

## Carteira recomendada para abril de 2017

Empresa	Código	Fech. 31/03/17	Preço 52 semanas (R\$/ação)		Peso
		(R\$/ação)	Mínimo	Máximo	
Itaú Unibanco	ITUB4	37,90	25,32	42,00	12,5%
Bradesco	BBDC4	32,38	22,23	34,53	10,0%
Petrobras	PETR4	14,49	7,41	18,49	10,0%
Braskem	BRKM5	31,75	18,00	36,99	5,0%
BTG Pactual	BPAC11	19,00	17,01	19,50	5,0%
Direcional	DIRR3	5,60	4,16	6,74	5,0%
Embraer	EMBR3	17,39	13,83	23,98	5,0%
Fras-le	FRAS3	4,44	3,30	5,29	5,0%
Gerdau	GGBR4	10,89	5,51	14,64	5,0%
Wiz (Par Corretora)	PARC3	17,75	10,51	18,10	5,0%
Rumo	RAIL3	8,55	2,70	9,51	5,0%
SLC Agrícola	SLCE3	17,82	13,27	18,62	5,0%
Sonae Sierra	SSBR3	22,21	14,87	23,95	5,0%
Suzano	SUZB5	13,26	9,15	14,95	5,0%
BR Malls	BRML3	14,49	10,05	15,85	2,5%
BR Properties	BRPR3	9,16	7,32	10,40	2,5%
Mills	MILS3	3,74	2,95	6,42	2,5%
Magazine Luiza	MGLU3	177,10	26,75	218,00	2,5%
Springs Global	SGPS3	9,36	3,09	11,27	2,5%
<b>Ibovespa</b>	<b>IBOV</b>	<b>64.984</b>	<b>47.874</b>	<b>69.488</b>	<b>-</b>

Fonte: Bloomberg e Spinelli

## Principais *drivers* das recomendações

### ▪ Ações mantidas

**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.

**Bradesco:** Acreditamos que ainda há potencial de *upside* para as ações do Bradesco, principalmente após o fraco desempenho da ação em março. 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.

**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.

**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 nos últimos meses, 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 segregação das atividades do banco e de *private equity* em valores mobiliários diferentes será benéfica para os acionistas. Nós enxergamos maior valor na operação do banco, assim, trocamos BBTG11 por BPAC11 (*unit* que engloba apenas o banco), a qual, em nossa opinião, já apresenta liquidez suficiente.

**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.

**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.

**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.

**Gerdau:** A empresa deve se beneficiar de uma retomada do crescimento da economia brasileira e, principalmente, do setor de construção. Adicionalmente, a continuação da venda de ativos não ligados ao *core business* da empresa suportará a redução de sua alavancagem financeira e, conseqüentemente, de seu risco, levando a uma reprecificação da ação. Por último, caso Donald Trump de fato anuncie um plano de estímulos a investimentos em infraestrutura nos EUA, a empresa deverá ser beneficiada.

**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. Os resultados da empresa devem ser impulsionados pela, agora possível, retomada dos investimentos, pela queda das taxas de juros e pela esperada forte safra de soja e milho em 2017. Adicionalmente, a 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.

**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 ao de 2016 (o qual foi impactado significativamente por condições climáticas adversas), em função de melhora das condições climáticas.

**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.

**BR Properties:** Apesar do atual momento de fragilidade no mercado imobiliário, em grande medida pelas condições macro, potencializada pelo desequilíbrio micro (forte desajuste de oferta e demanda de imóveis corporativos nos últimos três anos), acreditamos que a pior parte do ciclo esteja ficando para trás. Depois da forte retração do lançamento de oferta nova de imóveis de qualidade AAA (é o nível de qualidade de grande parte do portfólio da BR Properties), esperamos que haja (mais pelo lado da oferta) um ajuste nesse mercado, auxiliado pelo movimento de *flight to quality* em curso. Conforme os dados provenientes dos resultados do 4T16, as taxas de vacância (principalmente em escritórios AAA) parecem ter atingido o pior momento no terceiro trimestre e já mostraram alguns sinais de melhora no 4T16

(vacância financeira dos imóveis da BR Properties caiu de 14,5% no 3T16 para 11,8% no 4T16). Além disso, segundo a própria companhia, os incentivos concedidos (principalmente através de períodos de carência para atrair inquilinos) estão diminuindo. Em meio ao processo de afrouxamento monetário em curso no Brasil, vemos a BR Properties como uma das mais beneficiadas: para cada 0,25 p.p. de queda da taxa de juros haveria melhora de R\$ 9 milhões em resultados financeiros. Além disso, vemos a companhia como um ótimo *asset play* devido ao desconto de 60% em relação ao valor de liquidação de seus ativos (enquanto CCPR e SCAR são negociadas por 36% e 39% de desconto em relação ao valor de liquidação, respectivamente). Adicionalmente, a forte posição de caixa da companhia (suficiente para arcar com todas as amortizações de dívida até 2019) nos deixa confortáveis em recomendar a companhia para investidores de médio e longo prazo, visando um ajuste entre preço e valor do portfólio da BR Properties.

**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 queda do preço da ação em março, decorrente de revisão para cima pelo mercado de estimativas de resultados futuros da Magazine Luiza.

**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 incluídas

**Wiz (Par Corretora):** Vemos ainda grande potencial para a Wiz (novo nome da Par Corretora) expandir a penetração de venda de seguros na base de clientes da Caixa Econômica Federal, o que deve suportar a continuação do bom crescimento de receita, o que, dada a alavancagem operacional, pode levar a aumento de margens. Adicionalmente, a alta resiliência das margens de lucratividade, mesmo em momentos econômicos adversos, torna a PARC3 um investimento relativamente defensivo.

**Sonae Sierra:** Por fazer parte de um setor ligado ao consumo, acreditamos que essa seja uma das empresas que se beneficiarão da melhora da confiança dos consumidores e de melhores perspectivas macroeconômicas. Além disso, entre os pares do setor, a Sonae Sierra é a companhia mais descontada, o que não é justificado quando levados em consideração os indicadores de eficiência na geração de caixa por área bruta em relação às demais empresas do setor. É importante ressaltar, também, que a empresa

detém controladores com reconhecido *track record* internacional na gestão de shoppings, o que pode ser considerado um fator crucial para o futuro do negócio. Adicionalmente, a companhia é a que detém menor nível de endividamento, com boa posição de caixa para aproveitar possíveis oportunidades em M&A. Além disso, os últimos resultados trimestrais da companhia foram bastante satisfatórios, mostrando avanços positivos em todos os principais indicadores operacionais (“vendas mesmas lojas”, “aluguel mesmas lojas” e inadimplência), além de queda do nível de alavancagem financeira.

**Suzano:** Apesar dos receios provenientes da adição de capacidade originada da nova fábrica da Asia Pulp and Paper (a qual anunciou que sua nova fábrica de celulose operará apenas para suprir a demanda interna da companhia, inicialmente), a Suzano tem avançado em produtividade, o que tem se refletido nos últimos resultados da companhia, nos quais é possível observar bons números em economia de custos e, por consequência, em expansão de geração operacional de caixa. Além disso, devido à sua alta correlação com o dólar, acreditamos que uma posição do portfólio em ações da companhia é uma boa forma de dirimir, mesmo que parcialmente, uma valorização repentina do dólar em relação ao real.

**Mills:** Apesar de ter apresentado resultados ruins nos últimos trimestres, a companhia tem avançado na otimização da sua estrutura de custos, fechando filias e avançando em iniciativas para gerar ganhos de produtividade. Além disso, a companhia identificou alguns sinais de estabilização de volumes e preços em alguns segmentos de atuação (como no negócio de Rental), o que deve começar a neutralizar o momento ainda fraco dos negócios em infraestrutura. Outro ponto positivo no *case* é a taxa de utilização dos equipamentos da empresa, hoje próxima de 50%, que implica rápida alavancagem de resultados, através de diluição de custos fixos, sem a necessidade de expansão da capacidade, em um cenário de retomada de crescimento do faturamento. Em meio ao novo cenário de investimentos em infraestrutura, com a saída de alguns grandes *players* (notadamente as grandes construtoras abaladas pela Lava Jato), o perfil das companhias do setor está mudando (fato que começa a ficar mais nítido com a entrada de empresas estrangeiras e de fundos de investimentos em concessões de aeroportos e rodovias) e a Mills se diz proativa na aproximação com esses novos *players*. Apesar da nossa visão construtiva de médio e longo prazo para a companhia, não esperamos grandes mudanças de resultados nos próximos dois trimestres, porém, acreditamos que o nível atual de preço, que embute um nível de geração de caixa nos próximos dois anos 50% inferior à média dos últimos cinco anos, é demasiadamente pessimista, o que abre uma possível boa oportunidade de investimentos para investidores com perfil de longo prazo.

## ▪ Ações retiradas

**Light:** Apesar de ainda vermos potencial no *case* de *turnaround* da Light, com potencial diminuição de alavancagem, através de aplicação do último reajuste tarifário e possível venda de sua participação na Renova, acreditamos que o futuro aumento de capital pode continuar impactando negativamente o preço das ações no curto prazo (assim como impactou em março).

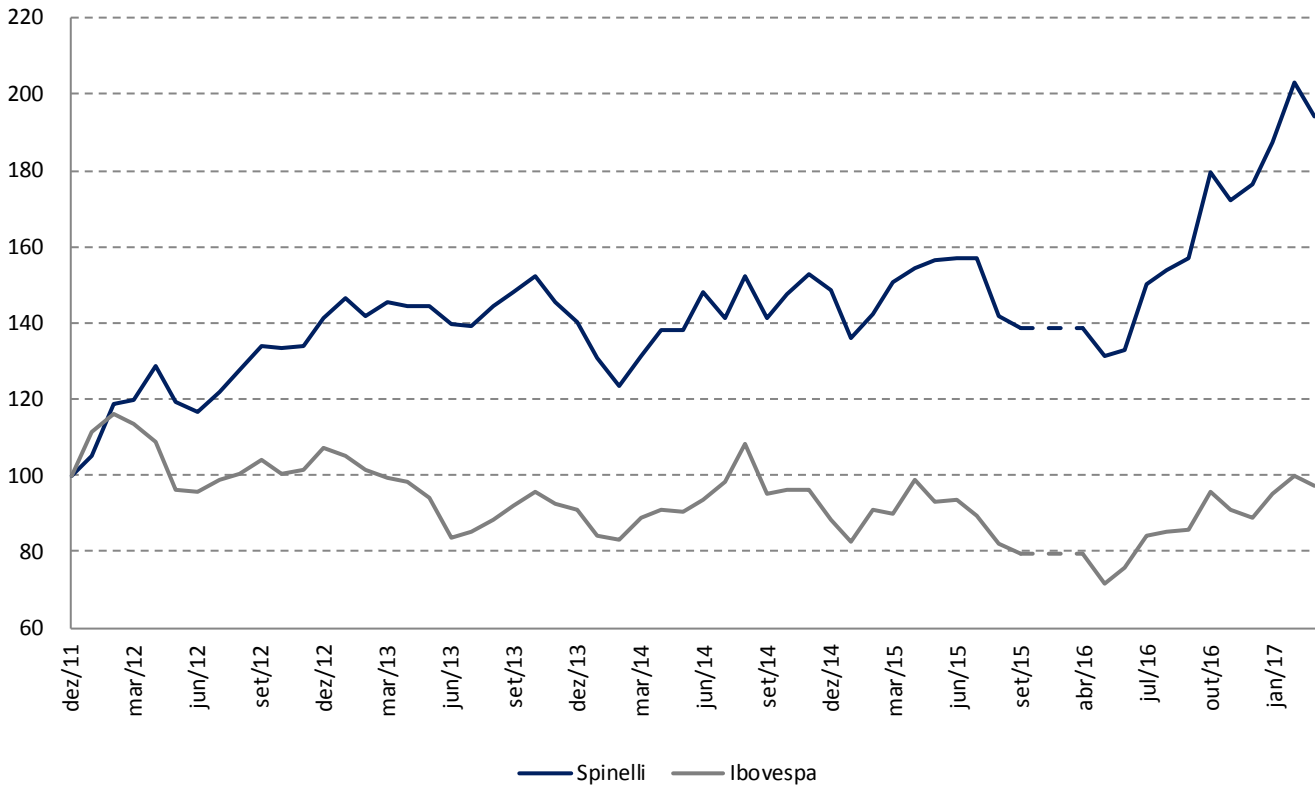
**Vale:** Em nossa opinião, mesmo com os temores relacionados à sustentabilidade dos preços do minério de ferro nos patamares atuais, acreditamos que, principalmente operacionalmente, a Vale deve continuar mostrando bons resultados, o que, alinhado às novas perspectivas de governança, pode impulsionar as ações nos próximos meses. Porém, acreditamos que o *rally* proveniente da eleição do presidente Donald

Trump, que deu substancial sustentação, nos últimos meses, para as cotações do minério de ferro, pode estar próximo do fim, após algumas quebras de expectativas em função de dificuldades na relação entre o presidente e o congresso americano. Por fim, optamos por diminuir nossa exposição a esse cenário, permanecendo apenas com Gerdau, que, em nossa opinião, apresenta outros fatores potencialmente impulsionadores para suas ações.

**Via Varejo:** Apesar de ainda gostarmos do *case* e acreditarmos que a reestruturação societária, na qual a Cnova Brasil está sendo integrada à Via Varejo, deverá gerar ganhos de sinergia significativos, os quais, em nossa visão, não foram totalmente precificados pelo mercado, acreditamos que, no curto e médio prazo, a companhia deve enfrentar desafios relevantes, principalmente do ponto de vista operacional, para efetivar a integração com a Cnova Brasil, o que pode culminar em resultados ainda pressionados no curto e médio prazo. Adicionalmente, dado o preço a que o Pão de Açúcar pretende vender a Via Varejo (segundo fontes de jornais), acreditamos que o *upside* potencial não compensa o risco de a operação não ser concretizada (o que foi o principal fator para a queda do preço da ação em março).

## 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%
2016 <sup>2</sup>	27,1%	11,7%	15,4%
jan/17	6,2%	7,4%	(1,2%)
fev/17	8,5%	4,9%	3,6%
mar/17	(4,3%)	(2,5%)	(1,8%)
2017	10,2%	9,8%	0,4%
<b>Acumulado</b>	<b>94,4%</b>	<b>(2,6%)</b>	<b>97,0%</b>

1. Considera apenas janeiro a setembro.

2. Considera apenas a partir de maio.

## Rentabilidade em março

Empresa	Código	Fech. 24/02/17 (R\$/ação)	Fech. 31/03/17 (R\$/ação)	Peso	Rentabilidade
Bradesco	BBDC4	33,40	32,38	12,0%	-3,1%
Itaú Unibanco	ITUB4	40,02	37,90	10,0%	-5,3%
Petrobras	PETR4	15,18	14,49	7,5%	-4,5%
Braskem	BRKM5	32,33	31,75	6,0%	-1,8%
Embraer	EMBR3	17,89	17,39	6,0%	-2,8%
Vale	VALE5	31,51	28,21	6,0%	-10,5%
BR Malls	BRML3	14,92	14,49	5,0%	-2,9%
BR Properties	BRPR3	9,45	9,16	5,0%	-3,1%
BTG Pactual	BBTG11	18,81	19,30	5,0%	2,6%
Direcional	DIRR3	5,63	5,60	5,0%	-0,5%
Fras-le	FRAS3	4,53	4,44	5,0%	-2,0%
Gerdau	GGBR4	12,95	10,89	5,0%	-15,9%
Light	LIGT3	22,32	19,76	5,0%	-11,5%
Rumo	RAIL3	8,58	8,55	5,0%	-0,3%
Via Varejo	VVAR11	11,80	10,37	5,0%	-12,1%
Magazine Luiza	MGLU3	208,11	177,10	2,5%	-14,9%
SLC Agrícola	SLCE3	17,20	17,82	2,5%	3,6%
Springs Global	SGPS3	8,11	9,36	2,5%	15,4%
<b>Carteira</b>					<b>-4,3%</b>
<b>Ibovespa</b>					<b>-2,5%</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

**Marcio Gomes, CNPI-T**  
[mbarreto@spinelli.com.br](mailto: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.