

## Mining & Steel | Prévias 2T22

### Em meio a preocupação com China e inflação, o que esperar das empresas do setor ?

**Geral** – Diante da maior realização de *lockdowns* na China, da continuidade da intensidade do conflito russo-ucraniano e das iminentes ações com resultados inibidores ao crescimento por parte das autoridades monetárias ao redor do globo para conter o efeito inflacionário crescente, vimos as ações do setor apresentarem forte queda ao longo dos últimos dias. Ainda que tais preocupações se encontrem no radar, esperamos divulgações que ainda não absorvam tais aspectos integralmente neste 1T22. Com o preço médio do minério de ferro ainda forte ao longo dos últimos 90 dias, as companhias de nossa cobertura devem apresentar melhores resultados de suas divisões de mineração. Em siderurgia, a conjuntura macroeconômica doméstica mais desafiadora e por conseguinte, a menor demanda e espaço para repasses de preços deve se resultar em resultados mais comedidos para as divisões de siderurgia de CSN, Usiminas e Gerdau. Nesta última, seu desempenho na operação norte-americana ainda deve ser destacável. Na esteira dos resultados do 2T22, seguimos apontando Gerdau e Vale como nossas preferidas no setor.

**Vale** – Após um 1T22 onde as maiores chuvas impediram o registro de uma produção mais forte, acreditamos que a companhia entregará números mais normalizados neste 1T22. Para a produção de minério, esperamos 78,8 MT após a companhia registrar desapontantes 63,9 MT no 1T22. Novamente, vemos os prêmios compensando, ao menos em parte, as dificuldades nas vendas, em função da demanda assimétrica do mercado chinês, e em custos e despesas, em função da continuidade do registro de gargalos logísticos, que devem impedir o registro de trajetória descendente por parte dos custos caixa c1 neste 1T22. Seguimos acreditando que, embora os fundamentos do setor, como o nível de estoques e de atividade da indústria chinesa, ainda sejam construtivos, a possibilidade da continuidade por parte de medidas para conter a covid no país seguem impedindo uma posição mais otimista por parte do mercado. Ainda assim, mantemos nossa expectativa quanto ao cumprimento do *guidance* de 320-335Mt para produção em finos de minério para este ano, ainda que acreditemos que a companhia alcançará apenas a *lower bound*. Em metais básicos, seguimos mais construtivos quanto a posição da companhia em níquel, uma vez que em cobre, Vale deverá continuar lutando para se enquadrar a faixa de baixo de seu *guidance* anual.

**CSN** – Após um 1T22 onde produziu apenas 6,5 Mt de minério em função das fortes chuvas no sudeste, esperamos um aumento substancial para 9,1 Mt neste trimestre, bem como uma maior diluição de custos fixos e, diante de preços médios fortes, um bom resultado da divisão de mineração da companhia. Já na siderurgia, continuamos a ver maiores dificuldades, com a companhia possivelmente lutando para manter seus ganhos de *market share* recentes em meio a preços médios mais fracos tanto no Brasil. No exterior, também vemos a operação da companhia enfrentando desafios. Cabe ainda ressaltarmos que a divisão siderúrgica deve sofrer os impactos dos preços de minério de ferro e carvão. Em CSN, será importante ainda verificarmos como se dará a dinâmica de seu capital de giro, uma vez que notamos uma linha de recebíveis muito forte no 1T22. Quanto a alavancagem, vemos a companhia mantendo seu patamar atual próximo de 1,0x. Destacamos ainda que a conjuntura atual coloca dúvidas quanto à execução do acelerado plano de expansão da companhia, o que acompanharemos ao longo dos próximos trimestres.

**Gerdau** - Embora a companhia deva partilhar de desafios convergentes aos seus pares quanto a sua operação e às suas margens no Brasil, acreditamos que, nos EUA, Gerdau deva continuar apresentando bons resultados suportada pelos setores de Construção Civil e Óleo & Gás. Ainda que nosso sentimento quanto ao desempenho desta unidade tenha sido alvo de revisões baixistas ao longo do último mês em função do quadro inflacionário instalado nos EUA, não vemos os resultados do 2T22 sendo atingidos por este novo cenário. Ademais, seguimos acreditando que, dado sua baixíssima alavancagem e a proximidade com o *guidance* de endividamento bruto, a companhia tem espaço para destravar uma maior distribuição de proventos ao longo dos próximos trimestres,

**Research**

research@ativainvestimentos.com.br

Ilan Arbetman, CNPI-P

ilan.arbetman@ativainvestimentos.com.br

Tadeu Lourenço

Tadeu.lourenco@ativainvestimentos.com.br

mesmo após anunciar um programa de recompra ao término do 1T22. Tal expectativa se tornará ainda mais factível se Gerdau for capaz de manter as margens atingidas no 1T22 ao longo dos próximos trimestres.

**Usiminas** – Em siderurgia, seguimos vendo a companhia com dificuldades em entregar maiores margens em função dos altos custos de aquisição de placas e carvão/minério. Tendo perdido *share* no mercado nacional no 1T22 e apresentado dificuldades em repassar preços em função do cenário vigente, seguimos vendo a dinâmica interna bem como a de embarques de aço desafiadoras, o que nos faz sermos mais cautelosos quanto aos seus resultados siderúrgicos neste 2T22. Em mineração, após também sofrer com a maior pluviometria do 1T22, acreditamos que os resultados da divisão sejam mais satisfatórios neste 2T22 tanto em matéria de produção, como vendas e preços. Ainda assim, seguimos vendo as ações de Usiminas sendo pressionadas pela conjuntura atual e em função de sua necessidade de *capex* para fazer frente à reforma do Alto Forno 3 em 2023, onde a companhia gastou R\$ 619 MM em 21, gastará R\$ 650 MM em 2022 e mais R\$ 2,1 bi entre 23 e 24. A parada da unidade resultará ainda na necessidade da companhia em aumentar as compras para honrar os seus contratos a partir do 4T22, o que pode obrigá-la à incorrer em condições de mercado ainda desafiadoras e assim, pressionar seu capital de giro e por conseguinte, seu FCL.

## Prévias

### CSN (CSNA3) | Neutro

Data prevista de divulgação: 02/08/22 após o pregão

DRE (R\$ mil)	2T22e	2T21	Δ% yo y	1T22	Δ% qo q
Receita Líquida	11.324,5	15.391,6	-26,4%	11.769,9	-3,8%
CMV	(6.392,8)	(7.111,1)	-10,1%	(7.287,3)	-12,3%
Lucro Bruto	4.931,8	8.280,5	-40,4%	4.482,6	10,0%
Margem Bruta	43,5%	73,1%	-29,5 p.p	29,1%	14,4 p.p
EBITDA	4.105,4	7.581,7	-45,9%	4.193,9	-2,1%
Margem Ebitda	36,3%	66,9%	-30,6 p.p	27,2%	9 p.p
Lucro Líquido	1.883,9	5.512,7	-65,8%	1.363,9	38,1%
Margem Líquida	16,6%	48,7%	-32 p.p	8,9%	7,7 p.p

CSNA3			
Valor de mercado (R\$mi.)	R\$	20.547,8	
Últ. preço	R\$	15,05	
Preço-alvo	R\$	35,00	
Potencial		132,6%	
Múltiplos	12m	24m	Méd3a
P/L	2,6x	3,7x	5,7x
Ev/Ebitda	2,3x	2,8x	5,6x
P/VPA	0,8x	0,7x	1,4x

### Gerdaul (GGBR4) | Compra

Data prevista de divulgação: 02/08/22 antes do pregão

DRE (R\$ mil)	2T22e	2T21	Δ% yo y	1T22	Δ% qo q
Receita Líquida	21.194,5	19.130,1	10,8%	20.330,5	4,2%
CMV	(15.895,9)	(13.715,9)	15,9%	(15.149,5)	4,9%
Lucro Bruto	5.298,6	5.414,2	-2,1%	5.181,0	2,3%
Margem Bruta	25,0%	28,3%	-3,3 p.p	25,5%	-0,4 p.p
EBITDA	6.322,9	5.897,0	7,2%	5.827,0	8,5%
Margem Ebitda	29,8%	30,8%	-0,9 p.p	28,7%	1,1 p.p
Lucro Líquido	3.237,0	3.934,5	-17,7%	2.940,4	10,1%
Margem Líquida	15,3%	20,6%	-5,2 p.p	14,5%	0,8 p.p

GGBR4			
Valor de mercado (R\$mi.)	R\$	36.796,0	
Últ. preço	R\$	23,38	
Preço-alvo	R\$	37,00	
Potencial		58,3%	
Múltiplos	12m	24m	Méd3a
P/L	3,5x	5,7x	8,4x
Ev/Ebitda	2,2x	3,1x	5,6x
P/VPA	0,8x	0,7x	1,0x

### Usiminas (USIM5) | Neutro

Data prevista de divulgação: 29/07/22 antes do pregão

DRE (R\$ mil)	2T22e	1T21	Δ% yo y	4T21	Δ% qo q
Receita Líquida	9.146,2	9.596,3	-4,7%	7.844,6	16,6%
CMV	(7.225,5)	(5.954,0)	21,4%	(6.129,4)	17,9%
Lucro Bruto	1.920,7	3.642,3	-47,3%	1.715,3	12,0%
Margem Bruta	21,0%	38,0%	-0,8 p.p	21,9%	21 p.p
EBITDA	1.891,6	5.065,6	-62,7%	1.560,0	21,3%
Margem Ebitda	20,7%	52,8%	0,7 p.p	19,9%	20,6 p.p
Lucro Líquido	1.095,1	4.543,2	-75,9%	1.263,2	-13,3%
Margem Líquida	12,0%	47,3%	-4,1 p.p	16,1%	11,9 p.p

USIM5			
Valor de mercado (R\$mi.)	R\$	10.401,5	
Últ. preço	R\$	12,17	
Preço-alvo	R\$	16,00	
Potencial		31,5%	
Múltiplos	12m	24m	Média
P/L	2,3x	3,5x	9,2x
Ev/Ebitda	1,6x	2,0x	5,8x
P/VPA	0,4x	0,4x	0,7x

### Vale (VALE3) | Compra

Data prevista de divulgação: 28/07/22 após o pregão

DRE (R\$ mil)	2T22e	1T21	Δ% yo y	4T21	Δ% qo q
Receita Líquida	70.346,1	87.846,8	-19,9%	56.719,0	24,0%
CMV	(28.229,9)	(30.574,6)	-7,7%	(24.174,0)	16,8%
Lucro Bruto	42.116,2	57.272,2	-26,5%	32.545,0	29,4%
Margem Bruta	59,9%	65,2%	-5,3 p.p	57,4%	2,4 p.p
EBITDA	40.062,2	55.730,2	-28,1%	37.991,0	5,5%
Margem Ebitda	57,0%	63,4%	-6,4 p.p	67,0%	-10 p.p
Lucro Líquido	23.314,7	39.831,9	-41,5%	23.157,0	0,7%
Margem Líquida	33,1%	45,3%	-12,1 p.p	40,8%	-7,6 p.p

VALE3			
Valor de mercado (R\$mi.)	R\$	370.891,5	
Últ. preço	R\$	77,90	
Preço-alvo	R\$	108,00	
Potencial		38,6%	
Múltiplos	12m	24m	Média
P/L	3,6x	4,5x	4,9x
Ev/Ebitda	2,6x	3,3x	3,8x
P/VPA	1,3x	1,2x	1,3x

## DISCLAIMER

O(s) analista(as) de investimento envolvido(s) na elaboração do presente relatório declara(m) que as recomendações aqui contidas refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre as companhias e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Ativa S.A. Corretora de Títulos, Câmbio e Valores.

A remuneração variável do(s) analista(s) responsável(eis) pelo presente relatório depende parcialmente das receitas resultantes da atividade de intermediação da Ativa S.A. Corretora de Títulos, Câmbio e Valores. Todavia, dita remuneração está estruturada de forma a preservar a imparcialidade do(s) analista(s).

### RESEARCH

[research@ativainvestimentos.com.br](mailto:research@ativainvestimentos.com.br)

### ATENDIMENTO

0800 285 0147

### OUVIDORIA

0800 717 7720

### INSTITUCIONAL

AÇÕES | RENDA FIXA |  
MERCADOS FUTUROS

Mesa RJ: (55 21) 3515-0290

Mesa SP: (55 11) 3339-7036

### SALES

Institucional: Tel.: (55 21) 3515-0202

### PESSOA FÍSICA

Mesa RJ: (55 21) 3515-0256/3958-0256

Mesa RS: (55 51) 3017-8707

Mesa SP: (55 11) 3896-6994/6995/6996

Mesa BH: (55 31) 3025-0601

Mesa PR: (55 41) 3075-7400

Mesa GO: (55 41) 3270-4100

