

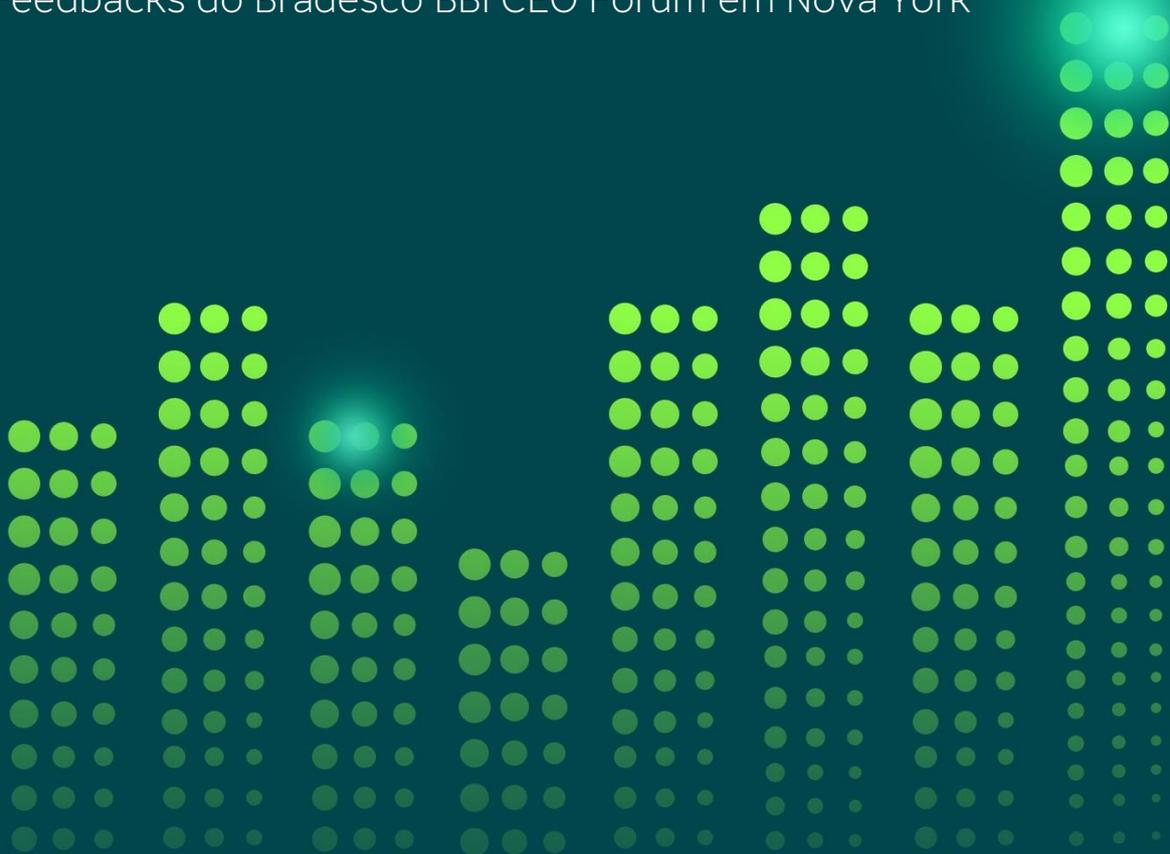
Ágora Insights

# Análise de Setores

Commodities

Novembro, 2022

Feedbacks do Bradesco BBI CEO Fórum em Nova York



## Feedbacks do Bradesco BBI CEO Fórum em Nova York

**Overview:** O Bradesco BBI organizou o 12º CEO Fórum em Nova York na semana passada, com a participação de representantes da alta gestão da Vale, Usiminas, CBA, CSN, Suzano e Klabin. A confiança dos investidores e dos times de gestão foi, definitivamente, menor do que nos últimos dois anos, dadas várias incertezas (por exemplo, atividade econômica global, riscos geopolíticos, perspectivas econômicas e políticas no Brasil e inflação de custos) reduzindo o apetite por risco. De qualquer forma, as empresas não parecem esperar uma deterioração aprofundada dos fundamentos em 2023, por conta de uma atividade em recuperação na China e a oferta de commodities ainda apertada e estoques baixos. Custos, porém, devem continuar pressionados. No entanto, os balanços continuam saudáveis, permitindo que as empresas continuem a investir em ganhos de eficiência e oportunidades selecionadas de crescimento ou manter uma sólida política de remuneração aos acionistas.

### A seguir compartilhamos a visão por empresa.

**Vale (VALE3): Os desafios da produção permanecem.** A dinâmica do mercado de minério de ferro deve permanecer relativamente saudável em 2023, apoiado pela reabertura da China e altos custos marginais (entre US\$ 90 e 100/tonelada, enquanto se os preços forem para US\$ 70 a VALE estima que quase 200 milhões de toneladas poderiam sair do mercado). Além disso, os contratempos de produção (problemas de corpos de minério e atrasos de licenciamento) devem resultar em crescimento de volume apenas marginal nos próximos anos (sem uma meta específica fornecida), enquanto outros participantes estão lutando contra o esgotamento de suas jazidas. A Vale deve focar na melhoria do mix de produtos. Nos custos, as pressões persistem (como mão de obra) e ainda podem aumentar em 2023, com custos totais de entrega ainda em níveis geralmente altos (pensamos em algo como US\$ 45 a 47/tonelada em 2023). Do lado de metais básicos, a Vale deve dar mais detalhes sobre a estratégia da divisão no Vale Day (7 de dezembro), incluindo uma nova estrutura de Governança. Um novo parceiro pode ser anunciado no 1S23 (pequena participação acionária, achamos que de 10 a 15% possa fazer sentido). Sobre a Cosan, a Vale mencionou que o novo acionista pode agregar valor de diferentes maneiras (por exemplo, melhorias potenciais em relações regulatórias/institucionais, ganhos de produtividade e eficiência). Já a Cosan, vê a Vale como uma empresa que precisa potencializar suas capacidades de forma segregada: Metais, metais básicos, logística, energia e transição. A direção da Cosan vê o ramo logístico marítimo da Vale com grande potencial se o negócio fosse “segregado” da parte produtiva, subdividindo-se em logística e comercialização. Os novos segmentos poderiam ser transformados de unidades de custo em unidades de receita, maximizando as receitas em rotas globais por meio do envio de outros produtos. A Cosan deu como exemplo o fato de os navios da Raízen levarem etanol do Brasil e voltarem com outros combustíveis. Sobre a Samarco, as conversas com o Governo foram retomadas, embora um negócio só deva ser fechado se for oferecer a estrutura jurídica correta e parcelas de longo prazo (estimamos algo entre US\$ 2 e 4 bilhões).

Thiago Lofiego 

Renato Chanes 

ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.

**Usiminas (USIM5): Novos passos estratégicos surgindo, mas foco na reformulação do alto-forno de Ipatinga por enquanto.** Sem grandes mudanças na alocação de capital previstas para 2023, já que o foco continua na reforma do alto-forno de Ipatinga (investimentos de 2023 em quase R\$ 2,4 bilhões, dos quais R\$ 1,2 bilhão para a reforma). Os dividendos devem permanecer em 25% do lucro líquido pelo menos até 2023. No longo prazo, a Usiminas tem poucos investimentos a serem analisados: (i) potencial nova linha de galvanização para substituir importações e melhorar mix; (ii) Investimento em MUSA (anúncio potencial em 2024, com investimento acima de US\$ 1 bilhão); (iii) reconfiguração da operação. Além disso, a empresa estuda a reforma da bateria de coque nº 3 em Ipatinga (investimentos de quase R\$ 1 bilhão). Nos resultados do quarto trimestre, o CPV/tonelada deve começar a cair com a queda nos preços das placas e do carvão metalúrgico começando a fluir através dos resultados. Por outro lado, os volumes domésticos devem ser mais fracos no trimestre, devido à sazonalidade, enquanto os preços praticados devem ser pelo menos 5% menores no trimestre no mercado interno. Por fim, com relação às negociações de preços com as montadoras, faria sentido esperar alguma espécie de desconto este ano, mas a magnitude ainda é incerta. Em nossa opinião, o melhor cenário seriam preços estáveis e o pior (altamente improvável) seria um desconto de 30% (aproximadamente a diferença de preço atual entre o setor automobilístico e os preços no nível da distribuição).

**CBA (CBVA3): Trabalhando para o crescimento.** A CBA pretende expandir a capacidade de produção de alumínio de 500 mil toneladas anuais hoje (incluindo 130 mil toneladas de reciclados) para quase 650 mil em 2025. A empresa deve, portanto, manter o foco na execução de projetos de crescimento e manter a relação Dívida Líquida/EBITDA abaixo de 2x em detrimento a pagar dividendos maiores (recompras não consideradas). Sobre os resultados de curto prazo, a CBA mencionou que a demanda doméstica tem se mantido estável em níveis saudáveis, enquanto custos mais altos devem continuar pesando nos resultados. Globalmente, o custo marginal do alumínio está em US\$ 2.700-2.800/tonelada, mas a CBA acredita que os preços devem continuar a negociar abaixo deste nível, devido à incerteza macroeconômica e à fraca procura.

**CSN (CSNA3): Priorização da alocação de capital em andamento.** A CSN compartilhou uma visão ainda construtiva sobre seus negócios, sustentada por volumes ainda sólidos (embora mais fracos no quarto trimestre devido à sazonalidade) e custos caindo dos picos (menores preços de matérias-primas somados a iniciativas internas). Ao mesmo tempo, a empresa reconheceu um cenário macroeconômico mais incerto e menores preços das commodities. A empresa mencionou que não mudou sua estratégia geral de alocação estrutural de capital, mas a administração está reorganizando as prioridades e o cronograma de execução, levando em consideração as incertezas macroeconômicas (mais detalhes possivelmente durante o Dia da CSN). Na siderurgia, a empresa continuará trabalhando em projetos que levem a maior eficiência e exposição a produtos de maior valor agregado. A empresa também deve permanecer aberta a oportunidades ou parcerias/associações geradoras de valor. Sobre cimento, a CSN apontou que o processo de consolidação da Holcim foi melhor do que o esperado e as sinergias podem ser maiores do que previamente estimados, com gestão focada na melhoria da rentabilidade dos ativos.

**Klabin (KLBN11): Flexibilidade operacional será fundamental em 2023; Pressões de custo devem permanecer relevantes.** A Klabin mencionou que ajustará seu mix de kraftliner ao longo de 2023, reduzindo a exposição à Europa e convertendo mais caixas de papelão ondulado no Brasil. Exportações devem representar 27% do volume total de kraftliner em 2023, contra 32% em 2022. Em caixas, a demanda no Brasil deve crescer 1 pp acima do PIB em 2023, enquanto a dinâmica de preços permanece sólida. A demanda por papelão continua forte e os preços devem aumentar significativamente no início de 2023 (modelamos 20% em média) devido à renegociação do contrato da Tetrapak. Nova capacidade de papelão está programada para entrar em operação em junho de 2023 e atingir a capacidade total até dezembro de 2024. Nos custos, a Klabin ainda terá uma participação maior de madeira de terceiros nos próximos 5 anos, então haverá mais volatilidade de custo dado que a distância média fábrica-floresta não é linear. O pico de consumo de madeira de terceiros será em 2023 e permanecerá alto nos anos seguintes. Os custos da Klabin devem aumentar quase 15% em 2023, impulsionados pelos custos mais altos da madeira. Em projetos futuros, a nova fase de crescimento provavelmente será iniciada em 2026, portanto um anúncio pode ser feito no 1S24 (a administração adotou uma abordagem de “esperar para ver”, tendo aparentemente decidido não pressionar por aprovação dos projetos em 2023). O próximo projeto de crescimento abrangerá: (i) Fluff (600 mil toneladas); (ii) kraftliner (300 mil toneladas); (iii) sackkraft (200 mil toneladas). Em nossa visão, o investimento poderia ser em torno de R\$ 17 a 21 bilhões, assumindo que o custo de Puma II tenha sido de R\$ 13 bilhões, ou quase US\$ 2,7 mil/tonelada e assumindo uma inflação de 20 a 30%.



**Suzano (SUZB3): Queda no preço da celulose será mais gradual em relação aos ciclos recentes.** A carteira de pedidos da Suzano começou a cair e os estoques podem começar a subir no curto prazo, o que pode desencadear uma correção no preço da celulose, principalmente se os estoques dos concorrentes também aumentarem. Ainda assim, a visão é de que o ritmo de reajuste de preços será mais brando em relação aos ciclos anteriores. Em termos de demanda, a administração mencionou que a demanda por celulose dos Estados Unidos continua saudável, enquanto na Europa já mostra sinais de fraqueza e a China continua confusa. Do lado positivo, os estoques de celulose e papel na China permanecem baixos. Os custos marginais estão atualmente em US\$ 590/tonelada para a indústria. O custo caixa da celulose para Suzano em 2023 deve ser similar ao 2S22. Em termos de alocação de capital, pode haver oportunidades orgânicas em *tissue* no Brasil, embora existam sinergias interessantes a serem extraídas da recente aquisição dos ativos da Kimberly-Clark, principalmente na distribuição e frentes comerciais. Não há planos de aumentar os dividendos, enquanto as recompras serão esporádicas. Os investimentos de R\$ 16 bilhões em 2022 serão, potencialmente, maiores em 2023 (entre R\$ 16 e 18 bilhões poderia fazer sentido, em nossa opinião).



## Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

## Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

## Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

### Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio. A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI está participando como coordenador na oferta pública de distribuição de Randon S.A. Implementos e Participações.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: AES Brasil Energia S.A., Alpargatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Pan S.A., BRF S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Diagnósticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Guararapes Confeccões S.A., Hapvida Participações e Investimentos S.A., Hospital Mater Dei S.A., Hypera S.A., Iguatemi S.A., Iochpe Maxiom S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Localiza Rent A Car S.A., MPM Corporeos S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Pet Center Comércio e Participações S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações, Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Unidas S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Yduqs Participações S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Alpargatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Pan S.A., BRF S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, CSHG Logística - Fil, CSHG Recebíveis Imobiliários - Fil, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A., Diagnósticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Guararapes Confeccões S.A., Hapvida Participações e Investimentos S.A., Hospital Mater Dei S.A., Hypera S.A., Iguatemi S.A., Iochpe Maxiom S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comércio S.A., Localiza Rent A Car S.A., MPM Corporeos S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Pet Center Comércio e Participações S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações, Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Três Tentos Agroindustrial S.A., Unidas S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Yduqs Participações S.A. A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).

## RESEARCH ÁGORA

### José Francisco Cataldo Ferreira

CNPI - Estrategista de Análise -  
Pessoas Físicas

### Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

### Maurício A. Camargo

CNPI-T - Analista Gráfico

### Ernani Teixeira R. Júnior

CNPI-T - Analista Gráfico

### Maria Clara W. F. Negrão

CNPI - Analista de Investimentos

### Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

### Wellington Antonio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

### Henrique Procopio Colla

CNPI-T - Analista Gráfico

### Renato Cesar Chanes

CNPI - Analista de Investimentos

## DIRETOR GERAL

Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

## DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade