

Carteiras Recomendadas de Ações

Top 10 | Dividendos | Small Caps

Julho 2018

Glauco Legat, CFA

Analista emissor do relatório
Analista-chefe

André Perfeito

Economista-chefe

EQUIPE ANÁLISE SPINELLI

Álvaro Frasson, CNPI

Analista

Márcio Gomes, CNPI-T

Analista gráfico

CENÁRIO MACROECONÔMICO

Por **André Perfeito**



Na carta mensal de Junho tínhamos alertado que havia se alterado profundamente a percepção de risco sobre o país e a cronologia dos eventos era desfavorável; desde meados de maio o mercado havia percebido que muitos dos pressupostos que trabalhava estavam errados e, para além disso, a decisão do BCB em não cortar a taxa SELIC na reunião daquele mês deu início a uma reprecificação de diversas classes de ativos. A ideia subjacente era simples, afinal se a SELIC não tem espaço para cair, isso implica dizer que a renda variável tende a não ter estímulos adicionais.

Mais que isso: o real sofreu no impasse dos dilemas eleitorais e fiscais num cenário de baixo crescimento ou crescimento nenhum.

É claro que a greve dos caminhoneiros ajudou a disparar este processo, mas a greve foi antes efeito do que causa e colocar na boleia do caminhão as justificativas do baixo crescimento é inverter a relação causal. O mercado percebe hoje que o governo não vai mais fazer reformas e talvez algumas – como a política de preços da Petrobrás – possam até ser revertidas.

A questão na mesa para julho é que boa parte deste processo de correção já foi feito e entre o início de maio e o final de junho a bolsa já caiu 17% e o dólar subiu 9% – resultando em uma taxa anualizada de 76%. Vemos que ao longo deste mês irão persistir pressões desfavoráveis ao país, mas não na mesma intensidade verificada antes. O dólar pode até andar mais uma vez, pois uma posição é o BCB evitar que o real se deprecie, outra bem diferente é que o dólar se aprecie, já que a guerra tarifária entre Washington e Pequim tende a se degenerar em guerra comercial declarada.

Temos, contudo, uma leitura de manutenção para bolsa este mês, pois há correlação direta com o cenário político/eleitoral. Acreditamos que as próximas pesquisas eleitorais tendem a ser favoráveis para o candidato tucano Geraldo Alckmin, uma vez que há indícios que Jair Bolsonaro está perdendo força e o candidato de centro/esquerda Ciro Gomes não deve avançar muito mais. Se confirmado isso, pode haver uma tendência positiva para a bolsa, em especial para ações de empresas públicas na expectativa de uma vitória do candidato de centro/direita.

Mantemos assim nosso *call* de dólar a R\$ 4,00 ao final do ano e de alta na SELIC já a partir da reunião do final de outubro e isso reforça a manutenção da estratégia de alocação de títulos públicos da mesma maneira do mês anterior, privilegiando a posição pós fixada.

COMENTÁRIOS

CARTEIRAS DE JULHO

Por **Glauco Legal**

Assumindo as nossas premissas macro, descritas acima - acreditamos que a bolsa já reprecificou os preços dos ativos em grande parte. Entretanto, é preciso uma certa cautela na reversão da tendência da renda variável, visto que na nossa visão o desempenho no curto prazo ainda dependerá fortemente do desenrolar do cenário eleitoral. Estamos mais otimistas com a deterioração de candidatos mais radicais nestas eleições.

Também vemos cada vez mais evidente, sinais que o lado corporativo vem mostrando um tom muito mais cauteloso; sendo pela falta de novos investimentos, cancelamento de ofertas – ações e dívidas e baixo volume de operações de aquisições e fusões. Neste mês, ainda vale lembrar que no campo corporativo vamos começar mais uma nova temporada de resultados, que de maneira geral deve apresentar uma boa evolução dos resultados – dado que a base comparativa é muito fraca e que o sinal de desaceleração da economia se deu mais na parte final do segundo trimestre.

Assim sendo, preferimos adotar um posicionamento mais conservador nas nossas carteiras, especialmente na TOP 10. Tal alocação conservadora se dá mais uma vez pela exposição significativa em empresas que se beneficiam de uma maior desvalorização cambial, ou que possuam uma maior atuação internacional. Baseado nessa tese de alocação tática, optamos em retirar a nossa recomendação na QGEP que apresentou uma expressiva valorização desde que passamos alocar na nossa carteira de fevereiro, resultando em uma alta acumulada de 61%. Portanto, a substituímos pela Gerdau, pois atende basicamente aos mesmos pré-requisitos.

Quanto as nossas carteiras Small Caps e de Dividendos, realizamos apenas uma modificação, ao retirar a Direcional da carteira Small Caps e substituímo-la pela empresa Camil. Essa mudança reflete uma piora em relação ao setor de construção – via aumento da taxa de juros e retração das expectativas de crescimento, que influenciam as principais variáveis do setor como nível de desemprego e renda. Já na carteira de dividendos, retiramos a empresa AES Tietê e trocamos pelas ações do Barrisul.



EMPRESA	CÓDIGO	FECHAMENTO 29/06/18 (R\$/AÇÃO)	PREÇO 52 SEMANAS (R\$/AÇÃO)		PESO
			MÍNIMO	MÁXIMO	
PETROBRAS	PETR4	17,19	11,74	27,60	10%
ITAÚSA	ITSA4	9,18	7,90	12,98	10%
WEG	WEGE3	16,25	13,37	20,20	10%
GERDAU	GGBR4	13,91	9,95	18,53	10%
VALE	VALE3	49,59	28,32	56,75	10%
ECORODOVIAS	ECOR3	7,40	6,98	13,07	10%
TRANS. PAULISTA	TRPL4	58,00	56,31	73,25	10%
ELETRONBRAS	ELET6	13,55	13,31	30,07	10%
BRF	BRFS3	18,00	17,83	48,80	10%
B3	B3SA3	20,45	18,92	27,42	10%
IBOVESPA	IBOV	72.734	61.689	88.318	-

**CARTEIRA TOP 10
RECOMENDADA
PARA JULHO
DE 2018**

PRINCIPAIS DRIVERS DAS RECOMENDAÇÕES

AÇÕES MANTIDAS



PETROBRAS Vemos com grande preocupação o risco político entorno da companhia nos últimos dias, porém até o momento o governo e a diretoria da Petrobrás mostraram que a política de preços continua inalterada. Apesar de algumas passíveis mudanças visando atender o clamor da classe dos caminhoneiros e a sociedade, como por exemplo, alteração do reajuste diário para mensal (Diesel), não caberá prejuízo financeiro a Petrobras, visto que o governo ressarcirá perdas temporais. Além disso, há um cenário favorável para a continuidade de valorização no preço do petróleo, impactando assim positivamente os resultados da companhia.



ITAÚSA Optamos por manter ITSA4, cujo valor de mercado é preponderantemente referente ao valor de seu investimento no Itaú, em função do alto desconto do valor da Itaúsa em relação aos valores de seus investimentos. Acreditamos que o Itaú seja o banco melhor posicionado no mercado brasileiro, possuindo uma forte posição de capitalização que o habilita expandir a sua carteira de crédito de forma significativa em uma forte retomada da economia. Além disso, devido a forte posição de caixa da Itaúsa, traz consigo oportunidade da empresa realizar novos investimentos ou elevar a participação de distribuição de dividendos.



VALE Mantemos a recomendação da Vale, devido aos fatores internos positivos – nova política de dividendos, melhora de governança corporativa (unificação de classes) e conclusão de ciclo de investimentos – S11D. Além disso, acreditamos que a Vale se encontra em posição bastante confortável em termos de geração de caixa, que deve possibilitar uma forte redução do seu endividamento bancário e abrir espaço para ampliação dos dividendos. Além disso, acreditamos que a Vale deve se beneficiar de um cenário no qual o Real se desvalorize frente ao Dólar, tornando mais competitiva frente aos seus principais concorrentes em termo de custos de produção.

Preferíamos alocar mais uma empresa com beta baixo visando reduzir parcialmente o risco da carteira. Somado esse propósito inicial, selecionamos a Transmissão Paulista, pois acreditamos que a companhia, negocia a múltiplos baixos em relação ao seu histórico, possui balanço sólido e se encontra na execução de seu plano de novos investimentos.

TRANSMISSÃO PAULISTA



Recomendamos a ação com base na atuação integrada e verticalizada da bolsa, após a recente aquisição da Cetip, que deverá gerar ganhos de sinergia significativos (conforme já vem sendo demonstrado nos últimos resultados). Adicionalmente a B3 deve ser beneficiada pelos recentes maiores volumes transacionados nos segmentos BVMF e Bovespa, devido os últimos bastante voláteis, o que deve resultar em incremento da margem líquida e geração de caixa para o próximo trimestre. Além disso, a companhia se mostra sempre ativa na busca de introdução de novas oportunidades seja via M&A ou via crescimento orgânico através da introdução de novos produtos e estruturas no mercado brasileiro.

B3



Na nossa visão apesar do fraco desempenho operacional – já esperado para este ano com o fechamento de mercado europeu e impactos adicionais devido à greve nacional dos caminhoneiros e execução da segunda fase da operação Carne-Fraca, acreditamos que a BRF apresenta uma aposta atrativa de médio prazo. Tal recomendação leva em conta a superada turbulência em torno da eleição do novo conselho da BRF e reposicionamento estratégico da companhia. Esperamos um gradual melhora dos resultados da companhia, tendo como drivers a busca pela recuperação de *market-share* interno e redução dos custos de produção e administrativos guiados pela nova estratégia. Entretanto, adicionamos duas preocupações adicionais: (1) fechamento parcial do mercado chinês e (2) um possível aumento de capital. Caso o segundo ponto se confirme, vemos este movimento de maneira positiva, pois apresentará forte melhora na estrutura de capital da companhia.

BRF



Preferíamos alocar mais uma empresa com beta baixo visando reduzir parcialmente o risco da carteira. Somado esse propósito inicial, selecionamos a WEG, pois acreditamos que a companhia possui uma gestão bastante competente e com forte *track record* de crescimento, mesmo em momentos difíceis olhando a economia Brasileira, claro que esse ponto decorre da forte internalização do grupo que conta com operações industriais em 12 países. Além disso, acreditamos que a WEG deve se beneficiar de um cenário no qual o Real se desvalorize frente ao Dólar, tornando mais competitiva frente aos seus principais concorrentes em termo de custos de produção.

WEG





ECORODOVIAS

Aproveitando o *timing* da greve dos caminhoneiros, a Ecorodovias compõe nosso portfólio pelos sólidos fundamentos que a companhia traz para o médio e longo prazo: foco no core business de concessões rodoviárias, redução da alavancagem financeira e alongamento do prazo médio das concessões via aquisição de novas unidades. Ainda que a greve impacte no fluxo do 2T18, entendemos que parte dele virá mais forte no 3T18, compensando a queda dos veículos comerciais e refletindo uma economia mais forte no segundo semestre deste ano. Em nossa visão, houve uma penalização excessiva no preço das ações e acreditamos haver um *upside* interessante neste ativo. Adicionalmente, destacamos o reajuste tarifário ocorrido na sua principal concessão, a Rodovia dos Imigrantes. Desta forma, entendemos que os resultados da companhia deverão apresentar melhora nos próximos resultados.

AÇÕES INCLUÍDAS



ELETROBRAS

Estamos recomendando o papel, com base na nossa aposta que o cenário político em volta da companhia possa caminhar por um momento de reversão – via fluxo de notícias positivas, seja via: remoção da liminar cautelar sobre a venda das distribuidoras (pós-recesso STF) e potencial avanço nas pesquisas eleitorais de um candidato mais pró-mercado, que tenderia a facilitar mais o processo de privatização da companhia. Ademais, para finalizar a nossa recomendação acreditamos que o papel já incorpora uma elevada percepção de insucesso para tais eventos - venda das distribuidoras e privatização da companhia, portanto o potencial *upside* para o papel, caso tais pontos sejam superados, se mostra na bastante atraente frente ao potencial *downside*.



GERDAU

Em nossa visão, houve uma penalização excessiva no preço das ações e acreditamos haver um *upside* interessante neste ativo. Além disso, devemos salientar que a empresa carrega características favoráveis que estamos buscando alocar – receita em dólar e forte participação do resultado operacional advém de suas atividades externas. Por último, caso Donald Trump de fato anuncie um plano de estímulos a investimentos em infraestrutura nos EUA, a empresa deverá ser beneficiada, visto que possui elevada capacidade produtiva instalada no país e ainda conta favoravelmente com os recentes movimentos de imposição de tarifas de produtos importados para o país.

AÇÕES RETIRADAS

Apesar de acreditarmos que a empresa possui um case bastante promissor a ser desenvolvido, estamos optando temporariamente em retirá-la da nossa carteira, visto na nossa opinião a ação possui neste momento um potencial retorno mais limitado frente a outros papéis. Entretanto vale comentar que estamos encerrando a nossa recomendação após valorização de 61% (período Fevereiro/18 - Maio/18).

QGEP

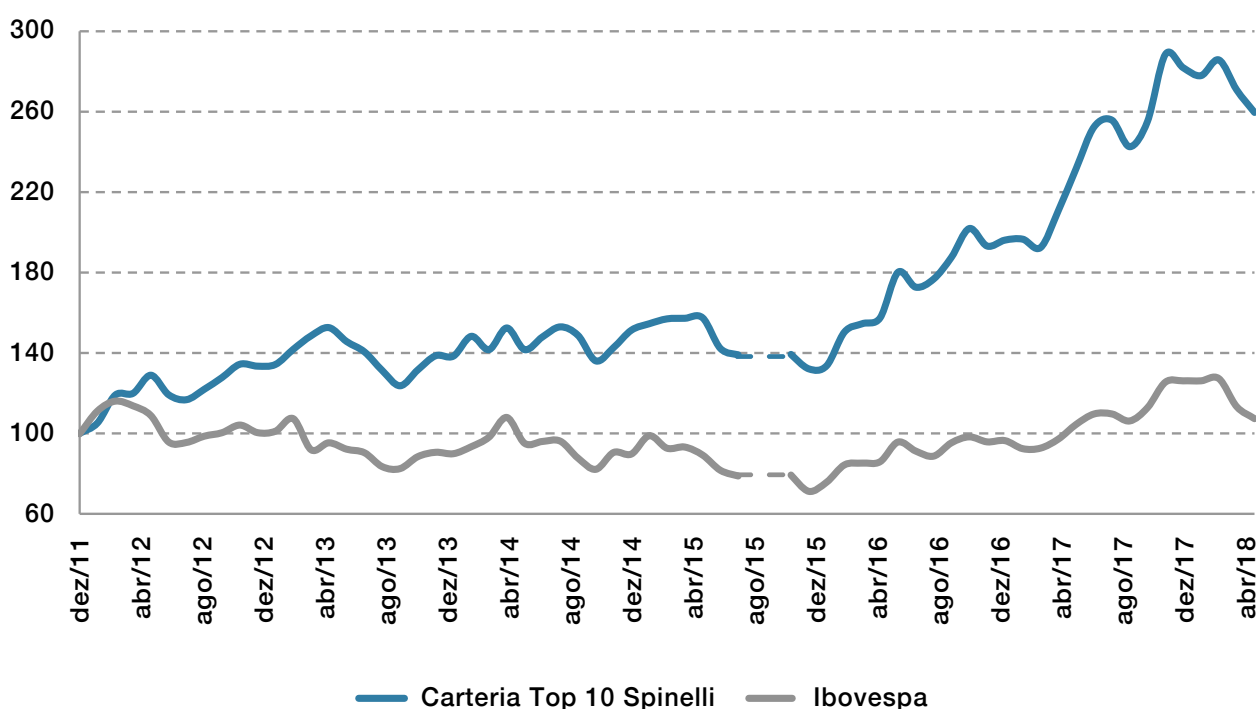



Apesar de gostarmos da resiliência do negócio e da boa gestão da empresa, acreditamos não haver, ao menos no curto e médio prazo, triggers que possam destravar mais valor no case, o que, levando em consideração também o atual *valuation* (múltiplos acima da média histórica), nos faz acreditar que existem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

CARREFOUR



HISTÓRICO DE RENTABILIDADE CARTEIRA VS. IBOVESPA (BASE 100)



PERÍODO	SPINELLI	IBOVESPA	
2012	41,5%	7,4%	34,1%
2013	(0,9%)	(15,5%)	14,6%
2014	5,8%	(2,9%)	8,7%
2015 ¹	(6,5%)	(9,9%)	3,4%
2016 ²	27,1%	11,7%	15,4%
2017	44,6%	26,9%	0,0%
JANEIRO / 2018	13,1%	11,1%	2,0%
FEVEREIRO / 2018	(2,3%)	0,5%	(2,8%)
MARÇO / 2018	(1,4%)	0,1%	(1,5%)
ABRIL / 2018	2,8%	0,9%	1,9%
MAIO/18	(5,2%)	(10,9%)	5,6%
JUNHO/18	(4,2%)	(5,2%)	1,1%
ACUMULADO DESDE O INÍCIO	159,5%	7,1%	152,4%

1. Considera apenas janeiro a setembro.

DESEMPENHO DA CARTEIRA TOP 10 EM JUNHO DE 2018

EMPRESA	CÓDIGO	FECHAMENTO 30/05/18 (R\$/AÇÃO)	FECHAMENTO 29/06/18 (R\$/AÇÃO)	PESO	RENTABILIDADE
PETROBRAS	PETR4	18,98	17,19	10,0%	-9,4%
ITAÚSA	ITSA4	10,20	9,18	10,0%	-10,0%
WEGE	WEGE3	17,18	16,25	10,0%	-5,4%
CARREFOUR	CRFB3	15,95	15,14	10,0%	-5,1%
VALE	VALE3	50,63	49,59	10,0%	-2,1%
ECORODOVIAS	ECOR3	7,90	7,40	10,0%	-6,3%
TRANS PAULISTA	TRPL4	60,25	58,00	10,0%	-3,7%
QUEIROZ GALVÃO PART.	QGEP3	12,19	14,80	10,0%	21,4%
BRF	BRFS3	21,42	18,00	10,0%	-16,0%
B3	B3SA3	21,53	20,45	10,0%	-5,0%
CARTEIRA IBOVESPA					-4,16% -5,24%

Fonte: Bloomberg e Spinelli

CARTEIRA DIVIDENDOS RECOMENDADA PARA JULHO DE 2018

EMPRESA	CÓDIGO	FECHAMENTO 29/06/18 (R\$/AÇÃO)	PREÇO 52 SEMANAS (R\$/AÇÃO)		PESO
			MÍNIMO	MÁXIMO	
VIVO	VIVT4	45,74	44,00	55,03	20%
BANRISUL	BRSR6	14,75	12,53	21,78	20%
COMGÁS	CGAS5	59,32	45,38	65,89	20%
ECORODOVIAS	ECOR3	7,40	6,98	13,07	20%
TAESA	TAEE11	18,70	17,95	24,19	20%
DIVIDENDOS ÍNDICE	DIVO11	38,37	34,71	46,99	-

Fonte: Bloomberg e Spinelli

PRINCIPAIS DRIVERS DAS RECOMENDAÇÕES



VIVO Nossa recomendação decorre de uma empresa que atua em setor bastante resiliente e que conta ainda com uma sólida posição financeira; medida pela baixa alavancagem financeira e pela sua geração de caixa. A Vivo deve ser manter uma ótima pagadora de dividendos futuros - dividend yield projetado para 2018 deve situar em torno de 6,5% (acima da taxa Selic projetada para o final do ano)



COMGÁS Elevado *dividend yield* (12,55% últimos 12 meses), aliado ainda a uma operação bastante estável e que não demanda elevados investimentos futuros, justificam a nossa recomendação no papel.

Ecorodovias se mantém no nosso portfólio de **ECORODOVIAS** dividendos pelos sólidos fundamentos da companhia:

foco no core business de concessões rodoviárias, redução da alavancagem financeira e alongamento do prazo médio das concessões via aquisição de novas unidades. Ainda que a greve impacte no fluxo do 2T18, entendemos que parte dele virá mais forte no 3T18, compensando a queda dos veículos comerciais e refletindo uma economia mais forte no segundo semestre deste ano. Em nossa visão, houve uma penalização excessiva no preço das ações e acreditamos haver um upside interessante neste ativo.



Atuação integrada em um segmento totalmente regulado e que ainda **TAESA** apresenta poucos riscos operacionais e regulatórios – transmissão de energia, são os pontos-chaves desta recomendação. Além disso, a difícil situação financeira do seu controlador – CEMIG, resulta em elevado *payout* de dividendos.



AÇÕES INCLUÍDAS

Expressivo dividend yield (7,4% últimos 12 meses), aliado ainda **BANRISUL** a uma operação em um bom momento em termos de melhoria de rentabilidade, devido a melhor recuperação de crédito e crescimento da despesa administrativa, abaixo da inflação. Por último, destacamos que os principais múltiplos da companhia negociam a valores bem mais baixo, comparado aos seus principais players privados – BRSR6 (P/L 5,0x e P/BV 0,81x) vs. ITUB4 (P/L 10,7x e P/BV 2,1x) e BBDC4 (P/L 11,7x e P/BV 1,6x) .



AÇÕES RETIRADAS

Ainda vemos perspectivas positivas para a companhia. **AES TIETÊ** Entretanto, optamos por retirar da carteira para possibilitar a entrada do Banrisul, a qual achamos mais interessante neste momento e também pela nossa intenção de diversificar mais a nossa carteira de dividendos – reduzindo parcialmente a nossa concentração em empresas de *utilities*.



DESEMPENHO DA CARTEIRA DIVIDENDOS EM JUNHO DE 2018

EMPRESA	CÓDIGO	FECHAMENTO 30/05/18 (R\$/AÇÃO)	FECHAMENTO 29/06/18 (R\$/AÇÃO)	PESO	RENTABILIDADE
VIVO	VIVT4	45,50	45,74	20,0%	0,5%
AES TIETÊ	TIET11	9,97	9,70	20,0%	-2,7%
COMGÁS	CGAS5	57,33	59,32	20,0%	3,5%
ECORODOVIAS	ECOR3	7,90	7,40	20,0%	-6,3%
TAESA	TAEE11	19,24	18,70	20,0%	-2,8%
CARTEIRA DIVIDENDOS (DIVO11)					-1,57% -3,86%

Fonte: Bloomberg e Spinelli

CARTEIRA SMALL CAPS RECOMENDADA PARA JULHO DE 2018

EMPRESA	CÓDIGO	FECHAMENTO 29/06/2018 (R\$/AÇÃO)	PREÇO 52 SEMANAS (R\$/AÇÃO)		PESO
			MÍNIMO	MÁXIMO	
MARCOPOLO	POM04	3,35	2,74	4,80	20%
BIOTOSCANA	GBI033	9,70	8,86	27,96	20%
ALUPAR	ALUP11	15,20	14,59	19,45	20%
CAMIL	CAML3	6,60	6,47	9,09	20%
TUPY	TUPY3	17,93	14,22	20,57	20%
SMALL CAPS INDEX	SMLL11	1.511	1.309	1.777	-

Fonte: Bloomberg e Spinelli

PRINCIPAIS DRIVERS DAS RECOMENDAÇÕES



MARCOPOLO

A companhia deve se beneficiar pela recuperação do volume de venda de ônibus, que neste ano (Jan-Mar) já acumula alta de 54,2% frente ao mesmo período do ano passado. Tal expansão nos volumes de vendas deve suportar uma recuperação das margens da companhia, que sofreu um longo período de três anos consecutivos de forte queda na produção brasileira de ônibus.



BIOTOSCANA

Fabricante e distribuidora de medicamento de alta complexidade que possui uma atuação diversificada em diversos países da América Latina – Colômbia, Argentina e Chile. Acreditamos que a empresa apresenta um case atrativo com base em um forte crescimento, tanto de forma orgânica quanto por meio de fusões & aquisições. Além disso, pesa na nossa recomendação investir em setores com poucos nomes disponíveis no mercado acionário brasileiro e potencial de futuro crescimento.

Apostamos no papel devido ao forte ciclo de investimentos a serem entregues nos próximos dois anos, que depois de implantados vão elevar a companhia para outro patamar. Com base em tal cronograma e previsão de fluxo de caixa futuro, acreditamos que a Alupar apresenta um desconto elevado e potencial de valorização considerável de suas ações.

ALUPAR



Nossa recomendação é baseada na percepção de múltiplos atraentes frente a níveis históricos no qual a companhia negociava. Além disso, destacamos positivamente o processo de recuperação de margens e expansão no volume de vendas. E por último, a Tupy pode ser uma grande beneficiada pela recente desvalorização do Real, visto que a empresa possui mais de 80% do volume de vendas destinadas para o mercado externo.

TUPY



AÇÕES INCLUÍDAS

Em nossa visão, houve uma penalização excessiva no preço das ações (-17,7% junho) e acreditamos haver um *upside* interessante neste ativo. Devemos destacar que a Camil apresenta uma operação bastante resiliente – “consumo não cíclico”, portanto o nível da atividade possui pouca influência sobre os resultados da companhia. Além disso, a Camil possui excelentes marcas que condicionam a posição líder de vendas – arroz e açúcar, no mercado Brasileiro e com uma forte presença internacional – Chile, Uruguai e Peru, no qual a companhia é líder de vendas em arroz.

CAMIL



AÇÕES RETIRADAS

Essa mudança reflete uma piora em relação ao setor de construção – via o recente aumento da taxa de juros, queda da confiança dos consumidores e retração das expectativas de crescimento, que deve influenciar as principais variáveis do setor como nível de desemprego e renda.

DIRECIONAL



DESEMPENHO DA CARTEIRA SMALL CAPS EM JUNHO DE 2018

EMPRESA	CÓDIGO	FECHAMENTO 30/05/18 (R\$/AÇÃO)	FECHAMENTO 29/06/18 (R\$/AÇÃO)	PESO	RENTABILIDADE
MARCOPOLO	POM04	3,57	3,35	20,0%	-6,2%
BIOTOSCANA	GBI033	11,80	9,70	20,0%	-17,8%
ALUPAR	ALUP11	15,62	15,20	20,0%	-2,7%
DIRECIONAL	DIRR3	6,32	5,96	20,0%	-5,7%
TUPY	TUPY3	17,95	17,93	20,0%	-0,1%
CARTEIRA SMALL CAPS (SMLL11)					-1,57% -3,86%

Fonte: Bloomberg e Spinelli

DISCLAIMER

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

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

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

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

O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto deste relatório.

Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

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

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