

## Carteira recomendada para janeiro de 2018

Empresa	Código	Fech. 28/12/17	Preço 52 semanas (R\$/ação)		Peso
		(R\$/ação)	Mínimo	Máximo	
Petrobras	PETR4	16,10	11,59	17,44	15,0%
Itaúsa	ITSA4	10,82	7,88	11,57	11,0%
Braskem	BRKM5	42,87	28,07	54,34	8,0%
Guararapes	GUAR3	150,04	57,52	168,50	8,0%
Cosan	CSAN3	41,50	29,91	43,50	7,0%
Rumo	RAIL3	12,97	6,00	13,57	7,0%
BTG Pactual	BPAC11	18,99	12,60	23,01	5,0%
Cielo	CIEL3	23,52	20,15	26,29	5,0%
Direcional	DIRR3	5,65	4,43	6,83	5,0%
JSL	JSLG3	8,25	6,05	10,18	5,0%
Mills	MILS3	4,12	3,26	5,32	5,0%
Sanepar	SAPR11	59,90	51,18	60,69	5,0%
Via Varejo	VVAR11	24,47	8,62	25,70	5,0%
CSN	CSNA3	8,38	5,97	12,97	5,0%
BRF	BRFS3	36,60	32,72	49,70	4,0%
<b>Ibovespa</b>	<b>IBOV</b>	<b>76.402</b>	<b>58.688</b>	<b>78.024</b>	<b>-</b>

Fonte: Bloomberg e Spinelli

### Principais *drivers* das recomendações

- **Ações mantidas**

**Petrobras:** Acreditamos que: (i) a gestão 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 desinvestimentos fazem com que a Petrobras continue sendo um investimento atrativo. Adicionalmente, a definição do contrato de cessão onerosa pode ser positiva para a ação (porém, há risco de o impacto ser negativo, dependendo do resultado, por isso esse não é um fator que levamos em consideração para a manutenção de PETR4 na carteira).

**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. Acreditamos também que a provável revisão do acordo de acionistas pela Petrobras e pela Odebrecht, o que facilitaria a venda das ações da Braskem detidas pelas duas, pode ser um *trigger* positivo, uma vez que vemos as questões de governança atreladas a esse acordo de acionistas como o principal motivo pelo qual BRKM5 ainda é negociada com significativo desconto em relação a seus *peers* globais.

**Guararapes:** Apesar da alta do preço das ações da Guararapes nos últimos meses, acreditamos ainda haver potencial de valorização de GUAR3. Como a companhia vem apresentando significativa melhora operacional, impulsionada pela reestruturação com forte foco em logística e em integração entre as lojas físicas e o *e-commerce*, acreditamos que as ações da Guararapes ainda apresentam patamar interessante de preços. Adicionalmente, como a companhia está mais correlacionada (tanto o preço de suas ações como sua operação) com as taxas de juros de curto prazo, enxergamos viés ligeiramente positivo para suas ações nos próximos meses, influenciado pelo afrouxamento monetário em curso promovido pelo Banco Central do Brasil e pela melhora dos índices de confiança do consumidor. Por último, GUAR3 ainda é negociada a múltiplos bastante descontados em relação aos de LREN3, o que, em nossa visão, torna-se cada vez mais injustificado, dadas as boas perspectivas da Guararapes.

**Cosan:** Apesar da recente alta nas últimas semanas, acreditamos que, aos preços atuais, a ação ainda está demasiadamente descontada. Além disso, a Cosan deve ser beneficiada pela nova política de preços da Petrobras e pelo alto grau de competitividade em relação aos seus concorrentes, o que tem elevado o *market share* da Raízen Combustíveis. A Cosan apresenta boa perspectiva de resultados no curto e médio prazos e por último, a companhia parece se aproximar do fim de seu processo de desalavancagem, que foi bem sucedido, tendo como última contribuição o recente contrato de venda de direitos creditórios referentes a ações judiciais da companhia, no valor de R\$1,3 bilhões, valor que se mostrou bastante surpreendente e expressivo.

**Rumo:** Acreditamos que o novo aumento de capital finalizado em outubro será bastante positivo para a companhia, uma vez que permitirá o pagamento de algumas dívidas caras que a Rumo detém e a redução de sua alavancagem financeira, que é superior a de *peers* internacionais. Adicionalmente, os resultados da empresa devem ser impulsionados por (i) avanço dos investimentos, que devem continuar beneficiando as margens da companhia, uma vez que os novos equipamentos são mais eficientes, (ii) queda das taxas de juros e (iii) forte safra de soja e milho também no segundo semestre de 2017. Adicionalmente, a renovação da Malha Paulista, apesar de provavelmente (não existe garantia de que será renovada, sendo esse o maior risco que vemos no *case*) vir a acontecer em 2018 (mais tarde do que o anteriormente previsto), ainda pode ser um *trigger* positivo para a ação, uma vez que pode levar, também, à liberação de financiamento pelo BNDES.

**Cielo:** As ações da Cielo vêm apresentando queda em função de incertezas regulatórias e da entrega de piores resultados, decorrentes da deterioração da economia (o que impactou negativamente o consumo e, conseqüentemente, as receitas da Cielo com tarifas, e implicou queda de receita com aluguel de POS, em função do fechamento de lojas de seus clientes) e do aumento da competição, o que vem pressionando para baixo as tarifas (em percentual do valor transacionado). Apesar do difícil momento atual, acreditamos que: (i) ao preço atual, CIEL3 está demasiadamente descontada, e (ii) com a retomada da economia interna, os resultados da companhia devem melhorar, o que pode impulsionar o preço da ação. Acreditamos que o resultado do 3T17, que provocou forte reação positiva do mercado, seja um primeiro indício de uma possível recuperação. Além disso, o volume do 4T 2017 pode surpreender positivamente devido ao maior volume de vendas neste Natal comparado as expectativas iniciais.

**Direcional:** Além de fatores macroeconômicos, especialmente o 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 (setor de 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 iniciativas da companhia, alterando seu foco de atuação para a faixa 2 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.

**JSL:** Em nossa visão, os valores pelos quais as ações da JSL estão sendo negociadas implicam uma avaliação demasiadamente pessimista do negócio de logística da companhia (que responde por aproximadamente 70% do EBITDA do grupo); aos valores atuais, o mercado atribui valor, praticamente, apenas à participação controladora de 62% que a companhia detém do capital da Movida (que representa aproximadamente 25% do EBITDA consolidado). Acreditamos que boa parte desse pessimismo se explica pelas preocupações em relação ao alto nível de alavancagem e de investimentos da JSL; porém, tanto o volume de investimentos quanto a alavancagem financeira devem ser reduzidos nos próximos trimestres, dado que a companhia está encerrando o ciclo de investimentos na operação.

Além disso, esperamos substancial aumento do lucro líquido consolidado em função da queda das taxas de juros, dado que a JSL está alavancada financeiramente e boa parte do seu endividamento (67%) é pós-fixado. Adicionalmente, o elevado grau de ociosidade da operação (que estimamos estar em 15% contra uma média histórica de 5%), implica significativo potencial de diluição de custos fixos conforme a receita da companhia cresça.

**Mills:** Apesar de ter apresentado resultados ruins nos últimos trimestres, a companhia tem avançado na otimização da sua estrutura de custos, fechando filiais 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 do *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 investimento em concessões de aeroportos e rodovias) o que torna 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 trimestres, porém, acreditamos que o atual preço, que embute um nível de geração de caixa nos próximos dois anos significativamente inferior à média dos últimos cinco anos, é demasiadamente pessimista, o que abre uma possível boa oportunidade de investimento para investidores com perfil de longo prazo.

**Sanepar:** Acreditamos que a efetivação do programa de *units*, que ocorreu em novembro, pode abrir espaço para uma reprecificação das *units* da Sanepar, uma vez que possibilitará alteração do Estatuto Social da companhia que garantirá o repasse integral dos reajustes tarifários definidos pela AGEPAR, dado que a não efetivação dos reajustes era o principal risco identificado pelo mercado.

**Via Varejo:** Acreditamos que a reestruturação societária iniciada em 2016, na qual a Cnova Brasil passou a ser integrada à Via Varejo, deverá gerar ganhos de sinergia significativos (conforme já vem sendo demonstrado nos últimos resultados). Em nossa visão, a evolução apresentada nos últimos resultados deixou mais claro que a reestruturação está surtindo efeito, fazendo com que fiquemos mais convictos de que a VVAR11 ainda está sendo negociada a múltiplos muito descontados, o que nos faz acreditar valer a pena correr o risco de possíveis impactos negativos relacionados a receios quanto à entrada da Amazon no *e-commerce* de eletrônicos no Brasil.

**BRF:** Com a queda do preço das ações da BRF em novembro, o que em nossa opinião foi injustificada, optamos por trocar BEEF3 por BRFS3. A companhia deve se beneficiar de: (i) retomada do consumo interno; (ii) melhora das margens da operação de frango, conforme o ciclo do mercado sai do pior momento (já indicado pelos últimos dados do setor); e (iii) queda ou estabilização do preço do milho.

## ▪ Ações incluídas

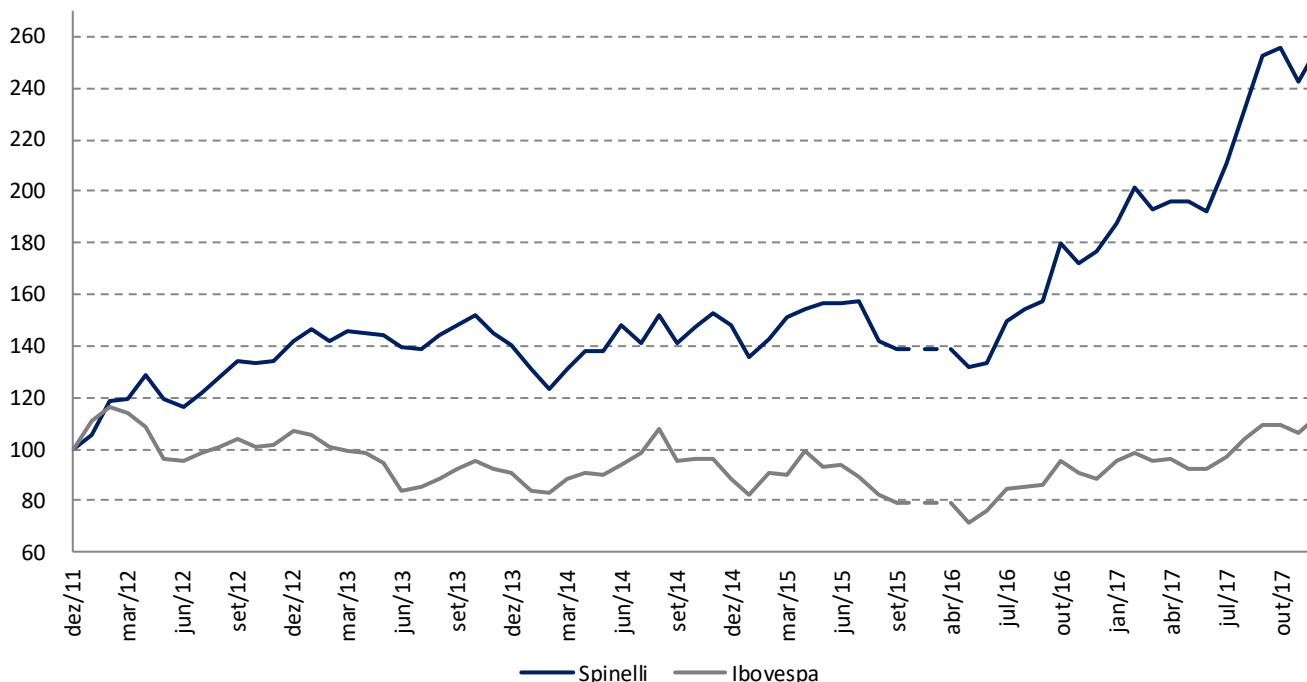
**CSN:** Acreditamos que a empresa se encontra em um nível atrativo de *valuation* comparado ao seus múltiplos históricos, o que abre uma possível boa oportunidade de investimento para investidores com perfil de longo prazo. Adicionalmente, acreditamos que no curto prazo a empresa poderá incorrer em alguns eventos positivos: i) conclusão do processo de alongamento de seu endividamento bancário; ii) reajuste do preços junto as montadoras para o ano de 2018, CSN e Usiminas estão pleiteando um aumento de aproximadamente 20%YOY; e iii) retomada do nível da atividade industrial partir de 2018, deve beneficiar a recuperação das margem líquida e geração de caixa da companhia – diluição de custos deve ser um grande driver para a futura melhora.

## ▪ Ações retiradas

**Magazine Luiza:** Após a forte alta do preço da MGLU3 em dezembro, em especial nos últimos dias, devido a superação de expectativa de vendas deste Natal enxergamos menor potencial de valorização e, assim, preferimos retirá-la da carteira para abrir espaço para outras ações com maior potencial de valorização.

## 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	7,7%	3,1%	4,6%
mar/17	(4,3%)	(2,5%)	(1,8%)
abr/17	1,5%	0,6%	0,9%
mai/17	0,2%	(4,1%)	4,4%
jun/17	(2,1%)	0,3%	(2,4%)
jul/17	9,6%	4,8%	4,8%
ago/17	10,0%	7,5%	2,5%
set/17	8,9%	4,9%	4,0%
out/17	1,3%	0,0%	1,3%
nov/17	(5,2%)	(3,1%)	(2,0%)
dez/17	5,2%	6,2%	(0,9%)
2017	44,6%	26,9%	17,8%
<b>Acumulado</b>	<b>155,1%</b>	<b>12,5%</b>	<b>142,6%</b>

## Rentabilidade em novembro

Empresa	Código	Fech. 30/11/17 (R\$/ação)	Fech. 28/12/17 (R\$/ação)	Peso	Rentabilidade
Petrobras	PETR4	15,38	16,10	15,0%	4,7%
Itaúsa	ITSA4	10,21	10,82	11,0%	6,0%
Braskem	BRKM5	44,14	42,87	9,0%	-2,9%
Guararapes	GUAR3	146,26	150,04	9,0%	2,6%
Cosan	CSAN3	35,83	41,50	7,0%	15,8%
Rumo	RAIL3	13,02	12,97	7,0%	-0,4%
BTG Pactual	BPAC11	19,00	18,99	5,0%	-0,1%
Cielo	CIEL3	22,79	23,52	5,0%	3,2%
Direcional	DIRR3	5,61	5,65	5,0%	0,7%
JSL	JSLG3	8,02	8,25	5,0%	2,9%
Mills	MILS3	4,42	4,12	5,0%	-6,8%
Sanepar	SAPR11	53,00	59,90	5,0%	13,0%
Via Varejo	VVAR11	21,77	24,47	5,0%	12,4%
Magazine Luiza	MGLU3	56,48	80,22	4,0%	42,0%
BRF	BRFS3	38,48	36,60	3,0%	-4,9%
<b>Carteira</b>					<b>5,2%</b>
<b>Ibovespa</b>					<b>6,2%</b>

Fonte: Bloomberg e Spinelli

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

**Glauco Legat, CFA, CNPI**

[glegat@spinelli.com.br](mailto:glegat@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:

(X) 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.

( ) 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.