

Prévia 3T23: Mineração x Siderurgia

O minério de ferro salva o dia (ou o trimestre)! Escrevemos em uma nota que a ironia sobre o minério de ferro é que, quanto mais você o odeia, mais forte ele fica. O minério tem apresentado um desempenho mais forte nos últimos anos, embora as ações do setor (especialmente a Vale) tenham frequentemente apresentado um desempenho mais fraco vs. o minério (por diversas razões). Nesta nota, reiteramos nossa preferência por minério de ferro em detrimento do aço e acreditamos que este é o primeiro trimestre (de muitos que virão) que deverá retratar esse cenário favorável. Além disso, acreditamos que a China continuará a produzir mais de 1 bilhão de toneladas de aço, mantendo um elevado nível de exportações de aço – prejudicando os preços globais do aço e ajudando a manter o minério de ferro em níveis muito saudáveis. Acreditamos que a probabilidade de restrições agressivas à produção (aço) na China é altamente improvável no 2S23, uma vez que os formuladores de política estão cada vez mais preocupados em proteger a economia.

A Vale é nossa principal escolha para exposição ao minério de ferro. Durante o trimestre, observamos a queda dos preços do aço na maioria das regiões, à medida que a China continua a inundar o mundo com exportações de aço ainda elevadas. Acreditamos que este cenário não deverá mudar significativamente até 2024 e continuamos a favorecer as mineradoras de minério de ferro em detrimento das siderúrgicas e reiteramos a Vale como nossa principal escolha. Quanto à celulose, o efeito defasado sobre os preços realizados deve significar outro trimestre de deterioração do bom momento de rentabilidade (lucros) para Suzano e Klabin, que provavelmente será revertido no 4T, à medida que os preços se recuperarem. No entanto, acreditamos que os investidores já precificaram este recente aumento nos preços, mas mantemos a nossa compra no setor com base em perspectivas favoráveis de médio prazo para o setor e valuations atrativos, com projetos de crescimento ainda não totalmente precificados pelo mercado nesta fase.

Minério de ferro melhor do que aço. Esperamos que a Vale e a CMIN apresentem resultados sólidos no 3T, devido a uma combinação de preços mais elevados de minério de ferro e volumes (sazonalmente) mais fortes. Quanto à Vale, acreditamos que a empresa está no caminho certo para cumprir suas projeções de produção e custos para 2023, e o 3T mostrará uma tendência de melhoria nessas duas frentes, o que deve ajudar a melhorar o sentimento em relação à história *bottom-up* da empresa. As siderúrgicas, por outro lado, deverão apresentar resultados (já contratados - a CSN é a exceção devido aos resultados mais fortes da CMIN), uma vez que os preços mais baixos do aço em diferentes geografias já devem começar a impactar os resultados (provavelmente mais ocorrerá no 4T). A exposição ao Brasil deve ser mais desafiadora neste trimestre, já que os preços domésticos de aço

Analistas

Leonardo Correa

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Caio Greiner

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Lima

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

sofreram quedas de 5 a 15% (longos/planos) ao longo do terceiro trimestre. O destaque negativo continua a ser a Usiminas, que estimamos que irá divulgar um EBTIDA ligeiramente negativo devido a outro impacto no trimestre da (ainda) reforma do alto-forno#3 em Ipatinga.

Os preços mais baixos em papel e celulose continuam afetando os resultados... As empresas de celulose verão mais um trimestre de resultados decrescentes, e a história do trimestre será (mais uma vez) baseada em preços realizados mais baixos, apesar de uma média trimestral estável na China. O efeito defasado em alguns contratos e a exposição a diferentes geografias (especialmente a Europa) significarão que os preços realizados continuarão em tendência de queda, impactando significativamente os resultados da Suzano. O resultado da Klabin será mais amortecido devido à sua exposição mais diversificada em papel e impactos reduzidos de paradas de manutenção neste trimestre. A Irani também verá um trimestre sólido, já que o *ramp-up* de GAIA mais do que compensa a queda de preços de papelão ondulado. Por fim, a Dexco verá outro trimestre desafiador, já que a recuperação na divisão de acabamentos permanece aquém das expectativas, com visibilidade limitada nas vendas de madeira de terceiros.

Metais básicos/preciosos: O alumínio será mais uma vez a maior decepção do trimestre, já que a indústria continua a lutar com um mercado que ainda sofre com excesso de oferta (dinâmica muito semelhante à do aço). O EBITDA da CBA deverá cair ainda mais devido a spreads metálicos mais comprimidos, o que se traduzirá em maior consumo de caixa e verá a alavancagem aumentar para perto de 9x dívida líquida/EBITDA.

Destaques positivos no trimestre: Vale e CMIN

Destaques negativos: Usiminas, CBA, Gerdau e Dexco

	3T23E	2T23	3T22	T/T (%)	A/A (%)
Vale					
Receita Líquida - US\$m	10,689	9,673	9,929	11%	8%
EBITDA - US\$m	4,635	4,145	4,002	12%	16%
Lucro Líquido - US\$m	2,636	892	4,455		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	0.8x	1.0x	0.6x		
Volumes minério de ferro - Mt	78	72	74	8%	5%
CSN Mineração					
Receita Líquida - R\$m	4,548	4,014	2,724	13%	67%
EBITDA - R\$m	1,720	1,098	926	57%	86%
Lucro Líquido - R\$m	873	494	514		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	-0.2x	0.0x	-0.3x		
Volumes minério de ferro - Mt	11.3	11.3	9.1	0%	24%
CSN					
Receita Líquida - R\$m	11,171	10,989	10,897	2%	3%
EBITDA - R\$m	2,853	2,263	2,714	26%	5%
Lucro Líquido - R\$m	188	184	134		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	2.7x	2.7x	1.7x		
Volumes minério de ferro - Mt	1,042	1,051	1,161	-1%	-10%
Receita Líquida/ton - mercado doméstico - R\$/t	5,555	5,909	6,576	-6%	-16%
Gerdau					
Receita Líquida - R\$m	16,590	18,265	21,149	-9%	-22%
EBITDA - R\$m	3,206	3,792	5,369	-15%	-40%
Lucro Líquido - R\$m	1,624	2,143	3,022		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	0.4x	0.4x	0.2x		
Margem EBITDA - BR (%)	13.0%	13.7%	18.4%		
Margem EBITDA - US (%)	24.2%	26.1%	32.9%		
Usiminas					
Receita Líquida - R\$m	6,489	6,887	8,434	-6%	-23%
EBITDA - R\$m	-28	366	836	-108%	-103%
Lucro Líquido - R\$m	-395	254	517		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	0.9x	0.4x	0.2x		
Volumes de aço total - Mt	970	972	1,047	0%	-7%
Receita Líquida/ton - mercado doméstico - R\$/t	5,715	6,079	7,084	-6%	-19%
CBA					
Receita Líquida - R\$m	1,775	1,665	2,245	7%	-21%
EBITDA - R\$m	49	74	331	-34%	-85%
Lucro Líquido - R\$m	-279	-61	81		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	8.8x	3.9x	0.7x		
Primário + Distribuição (volumes) - kt	118	105	129	12%	-9%
Suzano					
Receita Líquida - R\$m	8,381	9,160	14,199	-9%	-41%
EBITDA - R\$m	3,059	3,919	8,595	-22%	-64%
Lucro Líquido - R\$m	-330	5,078	5,450		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	2.7x	2.0x	2.2x		
Volumes celulose - kt	2,507	2,513	2,797	0%	-10%
Custo caixa celulose - R\$/t	968	1,005	894	-4%	8%
Preços realizados de exportação de celulose (US\$/t)	504	562	825	-10%	-39%
Klabin					
Receita Líquida - R\$m	4,195	4,293	5,488	-2%	-24%
EBITDA - R\$m	1,257	1,345	2,311	-7%	-46%
Lucro Líquido - R\$m	482	641	2,053		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	3.2x	2.6x	2.8x		
Irani					
Receita Líquida - R\$m	409	394	441	4%	-7%
EBITDA - R\$m	127	117	137	9%	-7%
Lucro Líquido - R\$m	74	229	96		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	2.3x	2.0x	1.2x		
Dexco					
Receita Líquida - R\$m	1,950	1,954	2,162	0%	-10%
EBITDA - R\$m	340	350	415	-3%	-18%
Lucro Líquido - R\$m	43	158	155		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	3.2x	2.9x	1.9x		
Volumes painéis de madeira - '000 m3	677	664	736	2%	-8%
Commodities (US\$/t)					
Minério de ferro (US\$/dmt, Fe62%)	114	111	103	3%	11%
China HRC (FOB)	547	576	600	-5%	-9%
Aço longo turco (FOB)	567	633	664	-10%	-15%
LME Aluminum	2,154	2,263	2,364	-5%	-9%
Ouro (US\$/Oz)	1,930	1,977	1,731	-2%	11%
Cobre (US\$/lb)	3.80	3.90	3.50	-3%	9%
Nickel (US\$/lb)	9.30	10.50	10.00	-11%	-7%
China BHK Pulp	530	532	862	0%	-39%

Fonte: BTG Pactual/bloomberg

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a equipe de renda variável do Banco BTG Pactual.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual e os seus clientes. O BTG Pactual ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo de decisão do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx