

1. O mercado de ações

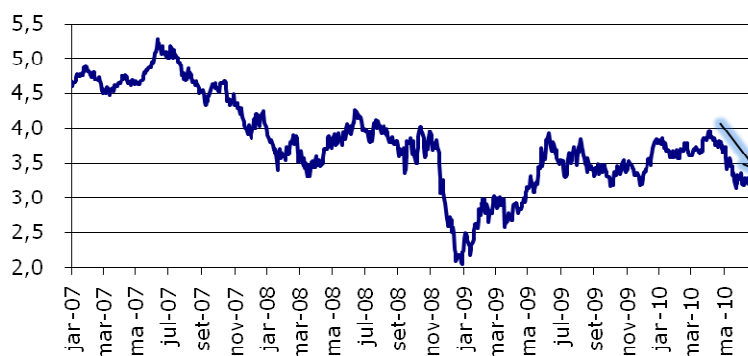
Forte desvalorização de Maio com saída de recursos estrangeiros

Bovespa sofre novamente com cenário externo: O Ibovespa fechou o mês de maio com queda de 3,4%, acumulando desvalorização de 11,1% no ano. Apesar da queda do índice no mês, houve uma sensível melhora no fluxo de recursos estrangeiros para a Bovespa no período, indicando possibilidade de melhora no desempenho do Ibovespa no curto prazo, caso as notícias externas não atrapalhem novamente. Até o dia 28/06, havia saldo positivo de R\$361,6 milhões, mas no ano, acumulava perda de R\$2,5 bilhões, comparado com uma entrada líquida de R\$2 bilhões em 2009. Estas, porém, parecem ser a maior ameaça para o cenário de julho, já que a China está em processo de desaceleração, como resultado das medidas governamentais para desaquecer as atividades no país. O risco de perda do controle nessas medidas amedronta os investidores.

Flight to Quality continua em junho: durante o mês de junho houve uma continuidade do movimento de queda no rendimento dos títulos do governo norte-americano, retratando o aumento da aversão ao risco dos agentes.

Rendimento Treasuries 10 Anos (%aa)

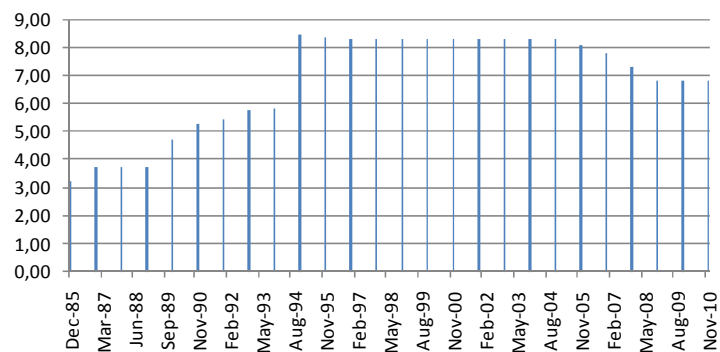
Fonte: Broadcast



China em franca desaceleração e o Yuan volta a se valorizar lentamente: a performance negativa dos mercados em junho foi afetada por diversos dados negativos, provenientes tanto da China, quanto dos EUA e da Europa. Na China, a atividade na indústria vem recuando mês a mês. Apesar do Índice de Gerentes de Compra da indústria ainda permanecer acima de 50 pontos, a queda de 53,9 em maio para 52,1 pontos em junho demonstra uma desaceleração da atividade industrial provocada pela perda de força da demanda doméstica. A produção industrial de maio subiu 16,5% em comparação com o mesmo período de 2009, mas desacelerou a alta em relação aos meses anteriores, que haviam apresentado aumento de 17,8% em abril e 18,2% em março. Em contrapartida, os preços continuam em tendência de alta. Os preços de imóveis subiram 12,4% em relação a maio de 2009, o índice de preços ao consumidor (IPC) subiu 3,1% YoY e o índice de preços ao produtor (IPP) subiu 7,1% YoY, devido ao forte crescimento econômico no país.

Finalmente, após muita discussão internacional, o governo chinês anunciou no final de semana do dia 20/06 a esperada revisão da política cambial que vigorava desde o início da crise econômico-financeira de 2008. Como é amplamente sabido, a taxa de câmbio chinesa é controlada, com pequenas valorizações do Yuan ano a ano. Porém, dentre as medidas anti-cíclicas exigidas pela forte recessão que assolou as economias mundiais em 2008, o banco central chinês manteve o Yuan estável em relação ao dólar. Essa política vinha gerando uma pressão internacional severa sobre a China, uma vez que um câmbio mantido estável, em níveis baixos, favorece as exportações chinesas e desfavorece as importações. Assim, a China passou a divulgar diariamente uma taxa cambial de paridade do Yuan em relação ao dólar, que tende a uma valorização. Esta balizará a taxa de mercado, que terá um teto máximo de valorização de 0,5% ao dia. Com isso, espera-se que no ano de 2010, o Yuan tenha uma valorização de 2% a 5%, voltando aos patamares que vigoravam antes da crise.

Yuan/US\$ - Fonte: Bloomberg



Na Europa, crise fiscal em andamento: a Fitch alertou para a necessidade da Inglaterra acelerar o processo de ajuste fiscal para reduzir o seu déficit público, que subiu de 5,8% do PIB em 2008 para 12,6% do PIB em 2009. Nesse sentido, o governo britânico anunciou em 22/06 o corte de 25% nas despesas públicas entre 2010 e 2014, num total de cerca de 30 bilhões de Euros, além do aumento de impostos, visando a redução do déficit fiscal ao longo do período.

Nos EUA, dúvidas sobre a sustentabilidade da recuperação econômica permanecem: conforme recentes declarações do presidente do FED, Ben Bernanke, o desemprego ainda é uma das principais preocupações em relação à capacidade da economia norte-americana de se recuperar da recessão iniciada em Dez/07. Isso porque, não só ainda há cerca de 7 milhões de vagas de trabalho eliminadas pela crise para serem repostas, mas também porque o dado de maio decepcionou o mercado. A folha do setor não rural (NFP) cresceu 431 mil vagas em maio, sendo que o setor público foi responsável por 411 mil vagas criadas para postos temporários para o Censo 2010.

O mercado imobiliário apresentou forte recuo de suas atividades no mês de maio, após o fim do crédito de US\$8 mil que o governo havia concedido até abril para o comprador de residências, em provável movimento de antecipação de compras para aproveitar o benefício. Com isso, o volume de imóveis novos caiu 33% em maio, desempenho pior que o esperado. As vendas de imóveis existentes caíram 2,2%, enquanto o mercado esperava uma alta. Já, os preços de imóveis residenciais se recuperaram em abril, com alta de 0,4% em relação ao mês anterior. No entanto, as perspectivas não são boas, já

que as vendas pendentes de imóveis de maio caíram 30%, sugerindo que as vendas de imóveis usados devem seguir retraídas, não permitindo recuperação de preços no setor.

Diante desse cenário, o FED decidiu manter mais uma vez a taxa de juros básica da economia em 0,25%aa, e assim deve permanecer até o início de 2011, quando o ciclo monetário expansionista chegar ao fim.

No Brasil, maior risco ainda é de crescimento acima do sustentável: no 1T10, o PIB brasileiro cresceu 2,7% em relação ao 4T09 e 9% em relação ao 1T09, impulsionado pelo PIB industrial, (+4,2%) e pelos investimentos em capital fixo (+7,4%). Os dados de atividade que vem sendo divulgados mostram uma continuidade de crescimento do consumo, porém com certa acomodação na margem devido, principalmente, ao fim dos subsídios para o IPI em alguns segmentos. As vendas do comércio varejista caíram 3%, ex-veículos, e -4,7% no conceito ampliando (considerando-se as vendas de veículos). No mercado de trabalho, a taxa de desemprego subiu para 7,5% em maio. No entanto, a renda real do trabalhador cresceu na margem, em termos dessazonalizados, +0,1% em relação a abril. Dessa forma, o Copom decidiu aumentar a taxa Selic em 0,75pp, para 10,25%aa devido ao aumento do risco de descumprimento das metas para o IPCA em 2011.

Cenário para julho não muda muito, sendo que os riscos externos se sobrepõem aos internos. Crescimento da China será menor no 2T10.

Nos EUA, os dados econômicos divulgados relativos a junho mostrarão uma acomodação do ritmo de crescimento. Na indústria, os dados mostrarão números mais fracos na margem devido à forte base de comparação dos meses anteriores quando vigoravam alguns incentivos fiscais. No segmento imobiliário os dados permanecerão fracos, frustrando expectativas anteriores em relação a uma tendência de recuperação. No mercado de trabalho, a situação melhorará, uma vez que se espera um maior número de criação de vagas pelas empresas privadas (+110 mil), acelerando o desempenho em relação à criação de apenas 41 mil vagas no setor privado em maio. No total, serão eliminadas cerca de 125 mil vagas devido ao fim das contratações pelo setor público para o Censo 2010 no país. No final do mês, o PIB do 2T10 deve mostrar alta de 3,3%aa, pouco maior que os 2,7% do 1T10.

Na Europa, os dados da indústria se mantêm em expansão os bancos divulgam resultado testes de stress. Em junho, os líderes europeus concordaram em realizar testes de stress em seus bancos com o fim de restabelecer a confiança dos investidores na saúde das instituições locais. No entanto, os bancos estão relutantes em anunciar os resultados individualmente, assim como ocorreu nos EUA, logo após o estouro da crise das hipotecas, temendo uma fuga de clientes para instituições com melhor situação. Além disso, ainda não se sabe se o governo ajudará os bancos que constatarem dificuldades.

Na China, a inflação continuará pressionada. O IPC de junho deve subir 3,2% em relação ao mesmo mês do ano anterior, pouco mais que a alta de 3,1% apresentada em maio. Por outro lado, o PIB do 2T10 deve subir cerca de 10%, contra alta de 11,9% no 1T10, podendo aliviar o mercado.

Para o Brasil, os dados poderão começar a mostrar arrefecimento em relação aos meses anteriores, assim como revelado pela produção industrial de maio, que ficou estável em relação ao mês anterior. Como fatores pontuais contribuíram para esse desempenho, não é certo afirmar que já está havendo uma reversão da tendência de alta da atividade no país. Com isso, o cenário mais provável para o retrato da

economia do país ao longo de julho é de manutenção do crescimento de vendas devido às boas condições de empréstimos bancários e aumento da renda real em termos dessazonalizados,

Os dados de inflação mostrarão números mais comportados no mês devido ao recuo dos preços de alimentos.

Figura 1 - Evolução dos Índices Acionários



Fonte: Bloomberg e Spinelli S/A CVMC

2. Carteira recomendada

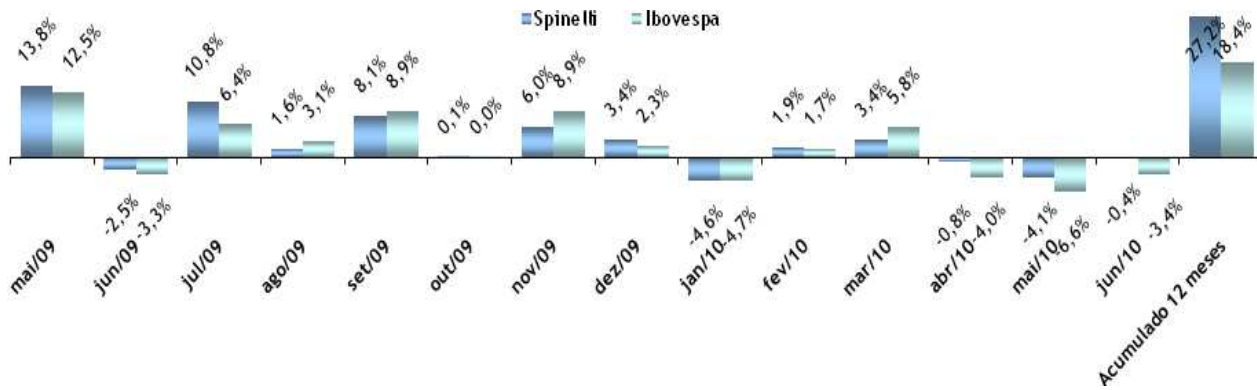
2º semestre pode ser a hora de se posicionar em ativos de exportação devido à forte elevação dos preços das ações de mercado doméstico no 1º semestre e preços atrativos de alguns players de mercado externo

Em Junho/10, carteira recomendada Spinelli registrou melhor desempenho que o do Ibovespa, com queda de 0,4%, ante recuo de 3,4% do Ibovespa.

Para o mês de julho, acreditamos que o mercado está de novo sem tendência definida. Há alguns meses já vimos considerando uma reação das ações de empresas exportadoras no Brasil. No entanto, o cenário externo arriscado, principalmente em relação ao crescimento chinês ainda impõe dúvidas sobre essa estratégia. No entanto, dado que os preços de commodities vem mantendo certa valorização, a despeito da queda do petróleo, vemos como boa oportunidade o posicionamento em algumas ações mais voltadas para mercado externo, como Vale e CSN.



Figura 2 - Performance Carteira Spinelli



Empresa	Código	Cotação 31/06/2010	PREÇO ALVO Consenso	PREÇO ALVO Spinelli	Potencial %	Peso
BIC Banco	ABCB4	11,79	15,91	-	34,9	8%
Cremer ON	CREM3	17,61	-	25,09	42,5	8%
CSN	CSNA3	26,30	-	42,00	59,7	10%
Pão de Açúcar PNA	PCAR5	62,98	73,84	-	16,0	10%
Itau Unibanco	ITUB4	32,48	47,00	-	44,6	10%
Gol PN	GOLL4	21,38	ER	-	-	10%
Hering ON	HGTX3	47,00	49,60	-	5,5	8%
Rossi Residencial ON	RSID3	13,01	18,04	-	38,5	10%
OGX	OGXP3	16,72	22,22	-	32,9	10%
Vale	VALE5	37,91	62,70	-	65,7	16%

Fonte: Economatica, Bloomberg e Spinelli S/A CVMC

As 10 recomendações para Julho

1. **ItaúUnibanco PN (ITUB4):** O setor financeiro continua mostrando dados consistentes, conforme demonstrou o documento publicado pelo Banco Central no fim do mês passado. O saldo de recursos livres mostrou crescimento de 2% M/M e 12.5% A/A. O crédito para PJ avançou 2% puxado principalmente pelas operações de capital de giro que aumentaram 26.21% A/A. Com relação ao crédito para PF houve crescimento de 1.9% M/M e 17.3% A/A, destaque para o financiamento imobiliário que cresceu 40.73% na comparação anual. Aliado ao crescimento, os bancos apresentaram um leve aumento de 0.1% no spread enquanto a inadimplência se manteve estável. A despeito dos bons fundamentos do setor financeiro, os bancos tiveram um fraco desempenho no mês passado, as ações do ItaúUnibanco caíram -6.3% enquanto o índice Ibovespa recuou 3.35%. Acreditamos que em julho o setor irá apresentar um desempenho superior ao do índice Ibovespa.
2. **BicBanco PN (ITUB4):** Entendemos que o BicBanco é uma boa opção para se investir dentre os bancos médios que possuem ações negociadas na Bolsa, essencialmente pelo bom desempenho histórico operacional que a instituição financeira vem apresentando nos últimos períodos. Em maio, as ações do banco foram penalizadas comparativamente aos seus pares sem grandes motivos, e por isso acreditamos que os papéis irão apresentar melhor performance no mês de julho. Cabe destacar que o P/L corrente do banco está sendo negociado abaixo da média do setor.
3. **Vale PNA (VALE5):** a recomendação se justifica pela recente revisão da política cambial na China, que estimula o aumento das importações do país, bem como a fraca performance das ações em junho, que deixou mais atrativos os múltiplos da Companhia. Ressaltamos que a Companhia deve apresentar forte crescimento já no 2T10, seja pelo maior nível de atividade, seja pela capacidade adicional de Carajás após a conclusão do recente projeto de expansão (+20 MM tons). Para o futuro, entendemos que a Companhia é a melhor posicionada para atender o crescimento da demanda mundial por minério de ferro, seja pela qualidade e dimensão de seu portfólio de projetos, seja pelas restrições à expansão das atividades de seus principais concorrentes.
4. **CSN ON (CSNA3):** A companhia segue como nossa principal indicação em siderurgia, devendo apresentar nos próximos trimestres uma combinação de preços melhores com volumes maiores, em que pesem os recentes reajustes dos produtos siderúrgicos no mercado interno e o *ramp-up* da mina Casa de Pedra para 40 MM de toneladas anuais, previsto para julho. Eventual IPO e ampliação orgânica das atividades em cimento são vistas como *plus*. Permanecemos otimistas com as perspectivas da siderurgia brasileira, apesar dos sinais de sobre oferta vindos do mercado externo e da perspectiva de ligeiro recuo nos preços externos, que difere do ambiente doméstico atual, marcado pela forte atividade dos principais setores demandantes (automotivo, máquinas e equipamentos, linha branca, embalagens, construção).
5. **OGX ON (OGXP3):** A companhia adquiriu cinco blocos exploratórios na Colômbia e vem mantendo elevado sucesso no desenvolvimento de seus prospectos exploratórios, tendo encontrado indícios de hidrocarbonetos no prospecto Perú e ampliado recentemente suas estimativas de recuperabilidade em vários outros prospectos importantes, como Vesúvio e Waimea, o que certamente ensejará a conversão de significativa porção de seus recursos potenciais em reservas provadas quando da reavaliação das reservas por certificadora internacional, prevista para o final de 2010. O melhor conhecimento dos prospectos também deve contribuir favoravelmente para o processo de *farm out* (venda de até 20% da participação nos blocos exploratórios), o que agregaria mais referências de valor e volume de óleo recuperável, fornecendo *proxy de valuation* para o conjunto de ativos da empresa. Para o curto prazo, acreditamos na manutenção do fluxo favorável de notícias envolvendo sua campanha exploratória, devendo seguir como principal *driver* para as ações no curto prazo.

6. **Gol PN (GOLL4):** a Cia vem apresentando uma melhora no resultado operacional, consistente com a recuperação trajetória de alta da demanda interna por transporte aéreo. Em Abril e Maio de 2010, a demanda por vôos da Gol cresceu 20% e a Cia conseguiu perder menos *market-share* no mercado interno que sua principal concorrente, frente ao processo de crescimento de pequenas empresas como a Azul e a WebJet. Além disso, a recuperação de tarifas e o crescimento da demanda tem impulsionado, ainda que timidamente, o *yield* da empresa, que já ultrapassa os níveis de igual período de 2009. Quanto ao setor, esperamos para agosto a votação no congresso de proposta de comissão especial da Câmara sobre permissão de aumento de participação de estrangeiros no capital de empresas de transporte aéreo no Brasil, de 25% para 49%, o que abrirá possibilidade para a Cia buscar um parceiro estratégico.
7. **Rossi Residencial ON (RSID3):** Acreditamos que as ações do setor de construção, como um todo, possam reagir de maneira positiva neste segundo semestre, após um péssimo desempenho ao longo da primeira metade do ano. Tal alta pode ser sustentada não somente pelos *drivers* positivos como o elevado déficit habitacional, a demanda reprimida na baixa renda e a melhora no cenário econômico, mas também pela aparente ausência de fatores negativos nos próximos meses como os que afetaram as ações do setor no início de 2010, destacando-se o anúncio do programa MCMV 2 e a saída de investidores de peso do setor. Dessa forma, buscamos oportunidades em ações de construtoras que possuam descontos relativos com seus pares setoriais. Com base neste raciocínio, para este mês recomendamos as ações da Rossi, dado que a empresa vem se destacando em relação ao número de vendas contratadas, bem como pelos ganhos auferidos por sua diversificação geográfica além de seu foco e expertise na baixa renda.
8. **Cremer ON (CREM3):** Recomendamos novamente as ações da Cremer em nossa carteira, devido aos bons fundamentos operacionais da empresa, com destaque para o segmento de descartáveis para a saúde, onde a empresa vem reforçando seu *market-share* de maneira consistente. Além disso, o atual processo de otimização da estrutura de capital da empresa, que conta com elevado *Pay Out* e restituição de capital, promovem uma melhor percepção para as ações da companhia por parte dos investidores. Vale ressaltar que o nosso *target price* para as ações da Cremer é de R\$ 25,09 para dez/10.
9. **Cia Hering ON (HGTX3):** No 1T10, a empresa apresentou fortes resultados com expansão de margens impulsionada pelo crescimento das vendas da rede Hering. Acreditamos que o resultado do 2T10 da cia será bem positivo, devendo refletir no desempenho dos papéis. A empresa deverá se beneficiar de incentivos fiscais advindos do novo centro de distribuição em Goiás. Além disso, a cia deverá iniciar a implantação da Hering Kids.
10. **Pão de Açúcar PNA (PCAR5):** acreditamos que nesse mês poderão acontecer eventos positivos em relação à fusão com as Casas Bahia, o que permitirá à Cia se beneficiar de uma economia de escala, se refletindo em maiores ganhos e diversificação de segmentos, com maior atuação em bens duráveis de consumo, que tem uma maior correlação com o crescimento da renda e aumento de crédito no país.



Equipe de Análise

Tel: 11- 2142-0500

Email: investimentos@spinelli.com.br

Kelly C. N. Trentin, CNPI
Analista Chefe
ktrentin@spinelli.com.br
11-21420535

Erika Mudalen
Erika@spinelli.com.br
11-2142-0563

Kleber Hernandez, CNPI
kleber@spinelli.com.br
11-2142-0538

Max Bueno, CNPI
max@spinelli.com.br
11-2142-0564

Daniel Malheiros, CNPI
dcarvalho@spinelli.com.br
11-2142-0534

Açúcar & Alcool
Max Bueno, CNPI

Alimentos
Max Bueno, CNPI

Bancos & Serviços Financeiros
Daniel Malheiros, CNPI

Concessões Rodoviárias, Ferroviárias e Logística
Kelly Trentin, CNPI

Consumo (Varejo, Bebidas & Fumo)
Kelly Trentin, CNPI
Erika Mudalen

Construção & Incorporação Imobiliária
Kleber Hernandez, CNPI

Educação & Saúde
Kleber Hernandez, CNPI

Fertilizantes
Max Bueno, CNPI

Papel & Celulose
Kelly Trentin, CNPI
Erika Mudalen

Petróleo, Gás & Petroquímico
Max Bueno, CNPI

Siderurgia & Mineração
Max Bueno, CNPI

Telecom, Mídia & Tecnologia
Kelly Trentin, CNPI

Transporte Aéreo, Aviação
Kelly Trentin, CNPI

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. As informações contidas neste Relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação. 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.

Sem prejuízo do *disclaimer* acima e em conformidade com as disposições da Instrução CVM nº 388, o analista de investimento responsável pela elaboração deste relatório declara que:

- (I) é certificado pela APIMEC e registrado na Comissão de Valores Mobiliários.
- (II) as análises e recomendações refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais, às quais foram realizadas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Spinelli.
- (III) não mantém vínculo direto com qualquer pessoa natural que exerça qualquer função de diretoria e/ou gerência na companhia objeto da análise neste Relatório.
- (IV) não é titular, diretamente ou indiretamente, de ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da companhia objeto da análise neste Relatório, que representem 5% ou mais de seu patrimônio pessoal, e não está envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado.
- (V) 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.
- (VI) a Spinelli detém, indiretamente, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da companhia alvo da análise neste relatório e está envolvida na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado.

Informações adicionais sobre quaisquer companhias objeto de análise e recomendação podem ser obtidas diretamente, por telefone, com o(s) analista(s) responsável(is) pela análise. Informações e análises de companhias que não são objeto de análise e recomendações podem ser obtidas através de solicitação.