

Brasil avançará favorecido pela recuperação global

Nataniel Cezimbra, CNPI
nataniel.cezimbra@bb.com.br

No início de 2013, o mercado estava mais otimista em relação ao Brasil. De acordo com o relatório Focus do Banco Central de 04.01.2013, as projeções de mercado assim estavam: crescimento em 3,26% (0,9% em 2012); taxa básica de juros (Selic) em 7,25% (igual ao fechamento de 2012) e IPCA (inflação) em 5,49% (5,73% em 2012).

Para 2014, o Brasil tende a ser beneficiado pelos avanços de seus dois maiores parceiros comerciais, a China e os EUA, além da Europa sair definitivamente do “fundo do poço”. Enfim, como o País terminou sofrendo impacto adverso enquanto o mundo desacelerava, tende a ser favorecido agora por um maior crescimento global. Mais uma vez, ao longo de 2013, as companhias domésticas seguiram efetuando novos alinhamentos em investimentos e custos, se ajustando às trajetórias do cenário mundial e doméstico. O relatório Focus do Banco Central, de 03.01.2014, com as projeções de mercado, indicou para este ano: IPCA (inflação) em 5,97%; taxa Selic em 10,50% a.a.; e PIB em +1,95%, além de investimento estrangeiro direto em US\$60 bilhões e câmbio médio em R\$2,40 (R\$2,16 em 2013).

O Ibovespa fechou 2013 em queda de 15,5%, aos 51.507 pts, descolado negativamente das bolsas de Nova York (2013: Dow Jones em +26,5%; S&P 500 em +30,8%; e Nasdaq em +38,3%). O índice foi abalado pela alteração da perspectiva da nota soberana do País de estável para negativa pela agência de internacional *rating* S&P, no dia 6 de junho (73% da perda no ano ocorreu neste mês). Ademais, impactaram negativamente questões envolvendo as empresas do chamado “grupo X”. De outra mão, a bolsa brasileira registrou ingresso líquido de capital externo de R\$11,746 bilhões no ano passado (+R\$1,82 bilhão em 2012, - R\$1,35 bilhão em 2011; +R\$5,96 bilhões em 2010; +R\$20,5 bilhões em 2009, e - R\$24,6 bilhões em 2008).

Para 2014, a bolsa brasileira alterou a metodologia do Ibovespa, sendo agora fundamentada no *free float* (ações em circulação) de cada ação e em sua cotação, podendo refletir mais o “momento” de mercado. Em um quadro geral, baseado nas expectativas de mercado, as empresas exportadoras tenderão a ser beneficiadas, entre outros fatores, pela desvalorização esperada na taxa de câmbio (tanto no final de período, como na média). Este ano, dentro dos setores, deve-se “peneirar” finamente os papéis, e os balanços finais divulgados pelas empresas, que deverão ocorrer principalmente em fevereiro até meados de março, como balizadores de posicionamentos mais agressivos por parte dos investidores, tanto domésticos, como estrangeiros.

Neste panorama geral, podem ser elencadas as seguintes premissas:

- O maior crescimento global induzirá a uma elevação de preços das *commodities* não-agrícolas e, em menor escala, das agrícolas, com suas cotações médias situando-se acima das cotações médias de 2013.
- Influenciados positivamente pelos eventos da Copa do Mundo de futebol e por perspectivas em relação à realização daqui a dois anos das Olimpíadas no Brasil, os investimentos em infra-estrutura deverão prosseguir dando suporte a investimentos de longo prazo.
- A indústria já sinalizou recuperação em 2013; as vendas no varejo tiveram um avanço menor do que 2012, mas, aparentando ser tão somente uma pausa momentânea; o setor de serviços prossegue em expansão; a taxa de desemprego média em seu mais baixo nível histórico; e a renda real, mesmo que avance de forma mais lenta, ainda estará em patamar recorde.

Enfim, um possível rebaixamento da classificação do Brasil, que ainda manterá seu “grau de investimento” em 2014, aparentemente, “já está no preço”, como se diz no jargão de mercado. Assim, a projeção do Ibovespa para o final de 2014 é de cerca de 65.000 pontos, ou seja, um potencial de valorização de 26,2% em relação ao fechamento de 2013, de 51.507 pts.

| Ticker | IBOV |
|---------------------------------|--------|
| Preço de Mercado em 30/12/2013 | 51.507 |
| Preço-Potencial para 30/12/2014 | 65.000 |
| Potencial de Valorização | 26% |

Fonte: Ibovespa e Estimativas BB Investimentos

| Setor | Viés | Top Picks |
|------------------------------|----------|--------------------------------------|
| Agronegócios | Positivo | JBS, M. Dias Branco, Minerva |
| Bancos | Positivo | Itaú |
| Indústrias e Small Caps | Positivo | Anhangüera, Tupy |
| Construção Civil | Neutro | MRV, Cyerla, Gafisa |
| Logística e Transportes | Positivo | GOL, Embraer |
| Mineração | Positivo | Usiminas, Vale |
| Papel e Celulose | Positivo | Suzano |
| Petróleo, Gás e Petroquímico | Neutro | - |
| Serviços Financeiros | Positivo | Cielo, Smiles |
| Siderurgia | Positivo | Gerdau |
| Infraestrutura e Concessões | Positivo | Arteris, CCR |
| Varejo e Consumo | Positivo | Raia Drogasil, Magazine Luiza |

Macroeconomia

Nataniel Cezimbra, CNPI
nataniel.cezimbra@bb.com.br

Hamilton Moreira Alves
hmoreira@bb.com.br

Andre Ferreira
andre.ferreira@bb.com.br

Perspectiva Global

A economia global deverá acentuar sua recuperação ao longo de 2014, capitaneada pelo avanço dos Estados Unidos. Entre os emergentes, a China deverá se beneficiar desta recuperação norte-americana, assim como o Japão, que já havia implementado injeção de liquidez em sua economia em 2013. Na Europa, a Alemanha deverá apresentar melhores resultados e os demais países continuarão a se recuperar, mesmo sem mostrarem resultados mais robustos. Neste cenário mundial mais favorável, o Brasil será beneficiado, lembrando que seus dois maiores parceiros comerciais são China e EUA.

Para o ano de 2014, a economia global deverá apresentar crescimento maior do que em 2013, embora ainda existam desafios a serem superados. A tabela abaixo contém as projeções do Banco Mundial de seu último relatório (14.01.2014), no qual, inicialmente, já prevê um crescimento neste ano para o Brasil acima do ano passado.

| | Mundo | Brasil | EUA | China | Zona Euro | África do Sul | Argentina | Índia | Japão | México |
|------|-------|--------|-----|-------|-----------|---------------|-----------|-------|-------|--------|
| 2012 | 2,5 | 0,9 | 2,7 | 7,7 | -0,6 | 2,5 | 1,9 | 5,0 | 1,9 | 3,9 |
| 2013 | 3,0 | 2,2 | 1,8 | 7,7 | -0,4 | 1,9 | 5,0 | 4,8 | 1,7 | 1,4 |
| 2014 | 3,2 | 2,4 | 2,8 | 7,7 | 1,1 | 2,7 | 2,8 | 6,2 | 1,4 | 3,4 |
| 2015 | 3,4 | 2,7 | 2,9 | 7,5 | 1,4 | 3,4 | 2,5 | 6,6 | 1,2 | 3,8 |
| 2016 | 3,5 | 3,7 | 3,0 | 7,5 | 1,5 | 3,5 | 2,5 | 7,1 | 1,3 | 4,2 |

Nos EUA, as melhores condições do mercado de trabalho e do setor imobiliário deverão continuar a servir de alicerce para o maior avanço de 2014. O Fed (Banco Central) informou que a partir de janeiro iniciará uma gradual redução de US\$10 bilhões em compras mensais de títulos de seu programa de estímulos (QE3) de US\$85 bilhões mensais, podendo ampliá-la ou reduzi-la, de acordo com a evolução das condições econômicas. Vale lembrar que o órgão estabeleceu patamares para pensar em alterar a sua atual política monetária (juros entre zero e 0,25%), que é a taxa de desemprego recuar para 6,5% (fechou dezembro em 6,7%) e a inflação (PCE - núcleo) em 2,0% (1,1% em novembro).

A China deverá promover um conjunto de reformas econômicas e sociais até o ano de 2020, que tem como objetivo principal a concessão aos mercados de um papel mais decisivo na alocação de recursos. Na agenda estão: medidas de liberalização de preços (energia, recursos e do mercado financeiro), a abertura do mercado à concorrência privada e estrangeira, reformas das empresas públicas (SOE - *state-owned enterprises*), reformas fiscais e melhorias no processo de urbanização, de forma a permitir sua transição para uma economia com patamar de serviços e consumo mais próximo das economias ocidentais desenvolvidas. A meta de crescimento que foi anteriormente determinada em 7,5% pelo governo, tende a ser suplantada.

Bolsa

O Ibovespa terminou 2013 em 51.507 pts, com queda de 15,5% sobre os 60.952 pts do final de 2012. A máxima anual foi de 63.472 pts, em 3 de março. A partir daí, declinou até tocar em sua mínima anual em 5 de julho, aos 44.107 pts. O índice entrou em trajetória ascendente até o final de outubro, quando iniciou nova correção de preços, até o término do ano. O último trimestre de 2013 se destacou por importantes eventos, como a questão fiscal dos EUA, que levou à paralisação do governo daquele país por mais de 20 dias em outubro (em 30 de setembro, o Congresso norte-americano não aprovou o orçamento federal). O mercado também operou constantemente em função de especulações sobre a possível redução dos estímulos pelo Fed, que acabou se concretizando em sua reunião (FOMC) de 18 de dezembro, devido, principalmente, à melhoria das condições do mercado de trabalho e aos dados do PIB do 3T13 (T/T), que mostrou elevação de 4,1%, versus expectativa de +3,6%, que já havia sido revista de +2,8%, ante a projeção inicial de +2,0%.

Domesticamente, em 2013, o destaque positivo ficou com as ações do setor de educação e o negativo com o setor de construção civil. No Ibovespa, as ações com melhores desempenhos no ano foram: Kroton (KROT3: +73,2%), Braskem (BRKM5: +64,1%), Tim Participações (TIMP3: +56,1%), JBS (JBSS3: 47,6%) e Estácio Part. (ESTC3: +47,6%). Já as piores performances foram: Brookfield (BISA3: -66,4%), Rossi Resid. (RSID3: -55,2%), Marfrig (MRFG3: -52,8%), Oi (OIBR4: -49,4%) e Prumo (LLXL3: -46,4%). Já entre as *blue chips*, a Vale PNA N1 (VALE5: -15,2%) teve baixa semelhante ao Ibovespa, enquanto a Petrobras PN (PETR4 -9,0%) performou melhor. O giro médio diário da Bovespa em 2013 foi de R\$7,40 bilhões (R\$7,25 bilhões em 2012; R\$6,49 bilhões em 2011 e R\$6,48 bilhões em 2010).

O desempenho favorável das empresas exportadoras também foi destaque da bolsa em 2013 e deverá prosseguir de modo semelhante em 2014, principalmente, se a trajetória do câmbio continuar a favorecê-las. No Ibovespa, os setores que mais contribuíram positivamente foram: siderurgia, educação e papel e celulose. Já os setores com maiores participações negativas foram: construção civil, mineração e consumo. De outra mão, os direcionadores internos para 2014 continuam sendo o desemprego em baixo patamar, a manutenção da renda em nível elevado, o avanço maior do varejo, a ampliação crédito privado, bem como, a melhoria das *commodities* no mercado internacional.

Para 2014, neste cenário, no qual o possível rebaixamento do Brasil já está, basicamente, precificado, as perspectivas de reação da economia doméstica, associada às recentes melhorias nos EUA - que influenciará positivamente a China, o Japão e a Europa, tenderão a alavancar a bolsa brasileira. De outra mão, a liquidez externa deverá prosseguir elevada, mesmo com a decisão do Fed de iniciar a redução gradual do programa de estímulos. Também, ainda existe possibilidade do BCE (Banco Central Europeu) efetuar uma nova rodada de estímulos e se utilizar de taxas de depósito negativas, bem como o BoJ (Banco do Japão) expandir seu atual programa de compras de ativos. Portanto, em algum momento ao longo deste ano, a melhoria do fluxo para o mercado acionário brasileiro deverá trazer tanto valorização para o índice doméstico, quanto favorecer novas emissões de ações, tanto por meio de IPO (oferta inicial), como de *follow-on* (ofertas adicionais).

A estimativa para o Ibovespa no final de 2014 é de cerca de 65.000 pts, valorização potencial de 26% em relação ao fechamento de 31 de dezembro de 2013, de 51.507 pts.

Nataniel Cezimbra, CNPI
nataniel.cezimbra@bb.com.br

Luciana de Carvalho
Luciana_cvl@bb.com.br

Marcio de Carvalho Montes
mcmontes@bb.com.br

Top Picks: JBS, M. Dias Branco e Minerva

- Boas safras nos Estados Unidos afetam preços globais do milho e diminuem custos da pecuária
- Mercado asiático fortalece ganhos em proteínas animais
- Safra recorde no hemisfério sul pode afetar cotações das commodities agrícolas

| | Nome | Tipo | Cod. | Preço em 31/12/2013 | Variação 2013 (%) | Valor de Mercado (R\$ mm) | P / E 2013 (E) | P / E 2014 (E) | EV/EBITDA 2013 (E) | EV/EBITDA 2014 (E) |
|--------------|----------------|------|-------|---------------------|-------------------|---------------------------|----------------|----------------|--------------------|--------------------|
| Agronegócios | BRF Foods | ON | BRFS3 | R\$ 48,83 | -11,24 | 37.719 | 24,39 | 18,21 | 11,64 | 9,68 |
| | JBS | ON | JBSS3 | R\$ 8,77 | 1,14 | 25.435 | 20,38 | 16,83 | 9,15 | - |
| | M. Dias Branco | ON | MDIA3 | R\$ 100,00 | -4,00 | 10.891 | 20,88 | 18,45 | 16,09 | 14,25 |
| | Marfrig | ON | MRFG3 | R\$ 4,00 | 12,50 | 2.341 | - | 5,00 | 4,03 | - |
| | Minerva | ON | BEEF3 | R\$ 1150 | 0,78 | 1.669 | 12,45 | 8,14 | 6,13 | - |
| | SLC Agrícola | ON | SLCE3 | R\$ 20,40 | -4,61 | 1.918 | 17,17 | 13,25 | 9,09 | 7,98 |
| | Cosan | ON | CSAN3 | R\$ 39,58 | -3,92 | 15.395 | 20,09 | 16,37 | 7,55 | 5,85 |
| | Sao Martinho | ON | SMTO3 | R\$ 28,70 | -5,68 | 3.038 | 24,78 | 14,52 | 6,08 | 4,77 |
| | Tereos | ON | TERI3 | R\$ 2,49 | -2,81 | 1.979 | 16,60 | 8,11 | 5,76 | - |

Retrospectiva 2013

A atividade econômica global e principalmente local durante 2013 afetaram o mercado acionário brasileiro como um todo, sendo que o Ibovespa fechou dezembro/13 aos 51.507 pontos, queda anual de 15,5%. Os papéis do setor de agronegócios apresentaram desempenho misto durante o período, sendo: Biosev -34,6%, BRF +18,4%, Fertilizantes Heringer -32,8%, JBS +47,6%, M. Dias Branco +29,4%, Marfrig -52,8%, Minerva +2,3%, São Martinho +3,6%, SLC Agrícola +3,7%, Tereos -18,2%.

No caso da Biosev, as geadas no Mato Grosso do Sul, a alta de apenas 1,9% no preço do açúcar cristal no ano e a política quanto ao preço dos combustíveis afetaram as expectativas da companhia; a Heringer continua enfrentando a forte concorrência, obrigando a redução das margens da empresa. No caso da Marfrig, a elevação do endividamento da companhia afetou o fluxo de caixa, ocasionando reação negativa do mercado. Os papéis com melhor *performance* foram os da JBS, BRF e M. Dias Branco, devido aos fundamentos de rentabilidade, elevação de receitas e ganhos operacionais, além de melhora do fluxo de caixa.

Com produção nacional e exportações recordes, o setor do agronegócio brasileiro teve, no geral, um ano positivo. Contudo, fatores internos como a seca no nordeste, geadas no Mato Grosso do Sul e a lagarta *helicoverpa armigera* causaram perdas na produção e aumento de custos aos produtores; dentre os fatores externos, temos a recuperação das culturas nos Estados Unidos como principal causador da acentuada queda nas cotações do milho durante o ano (-22,6%), causando baixas significativas aos produtores do cereal. Por outro lado, essa queda proporcionou redução de custos aos produtores de proteínas animais.

O ano foi favorável à pecuária nacional. Dados do MAPA (Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento) mostram que a quantidade de bovinos abatidos de janeiro a novembro superou em 2,6% os números de 2012. Destacaram-se no segmento o preço do boi gordo, que ultrapassou níveis nominais históricos e a queda dos custos dos grãos. A desvalorização cambial proporcionou continuidade ao crescimento das vendas externas brasileiras de carne bovina in natura. Segundo dados da Secex, esse aumento foi de 25% em relação ao ano de 2012. Durante o ano ocorreram embargos pontuais de alguns países, em especial da Rússia, os quais foram compensados pelo aumento da demanda internacional, advindas principalmente da Ásia e Oriente Médio.

No caso do setor sucroalcooleiro, os dados do CEPEA/ESALQ indicam que os preços do açúcar mantiveram-se estáveis durante 2013, porém, nos menores patamares das últimas quatro décadas, afetados pelo baixo

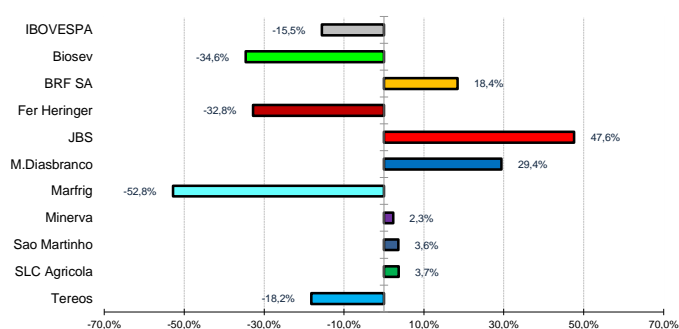
crescimento da economia. Na comparação com 2012, houve alta de 1,9%, com a saca de 50 Kg fechando o ano cotada a R\$ 51,23 em São Paulo. Segundo informações da Unica - União da Indústria de Cana-de-açúcar, a produção de açúcar totalizou 38,2 milhões de toneladas em 2013, ante 34,1 milhões de toneladas em 2012, aumento de 12% no período; a produção total de Etanol atingiu 23,2 milhões de metros cúbicos, sendo 9,8 milhões de metros cúbicos de Etanol Anidro e 13,4 milhões de metros cúbicos de Etanol Hidratado.

Segundo os últimos dados divulgados pela Conab – Companhia Nacional de Abastecimento, a produção de grãos na temporada 2012/13 totalizou 186,8 milhões de toneladas, ante 162,1 milhões de toneladas da safra 2011/12, aumento de 15,2%; a área plantada foi em torno de 55,2 milhões de hectares e as culturas de feijão (3,2 mm/há), milho (15,4 mm/há) e soja (29,5mm/há), somadas, representaram 85,2% da área plantada e as produções de feijão com 2,8 milhões de toneladas, milho com 81,0 milhões de toneladas e soja com 81,5 milhões de toneladas representaram 86,9% da produção brasileira.

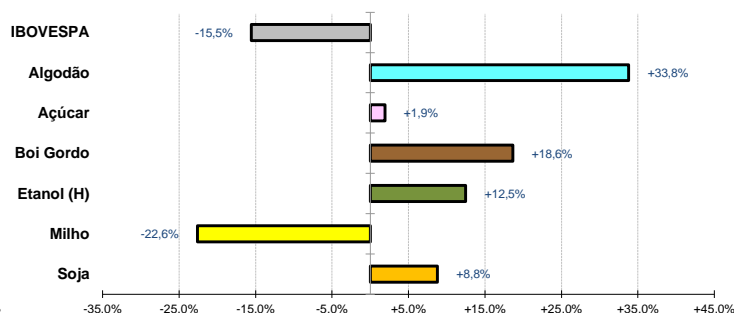
Em termos de preços, os dados do CEPEA/ESALQ apontam para um arrefecimento nas cotações da soja que, apesar disso, manteve aumento anual de 8,8%, fechando a R\$ 77,25 a saca de 60kg; a continuidade da queda das cotações do milho, que fechou o ano a R\$ 26,54 a saca de 60kg – queda de 22,6%, devido principalmente à recuperação da cultura do milho nos Estados Unidos, cotações do boi gordo fechando 2013 a R\$ 114,76 a arroba - alta de 18,6% no ano e etanol hidratado a R\$ 1,2758 o litro – alta de 12,5% no ano.

Varição de Preços das Ações / Commodities durante o ano

Empresas



Commodities



Perspectivas

O arrefecimento da taxa de expansão da economia brasileira e a alta dos índices inflacionários, além do risco de rebaixamento da nota de crédito do Brasil elevaram a aversão ao risco dos investidores no início do ano, o que causou queda do mercado acionário durante o início de 2014. Quanto ao agronegócio, as projeções indicam novos recordes para a produção nacional. As novas negociações com a China deverão favorecer o setor exportador brasileiro e mais especificamente as culturas de algodão, soja e milho. Os preços do milho tendem à estabilização; o aumento da área plantada de soja e a demanda mundial pela oleaginosa favorece, senão a estabilização, uma queda menos acentuada nos preços. A ausência de problemas climáticos no país e o esperado aumento do preço dos combustíveis tendem a favorecer as vendas tanto do etanol anidro quanto do etanol hidratado, proporcionando recuperação das margens dos produtos.

Os últimos dados divulgados pela Conab – Companhia Nacional de Abastecimento apontam produção de 196,7 milhões de toneladas para a safra 2013/14, sendo a soja a cultura de maior crescimento (10,8%), com estimativa de colheita de 90,3 milhões de toneladas. No caso do milho, a estimativa de produção é de 79,0 milhões de toneladas. Para o algodão, a Anea - Associação Nacional dos Exportadores de Algodão estima área plantada de 1,1 milhão de hectares e produção de 1,6 milhão de toneladas, 300 mil toneladas a mais do que a safra 2012/13.

As baixas nas cotações do milho levaram muitos agricultores a migrarem para a cultura da soja, que paga melhores preços. Contudo, a maior área cultivada da oleaginosa, a recuperação da agricultura dos Estados Unidos e a grande produtividade esperada na América do Sul para a safra 2013/14, devem pressionar os preços da soja, podendo causar algum desalento àqueles que esperam recuperar prejuízos da safra de milho 2012/13 com a safra de soja 2013/14. Entretanto, a demanda mundial da oleaginosa e a possibilidade de maiores exportações ao mercado chinês deverão colaborar para que os preços não sejam afetados com intensidade semelhante aos do milho.

Na pecuária, a crescente demanda por proteína animal, diretamente relacionada à melhora das condições econômicas globais devem elevar as margens dos produtos e proporcionar incremento nas exportações brasileiras.

Corroboram com esta perspectiva positiva para o setor de frigoríficos brasileiro, os dados do Departamento de Agricultura dos Estados Unidos (USDA), segundo os quais, devido aos problemas climáticos enfrentados pelo país em 2012, poderá haver redução 5,4% na produção de carne bovina norte americana, limitando-a a 11,03 milhões de toneladas.

Riscos:

- Redução da nota de risco de investimento do país, que afetará o mercado acionário como um todo;
- Política de preços dos combustíveis e mix de etanol anidro à gasolina, que poderá implementar ou limitar as margens de rentabilidade do produtor;
- Área plantada e produtividade das culturas nos Estados Unidos, que exercerá pressão nos preços dos grãos, podendo comprometer as margens dos produtores;
- Fatores climáticos adversos que possam afetar as safras agrícolas nacionais;
- Companhias com maior grau de alavancagem podem ter custo de captação elevado em cenário de restrição de liquidez e de piora do risco soberano;
- Limitações nas negociações internacionais de grãos e proteínas animais, em especial as negociações em desenvolvimento com os países asiáticos.

Empresas que ganham com o cenário exposto: JBS, M Dias Branco e Minerva

Em 2013 o setor de frigorífico, em termos de mercado, foi afetado por três fatores: 1) preço mais alto do boi gordo, com alta de 18,7%, fechando em R\$ 114,79 a arroba, contra R\$ 96,74 (18,6%) em 2012; 2) elevação do volume exportado de carne bovina, que somou 1,5 milhão de toneladas, uma alta de 19,4% em relação a 2012, e um aumento do faturamento, que somou US\$ 6,6 bilhões (13,9% a mais que 2012), mostrando forte demanda no mercado asiático (Hong Kong) e Rússia; e 3) média da taxa de câmbio em 2013 acima do ano anterior, saindo de R\$ 2,08 para R\$ 2,35, valorização de 13% do dólar, ampliando a competitividade da carne bovina no mercado externo.

Embora os principais *drivers* do setor tenham sido positivos no ano, os papéis do setor refletiram com maior peso os fundamentos de cada companhia, tendo a JBS entre os frigoríficos a maior valorização, 48,9% no ano, preço no fim do ano de R\$ 8,77 (nosso preço alvo estimado de R\$ 8,80 para jbs3 em agosto de 2013), principalmente com a percepção dos investidores de agregação de valor à companhia após aquisição da Seara, ainda que a custo de um perfil de endividamento maior. Outros fatores para a valorização de JBS foram: a sustentação do crescimento de receitas (21,9% LTM) e margem bruta (12%LTM), incremento da margem operacional em relação aos últimos dois anos (6,2% LTM), aumento do retorno sobre o capital (7,7% LTM) e, sobretudo, elevação do caixa operacional e do caixa livre da empresa, além de maior lucratividade (lucro líquido de R\$ 852 milhões LTM contra R\$ 718 milhões em 2012).

Por sua vez, o preço da ação de Minerva ficou pressionado durante boa parte do ano quando atingiu a mínima de R\$ 8,70, após fechamento de R\$11,24 no final de 2012. No ano o papel fechou estável em R\$ 11,50 (nosso exato preço alvo estimado em agosto de 2013 para beef3). Este movimento ocorreu devido à volatilidade dos resultados trimestrais, que acumulam um prejuízo de R\$ 208 milhões, elevação do endividamento da empresa (3,4x dívida líquida/Ebitda no 3T13 contra 2,9x no 4T12), peso dos resultados financeiros nos últimos trimestres (negativo em R\$ 648 milhões LTM) e estabilidade da geração de caixa operacional e de investimento. Ainda que a empresa mostrou uma dinâmica excelente de crescimento de receita (26,4% YoY) e de sustentação de margem operacional (Ebitda de 10,4% LTM contra 10,7% em 2012) e de margem bruta (20,4% LTM contra 20,9% em 2012). Embora o grande impulsionador na recuperação de valor da companhia foi a compra dos ativos de carne da BRF em novembro por R\$ 279 milhões com emissões de novas ações.

No que refere-se a Marfrig, a companhia apresentou queda significativa no seu valor de mercado. O papel iniciou o ano cotado a R\$ 8,83 e fechou em R\$ 4,00, devido principalmente os efeitos da reestruturação da companhia, que culminaram com a assunção da Seara e Zenda em junho por R\$ 5,850 bilhões pela JBS. A empresa fechou o 3T13 com um prejuízo acumulado nos últimos 12 meses de R\$ 1,114 bilhões, e uma geração negativa de caixa operacional de R\$ 430 milhões, com redução de rentabilidade, do resultado operacional e uma estrutura de capital adversa (4,8X dívida líquida/Ebitda). Acreditamos que a companhia está endereçando com sucesso grande parte dos desafios enfrentados em 2013. Estamos revisando nosso preço-alvo de Marfrig neste momento.

Em relação ao setor de avicultura, os dados de produção de frango mostram queda de 2,6% em relação a 2012, totalizando 12,3 milhões de toneladas. Por sua vez, as exportações de carne frango atingiram 3,9 milhões de toneladas somando US\$ 7,9 bilhões (3,4% YoY). Segundo, a UBABEF, 2014 pode ter um crescimento de produção entre 3% e 4%, e um volume próximo a 12,7 milhões de toneladas. Em relação às exportações, a entidade espera um crescimento entre 2% e 2,5% sobre os volumes embarcados de 2013, principalmente devido a demanda do mercado chinês e habilitação de mais plantas para exportação à este mercado.

A ação de BRF até o 3T13 apresentou uma valorização 27% atingindo R\$ 54,00 contra R\$ 42,19 no início do ano. Porém após o resultado do trimestre, em que o volume de vendas caiu nos principais segmentos da companhia e a receita líquida mostrou leve arrefecimento na taxa de crescimento, a ação recuou 8,8% fechando o ano cotado a R\$ 49,25. Ademais, as incertezas sobre a implementação da estratégia de expansão internacional, impacto do corte no portfólio de produtos e mudanças de executivos trouxeram ruídos ao preço do papel. Em nossa visão a BRF fortaleceu seus fundamentos financeiros em 2013 devido: ao aumento da lucratividade (R\$ 1,4 bilhões LTM contra R\$ 813 milhões), margens melhores (bruta: média de 24,6% no ano contra 22,6% em 2012; Ebitda: 10,6% em 2013 contra 8,3% em 2012), maior geração de fluxo de caixa de R\$ 1,2 bilhões LTM contra R\$ 70 milhões em 2012, e redução do endividamento (2,2X dívida líquida/Ebitda contra 3X no final de 2012). Estamos revisando preço-alvo da companhia neste momento.

Por último, a M Dias Branco teve incremento de seu valor de mercado em 28%, sendo cotada a R\$ 100,00 contra R\$ 78,09 no final de 2012, devido à significativa geração de fluxo de caixa para a empresa, sustentação de margens em níveis atrativos, baixa alavancagem financeira e intenso crescimento do resultado operacional nos últimos trimestres. Estimamos um lucro líquido de R\$ 560 milhões em 2013 e R\$ 682 milhões para 2014, e Ebitda de R\$ 744 milhões e R\$ 910 milhões respectivamente. A companhia é nossa principal *top pick* com preço alvo de R\$ 115,00 para o final de 2014, devido principalmente ao crescente ganho de *market share* nos últimos anos, expansão orgânica em mercados do sudeste e centro-oeste, maior verticalização industrial com ganhos em eficiência, e lançamento de novos produtos.

Nataniel Cezimbra, CNPI
nataniel.cezimbra@bb.com.br

Carlos Daltozo
daltozo@bb.com.br

Top Picks: Cielo, Itaú e Smiles

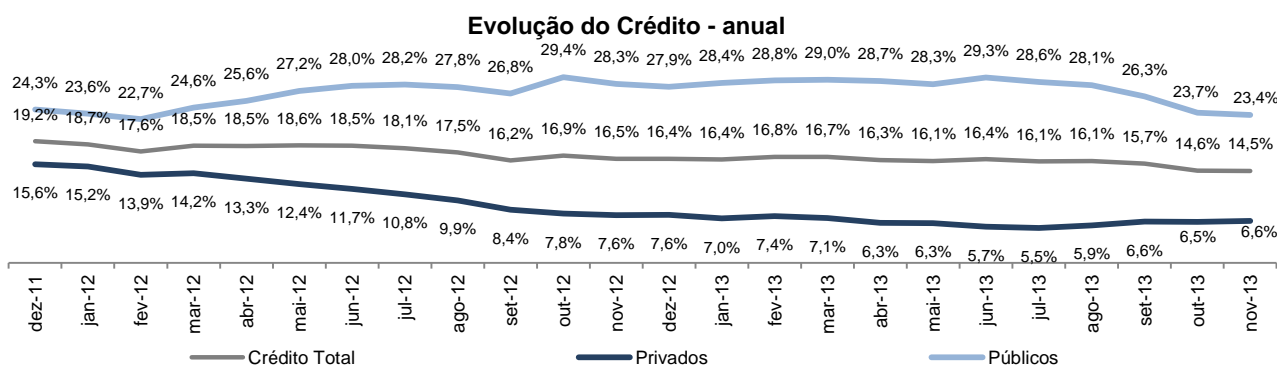
- Crédito continuará seu declínio no ritmo de crescimento, mas ainda com avanço de dois dígitos
- Inadimplência sob controle provocará queda nas despesas de provisão
- Mercado de meios de pagamentos eletrônicos deverá apresentar maior concorrência em 2014
- Programas de fidelidade manterão forte ritmo de crescimento

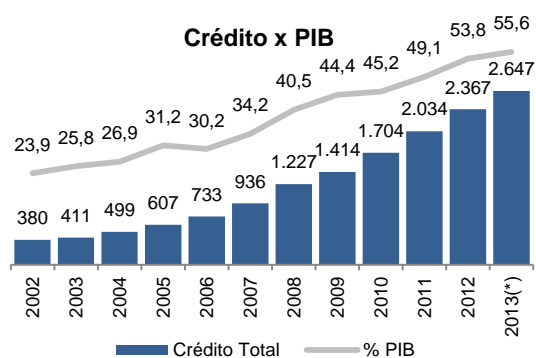
| Bancos e Serviços Financeiros | Nome | Tipo | Cod. | Preço em 31/12/2013 | | Valor de Mercado (R\$ mm) | P / E | | EV/EBITDA | |
|-------------------------------|--------------|--------|---------|---------------------|-------------------|---------------------------|----------|----------|-----------|----------|
| | | | | R\$ | Variação 2013 (%) | | 2013 (E) | 2014 (E) | 2013 (E) | 2014 (E) |
| | Abc Brasil | PN | ABCB4 | R\$ 12,26 | -2,87 | 1764 | 6,00 | 5,11 | 0,91 | 0,83 |
| | Bradesco | PN | BBDC4 | R\$ 29,07 | -5,64 | 119.822 | 10,08 | 9,10 | 1,83 | 1,62 |
| | Btg Pactual | UNT | BBTG11 | R\$ 27,34 | -4,50 | 3.016 | 10,11 | 8,75 | 2,03 | 1,72 |
| | Bicbanco | PN | BICB4 | R\$ 7,40 | 1,22 | 2.190 | 6,50 | 4,94 | 0,66 | 0,61 |
| | Banrisul | PNB | BRSR6 | R\$ 12,60 | -5,63 | 4.926 | 7,53 | 6,81 | 1,33 | 1,19 |
| | Daycoval | PN | DAYC4 | R\$ 8,00 | -4,87 | 1.850 | 6,64 | 6,43 | 1,04 | 1,05 |
| | ItaúUnibanco | PN | ITUB4 | R\$ 31,34 | -2,35 | 145.635 | 10,26 | 8,93 | 1,84 | 1,82 |
| | Santander BR | UNT N2 | SANB 11 | R\$ 12,19 | 4,42 | 49.530 | 9,52 | 8,61 | 1,01 | 0,95 |
| | BMF Bovespa | ON | BVMF3 | R\$ 11,06 | -8,05 | 19.377 | 14,99 | 13,22 | 1,17 | 1,16 |
| | Cielo | ON | CIEL3 | R\$ 65,65 | 1,29 | 52.242 | 17,55 | 15,97 | 18,73 | 15,70 |

Retrospectiva 2013

Em 2013 presenciamos mais um ano desafiador para o setor bancário, com os bancos privados ainda seletivos na concessão de crédito e os bancos públicos conquistando terreno no primeiro semestre. No segundo semestre de 2013, com os bancos públicos diminuindo o ritmo de crescimento de suas carteiras de crédito, os grandes players privados voltaram a conquistar terreno e apresentaram uma ligeira aceleração na variação anual de crescimento de suas carteiras de crédito, o que diminuiu o gap com os bancos públicos, mas ainda estão muito distantes (23,4% versus 6,6%).

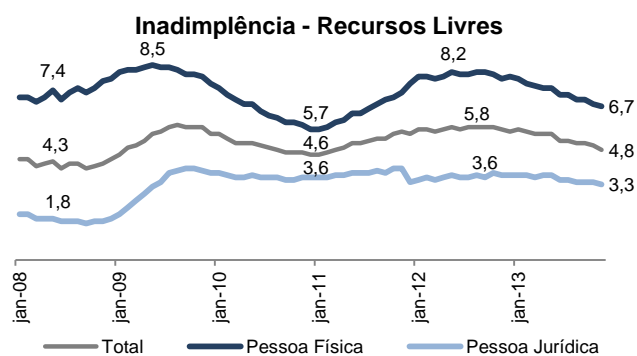
A mudança na trajetória da Selic, que acentuou a alta no segundo semestre, ajudou na recomposição dos spreads, porém o spread global ainda continua pressionado, uma vez que os bancos optaram pelo crescimento em linhas de menor risco e menor spread, como é o caso de linhas de crédito consignado e imobiliário. A inadimplência continuou em queda, principalmente no segmento de pessoas físicas, que após atingir o pico de 8,2% em abril de 2012, chegou a 6,7% em novembro de 2013 nos recursos livres, apesar do endividamento das famílias continuarem em um patamar elevado,





(*) dados até novembro/2013

Fonte: Banco Central e BB Banco de Investimento



Serviços Financeiros – Em 2013 iniciamos cobertura de Multiplus e Smiles, porém as duas apresentaram desempenhos distintos na Bovespa. Enquanto a Smiles (+51,6%), que abriu capital em abril, apresentou uma trajetória de alta desde o início, a Multiplus (-34,2%) passou por um ano de realização. Dois fatores impactaram negativamente a companhia, o primeiro foi a decisão do Itaú de inflacionar a relação de troca de pontos para seus correntistas e o segundo foi o anúncio de follow-on. Estes dois fatores evidenciaram dois dos principais riscos do negócio, a queda de braço com os bancos, que correspondem a aproximadamente 80% da receita dos programas de fidelidade, e o conflito de interesses entre as companhias e seus controladores. Estes fatores, que ocorreram antes da abertura de capital da Smiles, e ajudam a explicar, em partes, o bom desempenho do papel na bolsa, pois os principais riscos do negócio foram precificados antes do IPO. Outra empresa de nosso universo de cobertura, a Cielo (+44,1%), apresentou mais um ano de excelente desempenho operacional. A surpresa positiva para a companhia foi o menor apetite de seus principais concorrentes, o que levou a Cielo a ganhar mercado, principalmente no primeiro semestre, ao contrário de nossas expectativas. Outro fator que determinante para o bom desempenho das ações foram a redução dos riscos regulatórios. O Banco Central agora é oficialmente o regulador do mercado de meios de pagamentos eletrônicos e publicou os primeiros normativos com conceitos que serão adotados pelo mercado nos próximos anos. As mudanças serão graduais e não acreditamos na adoção de medidas extremas, como por exemplo, a introdução por decreto de um limitador da taxa hoje praticada pelas adquirentes.

Perspectivas

Bancos - Continuamos com nossa visão de que a expansão do crédito deverá permanecer em um ritmo de crescimento sustentável nos próximos anos, mantendo o crescimento de dois dígitos e chegando ao final de 2014 a uma taxa entre 13% e 14%. Nos anos de 2012 e 2013 acompanhamos a quebra na expectativa do crescimento do PIB no Brasil. No início do ano as estimativas segundo o relatório Focus do Banco Central previam um crescimento em torno de 4% nos dois anos. Em 2012 o crescimento foi de 0,9% após várias revisões e em 2013 vimos quase um déjà vu do ano anterior, com o PIB apresentando um crescimento entre 2% e 2,5% no final do período. Esta quebra na expectativa de crescimento da economia levou todos os grandes bancos brasileiros a reverem seus guidances no meio dos dois anos. Em 2014 a expectativa, segundo o relatório Focus, já está baixa, e projeta um crescimento de 1,99% do PIB este ano (Relatório Focus de 10/01). Diante deste cenário, acreditamos que os guidances que serão divulgados no início deste ano serão mais realistas e não devemos ter grandes alterações no decorrer do ano. Estamos otimistas com o desempenho do setor bancário em 2014, pois após períodos turbulentos, vemos o cenário mais favorável e os grandes bancos melhor preparados. Este ano veremos uma retomada no ROE dos bancos. Riscos - O principal fator de risco para o setor bancário está no julgamento, por parte do STF, da correção de eventuais prejuízos nas cadernetas de poupança ocorridos no final da década de 1980 e início de 1990. Este julgamento será retomado em fevereiro e caso o resultado seja favorável aos poupadores, os bancos terão que arcar com os custos.

Serviços Financeiros - O mercado de cartões deverá manter um crescimento maior que o verificado pelo crédito bancário impulsionado pela maior bancarização da população, desenvolvimento do mercado de cartões pré-pagos e pela introdução de novos meios de pagamentos eletrônicos, principalmente os que utilizarem os celulares como meios de pagamentos. Nesta direção, a introdução da regulamentação por parte do Banco Central irá ajudar no desenvolvimento destes novos meios de pagamentos eletrônicos e também irá impulsionar o crescimento do comércio eletrônico, com o estabelecimento de regras claras e de fiscalização dos diversos intervenientes deste mercado.

Riscos - Os riscos para o mercado de cartões são: a) maior acirramento da concorrência, que pode provocar uma eventual guerra de preços e queda das margens atuais; b) regulação mais restritiva e c) menor crescimento do mercado.

Empresas que ganham com o cenário exposto:

Itaú - O Itaú (ITUB4) deverá apresentar uma retomada mais forte que seus pares privados, pois foi o que mais sofreu com a inadimplência nos últimos anos e teve que rever algumas de suas estratégias de crescimento. Focou na eficiência operacional, com as despesas de não juros crescendo abaixo da inflação nos últimos anos. O ajuste verificado em sua carteira de crédito, principalmente em sua linha de crédito a veículos, está próximo ao fim e somada a outras estratégias iniciada nos últimos anos, como a aquisição da credenciadora Rede, poderão ser um gatilho para um crescimento mais robusto em 2014.

Cielo - A Cielo (CIEL3) vem apresentando bons desempenhos nos últimos anos e vem surpreendendo o mercado com ótimo desempenho operacional e conquistando *market share*. A surpresa positiva, assim como aconteceu em 2013, poderá vir do negócio de antecipação de recebíveis, que passou de 10,9% de antecipação sobre o volume financeiro de crédito em 2012, para 16,6% em setembro/ 2013.

Smiles - A Smiles (SMLE3), que também apresentou excelente desempenho em 2013, tem tudo para continuar sua trajetória de alta, trabalhando melhor sua base de clientes, desenvolvendo novos produtos e incrementando sua rede de parceiros. O catalisador para a ação em 2014 será a possível redução do capital social, que ocorrerá entre o final do segundo trimestre e início do terceiro. Segundo nossas estimativas, a redução será de aproximadamente R\$ 1 bilhão, que serão pagos na forma de dividendos extras para os acionistas.

Top Picks: Cyrela, Gafisa e MRV

- **Desafio: preço vs. demanda**
- **Foco na faixa 1 do MCMV**

| Construção Civil | Nome | Tipo | Cod. | Preço em | | Valor de Mercado (R\$ mm) | P / E 2013 (E) | P / E 2014 (E) | EV/EBITDA 2013 (E) | EV/EBITDA 2014 (E) |
|------------------|---------------|------|-------|------------|-------------------|---------------------------|----------------|----------------|--------------------|--------------------|
| | | | | 31/12/2013 | Variação 2013 (%) | | | | | |
| | Cyrela Realty | ON | CYRE3 | R\$ 14,40 | 4,38 | 6.230 | 17,56 | 15,01 | 8,02 | 7,43 |
| | Eztec | ON | EZTC3 | R\$ 29,14 | -5,25 | 4.051 | - | - | - | - |
| | Gafisa | ON | GFSA3 | R\$ 3,53 | 0,57 | 1.508 | 8,17 | 7,34 | 7,62 | 7,33 |
| | JHSF | ON | JHSF3 | R\$ 4,26 | 3,99 | 1.912 | 20,38 | 16,83 | 9,15 | - |
| | PDG | ON | PDGR3 | R\$ 181 | 3,31 | 2.475 | 6,68 | 6,37 | 6,59 | 6,56 |
| | MRV | ON | MRVE3 | R\$ 8,43 | 1,66 | 4.060 | 6,68 | 6,37 | 6,59 | 6,56 |
| | Rossi Resid | ON | RSID3 | R\$ 2,04 | -5,88 | 806 | 8,66 | 6,33 | 7,79 | 7,26 |
| | Tecnisa | ON | TCSA3 | R\$ 8,96 | -6,36 | 1.522 | 3,72 | 3,03 | 6,62 | 6,31 |

Retrospectiva 2013

O longo ciclo operacional da construção provou, mais uma vez, que o processo de recuperação pelo qual grande parcela das incorporadoras passou e tem passado exige, além de disciplina e envolvimento direto da alta administração em todos os processos da cadeia (da prospecção do terreno ao repasse), tempo para que os frutos possam ser colhidos. Após um 2012 morno, a percepção foi a de que, logo no início de 2013, as empresas que passavam por esse processo tinham optado por fazer o maior volume possível de ajustes ainda utilizando números do ano anterior, com a intenção de "limpar" os balanços para os trimestres adiante.

O desempenho das companhias do setor foi misto, influenciado predominantemente pela consistência operacional, geração de caixa e ROE (Return on Equity). A expectativa de melhora dos números após os ajustes de 2012 de fato ocorreu, a exemplo da Tecnisa. No entanto, em alguns casos, nem os efeitos positivos de revisão das alíquotas do Regime Especial de Tributação (RET) e desoneração da folha de pagamento puderam ser vistos em função dos fracos resultados reportados por algumas companhias, notadamente Brookfield, Rossi e PDG, as maiores baixas da construção civil no Ibovespa em 2013. O aumento da Selic ao longo do ano também pesou desfavoravelmente, juntamente a possibilidade de rebaixamento do rating do Brasil pelas principais agências.

A atividade da construção desacelerou em todos os segmentos, desde a construção de edifícios até as obras de infraestrutura. O menor ritmo de construção foi refletido no PIB do setor. No início do ano, a expectativa era de que o produto crescesse entre 3,5% e 4,0%. Embora os dados consolidados ainda não tenham sido apurados, estima-se que o setor tenha avançado apenas 2,0% no ano, patamar abaixo do PIB nacional, cuja expectativa de mercado, de acordo com o relatório Focus do Banco Central, é de que encerre 2013 com avanço de 2,3%.

Atendendo a uma reivindicação antiga do setor, o Conselho Monetário Nacional (CMN) aprovou, em setembro, a elevação do valor dos imóveis enquadrados para financiamentos no âmbito do SFH de R\$ 500 mil para R\$ 650 mil, reajuste que não ocorria desde 2009. Para os estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e para o Distrito Federal, o novo teto ficou em R\$ 750 mil. Avaliamos a medida como positiva para o setor, mas com impactos mais restritos no longo prazo em virtude da defasagem do antigo teto com a realidade de preços do mercado.

No último trimestre, o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) divulgou o mais recente estudo em relação à evolução do déficit habitacional no Brasil. De 2007 a 2012, o déficit recuou 6,3% em termos absolutos, para um total de 5,2 milhões de unidades. Na visão relativa, onde leva-se em conta o incremento no número de domicílios, a redução foi de 8,5%. A necessidade de novas moradias ainda está concentrada na faixa de renda até 3 salários mínimos e nos grandes centros urbanos, justamente onde o programa Minha Casa, Minha Vida tem enfrentado maior dificuldade nas contratações em virtude do elevado preço dos terrenos e consequente desinteresse de muitas construtoras após mensuração da viabilidade econômica de tais projetos.

Apesar da desaceleração do PIB do setor, o mercado imobiliário brasileiro não deu sinais de fragilidade. Ao contrário, o saldo da carteira de crédito imobiliário superou o de empréstimos pessoais. Até novembro, esse saldo cresceu acima de 30% no comparativo de 12 meses, totalizando R\$ 333 bilhões. Além disso, o preço dos imóveis, salvo em algumas capitais, apesar do arrefecimento, apresentou ganho real em relação à inflação. O mercado mais líquido para imóveis no Brasil, São Paulo, cresceu 23% em número de unidades lançadas e 27% em unidades vendidas. Logo, acreditamos que o setor ainda guarda bons fundamentos e que as empresas mais bem posicionadas nas principais praças e segmentos podem se beneficiar do ambiente que se avizinha. O problema, no entanto, é que os investidores, precisam que esse otimismo seja refletido em números pelas companhias, o que ainda custa a acontecer em alguns casos.

Perspectivas

A preocupação mais constante entre incorporadoras foi mostrar ao mercado os esforços em acelerar o processo de repasse de unidades, com conseqüente geração de caixa e redução do endividamento. Não obstante, os números mostraram que o mercado imobiliário no Brasil não está se retraindo, mas sugerem, a partir do comportamento dos estoques e estabilização em patamares mais baixos de velocidade de vendas que os consumidores estão mais cautelosos. Nesse contexto, entendemos que 2014 será marcado ainda mais pela seletividade, por parte dos investidores, em relação às companhias do setor na bolsa de valores. A eficiência em custos não poderá, sob risco de comprometimento da velocidade de vendas, ser dada a partir da redução da qualidade dos materiais aplicados nas obras, bem como dos projetos arquitetônicos e demais padrões de acabamento.

A partir daí, analisamos uma série de fatores que potencialmente influenciarão o desempenho do setor no médio prazo, desde a expectativa de comportamento dos preços no mercado e novas diretrizes de adensamento urbano nos grandes centros, até os impactos da continuidade dos programas governamentais e o realinhamento estratégico das companhias:

- **Comportamento do preço dos imóveis, tendência sustentável?** Compartilhamos a principal tese do mercado de que o comportamento do valor dos imóveis siga os principais índices de preço, com algum ganho real no ano. Reforça esse entendimento o fato de que não observamos arrefecimento nos custos de incorporação, principalmente no que se refere a terrenos. Muito embora a capacidade de pagamento seja o principal limitador para um avanço mais consistente, acreditamos que ainda exista espaço para que a parcela financiável dos imóveis (LTV – *loan to value*) aumente.
- **Novos lançamentos em São Paulo podem ter novo patamar de preços.** Apesar da pressão das construtoras para revisão de alguns pontos discutidos no âmbito do novo Plano Diretor, espera-se que as novas diretrizes onerem o preço dos terrenos na capital e, conseqüentemente, exerçam pressão de custos para as incorporadoras, cuja única alternativa seria o repasse para o valor dos novos lançamentos para evitar a queda na rentabilidade dos projetos futuros.
- **Segunda fase do Minha Casa, Minha Vida (MCMV) na reta final, à espera da terceira.** Acreditamos que Faixa 1 do programa MCMV ganhe mais evidência no ano. No entanto, será necessário um esforço conjunto para atrair mais construtoras para operar nesta faixa – que engloba o maior subsídio para as famílias com renda de até 3 salários –, uma vez que tornou-se recorrente a queixa de que os projetos acabam sendo inviáveis em grandes centros urbanos por conta do preço dos terrenos. A expectativa do governo é de contratar mais 700 mil unidades e alcançar o total de 2,75 milhões de residências ao final dessa fase do programa.
- **Ritmo de expansão do crédito imobiliário deve permanecer estável.** De acordo com recente estimativa da Abecip, a expansão dos financiamentos do setor ficará entre 15% e 20% em 2014. Sob nosso ponto de vista, pesa favoravelmente a retoma dos lançamentos pelas construtoras ao longo do ano passado (financiamento à produção), bem como o ajuste do teto do SFH para a faixa de R\$ 650 a R\$ 750 mil. A captação líquida da poupança permanece positiva, o que garante a maior parte do *funding* do mercado.
- **PIB da Construção.** Segundo estimativas do SindusCon-SP o PIB da construção poderá crescer 2,8% em 2014, isso caso se confirme a expectativa de mercado, segundo relatório Focus do Banco Central, de que o PIB nacional tenha expansão de 2,0%. Vale lembrar que o segmento de infraestrutura também representa boa parte desse crescimento e possui um *pipeline* extenso de projetos para os próximos anos.

Empresas que ganham com o cenário exposto: MRV, Cyrela e Gafisa

De forma geral, observamos no último biênio uma redução no tamanho da operação das companhias do setor por conta da retração de lançamentos. Sendo assim, natural esperar que a geração de caixa oriunda do grande volume de entrega de projetos antigos sobrepusesse o capital requerido para a execução dos novos projetos, trazendo alívio no fluxo de caixa e a tão esperada diminuição da alavancagem. Ocorre, contudo, que isso só se mostrou válido para algumas companhias.

Nesse caso, e dado o cenário exposto, seguimos dois grandes critérios para a seleção das companhias que poderão obter um desempenho superior aos pares em 2014: (i) nível de endividamento; (ii) exposição ao segmento de menor renda por meio de companhias dedicadas. No primeiro caso, a relação dívida líquida sobre o PL deve se manter em patamar confortável para dar maior flexibilidade às incorporadoras na gestão do caixa, bem como para o aproveitamento de oportunidades de aquisição de terrenos, caso surjam. No segundo caso, o menor ciclo operacional do segmento de baixa renda pode otimizar o giro dos ativos, o que beneficiaria o ROE.

Acreditamos que a MRV possa ter um desempenho satisfatório com os projetos das Faixas 2 e 3 do MCMV. Após muitas construtoras deixarem o programa, em algumas praças, a atuação da companhia não tem enfrentado concorrência direta de produtos similares. Conta a favor da empresa os esforços para agilizar os repasses junto aos bancos parceiros. Em 2013, pesou negativamente para a construtora a associação (no início do ano) de seu nome à lista de empresas que promoviam condições de trabalho análogas à escravidão, gerando um movimento de queda dos papéis de forma exagerada, na nossa opinião. No ano passado, os papéis acumularam queda de 27%.

No caso da Cyrela, a companhia tem apresentado resultados consistentes ao longo dos últimos trimestres, com forte geração de caixa (R\$ 335 milhões ex-dividendos nos 9M13). A construtora também se posiciona no programa MCMV por meio da Cury, a qual detém 50% de participação. Além disso, o patamar de rentabilidade continua acima dos grandes pares do setor, o que lhe confere uma vantagem no atual momento de mercado.

Como escolha de maior risco, a Gafisa se destaca pela expectativa de que tenha terminado seu processo de recuperação com a conclusão da venda de 75% de participação da Alphaville. Com a transação, a companhia espera manter a alavancagem entre 55% e 65% (dívida líquida/PL) no médio prazo, além da expectativa de retomada de lançamentos. Para 2014 a construtora pretende lançar entre o intervalo de R\$ 2,1 bilhões e R\$ 2,5 bilhões, sendo entre R\$ 600 milhões e R\$ 800 milhões destinados ao segmento de menor renda por meio da Tenda. Não obstante estar em momento distinto de MRV e Cyrela, entendemos que a recente capitalização da Gafisa, bem como a entrega de projetos do antigo legado elevem o *upside* para a companhia.

Principais Riscos

- A inversão do cenário macroeconômico com aumento do desemprego, diminuição da criação de vagas na economia e redução do rendimento real podem influenciar negativamente a demanda por imóveis, cenário menos provável na nossa visão. A elevação das taxas de juros também pode encarecer o custo da dívida para as empresas e dos financiamentos imobiliários às pessoas físicas, comprometendo o crescimento previsto para o setor.
- Aumento da inadimplência e elevação do número de distratos antes do processo de repasse. Nesse caso, os indicadores de geração de caixa poderão ser prejudicados, e a dificuldade para a revenda das unidades em estoque pode exercer uma pressão danosa aos resultados no curto prazo. Muito embora esse risco exista, as companhias têm procurado acelerar o processo de repasse com os bancos e exigir critérios similares aos dessas instituições no momento da venda dos lançamentos.
- Diminuição da capacidade de pagamento. Apesar de esperarmos que o LTV possa avançar em 2014, esse crescimento estará limitado à capacidade de pagamento e alongamento do prazo médio dos financiamentos. Caso haja barreira para expansão do crédito por conta desses fatores, as companhias poderão enfrentar problemas para recuperação da velocidade de vendas.

Mário Bernardes Junior, CNPI
 mariobj@bb.com.br

 Gabriela Elerati Cortez
 garbielaecortez@bb.com.br

Top Picks: Anhanguera, Embraer, Gol e Tupy

- Produção industrial deve crescer 2,07% em 2014
- Setor Educação permanece entre os destaques de crescimento de demanda
- Investimentos em infraestrutura vão beneficiar o setor de logística

| Indústrias, Transportes e Small Caps | Nome | Tipo | Cod. | Preço em | Varição | Valor de | P / E | P / E | EV/EBITDA | EV/EBITDA |
|--------------------------------------|--------------|------|-------|------------|----------|------------------|----------|----------|-----------|-----------|
| | | | | 31/12/2013 | 2013 (%) | Mercado (R\$ mm) | 2013 (E) | 2014 (E) | 2013 (E) | 2014 (E) |
| | Autometal | ON | AUTM3 | R\$ 17,40 | 0,11 | 2.193 | 11,47 | 9,14 | 6,33 | 5,30 |
| | Embraer | ON | EMBR3 | R\$ 18,89 | 7,46 | 14.836 | 14,27 | 13,16 | 8,32 | 7,59 |
| | Fras-Le | PN | FRAS4 | R\$ 5,95 | - | 570 | 15,32 | 13,45 | 6,81 | 6,02 |
| | Gol | PN | GOLL4 | R\$ 10,48 | 2,58 | 2.975 | - | - | 6,20 | 4,42 |
| | JSL | ON | JSLG3 | R\$ 15,96 | -4,20 | 3.283 | 20,38 | 16,83 | 9,15 | 7,98 |
| | Locamerica | ON | LCAM3 | R\$ 7,00 | -9,43 | 412 | - | 26,88 | 8,17 | - |
| | Localiza | ON | RENT3 | R\$ 33,20 | -6,17 | 6.479 | 26,82 | 22,10 | 8,03 | 7,03 |
| | Metal Leve | ON | LEVE3 | R\$ 27,40 | -6,75 | 3.278 | 15,91 | 14,61 | 5,76 | 5,48 |
| | Lupatech | ON | LUPA3 | R\$ 0,68 | 4,41 | 112 | - | - | 7,35 | 5,59 |
| | lochp-Maxion | ON | MYPK3 | R\$ 26,15 | 0,34 | 2.482 | 6,68 | 6,37 | 6,59 | 6,56 |
| | Marcopolo | PN | POMO4 | R\$ 5,10 | -3,53 | 4.280 | 14,05 | 11,95 | 11,86 | 10,00 |
| | Randon Part | PN | RAPT4 | R\$ 11,49 | -12,62 | 2.335 | 13,59 | 11,12 | 6,51 | 5,53 |
| | Inds Romi | ON | ROMI3 | R\$ 5,95 | -17,48 | 352 | 8,66 | 6,33 | 7,79 | 7,26 |
| | Weg | ON | WEGE3 | R\$ 31,16 | -6,93 | 17.992 | 24,42 | 19,56 | 14,67 | 12,45 |
| | Odontoprev | ON | ODPV3 | R\$ 9,83 | -6,41 | 4.887 | 6,68 | 6,37 | 6,59 | 6,56 |

Retrospectiva 2013
Indústrias:

O setor de bens de capital foi marcado pelo forte desempenho das empresas em 2013. O ano começou complicado para o setor com baixas nos dois primeiros meses devido a realizações do mercado e perspectivas negativas em relação ao desempenho da indústria, que vinha fraco desde o ano anterior. Em março, após a divulgação dos resultados do 4T12, os papéis voltaram a subir e desde então, tiveram alta na maioria dos meses ao longo do ano.

A produção industrial do país também iniciou o ano em queda influenciada pela baixa da demanda no Brasil, principalmente no setor de veículos automotores, um dos principais pesos no indicador. Outro fato que contribuiu negativamente para a indústria foi a crise da dívida europeia, que impactou a confiança do empresário industrial. Entretanto, os incentivos do governo como prorrogação do IPI reduzido para veículos leves de 1000 cavalos (2% ante 7% originalmente), a manutenção de alíquota zero do IPI para caminhões, e prolongamento das linhas do Finame-BNDES, contribuíram para que a produção de bens de capital invertesse o cenário e apresentasse forte alta durante boa parte do ano.

No acumulado dos últimos 12 meses, a produção industrial teve um aumento de 1,1% (nov/13) e a produção de bens de capital cresceu 11,6% (também até nov/13). Entre as atividades industriais, damos evidência a de veículos automotores que no acumulado de 2013 ascendeu 9,0% tornando-se a maior influência positiva na formação da média da indústria (IBGE). Tivemos recorde de produção de veículos, chegando a 3.740.418 de unidades produzidas até dezembro de 2013, segunda dados da Anfavea.

O setor de veículos pesados foi o segmento da indústria automotiva que mais cresceu em 2013, beneficiado pelo efeito de retomada dos investimentos em renovação de frota, após a entrada do novo sistema de motorização Euro 5. A expansão da produção de caminhões ao longo do de todo ano passado chegou a 190.304 unidades, representando 43,1% acima de 2012. Enfatizamos que o setor automotivo é uma das atividades econômicas que recebe incentivos do Governo, como as medidas do Plano Brasil Maior e a desoneração de IPI, devido à geração de valor que a cadeia produtiva agrega à Economia.

| Prod. de Veículos (un.) | dez/13 | dez/12 | % | dez/11 | % |
|-------------------------|-----------|-----------|-------|-----------|--------|
| Automóveis | 2.851.624 | 2.623.704 | 8,7% | 2.573.188 | 10,8% |
| Comerciais Leves | 658.354 | 549.249 | 19,9% | 609.820 | 8,0% |
| Caminhões | 190.329 | 132.820 | 43,3% | 212.191 | -10,3% |
| Ônibus | 40.111 | 36.844 | 8,9% | 46.749 | -14,2% |
| Total | 3.740.418 | 3.342.617 | 11,9% | 3.441.948 | 8,7% |

| Prod. De Implementos (un.) | dez/13 | dez/12 | % | dez/11 | % |
|----------------------------|---------|---------|-------|---------|--------|
| Mercado Interno | 177.876 | 160.414 | 10,9% | 190.825 | -6,8% |
| Reboques e Semirreboques | 70.176 | 52.543 | 33,6% | 59.441 | 18,1% |
| Carrocerias sobre Chassis | 107.700 | 107.871 | -0,2% | 131.384 | -18,0% |
| Exportações | 5.432 | 5.810 | -6,5% | 4.566 | 19,0% |
| Total | 361.184 | 326.638 | 10,6% | 386.216 | -6,5% |

Fonte: Anfavea/Anfir

Com relação ao cenário econômico internacional, damos destaque à crise da dívida européia e o desempenho discreto da produção industrial na região, apresentando variação negativa por sete períodos do ano, e um acumulado de 0,80% até outubro de 2013, conforme dados da EuroStat. Ressaltamos ainda a recuperação acelerada da indústria americana, em níveis além do esperado pelo mercado, que teve um aumento percentual de 3,2% em novembro de 2013 comparado a novembro de 2012. Ainda em novembro, a produção industrial americana ultrapassou pela primeira vez o seu pico pré-recessão em dezembro de 2007 e foi 21% acima de seu nível mais baixo, em junho de 2009, segundo dados do FED.

Small Caps:

O ano de 2013 foi um ano de aquisições e fusões por parte das empresas de educação, principalmente na área de ensino superior e ensino de idiomas. O destaque ficou por conta dos grandes grupos educacionais e a 'corrida' pela liderança das suas universidades, além do aumento de matrículas nos cursos de nível superior e dos cursos EAD (Educação à Distância), que foram o destaque positivo no segmento. Os projetos do governo federal através do FNDE (Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação) também auxiliaram para aumentar o número de matrículas, o que beneficiou o crescimento da receita das empresas do setor. O PNLD (Programa Nacional do Livro Didático) apresentou números menores que os de 2012, principalmente devido à reprovação do conteúdo do material das editoras pelo Ministério da Educação e por um menor número de alunos matriculados em razão da queda de indivíduos nesta faixa etária na população brasileira.

No setor de saúde, a Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) obteve junto as Superior Tribunal de Justiça (STJ) autorização para suspender a comercialização de planos de saúde que descumpriram a legislação e os contratos com os consumidores. Com isso, 246 planos de 26 operadoras tiveram a comercialização suspensa pela ANS, sendo impedidos de efetuar vendas novas. Como resultado, o número de novos beneficiários de planos de saúde ficou praticamente estagnado, mesmo com a perspectiva de crescimento. A concorrência no setor manteve-se bastante acirrada, o que diminuiu as margens de lucro das empresas. A queda na atividade econômica no país também contribuiu para o fraco desempenho no segmento. Os custos operacionais elevados, principalmente por avanços tecnológicos e gastos com pessoal, e a inflação no setor, que ficou três vezes mais alta que o índice do IBGE, também cooperou negativamente para os resultados das empresas.

Transportes:

Setor Aéreo: O setor aéreo sofreu bastante durante o ano de 2013. A alta do câmbio e o ritmo lento da atividade econômica brasileira colaboraram para a pressão de margem operacional das empresas do setor. Com o dólar mais alto, a pressão de preço do combustível de aviação (QAV) e outros custos com empréstimos e financiamentos ficaram mais caros. O ritmo moderado da economia provocou uma diminuição no número de passageiros, o qual ficou praticamente estagnado em 2013.

Até novembro de 2013, o segmento aéreo fechou o período com 82,0 milhões de passageiros transportados (PAX) nos vôos domésticos e 5,5 milhões transportados nos vôos internacionais, segundo dados da Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC). Já em relação aos "Assentos Quilômetros Oferecidos" (ASK), foram 105,5 bilhões no acumulado dos onze meses do ano passado, representando queda de 3,7% A/A em virtude da estratégia de redução de oferta pelas companhias aéreas, visando à redução de custos e despesas.

O cenário desfavorável forçou as companhias a entrarem com pedido de ajuda junto ao governo federal. O plano de ajuda incluía entre outros, desoneração de PIS/Cofins para o setor aéreo, ampliação de subsídio a tarifas aeroportuárias e unificação da alíquota de ICMS sobre o querosene de aviação, por enquanto sem definição de aplicação pelas autoridades.

Mesmo assim, algumas companhias conseguiram se destacar em 2013. Empresas que focaram no avanço de linhas regionais conseguiram aumentar seu market-share e fechar 2013 com melhores resultados.

O ano de 2013 também foi marcado por grandes fusões. Azul e Trip conseguiram a autorização do CADE para sua fusão anunciada em 2012. Nos Estados Unidos, US Airways e American Airlines ganharam o direito na justiça de se unirem, criando assim a maior companhia aérea do mundo.

Setor Locadoras e Logística: O ano de 2013 para o setor de locadoras não teve muitas novidades. Os resultados das empresas foram levemente favoráveis, apesar do acirramento da concorrência. As empresas líderes enfrentaram uma guerra de preços no setor por parte de empresas menores e que resultou numa redução das diárias e um ganho menor que o esperado. A Copa das Confederações, realizada no segundo trimestre, não exerceu efeito relevante para as locadoras de carros, conforme esperado pelos analistas.

O moderado crescimento da economia também impactou o crescimento do setor, trazendo um volume de aluguel de carros e frotas abaixo do esperado. Entretanto no mercado de seminovos as vendas apresentaram crescimento significativo (4,5% até novembro – Fenauto). Em alguns trimestres, o segmento de revenda de seminovos sustentou os resultados de algumas empresas, proporcionando um melhor desempenho consolidado, auxiliado principalmente pela manutenção do IPI reduzido, que mitigou o efeito da depreciação dos veículos.

A boa notícia ficou por conta da Lei dos Portos (Lei 12815) que alterou a figura do terminal de uso privado fora dos portos, colaborando assim para amenizar o gargalo logístico e colaborar com a expansão, modernização e otimização da infraestrutura do país. A exploração poderá ser feita mediante autorização do governo e a empresa terá três anos para investir e operar o porto com regras previstas em contratos, porém diferentes das regras públicas portuárias. A nova lei proporcionará um aumento na demanda por serviços de logística, principalmente transporte de cargas e aluguel de veículos automotores. A sanção da lei dos Portos propiciou uma revisão para cima na modelagem de preços das ações de empresas do setor.

Já para as empresas de logística foi um ano bastante favorável. As companhias estão em processo de amadurecimento num mercado que movimenta bilhões por ano. O setor vem apresentando crescimento bem maior que o PIB, resultado da terceirização do setor iniciada em 2011. A atratividade do setor continuou chamando atenção de players internacionais. Em 2013 o grupo norte-americano EIG comprou o controle da empresa de logística do Grupo X, a LLX. Já a francesa ID Logistics manifestou interesse em adquirir empresas no país, aumentando sua participação no mercado brasileiro.

Perspectivas

O ano de 2014 pode ser bom para a indústria brasileira, principalmente às atividades da cadeia de infraestrutura e do consumo de alimentos. Aproveitando esta mesma onda, o setor de transportes pode ser beneficiado pelo crescimento dos investimentos nos setores portuários e mobilidade urbana. As empresas do setor de saúde ainda passam por um forte desafio em melhorar a qualidade e ganhar espaço diante do mercado acirrado, além de lidar com a crescente alta dos custos operacionais, portanto, embora o cenário macroeconômico seja favorável, esperamos que as companhias foquem em uma estratégia de ganhos de eficiência. Já o setor de educação ainda vai ser impactado pelos efeitos positivos causados pelo nível de emprego e renda, assim como os incentivos governamentais.

Esperamos que a produção da indústria brasileira tenha um crescimento de 2,07% em 2014, beneficiada pelos setores da indústria extrativa, do setor de refino de petróleo e produção de álcool e principalmente as indústrias de alimentos e bebidas, que deverão ser impactadas pelo efeito copa do mundo. Já a indústria automotiva, se considerarmos o mercado de veículos leves, pode ter desempenho muito mais próximo do nível de 2013. A produção de pesados, por sua vez, tende a continuar melhor, mas sem os expressivos números vistos ano passado, por conta da base forte.

O setor de educação tende a continuar crescendo no país, com a ascensão da Classe C, principalmente o segmento de Ensino Superior. O recente recorde de inscrição em programas de incentivo como o Sisu (Sistema de Seleção Unificada), cujo número de inscritos para a edição deste ano já ultrapassa os 2,3 milhões de candidatos, segundo dados do Ministério da Educação (MEC). Esperamos que os demais programas como o ProUni (Programa Universidade para Todos) e o Fies (Fundo de Financiamento Estudantil) também tenham a tendência de novos recordes, tendo em vista a demanda, que continua acelerada e o bom nível de emprego e renda da população brasileira.

Consideramos o mercado de transportes e logística segmentado em três tipos: **(a) Operadores Logísticos:** neste grupo, consideramos empresas como a JSL, que pode ter um ano de 2014 bom pelos investimentos em infraestrutura que vêm sendo feitos pelas autoridades, o que é positivo para a operação de logística dedicada; **(b) Linhas Aéreas:** neste caso, vimos um cenário favorável pelo lado da demanda em voos domésticos e internacionais, mas com maior influência dos passageiros corporativos, pois esperamos que a tendência de alta nos bilhetes pode continuar ao longo do ano, considerando que a elasticidade preço-demanda dos passageiros turísticos é maior; e **(c) Locadoras de Veículos:** neste segmento, nossas perspectivas são de que o mercado de *rent-a-car* (aluguel de veículos) possa ter um alívio pelo fator copa do mundo e que o mercado *fleet* (aluguel de frota) ainda seja impactado pelo forte acirramento de concorrência provocando pela atual guerra de preços no setor.

Empresas que ganham com o cenário exposto: Anhanguera, Embraer, Gol e Tupy

Indústrias

Corroborando nossa visão favorável ao setor de pesados, optamos por considerar a Tupy como uma de nossas Top Picks para o ano de 2014. Nossas perspectivas para a companhia são positivas, pois: (a) o setor de pesados no país ainda tende a ter bom desempenho neste ano; (b) os incentivos do governo como o PSI (Programa de Sustentação do Investimento) ainda podem beneficiar o segmento de veículos pesados do mercado doméstico; (c) a estratégia de utilização do CGI pode mitigar os efeitos da concorrência com blocos e cabeçotes de alumínio para veículos leves.; e (d) a atuação no mercado norte-americano, através das empresas no México, figura como ponto favorável em razão da forte recuperação dos Estados Unidos.

Transportes e Logística

A Embraer é um dos maiores fabricantes de aeronaves (jatos comerciais, jatos executivos e aviões de defesa) do mundo. Até novembro de 2013 acumulou U\$\$ 4,0 bilhões de receita e possui um backlog de aproximadamente US\$ 18,0 bilhões. Acreditamos que com o crescimento da aviação executiva e principalmente, o mercado de aviação regional vão beneficiar a companhia ao longo deste ano. A recuperação da economia americana é outro fator chave, tendo vista que praticamente metade de sua receita está concentrada naquele país. Com isso, uma eventual alta do cambio também pesaria favorável à empresa.

A Gol tem sido impactada por diversos fatores como acirramento da concorrência e, principalmente, a pressão de custos causada pela volatilidade cambial e pelo preço do combustível de aviação. O ambiente de acirramento da concorrência e de alta dos custos e despesas certamente tende a tornar o cenário ainda mais desafiador para Gol. Portanto, dificilmente veremos um “céu de brigadeiro” para a companhia nos próximos períodos, principalmente no médio prazo. Por outro lado, acreditamos na capacidade da empresa em obter melhorias operacionais diante do foco em rentabilidade, visto ser fundamental para o futuro da companhia. Entendemos que o ganho de eficiência operacional com a redução de custos já tenha chegado a um nível máximo. Neste sentido, esperamos que neste ano o foco em ganho de receitas seja fator fundamental para o contínuo ganho de margem operacional.

Small Caps

A Anhanguera é uma das gigantes do setor de educação superior no mundo, em número de alunos e escolas, principalmente após a fusão com a Kroton. São aproximadamente 500 mil alunos, distribuídos em 70 Campi e 500 Polos, localizados em todos estados do país. Os principais fatores que podem continuar beneficiando a companhia ao longo deste ano são: (a) crescimento de renda e manutenção nos níveis de emprego da população brasileira; e (b) incentivos do Governo, como o Fies, Proni e Sisu vão contribuir para o ingresso de novos alunos nas universidades.

Principais Riscos

- Forte desaceleração econômica e retirada dos incentivos do Governo.
- Aprofundamento ainda maior da crise no Hemisfério Norte, impactando as subsidiárias internacionais das empresas brasileiras.
- Disparada no preço do combustível de aviação (QAV).
- Aumento nos custos de matérias-primas como o aço, além de outros metais.
- Em relação a Embraer, uma reversão de tendência na economia dos EUA poderia ser negativo para o desempenho da companhia, considerando a possibilidade de haver cancelamento de pedidos.
- No caso da Anhanguera: Acirramento da concorrência, que resultaria em competição de preços e perda de margens, além de um resultado negativo na análise do Cade em relação a fusão com a Kroton

Top Picks: Arteris e CCR

- Nova Lei dos Portos
- Mobilidade Urbana
- Concessão dos Aeroportos de Galeão (RJ) e Confins (MG)
- Concessões de Rodovia

| Infraestrutura e Concessões | Nome | Tipo | Cod. | Preço em | | Valor de Mercado (R\$mm) | P / E | | EV/EBITDA | |
|-----------------------------|--------------|------|-------|------------|------------------|--------------------------|----------|----------|-----------|----------|
| | | | | 31/12/2013 | Varição 2013 (%) | | 2013 (E) | 2014 (E) | 2013 (E) | 2014 (E) |
| | All Amer Lat | ON | ALLL3 | R\$ 6,56 | -20,40 | 4.482 | 28,10 | 11,95 | 4,78 | 4,23 |
| | Arteris | ON | ARTR3 | R\$ 19,05 | 3,30 | 6.561 | 13,67 | 12,72 | 7,01 | 6,17 |
| | CCR SA | ON | CCRO3 | R\$ 17,77 | -7,54 | 29.009 | 11,76 | 8,21 | 4,62 | 4,07 |
| | Ecorodovias | ON | ECOR3 | R\$ 14,80 | -10,10 | 8.257 | 16,56 | 14,62 | 7,42 | 6,74 |
| | Triunfo Part | ON | TPIS3 | R\$ 9,50 | -20,10 | 1.672 | 61,25 | 18,96 | 6,20 | 4,90 |
| | Cemig | PN | CMIG4 | R\$ 14,01 | -3,85 | 17.143 | 20,46 | 18,78 | 13,12 | 11,95 |
| | Cesp | PNB | CESP6 | R\$ 22,42 | -4,86 | 6.806 | 7,49 | 4,96 | 3,08 | 2,65 |
| | Copel | PNB | CPLE6 | R\$ 30,53 | 0,16 | 7.139 | 7,85 | 6,38 | 4,43 | 3,80 |
| | CPFL Energia | ON | CPFE3 | R\$ 19,09 | -1,15 | 18.158 | 10,21 | 13,73 | 7,20 | 7,21 |
| | Eletrobras | PNB | ELET6 | R\$ 9,93 | -7,65 | 8.327 | 27,06 | 9,37 | 12,41 | 8,34 |
| | Copasa | ON | CSMG3 | R\$ 37,20 | -12,50 | 3.872 | 7,93 | 7,52 | 5,17 | 4,80 |
| | Sabesp | ON | SBSP3 | R\$ 26,46 | -11,22 | 16.056 | 8,76 | 7,74 | 5,54 | 4,97 |

Retrospectiva 2013

Aeroportos

Após os leilões de Viracopos, Cumbica e Brasília no ano de 2012, em 2013 foram leiloados Galeão (GIG) e Confins (CNF). Se na primeira etapa a Triunfo (TPIS3), com um lance de R\$3,82 bilhões, em consorcio com UTC e Egis levou a concessão de Viracopos; na segunda etapa a CCR (CCRO3) juntamente com as Flughafen München e Flughafen Zürich venceu a disputa por Confins (CNF) com um lance de R\$1,82 bilhão.

Em 2012 foram arrecadados R\$24,53 bilhões nos três aeroportos (GRU, BSB e VCP), enquanto que em 2013, o governo federal arrecadou R\$20,84 bilhões com GIG e CNF; valores que serão pagos ao longo das concessões aeroportuárias.

Da mesma forma que em 2012, INVEPAR e INFRAVIX, empresas de capital fechado, venceram os leilões para explorar comercialmente Guarulhos (GRU) e Brasília (BSB); a Odebrecht TransPort, em parceria com a Changi, de Cingapura, arrematou com um lance de R\$19 bilhões o aeroporto de Galeão (GIG) no Rio de Janeiro.

| Resumo dos Leilões de Aeroportos (2012-2013) | | | | | |
|---|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Aeroportos | Guarulhos | Viracopos | Brasília | Galeao | Confins |
| Passageiros Totais Estimativa para 2014 | 40,2 milhões | 9,9 milhões | 18,4 milhões | 21,9 milhões | 11,7 milhões |
| Valor de Outorga Fixa (R\$ bi) | 16,2 | 3,8 | 4,5 | 19,0 | 1,8 |
| Valor de Outorga Variável % Receita Bruta | 10 % a 15% | 5 % a 7,5% | 2 % a 4,5% | 5 % | 5 % |
| Prazo Concessão | 20 anos | 30 anos | 25 anos | 25 anos | 30 anos |
| Investimento Total (durante o prazo da concessão) | R\$ 6,2 bilhões | R\$ 11,4 bilhões | R\$ 3,5 bilhões | R\$ 5,7 bilhões | R\$ 3,5 bilhões |
| Vencedor do Leilão | | | | | |

Rodovias

Em concessão de rodovias federais, foram concluídos 5 dos 9 lotes do programa de concessão em 2013.

No mês de setembro foram a leilão dois lotes: BR-262 ES/MG, com grandes desafios e riscos de engenharia, licenças ambientais e a coparticipação do DNIT na execução de parte dos investimentos, o lote não apresentou interessados, trazendo certa apreensão ao mercado sobre o sucesso do programa de concessão de rodovias, do governo federal..

Entretanto, no mesmo dia do leilão “vazio” da BR-262, foi realizada a licitação para BR-050 GO/MG que contou com 8 interessados, dos quais, 5 apresentaram deságio superior a 33%. O consórcio Planalto venceu com deságio de 42,38%. Os demais lances foram Triunfo (36,98%), Ecorodovias (35,64%), Fidens (35,54%) e Queiroz Galvão (34,57%). O investimento previsto no trecho, de 426 km, é de R\$3,03 bilhões.

Em novembro o governo leiloou o trecho da Rodovia BR-163 (MT), importante corredor de escoamento da safra de grãos do centro-oeste. A disputa contou com 7 participantes, sendo 4 propostas com deságio superior a 40%; o vencedor foi a Odebrecht TransPort, que ofereceu deságio de 52%. O trecho, de 851 km, vai de Sinop a Itiquira, na divisa com Mato Grosso do Sul. A previsão é que sejam investidos na duplicação e conservação da rodovia, cerca de R\$4,6 bilhões.

No mês de dezembro foram leiloados três trechos: BR-060/153/262/DF/GO/MG com apenas 5 participantes, a Triunfo (TPIS3) sagrou-se vencedora com o mesmo deságio do leilão anterior (52%). A previsão de Capex é de R\$3,58 bilhões nos primeiros 5 anos da concessão. Ao longo dos 30 anos, o Capex deverá ser de R\$ 7,15 bilhões no trecho de 1.177 km.

O trecho sul mato-grossense, da rodovia BR-163, de 847,2 quilômetros, corta todo o estado, da divisa com o Mato Grosso à divisa com o Paraná; foi arrematado pela CCR (CCRO3) com deságio, mais uma vez, de 52%. A previsão de investimentos na duplicação e conservação da rodovia é de R\$5,7 bilhões.

E por fim, no dia 27 de dezembro, o quinto lote leiloado foi o trecho da rodovia BR-040/DF/GO/MG, que liga Brasília ao Rio de Janeiro, passando por Belo Horizonte e Juiz de Fora. Com deságio de 61,13%, a Invepar, empresa de capital fechado formada por OAS, PREVI, FUNCEF e PETROS, venceu o certame. O Capex é de aproximadamente R\$7,92 bilhões no trecho de 937 km, dos quais 557 km deverão ser duplicados.

O governo federal, além de tirar do papel um importante programa de investimento na infraestrutura de transportes, conseguiu atrair competição acirrada ao programa de concessões, capturando relevantes níveis de deságio, resultando na anunciada modicidade tarifária.

As concessões de rodovias terão prazo de 30 anos e poderão ser financiados até 70% dos investimentos obrigatórios previstos no plano de negócios, desde que seja observado o índice de cobertura do serviço da dívida de 1,2. O prazo total do empréstimo será de 25 anos, com cinco de carência e 20 de amortização. O custo do financiamento será de TJLP mais 2% a.a e valerá também para o empréstimo-ponte.

Vale ressaltar a importância do referido programa de investimento em rodovias, que irá transferir à iniciativa privada a gestão e investimentos, nos próximos 30 anos, de aproximadamente R\$40 bilhões, sendo R\$22 bilhões concentrados nos cinco primeiros anos, em função do novo modelo de concessão, cujas obras de duplicação precisarão estar prontas neste prazo, com permissão para a concessionária cobrar tarifa somente após a conclusão de, ao menos, 10% das obras.

| Resumo dos Leilões de Rodovias 2013 | | | | | | |
|---------------------------------------|-------------------|--------------------|----------------|---------------------------|-----------------|------------------|
| Rodovias | BR-262 ES/MG | BR-50 GO/MG | BR-163 MT | BR- 060/153/262/ DF/GO/MG | BR-163 MS | BR- 040 DF/GO/MG |
| Previsão de Veículos Equivalente 2014 | 49 milhões | 114 milhões | 75 milhões | 140 milhões | 62 milhões | 71 milhões |
| Extensão Total / Trecho Duplicação | 375 km/ 180 km | 426 km/ 218 km | 851 km/ 454 km | 1.177 km/ 648 km | 847 km / 806 km | 937 km / 557 km |
| Deságio | n.a | 42,38% | 52,03% | 52,01% | 52,74% | 61,13% |
| # praças de pedágio | 11 | 6 | 9 | 11 | 9 | 12 |
| Capex Total | R\$1,7 bi | R\$3,0 bi | R\$4,6 bi | R\$7,1 bi | R\$5,7 bi | R\$7,9 bi |
| Vencedor do Leilão | Sem participantes | Consórcio Planalto | | | | |

Índice ABCR

Em 2013 o desempenho do fluxo de veículos leves superou o dos pesados. No consolidado, o fluxo de leves evoluiu 4,1% em comparação a 2012, amparado no tripé emprego, renda e crédito. Os pesados cresceram 3,1% frente a 2012.

Portos e Ferrovias

Aprovada pelo Congresso a Lei 12.815 de 2013, a nova lei dos portos, que modificou a figura do terminal privado instalado fora dos portos públicos, que a partir de agora pode ser autorizado após solicitação de uma companhia privada ao governo.

As companhias que receberem a autorização terão três anos para fazer o investimento e poderão operar o porto com base em regras diferentes dos portos públicos. A contratação de mão de obra, por exemplo, é mais flexível e não precisa ser feita exclusivamente por meio dos órgãos de gestão de trabalhadores portuários (OGMO). Por outro lado, a legislação não obriga a construção de pátios ferroviários nos novos terminais de uso privativo (TUPs) com o objetivo de viabilizar a integração com outros modais e facilitar o escoamento das cargas.

Em dezembro, a Secretaria de Portos (SEP) anunciou os primeiros cinco TUPs a serem concedidos após a entrada em vigor do novo marco regulatório. Localizados em Niterói (RJ), Porto Belo (SC), Guarujá (SP), São João da Barra (RJ) e Santos (SP), eles movimentarão cargas em geral, passageiros e granéis sólidos.

No setor ferroviário, um dos destaques de 2013 foi o adiamento da primeira etapa do leilão do Trem de Alta Velocidade (TAV) - que ligará as cidades do Rio de Janeiro, de São Paulo e Campinas.

O destaque positivo no setor foi a aprovação pelo TCU, ainda que com ressalvas, dos estudos de concessão para a construção de 883 km de ferrovias entre Lucas do Rio Verde (MT) e Campinorte (GO). As ressalvas estavam relacionadas a estudos de engenharia, custo de terraplanagem transporte de material, além da necessidade de apresentação de estudos sobre o impacto financeiro dessa concessão para a Valec (estatal criada para administrar a concessão de ferrovias).

Mobilidade Urbana

Em 2012 a CCR (CCRO3) conquistou as concessões de Barcas S.A e Transolímpica, e ainda, em abril de 2013, em conjunto com o consórcio VLT Carioca, venceu a concorrência do sistema de transporte de passageiros através de VLT; as três últimas concessões de mobilidade conquistadas pelo grupo referem-se a projetos na cidade do Rio de Janeiro, que sediará os principais eventos esportivos nos próximos anos.

O leilão da linha 6-Laranja do metrô de São Paulo foi vencido pelo consórcio formado pelas empresas Odebrecht, Queiroz Galvão, UTC Participações e Eco Realty Fundo de Investimentos. Trata-se da maior parceria Parceria Público-Privada (PPP) já feita pelo governo do estado de São Paulo, com custo previsto de R\$22 bilhões ao longo de 25 anos.

A Odebrecht TransPort arrematou o VLT de Goiania, com um Capex de R\$ 1,3 bilhão, um dos projetos prioritários do governado de Goiás. O projeto prevê a reurbanização completa do trecho por onde passará o novo meio de transporte, incluindo leito da avenida, calçadas e drenagem.

Mercado de Ações

Após excelente desempenho em 2012, o ano de 2013 foi bastante desafiador para as companhias de concessão de transportes. Com exceção da concessionária Arteris que performou positivamente (+3,30%); as demais concessionárias apresentaram queda de preço no ano: CCRO3 (-4,8%); ECOR3 (-10,1%); ALLL3 (-20,4%); TPIS3 (-20,1%); WSON3 (-1,6%); LOGN3 (-4,1%).

Os papéis da Arteris performaram positivamente em 2013 especialmente por dois motivos: (i) OPA do grupo Abertis com a OHL que previa permuta de ações entre os grupos que garantiam um preço próximo a R\$22,00 por ação, e (ii) mitigação de riscos com a estratégia do novo management com foco em capturar eficiência na gestão de custos, além de executar os investimentos pendentes das rodovias sob concessão.

A CCR apresentou forte apetite por novas aquisições em Mobilidade Urbana e Aeroportos; com aquisições mais relevantes no final do segundo semestre, o que viabilizou certa recuperação do papel, terminando o ano de 2013 com queda de -4,8%. Após 64,6% de valorização em 2012, a performance de 2013 foi aquém de nossa expectativa, entretanto melhor que o desempenho do IBOVESPA (-15,5%).

Ecorodovias apresentou bom desempenho no segmento de rodovias, porém teve um ano desafiador nos segmentos de logística e portos; enfrentando a concorrência de novos entrantes no porto de Santos e reformulando a estratégia dos centros de distribuição, impactando em queda de margens; o que contribuiu para a performance negativa do papel (-10,1%). Em 2013 a companhia demonstrou coerência e disciplina de capital oferecendo deságios com bom retorno, entretanto não conseguiu vencer nenhum dos leilões até o momento.

A Triunfo é a companhia com maior diversificação entre as concessionárias. No segmento de energia elétrica, a companhia antecipou a construção da Usina Hidrelétrica Garibaldi e conseguiu antecipar a comercialização de energia; por outro lado, encerrou a operação no segmento de cabotagem, uma vez que operava com EBITDA negativo e não conseguiu negociar os ativos com outros players. O BNDESpar adquiriu participação de 14,8% na TPIS3 ao valor de R\$11,00 por ação. A Triunfo está bem posicionada no segmento portuário através da Portonave e aeroportuário com a gestão de Viracopos. Após 37,7% de valorização em 2012, os papéis da diversificada concessionária cederam -20,1% em 2013.

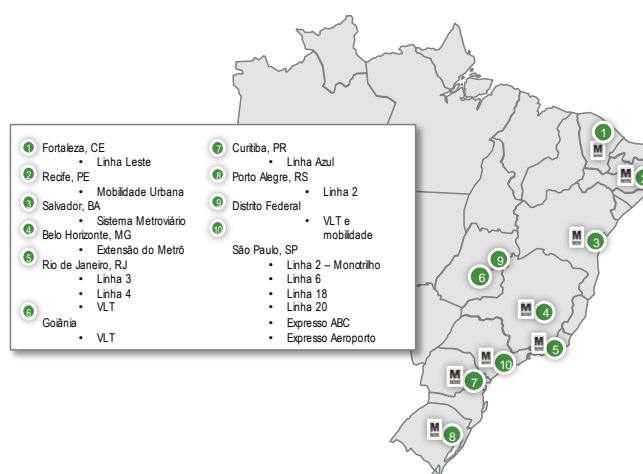
A ALL iniciou 2013 apresentando forte valorização, porém, após a saída de executivos estratégicos, a perda da concessão na Argentina, litígio com a RUMO do grupo COSAN e por fim, acidentes causados por suposta falta de manutenção; colocaram o governo brasileiro em alerta sobre a concessão, o que trouxeram desconfiança sobre o futuro da companhia. Os papéis da ALL em 2012 caíram -9,8% e em 2013 cederam -20,4%.

Perspectivas

Projetos de Mobilidade Urbana

O metrô e o veículo leve sobre trilhos (VLT) são considerados como uma solução eficiente para o transporte de massa nas metrópoles; pois atendem aos quesitos de qualidade, eficiência, rapidez, regularidade, conforto e segurança.

Atualmente, existem no país mais 16 grandes projetos de construção/expansão de metrô e VLT, configurando-se em reais oportunidades para as empresas do setor adicionar ativos aos atuais portfólios.



A prefeitura de Curitiba colocou em consulta pública a minuta do edital de licitação para o esperado metrô de Curitiba. O edital deverá ser lançado no fim de fevereiro e a expectativa é que o leilão ocorra em maio. A PMI (Procedimento de Manifestação de Interesse) adotada pela prefeitura da capital paranaense foi a apresentada pela Triunfo (TPIS3); o que potencializa a chance da TPIS3 vencer o processo licitatório.

Aeroportos

Confins e Viracopos apresentam características favoráveis para formação de aerotrópoles; que significa desenvolver a economia das cidades e regiões em torno destes aeroportos, neste caso, Belo Horizonte e Campinas, o que deverá beneficiar os ativos aeroportuários de CCR e Triunfo ao longo da concessão.

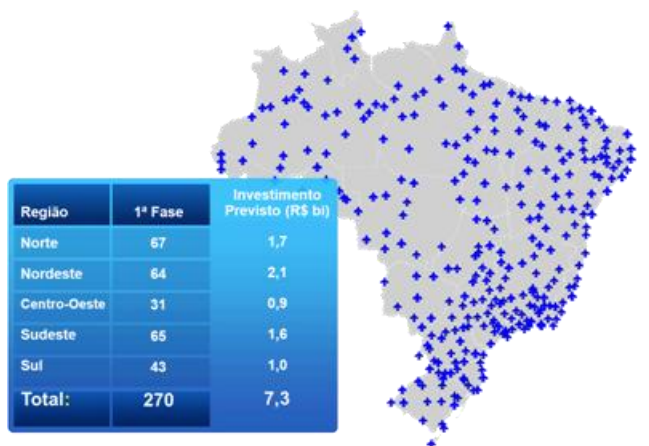
Atualmente esse fenômeno ocorre em aproximadamente 80 cidades no planeta; com destaque para o segundo maior terminal de cargas do mundo, Memphis (EUA); e o melhor aeroporto da Europa que é o de Amsterdã (HOL).

Na Coreia do Sul, está sendo construída a cidade de Nova Songdo, no entorno do Aeroporto de Incheon, o quarto maior terminal de carga do mundo; a previsão é que a cidade esteja concluída em 2015.

Esperamos alguma sinalização do governo federal quanto aos aeroportos de Salvador e Porto Alegre, que operam acima da capacidade, demandam investimentos e atraem interesse da iniciativa privada.

Em termos de projetos anunciados, após os leilões dos principais grandes aeroportos, o governo pretende fortalecer e estruturar a rede de 689 aeroportos regionais, cuja expectativa é investir, na primeira fase, R\$ 7,3 bilhões em 270 aeroportos.

Os primeiros aeroportos regionais que deverão ser licitados são: Comandante Rolim Adolfo Amaro (Jundiá); Antônio Ribeiro Nogueira Júnior (Itanhaém); Campo dos Amarais (Campinas); Arthur Siqueira (Bragança Paulista); e Gastão Madeira (Ubatuba).



Fonte: ANAC

Portos

O Brasil deverá enfrentar mais um ano com dificuldades logísticas nos portos para escoar a safra agrícola 2013/14, considerando a possibilidade do acréscimo de 15 milhões de toneladas de soja e milho na próxima safra. Será desafiador escoar esse volume adicional com a atual infraestrutura portuária.

Algumas medidas preventivas estão sendo tomadas pela Agência Nacional de Transportes Aquaviários (Antaq), como por exemplo, o agendamento dos caminhões transportadores de grãos, que deverão passar por um pátio regulador da Codesp antes de entrar no terminal portuário. Entretanto, tais medidas não deverão surtir efeito para solucionar o gargalo logístico que, em parte, credita-se a incapacidade de armazenagem da safra agrícola nacional, e pela saturada infraestrutura portuária.

O novo modelo dos portos começa a ser implantado na prática, com a concessão de autorização para investimentos de R\$6,5 bilhões na implantação de 16 terminais privados. Os terminais mais importantes já autorizados, em termos de volume de investimentos, são o de fertilizantes no porto de Santos (SP), da companhia Ultrafertil, com previsão de investimentos de R\$2,2 bilhões; dois terminais de minério e contêineres em Ilhéus (BA), que somam R\$3,3 bilhões; e o estaleiro que vai construir sondas para o pré-sal no Espírito Santo, estimado em R\$500 milhões.

Rodovias

Ainda serão leiloados mais 4 lotes do programa de concessão de rodovias federais, a BR-153 entre Tocantins e Goiás deverá ser a primeira do ano a ser concedida. No âmbito do governo estadual, a Rodovia dos Tamoios (SP-99), principal acesso ao litoral norte, deverá ser licitada em 2014; o projeto prevê R\$3 bilhões em Capex. Consideramos a Ecorodovias (ECOR3) uma das favoritas a conquistar a concessão estadual.

Em 2014 acreditamos que será um ano de grandes oportunidades para o setor de infraestrutura, em função dos avanços observados na regulamentação das concessões de Aeroportos, Ferrovias, Portos e Rodovias. Desta forma, os investimentos em Infraestrutura de Transportes tendem a apresentar maior relevância na economia nacional e deverão viabilizar o escoamento da safra agrícola e também beneficiar a logística de transporte da indústria brasileira.

O setor de infraestrutura de transportes no Brasil apresenta perspectiva de forte crescimento através de um ambiente atrativo para novos investimentos em função de (i) expectativa de crescimento econômico, (ii) proteção dos contratos com preços/tarifas corrigidos pela inflação, (iii) alta previsibilidade de fluxo de caixa, e (iv) estabilidade política, econômica e regulatória.

Empresas que ganham com o cenário exposto: CCR e Arteris

Diante do cenário exposto, esperamos ver as empresas ALL, CCR, Arteris, Ecorodovias e Triunfo participando ativamente do *boom* de infraestrutura de transportes, além das empresas de capital fechado. Porém, nossa expectativa é que CCR e Arteris estão melhores posicionadas para capturar as oportunidades do setor.

CCR:

Uma das maiores empresas de infraestrutura do mundo, esta muito bem posicionada com ativos de concessão rodoviária, mobilidade urbana e aeroportos. Com forte disciplina de Capital a CCR poderá conquistar algum ativo relacionado à mobilidade urbana, tais como: ampliações das linhas do metrô, implantação de sistemas VLT (Veículos Leve sobre Trilho), e também poderá vir a ser a operadora do primeiro aeroporto internacional privado do país, o NASP (Novo aeroporto de São Paulo). **(Médio Risco)**

Arteris:

Confiamos na estratégia do controlador, de ser um operador puramente de concessão de rodovias, oferecendo forte geração de caixa e previsibilidade de receitas; além de implementar melhorias operacionais e principalmente esforços na execução do Capex nas rodovias do grupo no Brasil. A Arteris poderá negociar aditivos contratuais e ainda buscar novos ativos brownfield em rodovias. **(Médio Risco)**

Principais Riscos

- Forte competição nos leilões pode aumentar os prêmios pagos e reduzir o retorno (TIR) das novas concessões;
- A redução no fluxo de veículos, que poderia decorrer de mudanças adversas nas condições econômicas ou do aumento de preço de combustíveis.

Top Pick: Suzano

- Europa e China direcionando a demanda por celulose
- Start up de novas capacidades de celulose
- Consumo doméstico de papel ainda crescente
- Anúncios recentes de altas nos preços de papel

| Papel e Celulose | Nome | Tipo | Cod. | Preço em | | Variação 2013 (%) | Valor de Mercado (R\$ mm) | P / E | | EV/EBITDA | |
|------------------|--------------|------|-------|------------|-------|-------------------|---------------------------|----------|----------|-----------|----------|
| | | | | 31/12/2013 | | | | 2013 (E) | 2014 (E) | 2013 (E) | 2014 (E) |
| | Fibria | ON | FIBR3 | R\$ | 27,65 | -4,48 | 14.611 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| | Klabin S/A | PN | KLBN4 | R\$ | 12,26 | 3,83 | 11.207 | 0,79 | 0,90 | 11,13 | 10,40 |
| | Suzano Papel | PNA | SUZB5 | R\$ | 9,24 | 2,60 | 10.283 | - | - | 12,41 | 9,15 |

Retrospectiva 2013

O ano de 2013 iniciou com o mercado atento às novas capacidades que estavam previstas para entrar em operação – da Stora Enso no Uruguai e da Suzano no Maranhão – e o respectivo receio com relação ao desequilíbrio que os 2,8 milhões de toneladas poderiam causar no mercado.

No entanto, devido ao atraso no cronograma de ambas as unidades o cenário que se esperava acabou sendo postergado para 2014. Ademais, o fechamento da unidade de celulose da Jari, responsável pela produção de 400 mil toneladas anuais, e a “curva de aprendizado” das companhias na inserção das novas ofertas no mercado acabou equilibrando de forma harmônica a relação oferta x demanda de celulose ao longo de 2013. No período, também foram encerradas as operações de uma planta nos EUA (Cloctet Fapi) e outra na Noruega (Södra), que também ajudaram a equilibrar o mercado.

Nos últimos anos, a China tem sido a principal responsável pela demanda de celulose em função da entrada em operação de novas fábricas de papéis sanitários (tissue), devido à proposta do próprio governo chinês de estimular o consumo interno e reduzir a dependência das exportações. Essa perspectiva de crescimento da demanda por papéis para embalagem e tissue alimenta um novo ciclo de expansão das fabricantes de celulose do país, ao mesmo tempo em que as tradicionais regiões produtoras – Europa e América do Norte – dão sinais de acomodação ou encolhimento.

De janeiro a novembro de 2013, a produção brasileira de celulose alcançou o volume de 13,7 milhões de toneladas, segundo dados da Bracelpa, volume 7,5% superior em relação ao acumulado do ano anterior. Esse aumento de produção foi sustentado pelo volume de celulose exportada, que avançou 11,5% no mesmo comparativo.

Enquanto isso, com um incremento menor, porém também crescente, a produção de papel até novembro aumentou 1,7% e as vendas domésticas 2,6% no 9M13 sobre o mesmo período de 2012, e ainda amparadas pela queda de 8,4% nas importações.

Para a Fibria, o ano foi marcado pelo contínuo processo de desalavancagem e o foco na obtenção do grau de investimento, o qual a companhia espera obter no primeiro semestre de 2014. No final do ano, a produtora de celulose ainda anunciou a venda de 210 mil hectares de terras, em um negócio que rendeu R\$ 1,4 bilhão à vista e possíveis R\$ 250 milhões condicionados à valorização das terras durante um prazo de 21 anos.

Enquanto isso, a Suzano manteve o foco na finalização da planta no Maranhão, inclusive iniciando a colheita para abastecer a unidade já a partir de maio. Com a nova planta, a Suzano está ampliando a oferta de celulose vendida a terceiros de 1,9 milhão para 3,4 milhões de toneladas.

E a Klabin continuou como a preferida do setor, através de uma combinação de projetos rentáveis, crescimento de baixo risco e ainda sustentado pelo controle de custos, assim como por um balanço confortável. O fato que o mercado esperava, e que de fato ocorreu, foi o anúncio da nova planta de celulose ao final do primeiro semestre, com um projeto que contempla a produção de 1,5 milhão de toneladas de celulose, sendo 1,1 milhão de fibra curta e 400 mil de fibra longa. Após a ideia inicial de realizar um *follow on* para conduzir o projeto, o conselho de administração da companhia decidiu pela aprovação da emissão privada de debêntures no valor total de R\$1,7 bilhão, as quais serão obrigatoriamente conversíveis em Units (1 ação ordinária e 4 preferenciais).

Perspectivas

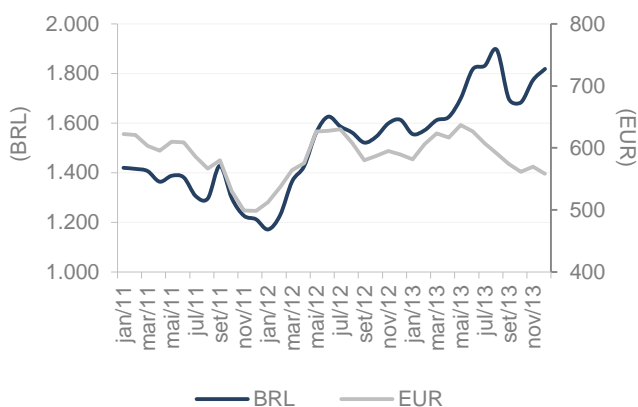
Após alguns grandes investimentos que foram realizados nos últimos anos e estão entrando em operação para aumentar a produção de celulose agora em 2014, a expectativa é de que a demanda por papel continue sendo incrementada graças ao número crescente de consumidores na China, mesmo em um momento em que a economia do gigante asiático desacelera.

Drivers como o preço da celulose e o câmbio continuam sendo os principais responsáveis pelo desempenho das companhias. Segundo a perspectiva do Banco Central no relatório Focus de 13 de janeiro, o câmbio deve se manter no patamar de R\$ 2,40 neste ano, fato que acaba sendo benéfico para as companhias exportadoras.

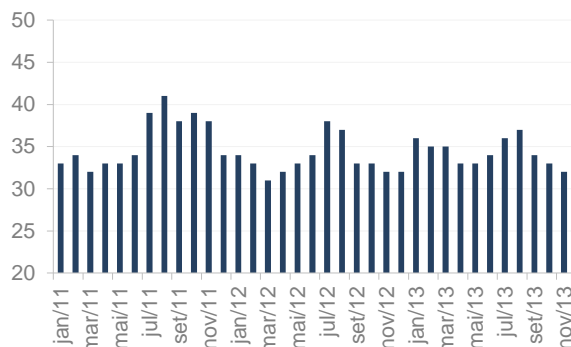
Com relação ao preço da celulose, no mês passado a Fibria anunciou um aumento de US\$ 20 por tonelada que passou a vigorar a partir de 1º de janeiro, deixando os preços praticados por ela em US\$ 820 por tonelada na Europa, US\$ 720 na Ásia e US\$ 870 na América do Norte. Com a colocação do volume adicional (Stora Enso + Suzano), a tendência é de recuo nas cotações da matéria-prima ao longo dos próximos meses. Portanto, é natural que os produtores busquem reajustes antes da chegada da celulose adicional.

De acordo com a consultoria finlandesa Pöyry, os negócios globais com papéis para impressão seguem em rota descendente, especialmente nos mercados mais maduros, porém as operações de embalagem e papéis para fins sanitários continuam firmes e vão garantindo, por enquanto, o saldo positivo para a indústria papelreira global. Diante disso, a previsão é de que o crescimento do consumo de papel siga a um ritmo de 1,6% ao ano até 2025, o que reflete o recuo anual de 1% ao ano da demanda por papel imprensa, versus um crescimento de mais de 3% ao ano de tissue. Com relação a cartões e outros tipos de papel, o crescimento médio anual é acima de 2%.

Celulose Fibra Curta (BHKP) - Europa (BRL x EUR)



Dias de Estoque dos Produtores Mundiais de Celulose



Fonte: Foex

Empresas que ganham com o cenário exposto: Suzano

A Suzano acaba de iniciar as operações de sua fábrica de celulose no Maranhão, por meio da qual irá adicionar à sua capacidade de produção mais 1,5 milhão de toneladas de celulose por ano e 100 MW de geração adicional de energia, após a conclusão do *ramp up*. Apesar do atual grau de alavancagem estar elevado – em torno de 5,1x de Dívida Líquida/EBITDA – a companhia entra agora em um período de geração adicional de caixa cuja tendência é que seu nível de alavancagem mostre evolução de qualidade a cada trimestre.

Além disso, a produtora de papel e celulose amplifica sua oferta do insumo em um momento em que o mercado se encontra ainda bastante equilibrado e cuja demanda, apesar de mais amena na Europa, está sendo fortemente suportada pelo mercado asiático, em especial na China. Outro fator que ratifica a possibilidade de sólidos resultados em 2014 é a própria desvalorização cambial, o que implica na elevação das receitas provindas do mercado externo.

No segmento de papel, acreditamos que a demanda doméstica continuará apresentando um crescimento estável, suportado pelas eleições no Brasil e pelo foco do governo em estimular o mercado interno, assim como por uma possível demanda adicional em função da Copa do Mundo. Além disso, a Suzano anunciou recentemente a intenção em reajustar o preço do papel *offset* em 10% a partir de janeiro, configurando-se como o terceiro reajuste que a companhia aplicou no segmento de papéis de imprimir e escrever nos últimos 12 meses.

Por que não a Fibria? Consideramos positivo o comunicado divulgado pela Fibria no último dia 13, o qual retrata sobre o avanço do projeto Três Lagoas II no MS com capacidade produtiva de 1,75 milhão de toneladas. No entanto, acreditamos que o mercado possa adotar um sentimento de cautela com relação à companhia ao longo de 2014, dado que o início das operações (4T16) seria em um momento em que o risco de sobreoferta pode não trazer o retorno esperado, assim como o grau de alavancagem pode atingir patamares muito elevados.

De qualquer forma, a avaliação do projeto pelo conselho de administração deverá ocorrer somente no final do primeiro semestre, e a Fibria tem ratificado constantemente sua estratégia de crescimento com disciplina de modo que a entrada da nova capacidade produtiva de celulose dependerá de uma janela de oportunidade.

Riscos:

- Pressão sobre o preço da celulose de fibra curta no 2S14, devido à oferta adicional da Suzano e da Stora Enso no mercado;
- Desaceleração acima do esperado na China, prejudicando a demanda;
- Valorização do Real, prejudicando as receitas advindas do mercado externo.

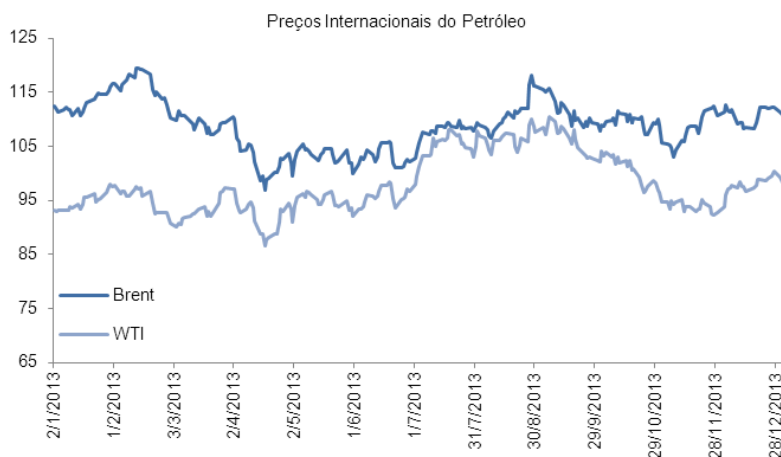
- Avanço da economia global
- Desvalorização do real frente ao dólar
- Preços internacionais de petróleo entre US\$ 100 e US\$ 110
- Aumento da produção nacional de petróleo

| Petróleo, Gás e Petroquímico | Nome | Tipo | Cod. | Preço em | | Variação 2013 (%) | Valor de Mercado (R\$ mm) | P / E | | EV/EBITDA | |
|------------------------------|--------------|------|-------|------------|------------|-------------------|---------------------------|----------|----------|-----------|----------|
| | | | | 31/12/2013 | 31/12/2012 | | | 2013 (E) | 2014 (E) | 2013 (E) | 2014 (E) |
| | Comgás | PNA | CGAS5 | R\$ | 58,25 | -3,35 | 6.230 | 13,39 | 12,27 | 6,93 | 6,39 |
| | Hrt Petroleo | ON | HRTP3 | R\$ | 0,91 | 16,48 | 315 | 0,00 | 0,00 | -0,82 | -1,38 |
| | OGX | ON | OGXP3 | R\$ | 0,24 | 12,50 | 874 | 6,68 | 6,37 | 6,59 | 6,56 |
| | Petrobras | ON | PETR3 | R\$ | 15,99 | -8,01 | 196.814 | 6,95 | 6,66 | 5265,58 | 4727,07 |
| | | PN | PETR4 | R\$ | 17,08 | -8,72 | | | | | |
| | Braskem | PNA | BRKM5 | R\$ | 21,00 | -4,71 | 13.955 | 11,76 | 8,21 | 4,62 | 4,07 |

Retrospectiva 2013

Os preços internacionais do petróleo oscilaram no decorrer do ano influenciados, principalmente, pelas preocupações macroeconômicas mundiais e quanto à demanda, além dos receios de uma interrupção de oferta no Oriente Médio devido aos conflitos no Egito e na Síria. O Brent encerrou o ano cotado a US\$ 110,82, valor que representa queda de 1,0% em relação ao fechamento de dezembro/2012. Por outro lado, a cotação do WTI fechou 2013 com aumento de 7,2%, valendo US\$ 98,42. A média anual do preço do Brent foi US\$ 108,74 e a média do WTI chegou a US\$ 98,01.

A cotação máxima do Brent no ano passado foi em 12 de fevereiro, US\$ 119,34, após a Opep revisar sua expectativa para a demanda pelo petróleo produzido por seus países membros em 100 mil barris por dia em 2013. Já o WTI atingiu a máxima de US\$ 110,53 em 6 de setembro, com a redução dos estoques de petróleo cru e a manutenção dos estímulos nos Estados Unidos. A cotação mínima do Brent e do WTI foi em 17 de abril, US\$ 96,79 e US\$ 86,68 respectivamente, após o Departamento de Energia (DoE, na sigla em inglês), divulgar queda de 1,1% na demanda por gasolina – representando o menor nível para essa semana em 16 anos.



Fonte: Bloomberg

No Brasil, a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP) realizou três rodadas de licitação, após um período de cinco anos de interrupção: (a) 11ª Rodada de Licitações de Petróleo e Gás em maio, (b) 1ª Rodada de Licitação do Pré-Sal em outubro e (c) 12ª Rodada em novembro. Vale destacar que a rodada do pré-sal foi a primeira sob o novo regime da partilha de produção. Já as outras foram regidas pelo marco regulatório da concessão.

Na 11ª Rodada foram arrematados 142 blocos por 30 empresas (18 estrangeiras), que ofereceram R\$ 2,8 bilhões em bônus de assinatura pelas concessões. O ágio chegou a 797,8% e a previsão de investimentos do Programa Exploratório Mínimo (PEM) é de R\$ 6,9 bilhões.

O consórcio formado pela Petrobras (40%), Shell (20%), Total (20%), CNOOC International Limited (10%) e China National Petroleum Corporation (10%) arrematou a concessão para a exploração no Campo de Libra na 1ª Rodada do Pré-Sal. As empresas apresentaram a única proposta da Licitação e ofereceram a parcela mínima de excedente em óleo exigida no edital (41,65%). O bônus de assinatura foi de R\$ 15 bilhões e o PEM é de cerca de R\$ 610 milhões.

Já na 12ª Rodada foram arrematados apenas 72 dos 240 blocos ofertados e a arrecadação com bônus de assinatura foi de R\$ 165,2 milhões. O Programa Exploratório Mínimo prevê investimentos de mais de meio bilhão de reais.

O Plano de Negócios e Gestão 2013 2017 da Petrobras, divulgado em março, prevê investimentos totais de US\$ 236,7 bilhões, focando o segmento de Exploração e Produção, que deve receber 62% do valor total. A meta de produção de óleo, LGN (líquido de gás natural) e gás natural para 2020 manteve-se inalterada em relação ao plano anterior: 5,7 milhões de barris de óleo equivalente por dia (sendo 5,2 mboed no Brasil).

O plano atual dá continuidade às ações estruturantes iniciadas no ano passado – Programa de Aumento da Eficiência Operacional da Bacia de Campos (Proef), Programa de Otimização de Custos (Procop) e Programa de Desinvestimento (Prodesin) – e incorpora ainda o Programa de Otimização de Infraestrutura Logística (Infralog) e o Programa de Redução de Custos de Poços (PRC Poço).

A produção média total de petróleo e gás natural da Petrobras no Brasil em 2013 (até novembro) foi de 1.928,30 (mboed), volume que representa queda de 2,6% em relação à média do ano anterior.

A Petrobras e a Braskem adotaram a prática contábil de Contabilidade de Hedge em maio desse ano. No caso da estatal, estão contemplados cerca de 70% do total das dívidas líquidas expostas à variação cambial, protegendo cerca de 20% das exportações, pelo período de sete anos. Já a petroquímica informou que decidiu designar parte dos seus passivos em dólar como hedge de suas futuras exportações, mas não esclareceu os percentuais.

A Braskem assinou um memorando de entendimento com a Styrolution para avaliar a formação de uma joint venture no Brasil com o objetivo de analisar a viabilidade econômica da implementação de uma planta para produção e fornecimento de especialidades estirênicas e copolímeros de acrilonitrila butadieno estireno (ABS) e estireno acrilonitrila (SAN) para clientes no Brasil e em outros países da América do Sul.

Com o objetivo de fortalecer o negócio de vinílicos, bem como a cadeia vinílica no Brasil e na Argentina, a Braskem assinou contrato de compra e venda de ações com a Solvay Argentina S.A. para aquisição de 292.453.490 ações representativas de 70,59% do capital social votante e total da Solvay Indupa, ao preço de US\$ 0,085/ação. O valor da transação está baseado no Valor da Empresa de US\$ 290 milhões. A operação, no entanto, ainda depende de aprovação pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

Após sucessivas quedas na produção mensal de óleo e gás natural, principalmente nos campos offshore, a OGX comunicou que o Campo de Tubarão Azul pode parar de produzir ao longo de 2014 e que não existe tecnologia disponível para viabilizar economicamente mais investimentos na área com o objetivo de aumentar a produção. Em outubro, a companhia ajuizou pedido de recuperação judicial em razão da situação financeira desfavorável em que se encontra, dos prejuízos já acumulados e do vencimento recente e vindouro de grande parte de seu endividamento.

No decorrer do ano, a HRT iniciou e concluiu a perfuração de 3 poços offshore na Namíbia (Wingat-1, Murombe-1 e Moosehead-1), mas somente encontrou óleo em volume não comercial no primeiro e os demais foram considerados secos.

Já na Bacia do Solimões, o programa exploratório foi revisto e significativamente reduzido em virtude dos resultados obtidos. A companhia também seguiu seu programa estratégico de desinvestimento com foco na recuperação de capital.

Perspectivas

- Acreditamos que os Estados Unidos devem acelerar o crescimento econômico apresentado no ano passado, com o PIB podendo superar 3% em 2014. O avanço da economia norte-americana deve beneficiar também a economia da China. O Brasil, por sua vez, será positivamente impactado, principalmente no lado exportador, pelo avanço chinês e norte americano, que são os maiores parceiros comerciais do país.
- A previsão da Agência Internacional de Energia (AIE) para a demanda mundial de petróleo em 2014 está atualmente em 92,4 milhões de barris de petróleo por dia (mbpd) - ante projeção de 91,2 mbpd para 2013.
- A demanda mundial pelo petróleo dos países membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep), conforme estimativa da própria Organização, é de 90,84 milhões de barris por dia – aumento de 1% em relação à demanda projetada para 2013.
- A AIE estima que a demanda mundial por petróleo aumentará 14 milhões de barris por dia até 2035. A agência afirma também que o aumento da produção dos Estados Unidos, Canadá e Brasil é importante para atender a demanda nos próximos 20 anos, mas ressalta que o Oriente Médio é o “centro da perspectiva de mais longo prazo para o petróleo”.
- Conforme estimativa da AIE, o Brasil será um grande exportador do mercado energético e deve alcançar a posição de sexto maior produtor mundial de petróleo em 2035 com a produção de 6 milhões de barris por dia. A agência ressalta no entanto que são necessários investimentos expressivos e desenvolvimento em tecnologia.
- Acreditamos que a cotação internacional do petróleo tende a se manter entre US\$ 100 e US\$ 110 esse ano. Vale ressaltar, no entanto, que fatores como a redução da oferta, o aumento do consumo e a alta do custo de produção podem contribuir para o aumento dos preços.
- A projeção de mercado divulgada no relatório Focus do Banco Central do Brasil para o crescimento do PIB em 2014 está em 1,95% (ante 2,28% para 2013), gerando cautela para os setores petroquímico e de gás, cujas demandas podem apresentar estabilidade ou até leve redução.
- Já a projeção para o dólar em 2014, divulgada no Focus, é de uma média de R\$/US\$ 2,45, ante média de R\$/US\$ 2,16 observada em 2013 (conforme dados da Bloomberg), aumentando os custos da indústria petroquímica, uma vez que grande parte dos seus insumos são importados. Esse movimento contribui ainda para diminuir a competitividade da produção nacional diante dos produtos oriundos do exterior. A Petrobras, beneficiada pela alta do dólar no caso da exportação de petróleo, ao importar gasolina e diesel para suprir a demanda interna, também pode ser penalizada momentaneamente pela valorização da moeda norte-americana, até que a paridade dos preços de revenda dos derivados no Brasil possa ser alcançada em relação aos preços internacionais.
- O aumento de capacidade de produção de óleo da Petrobras programada para 2014 é de 480 mil barris de petróleo por dia, com o início de operação dos projetos Roncador Módulo IV (previsto para março), Sapinhoá Norte (previsto para setembro) e Lula – Iracema Sul (previsto para novembro).

Top Picks

Considerando o cenário exposto, não selecionamos empresas do setor de Petróleo, Petroquímico e Gás como *Top Pick* para 2014. Além disso, aguardamos a divulgação da produção média total de petróleo e gás natural da Petrobras em 2013 e também o Plano de Negócios e Gestão 2014-2018, com o volume de investimentos e a meta de produção para o período. No caso da Braskem, aguardamos o fechamento da compra das ações da Solvay Argentina S.A. e o resultado da avaliação para formação da parceria com a Styrolution.

Top Picks: Gerdau, Usiminas e Vale

- China continua ditando a demanda por minério
- Foco dos investimentos no core business
- Mercado interno e reajuste de preços justificam as perspectivas positivas para o mercado siderúrgico

| Siderurgia e Mineração | Nome | Tipo | Cod. | Preço em 31/12/2013 | Variação 2013 (%) | Valor de Mercado (R\$ mm) | P / E 2013 (E) | P / E 2014 (E) | EV/EBITDA 2013 (E) | EV/EBITDA 2014 (E) |
|------------------------|--------|-------|-----------|---------------------|-------------------|---------------------------|----------------|----------------|--------------------|--------------------|
| | Gerdau | PN | GGBR4 | R\$ 18,34 | -4,91 | 27.890 | 8,17 | 7,34 | 7,62 | 7,33 |
| MMX Miner | ON | MMXM3 | R\$ 0,70 | -1,43 | 672 | 7,19 | 5,00 | 4,03 | 3,29 | |
| Sid Nacional | ON | CSNA3 | R\$ 14,38 | -3,82 | 20.164 | 17,56 | 15,01 | 8,02 | 7,43 | |
| Usiminas | ON | USIM3 | R\$ 12,40 | 2,66 | 13.139 | 49,80 | 18,54 | 9,85 | 7,24 | |
| | PNA | USIM5 | R\$ 14,21 | -2,11 | | | | | | |
| Vale | ON | VALE3 | R\$ 35,71 | -8,06 | 164.187 | 7,75 | 7,35 | 4,71 | - | |
| | PNA | VALE5 | R\$ 32,73 | -7,45 | | | | | | |

Retrospectiva 2013

Diante de um ciclo de produção global mais volátil, o ano de 2013 iniciou com algumas incertezas que fizeram com que os preços dos metais seguissem sem uma tendência definida. Alguns limitadores de crescimento das grandes economias, como as incertezas fiscais e regulatórias nos EUA, a desenvoltura das economias européias e o menor crescimento da China levaram as companhias a focarem em iniciativas de redução de custos e investimentos em ativos de maior retorno.

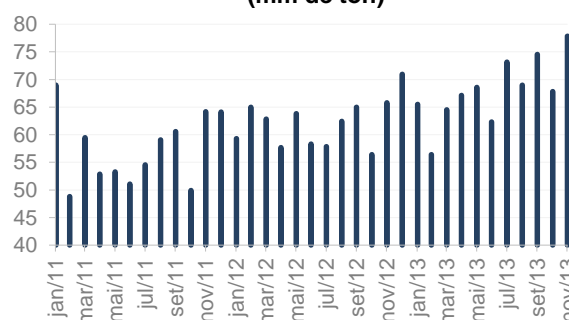
Como principal driver do setor, a China começou o ano apresentando um crescimento de 7,7% no PIB do 1T13, abaixo dos 7,9% do 4T12, porém acima da meta de 7,5% determinada pelo próprio governo chinês para o ano. No entanto, dados que podem ter decepcionado no início do ano acabaram sendo compensados nos meses seguintes após o país ter mantido em um ritmo intensivo o uso de seu parque fabril de aço, o que fez com que a indústria siderúrgica chinesa respondesse por 50% da produção mundial. Apesar de os números de 2013 ainda não estarem fechados até esta data, a expectativa é de que a produção da China encerre o ano com um recorde de 780 milhões de toneladas, o que representa um crescimento superior a 7% em relação a 2012.

Nesse contexto, a Vale deu continuidade ao seu plano de desinvestimentos de ativos *non core*, visando concentrar suas atividades em seu principal negócio: a exploração de minério. O novo foco passou a ser em uma carteira de projetos com maior potencial de retorno e que remunerassem de forma mais significativa o capital investido. O que em 2012 atingiu US\$ 1,47 bilhão, em 2013 a venda de ativos alcançou o montante de US\$ 6,0 bilhões em negociações de envolveram a área de logística, alumínio, ouro, níquel, cobre, energia entre outros.

Minério de Ferro IO62% - CFR Tianjin Port (USD/ton)



Importação de Minério de Ferro pela China (mm de ton)



Fonte: Bloomberg

Apesar da obtenção de licenças importantes, como a de operação (LO) dos terminais ferroviário e portuário ligados ao Terminal de Ponta da Madeira, referente ao projeto CLN 150, e a de instalação (LI) para o projeto S11D, o qual aumentará a capacidade produtiva em 90 milhões de toneladas métricas anuais, a Vale angariou incertezas ao longo do ano com relação aos débitos tributários de IR e CSLL sobre o lucro de suas coligadas e controladas no exterior, cujo valor ultrapassou R\$ 30,5 bilhões.

No entanto, no início de novembro, foi aprovada pelo governo a medida provisória 627, a qual previa a redução de multas, juros e encargos, a depender da forma de pagamento – à vista ou parcelado em até 120 meses – que, de certa forma, trouxe um alívio às principais companhias devedoras mesmo com o prazo de até 29 de novembro para aderir. No caso da Vale, a mineradora aderiu ao REFIS o que implicou em pagamento à Receita Federal de R\$ 5,965 bilhões de entrada e R\$ 16,360 bilhões parcelados em 179 meses, com os valores das parcelas mensais corrigidos pela taxa de juros Selic.

Com relação ao setor siderúrgico, o ano continuou desafiador, porém de forma um pouco mais amena quando comparada aos anos anteriores. Após o Brasil ter registrado um PIB de apenas 0,9% em 2012, a demanda interna em 2013 se manteve, sendo estimulada pela expansão moderada do crédito, geração de emprego e aumento de renda.

De modo geral, o setor iniciou o ano apostando nos efeitos das medidas de defesa comercial tomadas pelo governo, como a elevação da alíquota de importação, o fim da guerra dos portos – visando cancelar incentivos de alguns governos estaduais às importações – e um câmbio mais competitivo. No entanto, houve notável deterioração da conjuntura econômica no primeiro semestre. A produção industrial registrou alta de apenas 2,1% no acumulado do primeiro semestre, sobre o mesmo período de 2012, positivamente ajudada pelo bom desempenho de 13,8% da produção de bens de capital.

Na avaliação do Instituto Aço Brasil, o desempenho brasileiro poderia ter sido melhor se não fosse a concorrência com produtos mais baratos provenientes da China. Apesar da redução nas importações em função da desvalorização cambial, o excesso de oferta de aço naquele país faz com que as siderúrgicas não consigam repassar aumento de custos nos preços e ainda desovem em países com alto potencial de absorção da demanda.

No segundo semestre, a valorização do dólar fez com que o governo decidisse pela não renovação do aumento das tarifas de importação, que estavam entre 20% e 25%, e passaram para algo em torno de 10%. Com a mudança no cenário internacional, a desvalorização do real e a necessidade de baratear o custo dos insumos usados pela indústria, o governo decidiu retornar as alíquotas do imposto aos patamares originais. Entretanto, essa medida não foi suficiente para retrainir o setor pois, devido à demanda acima da esperada no mercado doméstico, o consumo aparente de aço sinalizou retomada de fôlego e aumentou 4% no ano, na comparação com 2012.

Nos resultados do 3T13, por exemplo, as siderúrgicas mostraram maior rentabilidade no período, trazendo alívio para as empresas que passaram os últimos três anos com margens pressionadas e ganhos em declínio. Segundo o presidente do Instituto Nacional dos Distribuidores de Aço (INDA), 2013 acabou sendo um ano melhor do que o esperado e as vendas devem encerrar o acumulado com alta entre 4,5% e 5% em relação ao ano anterior. As empresas conseguiram contar com reajustes de preços ao longo do ano, sendo os mais recentes direcionados ao setor de distribuição em agosto, à indústria em setembro e, com as montadoras, as negociações encerraram no final do ano e passaram a vigorar a partir de janeiro.

Mais especificamente com relação às companhias, destacamos em 2013 a “novela” da CSN pela aquisição da CSA que, no final das contas, acabou permanecendo em poder do próprio grupo Thyssenkrupp, junto com a Vale. Já a Usiminas mostrou reflexos positivos da rigorosa gestão do grupo Techint e acabou apresentando um forte resultado no 3T13, encerrando inclusive com lucro após dois anos de prejuízos. Enquanto isso, a Gerdau iniciou a entrada no mercado de aços planos através da nova laminadora a quente na Açominas, com capacidade de 800 mil toneladas por ano, e ainda mostrou recuperação no desempenho de suas operações do Brasil, aproveitando-se do incremento da demanda com o apoio dos setores de infraestrutura e automotivo.

| (mil ton) | dez/13 | nov/13 | M/M | dez/12 | A/A | 2013 | A/A |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Produção de Aço Bruto | 2.655 | 2.707 | -1,9% | 2.552 | 4,0% | 34.279 | -0,7% |
| Produção de Lam. Planos | 1.284 | 1.217 | 5,5% | 1.239 | 3,6% | 15.014 | 0,3% |
| Produção de Lam. Longos | 740 | 981 | -24,5% | 673 | 10,0% | 11.228 | 4,0% |
| Venda no MI Lam. Planos | 922 | 977 | -5,6% | 855 | 7,9% | 12.099 | 6,9% |
| Vendas no MI Lam. Longos | 656 | 812 | -19,2% | 654 | 0,4% | 10.076 | 3,5% |
| Vendas no ME Laminados | 334 | 196 | 70,8% | 368 | -9,2% | 2.564 | -12,6% |
| Vendas no ME Semi-acab. | 425 | 404 | 5,2% | 610 | -30,3% | 4.762 | -24,8% |
| Exportação | 600 | 622 | -3,6% | 760 | -21,1% | 8.091 | -16,8% |
| Importação | 220 | 305 | -27,8% | 261 | -15,6% | 3.699 | -2,2% |

Fonte: IABR

Perspectivas

Em 2014, acreditamos que países cujo estágio de desenvolvimento continua em uma curva acentuada de crescimento devido ao processo de urbanização e investimentos devem continuar ditando (positivamente) o rumo do setor de mineração.

A China se mantém como o principal motivo de otimismo para as companhias mineradoras brasileiras, dado a elevada necessidade de compra do insumo para suprir o montante de investimentos que têm sido realizados ao longo dos últimos anos. Acreditamos que a desaceleração do ritmo de crescimento da segunda maior economia do mundo não implica em crise, pois, mesmo que o avanço seja menor, este será sobre uma base muito maior, o que indica que a economia do país continua forte e vai continuar demandado minério.

Nesse sentido, a Vale está investindo em torno de US\$ 37 bilhões até 2018 em projetos que devem aumentar a capacidade produtiva dos atuais 306 milhões para 450 milhões de toneladas por ano em 2018. Outras empresas, que há alguns anos pertenciam somente ao ramo siderúrgico, também estão investindo fortemente na ampliação de capacidade produtiva de minério, parte para suprir o consumo próprio, parte para absorver o grande potencial do mercado. Na Gerdau, por exemplo, a nova unidade de tratamento em Miguel Burnier (MG) elevou a capacidade de produção de 6,5 milhões para 11,5 milhões de toneladas por ano, e chegará a 13,5 milhões em 2014 com a expansão das atividades em Várzea Lopes.

A Usiminas se apoia através do projeto Friáveis, que está expandindo a capacidade produtiva da companhia de 8 milhões para 12 milhões de toneladas por ano de minério. Em uma segunda etapa, conhecida como projeto Compactos, a meta será elevada para 29 milhões de toneladas entre 3 a 4 anos após o início das obras. A CSN, que já é autossuficiente em minério e vende o excedente de produção para terceiros, está investindo em plantas de beneficiamento com o objetivo de chegar ao fim de 2014 com uma movimentação de 40 milhões de toneladas por ano.

Com relação aos preços de minério, acreditamos que a volatilidade deverá se manter, porém dentro de uma range entre US\$ 100 e US\$ 130 por tonelada, em parte porque há muitos produtores no mercado internacional que ainda operam com altos custos, o que leva a um patamar mínimo de preço a ser negociado no mercado transoceânico.

Enquanto isso, para o segmento siderúrgico acreditamos que o alto nível de investimentos que estão sendo realizados no setor resulta da aposta no crescimento da demanda interna no Brasil, mesmo diante do excedente de produção global de aço e da competição das importações, principalmente das provindas do mercado asiático.

Apartado (em parte) das incertezas inerentes ao mercado externo, o *front* doméstico tem sido influenciado pelo estímulo das concessões do governo em infraestrutura, obras de mobilidade para a Copa do Mundo e Olimpíadas, além dos investimentos no âmbito do pré-sal. No entanto, não há grandes motivos para se comemorar porque os números de produção que encerraram o ano ficaram em 34,2 milhões de toneladas, leve queda de 0,7% em relação a 2012. A estimativa anterior, divulgada no primeiro semestre, era de 36,5 milhões de toneladas, aumento de 5,8% no mesmo comparativo.

Desse modo, as perspectivas para 2014 são positivas, mas, para tanto, é preciso que sejam concretizados os investimentos em infraestrutura e que sejam adotadas medidas mais efetivas para desonerar os custos de produção dos produtos nacionais, visando aumentar a competitividade das companhias brasileiras.

Empresas que mais ganham com o cenário exposto: Vale, Gerdau e Usiminas

No segmento de mineração, a Vale deve continuar a se beneficiar do cenário atual pois, além de manter o foco em seu programa de investimentos em ativos que deverão trazer maior retorno aos acionistas, como o S11D por exemplo, que ampliará a capacidade produtiva em 90 mtpa de minério, a mineradora está podendo contar com um reforço adicional de caixa por meio da estratégia de venda de ativos *non core* que já soma mais de US\$ 7,0 bilhões nos últimos dois anos.

Especificamente para 2014, o orçamento para contemplar os investimentos previstos é de US\$ 14,8 bilhões, sendo US\$ 9,3 bilhões para execução de projetos, US\$ 4,5 bilhões para manutenção das operações existentes e US\$ 0,9 bilhão para pesquisa e desenvolvimento. O foco da execução de projetos será financiar a expansão da produção de minério de ferro e sua rede de distribuição, o desenvolvimento da operação integrada mina-planta-ferrovia-porto de carvão em Moçambique e o projeto Salobo de cobre e ouro. Portanto, a companhia se mantém bem posicionada para enfrentar a ainda robusta demanda por parte da China mesmo diante do menor ciclo de crescimento econômico previsto.

No caso da Gerdau, acreditamos que a companhia está bem posicionada para atender às necessidades de investimentos industriais e em infraestrutura em todos os mercados em que atua. Por ser a maior produtora de aços longos do país, a empresa consegue atingir setores como o de construção civil, máquinas e equipamentos, indústria, entre outros, além de poder se beneficiar de uma firme recuperação nos EUA, dada sua relevante exposição a esta economia.

No final do segundo semestre, com a entrada em operação da segunda unidade de tratamento de minério em Miguel Burnier, a capacidade produtiva passou de 6,5 milhões para 11,5 milhões de toneladas anuais. Com isso, os resultados da companhia deverão ser mais robustos em 2014 em função dos quatro milhões de toneladas de minério de ferro que deverão ser exportados em 2014 e do aumento da produção da nova usina de bobina a quente da empresa, que possui 800 mil toneladas de capacidade.

Ao mesmo tempo, a Usiminas apresentou ao longo dos últimos trimestres evolução nos resultados diante de maiores volumes de vendas, redução de custos e ajustes de preços. Ao final de 2012, a siderúrgica mineira completou um ciclo de investimentos que perdurou cinco anos e empregou R\$ 11 bilhões na modernização das unidades siderúrgicas e no aumento da capacidade de laminação e galvanização para a produção de aços de maior valor agregado.

Além disso, a siderúrgica tem conseguido aplicar ajuste de preços tanto para os distribuidores, como para a indústria e, a partir deste mês, para as montadoras também, o que impactará positivamente na geração de caixa em 2014. O projeto Friáveis, recentemente concluído, ainda possibilitará à companhia a produzir 12 milhões de toneladas de minério de ferro incrementando a rentabilidade da Usiminas, e também abre espaço para a empresa tocar a segunda parte dos investimentos no segmento, conhecido como Projeto Compactos, cuja perspectiva é de elevar a capacidade para 29 milhões de toneladas em três a quatro anos após o início das obras.

Principais Riscos:

- Valorização cambial, que prejudica exportadoras como a Vale, por exemplo, dado que a maior parte dos seus custos é em Real;
- Recuo no preço do minério de ferro com as novas capacidades do Brasil e da Austrália sendo ofertadas no mercado e podendo afetar a relação oferta x demanda no mercado transoceânico;
- Calendário eleitoral, que acaba concedendo pouca liberdade para rotas de crescimento mais ousadas e/ou aceleração dos investimentos;
- Elevado nível de inflação com reflexo na alta da Selic, podendo levar a um menor ritmo de investimentos;
- Queda nos preços internacionais do aço em função da volatilidade macroeconômica e do excesso de capacidade instalada no mundo.

Top Picks: Raia Drogasil e Magazine Luiza

- Crescimento da inflação impactou o varejo
- Vendas do setor cresceram abaixo do esperado
- Taxa de desemprego manteve-se estável e em patamar baixo
- Rendimento dos ocupados avançou moderadamente
- Segmentos de produtos essenciais serão mais favorecidos
- Eventos esportivos beneficiarão setores específicos

| | Nome | Tipo | Cod. | Preço em 31/12/2013 | Variação 2013 (%) | Valor de Mercado (R\$ mm) | P / E 2013 (E) | P / E 2014 (E) | EV/EBITDA 2013 (E) | EV/EBITDA 2014 (E) |
|-------------------|------------------|------|-------|------------------------|----------------------|---------------------------------|-------------------|-------------------|-----------------------|-----------------------|
| Varejo e Serviços | B2W Varejo | ON | BTOW3 | R\$ 15,27 | -1,18 | 2.387 | - | 8,21 | 4,62 | 4,07 |
| | Grendene | ON | GRND3 | R\$ 18,09 | -4,26 | 5.206 | 12,06 | 10,90 | 11,36 | - |
| | Lojas Americanas | ON | LAME4 | R\$ 15,72 | -3,73 | 13.508 | 34,73 | 26,88 | 8,17 | 6,84 |
| | Lojas Renner | ON | LREN3 | R\$ 61,00 | -6,23 | 7.149 | 17,56 | 14,84 | 10,37 | 9,03 |
| | Lojas Marisa | ON | AMAR3 | R\$ 17,06 | -1,67 | 3.358 | 11,47 | 9,14 | 6,33 | 5,30 |
| | P.Acucar-Cbd | PN | PCAR4 | R\$ 104,91 | -6,59 | 25.880 | 6,68 | 6,37 | 6,59 | 6,56 |
| | Magaz Luiza | ON | MGLU3 | R\$ 7,55 | 10,99 | 1.563 | - | - | - | - |
| | Natura | ON | NATU3 | R\$ 41,37 | -9,06 | 16.140 | 6,68 | 6,37 | 6,59 | 6,56 |
| | RaiaDrogasil | ON | RADL3 | R\$ 14,78 | -2,77 | 4.748 | 22,76 | 16,53 | 10,86 | 8,31 |
| | Cia Hering | ON | HGTX3 | R\$ 29,90 | -5,12 | 4.670 | 14,16 | 12,28 | 9,32 | 7,98 |

Retrospectiva 2013

A economia brasileira, ao longo do ano de 2013, foi marcada por ondas de instabilidade ocasionadas (a) pelas manifestações populares ocorridas no primeiro semestre, que geraram um clima de pessimismo no país, (b) pela evolução do IPCA, que acumulou 5,9% de alta nos últimos 12 meses (data base dezembro/2013), (c) pelos aumentos consecutivos da taxa Selic, que passou de 7,25% a.a. em janeiro/2013 para 10,0% a.a. em novembro/2013, com o intuito de conter o aumento da inflação e (d) pela manutenção da massa salarial e do nível de desemprego em níveis baixos. Este conjunto de fatores fez com que a receita apurada nas atividades do varejo fosse muito superior ao volume efetivamente vendido. Enquanto a primeira evoluiu 12,0% no acumulado do ano (11,9% nos últimos 12 meses), o segundo cresceu apenas 4,3% (4,4% nos últimos 12 meses). Em 2012, os percentuais apurados para receita e volume foram de 12,3% e 8,4%, respectivamente.

Na análise individual dos segmentos que compõem o varejo, os hipermercados e supermercados foram impactados negativamente pelo aumento de preços dos alimentos e bebidas, decorrente da aceleração da inflação, o que fez com que o consumidor suspendesse a compras de itens considerados supérfluos e se concentrasse nos básicos, incorrendo em uma evolução tímida no volume de compras.

No varejo de moda, o ano de 2013 mostrou que a concorrência no segmento *fast fashion* deve se acirrar cada vez mais: as norte-americanas Gap e Forever 21 inauguraram lojas em grandes capitais brasileiras, enquanto a sueca H&M e a australiana Cotton On anunciaram que farão o mesmo em 2014. Para as empresas nacionais e as estrangeiras que já atuam no país, as estratégias incluíram a abertura massificada de novas lojas, buscando proximidade de um número maior de clientes, e a tentativa de ampliar o público alvo, tanto no quesito de faixas etárias quanto no de classes sociais. Com esse intuito, muitas companhias investiram na criação de novas marcas ou no redirecionamento das já existentes, em parcerias com estilistas famosos e na abertura de lojas-conceito.

O segmento de móveis e eletroeletrônicos continuou sendo beneficiado pela movimentação do setor imobiliário e pela redução de IPI para móveis e itens da linha branca – que perdurou sem alterações até setembro. Somado a isto, em junho/2013, o governo federal anunciou o Programa Minha Casa Melhor, visando incentivar os beneficiários do Minha Casa Minha Vida a mobiliar suas residências e, assim, fomentar a economia nacional. O frisson dos consumidores brasileiros em adquirir tablets e smartphones também foi um fator relevante para o segmento.

Por fim, além das datas festivas que, de praxe, são importantes para a venda de móveis e eletroeletrônicos, como Dia das Mães, Dia dos Pais e Natal, vale a pena destacar que a *Black Friday*, ocorrida pela segunda vez no país, em novembro, movimentou R\$ 770 milhões, cerca de 217% a mais do que em 2012, de acordo com dados do Ebit, empresa de informações de comércio eletrônico.

No varejo farmacêutico, 2013 foi um período de consolidação para as principais redes que haviam passado por fusões e aquisições nos anos anteriores. Algumas companhias, ainda assim, conseguiram seguir com seu plano estratégico de ampliação orgânica do número de lojas. O segmento continuou crescendo acima da média do varejo em geral, beneficiado (a) por ser voltado a produtos essenciais; (b) pelo aumento contínuo das parcelas de maior faixa etária da população brasileira; (c) pela preferência cada vez maior do consumidor em comprar itens de higiene e beleza em estabelecimentos farmacêuticos e (d) pela ampliação da venda de genéricos, que propiciam margens maiores de lucro em relação aos medicamentos de marca.

No segmento específico de higiene e beleza, o ano também foi marcado por aquisições e parcerias importantes, que deverão acirrar a concorrência. Dentre as transações mais importantes, destacaram-se: a parceria firmada entre a francesa Coty e as brasileiras Jequiti e O Boticário, visando expandir a linha de produtos daquela no Brasil; a aquisição da Empório Body Store pela inglesa The Body Shop, com este mesmo intuito; a compra de 65% das ações da australiana Aesop, de cosméticos e produtos de beleza, pela Natura; a aquisição pela Abril Editora do controle do Meu Espelho, site especializado na venda de cosméticos e perfumes e a compra da Época Cosméticos, especializada no comércio eletrônico de produtos de beleza, pelo Magazine Luiza. Além disso, tanto *players* internacionais quanto nacionais, com destaque para Lóreal, Mary Kay, MAC, Avon, Natura, Mahogany, Sephora, O Boticário e Quem Disse Berenice, têm investido pesado em novas linhas de produtos, na ampliação de seus canais de vendas, dentre outras estratégias visando ganho de *market share*. Novas empresas também têm sido atraídas para o mercado brasileiro, como a francesa Yves Rocher, fabricante e varejista de cosméticos, que decidiu voltar ao país investindo no comércio eletrônico e em lojas em grandes capitais.

O *e-commerce* seguiu evoluindo em 2013, a um percentual de 25%, totalizando um faturamento de R\$ 2,3 bilhões, de acordo com o Ebit. Companhias de todos os segmentos têm investido em tecnologia de ponta para melhorar a interface de comunicação de suas plataformas *on line*, visando facilitar as compras do consumidor através deste canal. O sortimento de itens também é uma preocupação constante e, neste sentido, companhias como B2W, Nova Pontocom, Extra e Walmart aderiram ao conceito de *Market Place*, que são como shoppings virtuais que oferecem produtos próprios e de terceiros, modelo adotado inicialmente pela Amazon, em 2000. Para os próximos anos, a projeção é de que o *e-commerce* continue crescendo cerca de 20% a.a. O principal gargalo do segmento é a infraestrutura do país, que limita consideravelmente os prazos e a abrangência das entregas.

Perspectivas

No próximo ano, o cenário macroeconômico deverá permanecer estável para o setor de consumo, o que significa um crescimento tímido da atividade, em torno de 4,5% (em volume), em linha com 2013 e acima da expectativa de crescimento do PIB. Variáveis como desemprego, crédito e inadimplência devem se manter em patamares similares aos atuais. As altas consecutivas da taxa Selic devem se continuar no curto prazo, visando a estabilização da inflação, o que pode prejudicar alguns produtos e setores do consumo muito sensíveis a preço. Ainda assim, o fluxo de estrangeiros e o clima de otimismo a serem gerados pela Copa do Mundo devem ser vistos como positivos para o segmento, em especial para no que se refere à alimentos, bebidas e eletroeletrônicos – televisores principalmente.

O período deverá ser favorável para setores do consumo voltados para produtos essenciais, como o varejo farmacêutico e o supermercadista, que devem ter seu faturamento crescendo a taxas de 15% e 10%, respectivamente, e para móveis e eletroeletrônicos, cujas receitas devem crescer em torno de 9%. Neste último caso, medidas do governo federal, como a manutenção da redução de IPI - ainda que com taxas menos atrativas que as de 2013 – e o Programa Minha Casa Melhor, serão importantes impulsionadores. Somado a isso, fatores como a manutenção da movimentação no setor imobiliário, o advento da Copa do Mundo e a venda crescente de *smartphones* no mercado, também contribuirão de forma positiva para o consumo de móveis e eletroeletrônicos.

A atividade de higiene e beleza, considerando um cenário de estabilidade macroeconômica, também deve continuar avançando como um todo. Porém, a entrada de novos *players* no segmento, tanto nacionais quanto internacionais, e o fortalecimento de outros, considerando as aquisições e parcerias ocorridas em 2013 e até antes disso, devem acirrar a concorrência consideravelmente. O mesmo será válido para o varejo de moda. A elevação da ocorrência, ao considerarmos as companhias de forma isolada, poderá ocasionar uma desaceleração no crescimento do faturamento e das margens.

A conclusão, portanto, é de que o setor de consumo continuará crescendo em 2014, em um ritmo mais lento, porém ainda acima do PIB, influenciado pelos seguintes fatores:

- Rendimento médio real em crescimento moderado;
- Taxa de desemprego estável;
- Aumento da taxa de juros e, conseqüentemente, recuo da oferta de crédito;
- Tendência de consumo voltado a produtos essenciais;
- Envelhecimento da população e maior expectativa de vida no Brasil;
- Continuidade de investimentos no setor, em ritmo menor do que em 2013, com abertura de novas unidades, reforma das já existentes, tecnologia e logística.

Empresas que ganham com o cenário exposto: Raia Drogasil e Magazine Luiza

Considerando as perspectivas para 2014, de cenário positivo para o consumo de produtos essenciais, móveis e eletroeletrônicos, acreditamos que as companhias que mais se beneficiarão serão Raia Drogasil e Magazine Luiza.

No caso da Raia Drogasil, trata-se de uma companhia com nome reconhecido no mercado, de abrangência nacional e voltada para públicos de todas as classes sociais através das lojas da Raia (A e B), Drogasil (B e C) e Famasil (C e D). Estão previstos para março de 2014 os ajustes finais para que os sistemas da rede Raia e da rede Drogasil estejam totalmente integrados, o que trará uma maior sinergia, agilidade e redução de despesas. Durante o ano de 2013 foram abertas cerca de 130 novas unidades que, durante 2014, deverão melhorar suas performances de vendas progressivamente e, conseqüentemente, a rentabilidade global. O plano de expansão da companhia deverá permanecer no mesmo ritmo no próximo ano, com abertura de novas lojas, inclusive, em estados nos quais ainda não está presente, demonstrando compromisso com um crescimento sustentado e progressivo. Além de um panorama interno positivo, a Raia Drogasil conta com um cenário macroeconômico favorável, como o envelhecimento da população, a expansão e perspectiva de manutenção do crescimento do mercado de genéricos, além da maior participação nas vendas de itens com maiores margens - como produtos de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos.

No caso do Magazine Luiza, o ano de 2013 foi de marcado pela finalização dos processos de integração das Lojas Maia e do Baú, adquiridas em julho/2010 e junho/2011, respectivamente. O resultado do 3T13 já refletiu a sinergia advinda das aquisições, além de uma maior racionalização de custos e despesas, fatores que deverão continuar impulsionando positivamente seu resultado em 2014. Outras iniciativas internas que devem melhorar sua rentabilidade são: (a) as campanhas assertivas de marketing – o Magazine Luiza é o único varejista que patrocinará a Copa do Mundo; (b) expansão das vendas nos estados do nordeste, impulsionada pela contínua maturação das lojas das redes adquiridas; (c) otimização logística, propiciada pela finalização dos processos de estruturação dos seus centros de distribuição, o que deve ocorrer até o início do ano e (d) a ampliação das vendas online, graças aos investimentos que estão sendo feitos em tecnologia e divulgação via redes sociais. O cenário macroeconômico também contribuirá para a expansão do faturamento da companhia, com os incentivos fiscais do governo federal; o Programa Minha Casa Melhor; o advento da Copa, que impulsionará a venda de televisores; o aquecimento do mercado de *smart phones* e a manutenção da movimentação do mercado imobiliário, que incentiva a compra de mobília.

Principais Riscos

- Elevação da inflação acima do esperado;
- Aumento do endividamento e da inadimplência;
- Queda do rendimento real;
- Aumento da taxa de desemprego.

Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

| Analista | Itens | | |
|-------------------------|-------|---|---|
| | 3 | 4 | 5 |
| Carolina Machado Flesch | X | | |
| | | | |

3 – 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.

4 – 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.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

Administração

Diretor

Sandro Kohler Marcondes pesquisa@bb.com.br

Gerente-Executivo

Eduardo César do Nascimento pesquisa@bb.com.br

Equipe de Pesquisa

Gerente - Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Variável

Bancos e Serviços Financeiros

Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br

Commodities

Carolina Flesch carolinaflesch@bb.com.br
Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br
Luciana de Carvalho luciana_cvl@bb.com.br

Consumo

Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br

Imobiliário

Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br

Indústrias, Transportes e Small Caps

Mário Bernardes Junior mariobj@bb.com.br
Gabriela Elerati Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br
André Ferreira andre.ferreira@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado bb.distribuicao@bb.com.br

Gerente - Cleber Aguiar

Antonio Lima
Bruno Finotello
João Carlos Floriano
Marcela Andressa Pereira
Paulo Arruda
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária
Wagner Silveira Neustaedter

Varejo acoes@bb.com.br

Gerente - Marconi Maciel

Distribuição e varejo
Mário Francisco D'Amico
Márcio Carvalho José

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

Deputy Managing Director

Renato Bezerra +44 (207) 3675802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853
Melton Plumber +44 (207) 3675843
Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852
Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Rubens Cardoso +1 (646) 845-3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

Sales

Matuya Brand +1 (646) 845-3716
Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715
Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6570

Institutional Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570
Paco Zayco +65 6420-6572

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar
Rio de Janeiro RJ - Brasil
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355