carteira desse mês.

## 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 <sup>1</sup>	(6,5%)	(9,9%)	3,4%
May-16	(5,2%)	(10,1%)	4,9%
Jun-16	1,2%	6,3%	(5,1%)
Jul-16	12,6%	11,2%	1,4%
Aug-16	2,8%	1,0%	1,7%
Sep-16	1,9%	0,8%	1,1%
Oct-16	14,5%	11,2%	3,2%
Nov-16	(4,1%)	(4,6%)	0,5%
Dec-16	2,3%	(2,7%)	5,1%
2016 <sup>2</sup>	27,1%	11,7%	15,4%
<b>Acumulado</b>	<b>76,4%</b>	<b>(11,3%)</b>	<b>87,7%</b>

1. Considera apenas janeiro a setembro.

2. Considera apenas a partir de maio.

## Rentabilidade em dezembro

Empresa	Código	Fech. 30/11/16 (R\$/ação)	Fech. 29/12/16 (R\$/ação)	Peso	Rentabilidade
Bradesco	BBDC4	29,42	29,00	12,5%	-1,4%
Itaú Unibanco	ITUB4	34,88	33,85	10,0%	-3,0%
Braskem	BRKM5	27,50	34,25	7,5%	24,5%
Embraer	EMBR3	16,57	16,00	7,5%	-3,4%
Lojas Americanas	LAME4	16,38	17,00	7,5%	3,8%
Magazine Luiza	MGLU3	104,00	106,17	7,5%	2,1%
Marfrig	MRFG3	6,51	6,61	7,5%	1,5%
Petrobras	PETRA	16,00	14,87	7,5%	-7,1%
Rumo	RUMO3	6,36	6,14	7,5%	-3,5%
Suzano	SUZB5	12,85	14,20	7,5%	10,5%
Via Varejo	VVAR11	9,64	10,75	7,5%	11,5%
Fras-le	FRAS3	4,02	4,32	5,0%	7,5%
Gafisa	GFS3	2,09	1,86	5,0%	-11,0%
<b>Carteira</b>					<b>2,3%</b>
<b>Ibovespa</b>					<b>-2,7%</b>

Fonte: Bloomberg e Spinelli

## Analista(s) emissor(es) do Relatório

**Samuel Torres, CNPI-P**  
[storres@spinelli.com.br](mailto:storres@spinelli.com.br)

**Vitor Mizumoto, CNPI**  
[vmizumoto@spinelli.com.br](mailto:vmizumoto@spinelli.com.br)

## Equipe de Análise

**Túlio Galvão Villalta, CNPI-T**  
[tvillalta@spinelli.com.br](mailto:tvillalta@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.