

Mineração & Siderurgia

Diante de muitas incertezas, permaneceremos neutros no setor

Em mineração, a força dos dados de alta frequência na China, como importação de minério de ferro e produção siderúrgica não encontra confirmação nos fundamentos de longo prazo do setor, como a queda da área construída e dos preços dos imóveis no país. Notamos ainda que os estoques nos portos voltou à média dos últimos cinco anos. Por fim, entendemos que a redução da taxa de cinco anos promovida pelo PBoC confirmou os temores sobre a saúde do setor de *Real Estate*.

Em **Vale**, além da China, a sucessão presidencial e os provisionamentos com relação à Mariana também vêm impedindo maiores voos do papel e constituem os motivos que nos fazem continuar sendo neutros. Para 2024, entre recompras e dividendos distribuídos, vemos a empresa remunerando seus *shareholders* em cerca de R\$ 6,7/ação (10% de *yield*).

Em siderurgia, vemos um setor ainda muito fraco no Brasil. Entendemos que o problema atual não é demanda e sim competitividade, uma vez que o crescimento das importações chamou muito mais a atenção que a queda do consumo aparente doméstico em 2023. Neste sentido, entendemos que um eventual êxito no *lobby* realizado pelas siderúrgicas em prol da elevação da alíquota de importação de ~10% para 25% e a equalização dos prêmios para percentuais mais próximos à média histórica constituem elementos para acreditarmos que o cenário não se tornará pior.

A percepção que o fundo pode ter chegado ao setor siderúrgico nos fez, recentemente, elevarmos **Usiminas** de venda para neutro, mesmo acreditando que o atual patamar de custos com matérias-primas (minério de ferro, carvão, coque metalúrgico e placas) também deve continuar impedindo que as siderúrgicas saiam tão logo do terreno das baixas margens.

Nos EUA, o mercado de *housing* segue não empolgando. Ademais, vemos uma indústria estável. Lutando para manter as suas margens nos EUA e compartilhando dos mesmos desafios dos pares no Brasil, seguimos sem observar grandes catalisadores e também seguiremos neutros em **Gerdau**.

Resumo

Recomendação

VALE3 Neutro

GGBR4 Neutro

USIM5 Neutro

Empresa	Cotação	Preço-Alvo	Potencial
VALE3	R\$ 66,88	R\$ 75,00	12,1%
GGBR4	R\$ 22,43	R\$ 26,00	15,9%
USIM5	R\$ 10,95	R\$ 11,00	0,5%

Oscilação	30d	12m	2024
VALE3	16%	-22,8%	-13,6%
GGBR4	2,7%	-19,2%	-6,9%
USIM5	17,3%	49,7%	16,8%
IBOV	0,6%	22,7%	-3,2%

Research

research@ativainvestimentos.com.br

Ilan Arbetman, CFA

ilan.arbetman@ativainvestimentos.com.br

Fatores	Destaques
Demanda	<ul style="list-style-type: none"> Em minério de ferro, importação chinesa segue forte, mas fraqueza do setor de <i>Real Estate</i> pode frustrar a demanda futura. Em siderurgia, a demanda segue estável no Brasil. Na China, apesar da alta produção siderúrgica, menor consumo interno alimenta exportações.
Oferta	<ul style="list-style-type: none"> Estoques de minério de ferro nos portos da China voltam à média, queda na exportação australiana de minério no 4T23 e crescimento pequeno na produção das Big 3 continuam contribuindo para preços de minério de ferro ainda fortes. Sobreoferta de aço prejudica ambiente comercial no globo, sobretudo em países com menor proteção tarifária, como o Brasil.
Macro	<ul style="list-style-type: none"> Em Cingapura, equilíbrio entre comprados e vendidos nas opções em aberto de minério de ferro. Na China, margens das siderúrgicas seguem muito baixas.
Resumo	<ul style="list-style-type: none"> Em mineração, expectativas por estímulos chineses e dados atuais impulsionam preços de minério. Porém, com demanda futura incerta, seguimos cautelosos. Em siderurgia, exportação chinesa e custos altos seguem prejudicando o setor.

Mineração & Siderurgia

Força do consumo futuro de minério pela China segue discutível

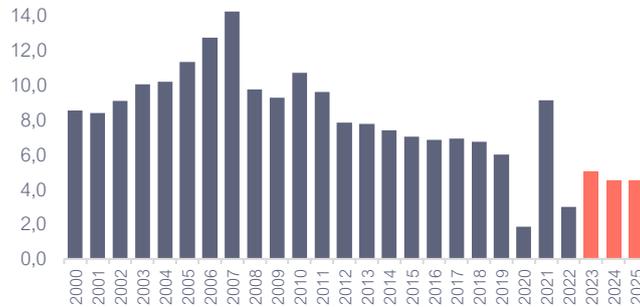
- **Crescimento chinês deve ser mais moderado**

O consenso de mercado (fonte: Refinitiv) aponta que o crescimento futuro do produto interno bruto chinês não deve alcançar as taxas vistas ao longo das últimas duas décadas. Notamos ainda que o investimento mensal em ativos imobiliários por parte do governo chinês vêm caindo na comparação anual desde abril de 2022.

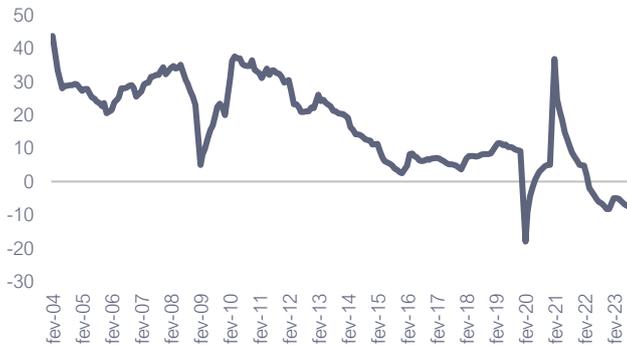
- **Construção Civil demanda menos e governo mira em outros setores**

Ainda há uma grande dependência entre o consumo de aço e o mercado de construção civil no país. No entanto, esta relação vêm perdendo espaço para as manufaturas, cujo investimento estatal atual é inferior ao de anos atrás e seu PMI (na visão oficial) segue sem denotar crescimento. Entendemos ainda que a intenção do governo em se tornar mais dependente do terceiro setor deve ser prejudicial ao consumo de minério de ferro/aço pelo país ao longo dos próximos anos.

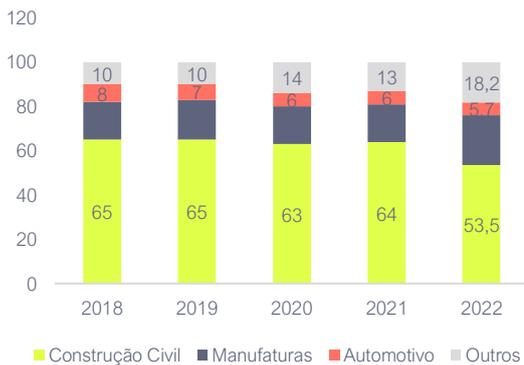
China – PIB – Crescimento Real Anual (%)



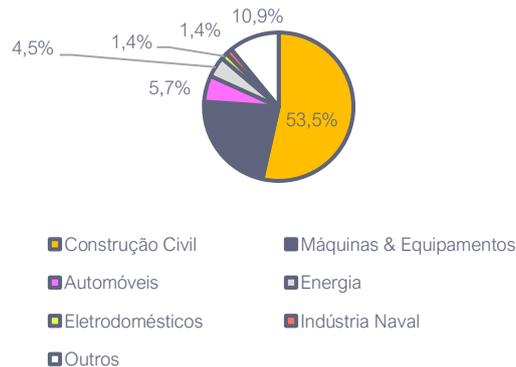
Investimento Imobiliário Direto – China (YoY%)



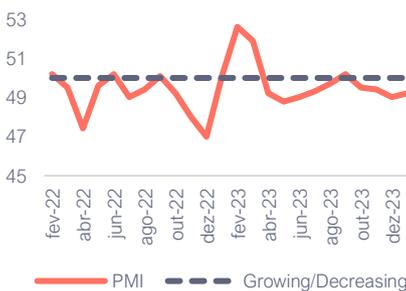
Utilização do Aço na China (%) - Refinitiv



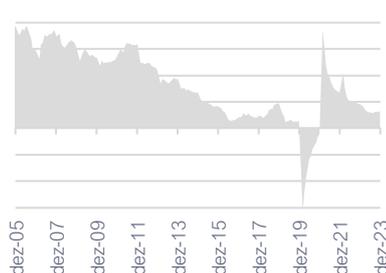
Utilização do Aço em 2022 na China (%)



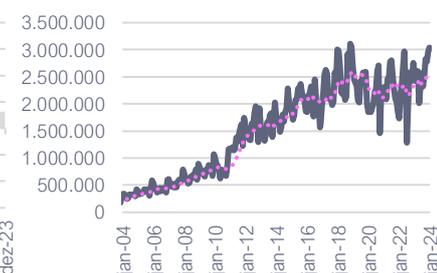
PMI Manufacturing - China (%)



Investimento em Manufaturas - China (% YoY)



Produção Mensal de Carros na China

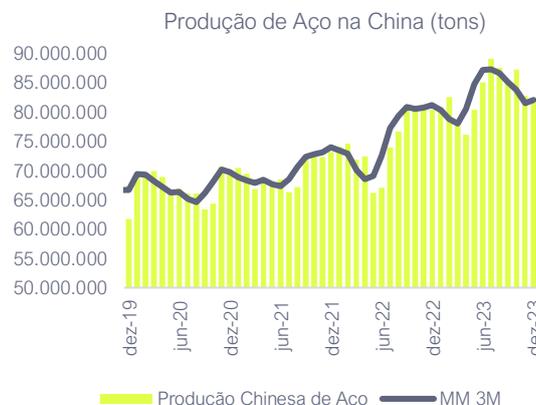


Mineração & Siderurgia

Com economia chinesa crescendo menos, não esperamos grande avanço na demanda por minério de ferro. Com mercado consumidor interno fraco, grande quantidade de aço vêm sendo destinada à exportação

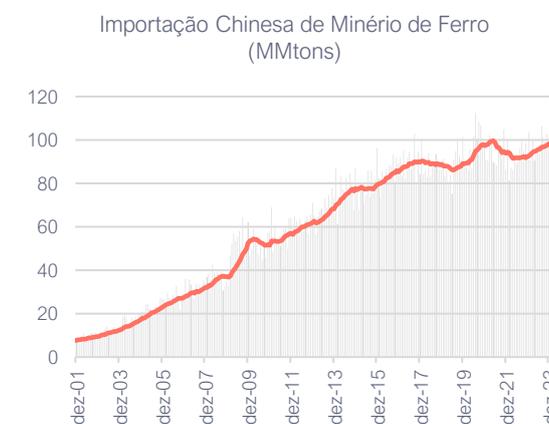
- Produção de Aço na China está acima da média**

Os dados de produção de aço disponíveis mostram que o país vem tendo uma forte produção siderúrgica sobretudo a partir do 2S23, quando os dados passaram a ser superiores às médias dos últimos cinco anos.



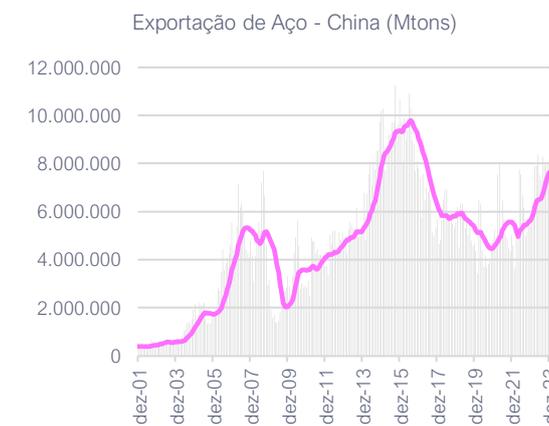
- Importação de minério de ferro pela China segue forte**

A importação de minério pela China seguiu forte ao longo do ano e, com exceção de março, julho, setembro e outubro, se manteve acima da média dos últimos cinco anos. A manutenção de um alto patamar de importações contribuiu para a manutenção de maiores preços.



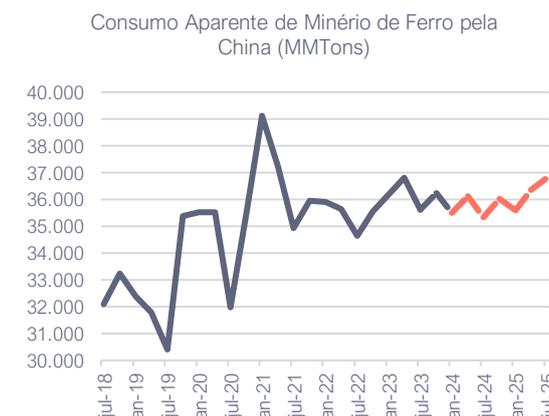
- Exportação de aço continua muito forte**

Com um mercado interno não muito aquecido, a China segue exportando uma quantidade de aço muito forte e não vista desde meados da última década. De janeiro a outubro/23, a China foi responsável por 56,1% da produção global de aço.



- Consenso Refinitiv prevê estabilidade no consumo de minério de Ferro pela China**

A falta de grandes drivers para ativar o consumo de minério de ferro pela China também contribuiu para que sigamos céticos com o consumo futuro da commodity.



Mineração & Siderurgia

Estímulos anunciados até agora têm se mostrado insuficientes para aquecer o setor imobiliário

O que já foi feito pelo governo chinês?

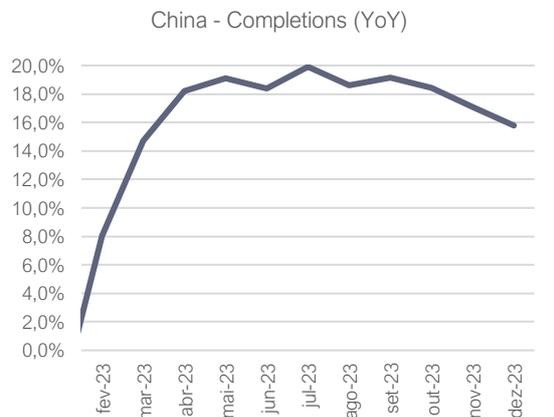
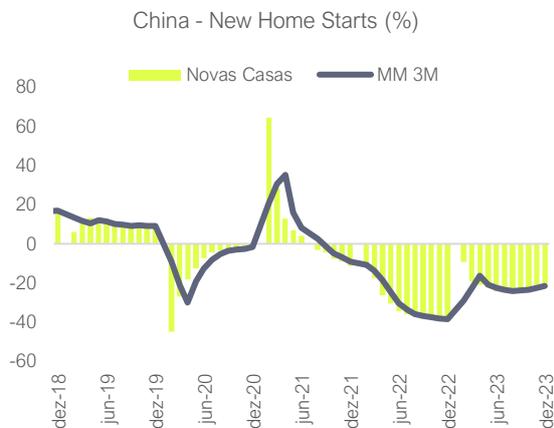
Ao longo de 2023, o governo chinês adotou uma série de medidas, como: i) a redução da exigência no valor da entrada para aquisição de casas (de 60-80% para até 30%); ii) a redução das taxas de reservas bancárias necessárias, o que confere uma maior flexibilidade para os bancos concederem empréstimos; e iii) agora em fevereiro/24, o governo reduziu em 0,25 bps a sua taxa de empréstimos de cinco anos, que é muito utilizada para negócios imobiliários. Como o mercado esperava um corte de 0,1 bps, o tamanho do corte surpreendeu e mostrou o quanto o governo está preocupado com o momento atual do setor.

Apesar das iniciativas, há um potencial de frustração quanto à eficácia destas para 2024.

Apesar dos estímulos conferidos até então, dados fundamentais para o setor de *real estate* como a nova área construída e a variação percentual de preços de imóveis no país seguiram decepcionando ao longo de 2023. A exceção foi maio/23, mas rapidamente o indicador voltou ao terreno negativo. Com preços em baixa, a atratividade do investimento de pessoas físicas e empresas em imóveis fica reduzida.

Investimentos no setor imobiliário seguem decrescentes e focados na conclusão das obras em andamento

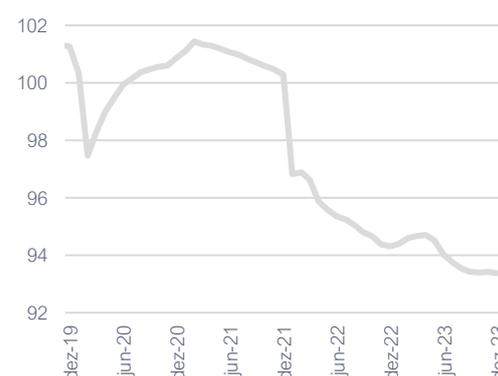
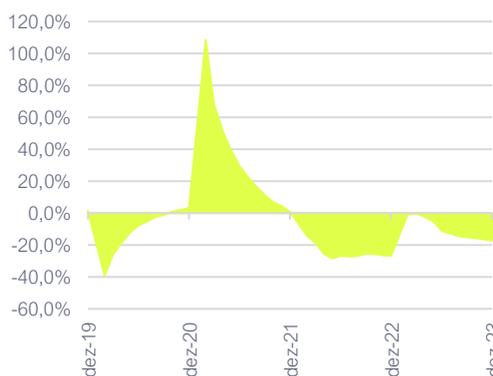
Com a intenção do governo em aumentar a dependência da economia ao terceiro setor, temos visto o investimento em *Real Estate* decair no país. Até mesmo a atividade de *completion*, que segue crescendo, o faz em taxas decrescentes. Com a queda do espaço vendido e a execução de obras de *completion*, o crescimento da área em construção no país segue negativo. Desde o final de 2021, o espaço vendido também vêm decaindo na China.



Área em Construção - China (%)

China Floor Space Sold (%)

China Real Estate Climate Index (%)



Mineração & Siderurgia

Oferta seguirá apertada e grandes *players* continuarão privilegiando qualidade

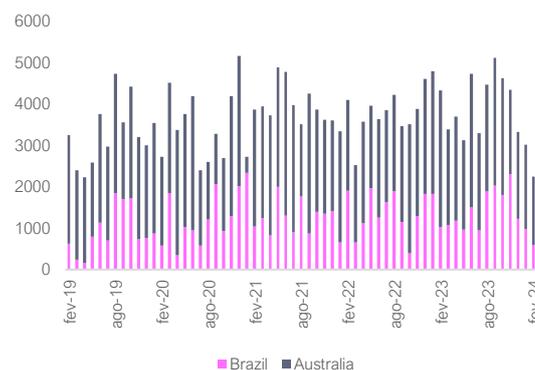
- Exportações de Brasil e Austrália foram fortes durante 2023 e Brasil ganhou destaque ao término do ano. Ano de 2024 se inicia com efeitos da sazonalidade decorrente das maiores chuvas no hemisfério sul

Durante 2023, observamos uma forte dinâmica de embarques globais de minério de ferro. Esperamos a manutenção desta ao longo dos próximos meses, respeitando a sazonalidade natural existente entre o 4T e o 1T em função da maior pluviometria no hemisfério sul. Os embarques australianos apresentaram forte queda em novembro e permaneceram estáveis até o final de janeiro. Estes oferecem, além da proximidade, um menor preço em função de menor qualidade média. Acreditamos que a menor exportação de novembro acabou tendo participação no efeito positivo sobre os preços futuros vistos no final do ano passado.

- Estoques de minério nos portos chineses retornam à níveis normais. Planos das grandes empresas é de aumentar qualidade e não quantidade.

Os níveis de estoques nos portos da China se recuperaram desde setembro/23 e agora estão próximo à média de cinco anos. Para 2024, tanto BHP como Rio Tinto e Vale mencionam seguir privilegiando a qualidade em detrimento ao volume em suas operações. A Vale vêm, em média, apresentando produções próximas ao seu *guidance* pós-Brumadinho. No entanto, vale a pena notarmos que as expectativas de produção da companhia atualmente são bem mais baixas que aquelas existentes em 2017 e 2018, quando pretendia estar produzindo cerca de 400 Mtpa já nos anos subsequentes. Atualmente, Vale planeja alcançar 340-360 Mtpa até 2026, quando então informa pretender produzir mais de 360 Mtpa e não mais se aparenta querer se comprometer à alcançar os 400 Mtpa novamente.

Iron Ore Exports (MM/tons)



Estoques de Minério de Ferro - China (MM/tons)



Mineração & Siderurgia

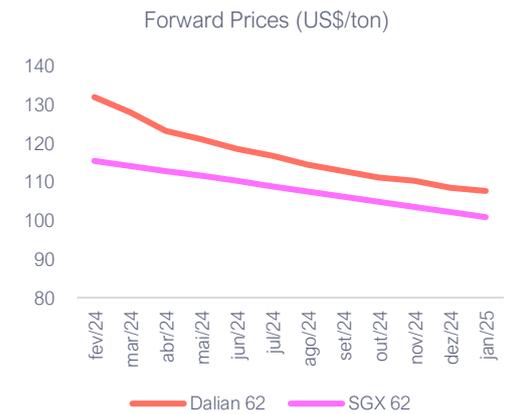
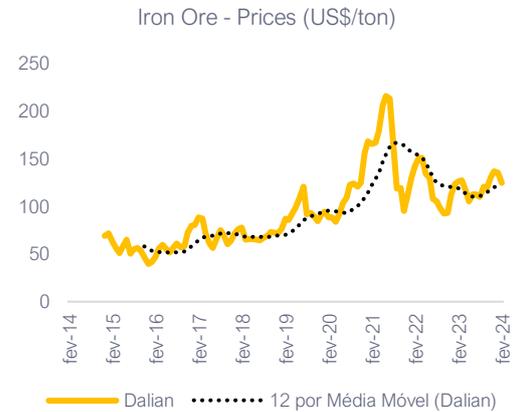
Acreditamos numa acomodação de preços para o minério de ferro em 2024

- Queda de preços recente pode ter sido apenas o começo**

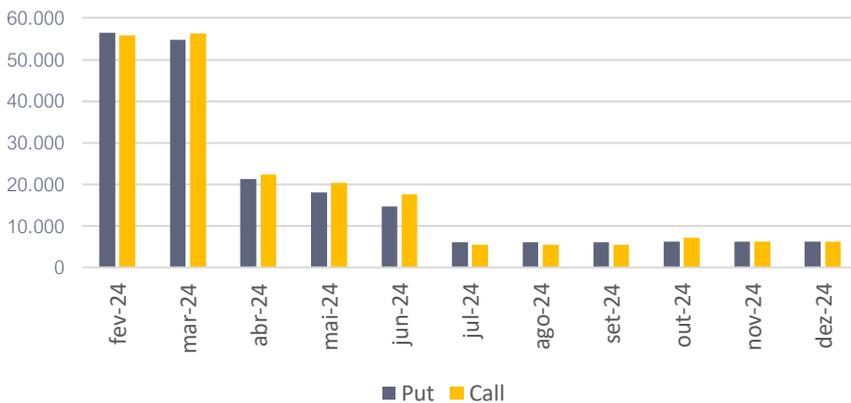
Vemos os preços de minério de ferro em estágio ainda alto e acreditamos que a expectativa por estímulos chineses ao setor imobiliário somado à manutenção de uma oferta apertada de minério de ferro pelas Big 3, a atual inflação de custos e a redução de exportação por parte da Austrália no terço final do ano passado constituem os principais motivos para a manutenção do alto patamar atual de preços. Vimos, recentemente, os preços perderem algum fôlego após a queda de juros promovida pelo Governo Chinês e acreditamos que eventuais decepções com os setores de *Real Estate* e Infraestrutura possam resultar em preços ainda mais moderados para a *commodity* ao longo dos próximos meses. Em resumo, acreditamos que mesmo à uma oferta ainda limitada, a fragilidade da demanda chinesa pode conduzir o mercado à menores preços médios.

- Posições vendidas se equivalem às compradas em Singapura**

Quando olhamos as posições em aberto, vemos um equilíbrio entre vendidos e comprados em Singapura. Isto nos leva a acreditar que grande parte do mercado não enxerga uma tendência definida para os preços de minério de ferro ao longo dos próximos meses, ou ainda, prefere não se posicionar diante do panorama atual.



Posições Abertas em Futuros de Minério de Ferro - Singapura



- Governo chinês segue buscando ter maior influência no controle de preços de minério de ferro**

Desde o ano passado, quando criou um Grupo Centralizador para organizar as compras chinesas de minério de ferro, percebemos um maior incômodo do Governo com o atual nível de preços da *commodity*. Ainda que, por enquanto, acreditamos que fundamentos de oferta e demanda dominam a formação dos preços, a postura mais ativista por parte do governo chinês pode constituir mais uma limitação futura ao potencial de preços do insumo.

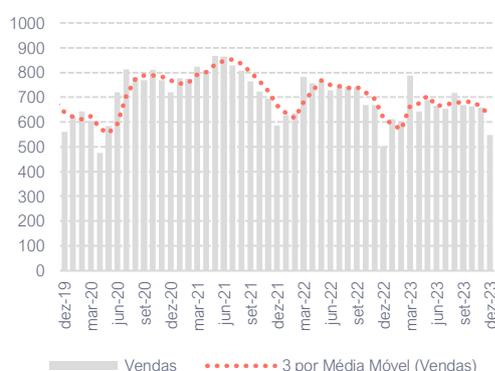
Mineração & Siderurgia

Momento para a indústria siderúrgica continua muito delicado no Brasil

- **Em aços longos, importações avançaram e o consumo doméstico segue fraco**

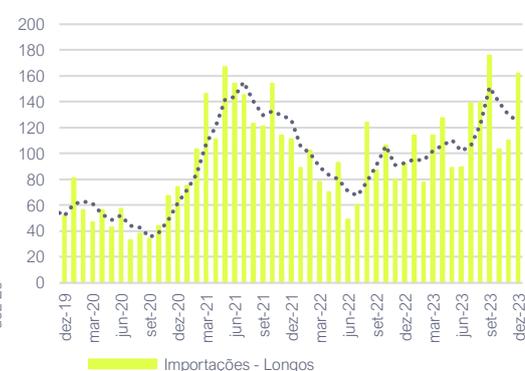
As importações se mostraram muito fortes em dezembro e seu crescimento em 2023 supera os 39%. Já o consumo doméstico vêm se mantendo mais fraco que o esperado, com o acumulado até dezembro em 2023 tendo apresentado queda de 5,5% frente ao mesmo período em 2022. A produção neste período acompanha a queda verificada nas vendas domésticas. Vendo os prêmios de paridade entre o produto doméstico e o importado estagnados próximos à 5%, ou seja, baixos, esperamos estabilidade na demanda doméstica por longos durante os próximos meses.

Vendas de Aço Longo - Brasil



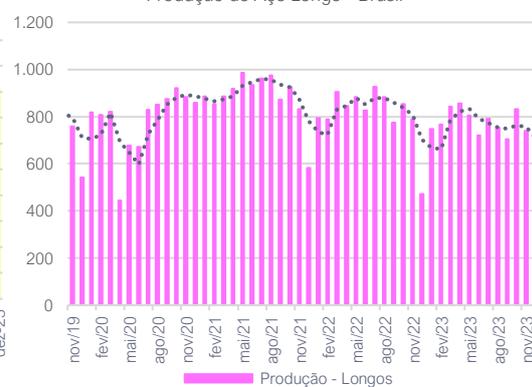
— Vendas 3 por Média Móvel (Vendas)

Importação de Aço Longo - Brasil



— Importações - Longos
..... 3 por Média Móvel (Importações - Longos)

Produção de Aço Longo - Brasil

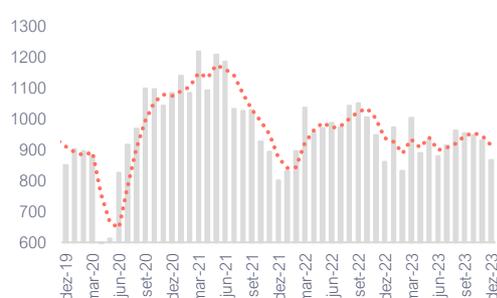


— Produção - Longos
..... 3 por Média Móvel...

- **Em planos, situação é ainda mais delicada**

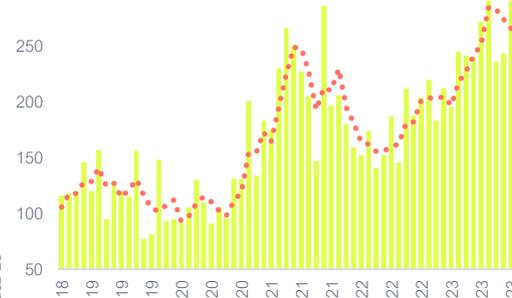
No Brasil, observamos as vendas internas decaírem 4,1% e a produção 6,3% quando comparamos jan-dez de 2023 vs. jan-dez de 2022. Já as importações evoluíram 40,4% no período e obrigaram as siderúrgicas nacionais a tanto conceder descontos para os seus clientes como tomar medidas, como o fechamento de fornos. Após o movimento recente de aumento de preços às distribuidoras, a indústria deverá absorver os novos preços em até 90 dias. No entanto, atualmente, os prêmios estão perto de ~20% e assim, não trabalhamos com novos movimentos deste tipo no curto prazo. Cabe ressaltar que ainda vislumbramos um 1S24 com margens negativas para as siderúrgicas e estas pleiteando o aumento do imposto de importação de ~10,8% para 25%. Este é o patamar adotado por União Europeia, EUA e México.

Venda de Aço Plano - Brasil



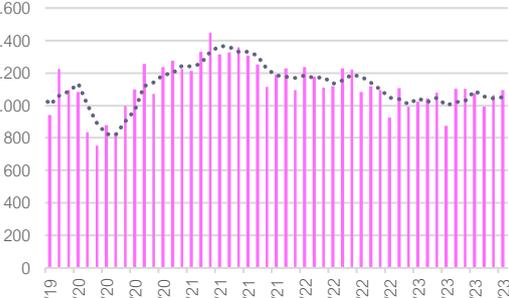
— Vendas de Aços Planos
..... 3 por Média Móvel (Vendas de Aços Planos)

Importação de Aço Plano - Brasil



— Importação de Aços Planos
..... 3 por Média Móvel (Importação de Aços Planos)

Produção de Aço Plano - Brasil



— Production - Plans
..... 3 por Média Móvel (Production - Plans)

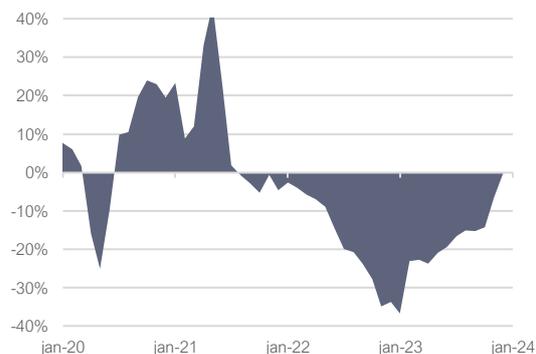
Mineração & Siderurgia

Momento EUA

- Nos EUA, mercado de *housing* também nos parece fraco

O setor de construção civil, que representa cerca de 25% da demanda da operação norte-americana de Gerdau, apresenta uma tendência negativa nas vendas de casas familiares e condomínios existentes, uma ainda alta vacância em *shoppings* e escritórios comerciais, permissões para novos prédios em baixa, e prédios e casas com permissões autorizadas mas não iniciadas também em baixa. Quando olhamos para a atividade de *completion* e para a venda de casas novas, também vemos dados modestos. Os fatos acima nos apontam que os operadores siderúrgicos na região, como a Gerdau, podem continuar encontrando um cenário menos favorável para a colocação de preços.

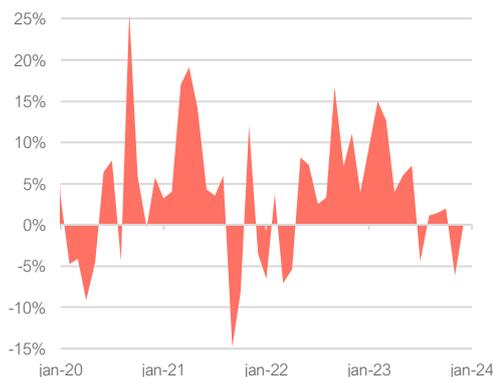
Existing Home Sales - Single Family & Condos - Total Y/Y (%)



House Starts Y/Y (%)



Housing Completions Y/Y (%)



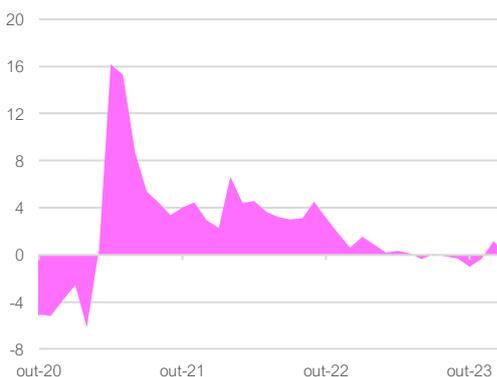
Buildings Approved, housing authorized, not started Y/Y (%)



Sinais advindos da demanda de aços planos são melhores

A indústria, que também representa 25% da demanda da ON América do Norte para Gerdau, dá melhores sinais para a companhia. Apesar da utilização da capacidade seguir caindo lentamente para valores próximos à 75%, a variação anual da produção industrial está positiva e a variação anual de número de carros vendidos continuou subindo em janeiro, tal como na maioria dos meses de 2023.

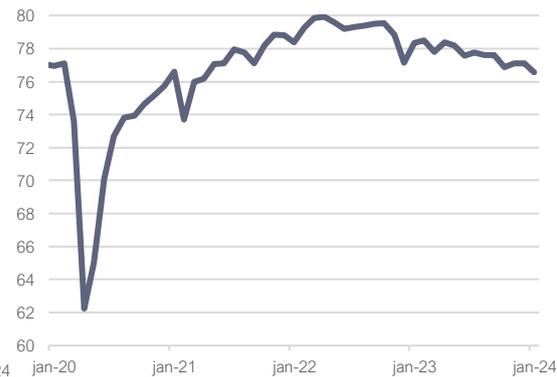
Industrial Production Y/Y (%)



Car Sales - USA (Volume Y/Y %)



Capacity Utilization - Manufacturing (%)

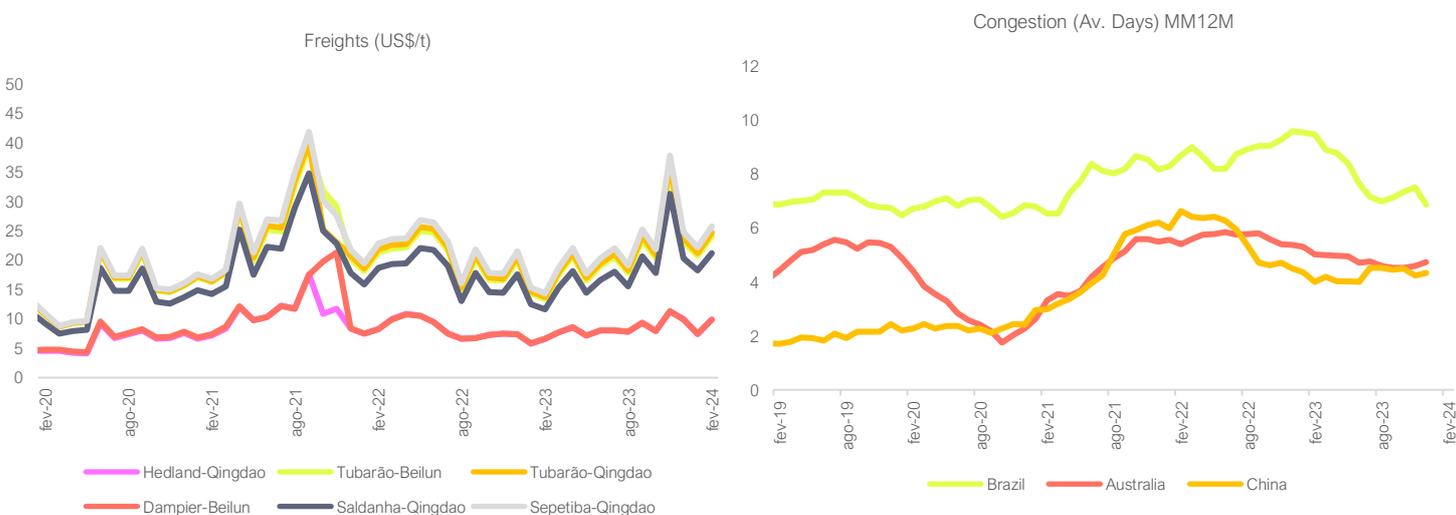


Mineração & Siderurgia

Custos ainda estão altos para ambos os segmentos e assim, margens devem seguir mais pressionadas ao longo dos próximos trimestres

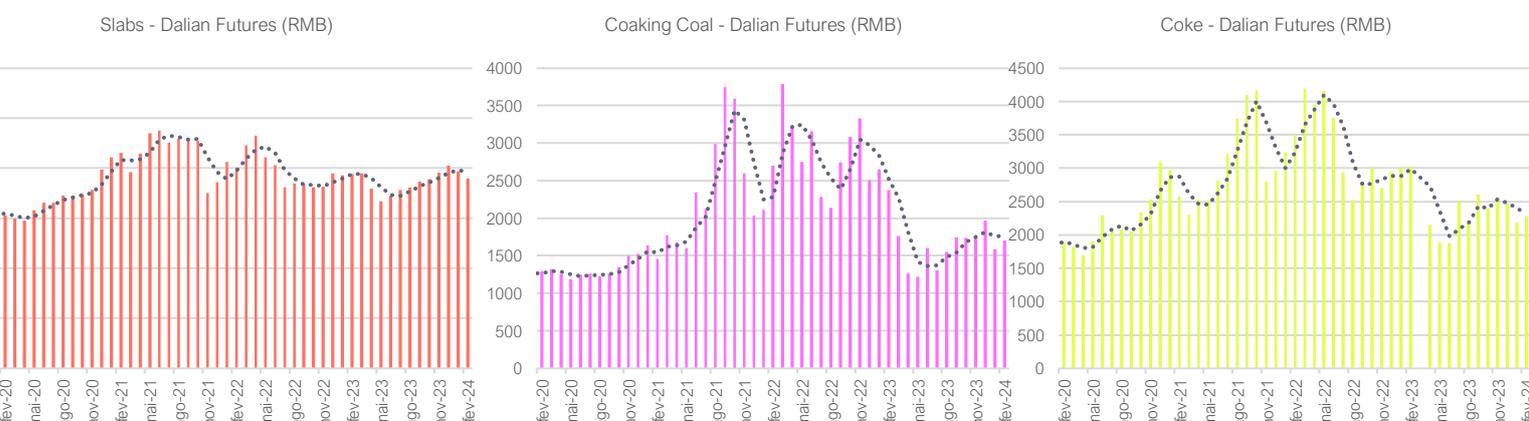
- **Fretes estão subindo no Brasil. Já o congestionamento segue estável**

No Brasil, levando em consideração os portos de Sepetiba, Norte 1, Norte 2 e Sul de Tubarão, vemos um aumento no valor dos fretes em fevereiro. Ainda que Vale aponte não observar impactos diretos oriundos da questão geopolítica no Mar Vermelho, o ainda elevado patamar atual é um dos motivos pelo qual estamos vendo Vale com níveis de custos *all-in* para 2024 superiores ao que imaginávamos que a companhia estaria praticando. Na Austrália, também vemos um leve aumento nos custos no último mês. Quando observamos os níveis de congestionamento dos portos de Hedland e Dampier, na Austrália, vemos alguma estabilidade, tal como em Qingdao. No Brasil o congestionamento está em linha com o pré-pandemia.



- **Em siderurgia, todos os insumos apresentaram alguma queda recente, mas patamar atual ainda é negativo para empresas**

Tanto os preços do minério de ferro, como de carvão, carvão metalúrgico e de placas se encontram abaixo das máximas observadas em 2023. No entanto, os valores seguem elevados e estes devem continuar impactando as margens das siderúrgicas ao longo dos próximos trimestres.





Vale | VALE3

Neutro

Indicação

Se propondo a manter a produção de minério de ferro entre 310-320Mt em 2024; a adicionar ~50Mt de capacidade até 2026; a aumentar ainda mais a qualidade média de seu *portfolio*; a manter um Custo C1 entre US\$ 21,5/t e 23/t em 2024; a implementar a revisão de ativos em *Base Metals*; a aumentar exponencialmente a sua produção de níquel e cobre nos próximos anos e; a se manter sólida na execução dos valores devidos em Mariana e Brumadinho, reduzindo os desembolsos entre 2026 e 2030 em mais de 75% vs. 23; Vale se encontra com uma série de desafios à frente para entregar. Seguimos ainda cautelosos sobretudo quanto à dinâmica de custos para 2024. Ademais, após a recuperação de preços do minério de ferro, da venda de *stake* de 13% de sua Divisão de *Base Metals* e da expectativa de continuidade do oferecimento dos níveis atuais de rentabilidade para os seus acionistas, não avistamos nenhum grande *driver* de melhora relativa para as ações e assim, nos manteremos neutros estimando um FCF *Yield* de 10,6% para 2024.

VALE3

Valor de mercado (R\$mi.)	R\$	303.568,8	
Últ. preço	R\$	66,88	
Preço-alvo	R\$	75,00	
Potencial		12,1%	
Múltiplos	12m	24m	Média
P/L	5,7x	5,6x	4,9x
Ev/Ebitda	3,8x	3,8x	3,7x
P/VPA	1,2x	1,1x	1,3x
Oscilação	30d	12m	2024
VALE3	-0,8%	-18,6%	-13,4%
Ibov	0,5%	23,8%	-3,7%
Comps	2023	2024	2025
ROE	20,4%	21,6%	22,5%
Alavancagem	0,6x	0,5x	0,4x

Com segurança, Vale quer dar seguimento ao trabalho que vem sendo feito pós-Brumadinho - Vale vêm sendo disciplinada e executando o que promete através de seu tripé: *risking, reshaping e rerating*. Após a alienação de participação em uma dezena de negócios, sua administração lhe trouxe para o tamanho que deveria ter e ajustou seu foco para a máxima extração de valor nos seus dois principais negócios: minério de ferro e metais básicos, cujos objetivos de longo prazo incluem a promoção de uma mineração sustentável, o fomento de soluções de baixo carbono e a manutenção de uma posição financeiramente equilibrada.

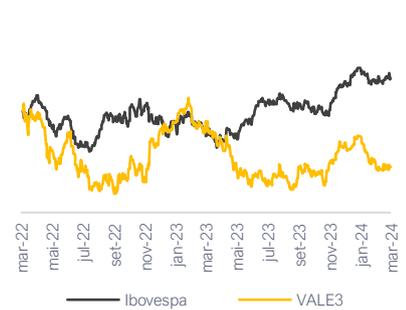
Crescer em qualidade gerará opcionalidades à empresa - Vale tem a intenção de expandir a sua capacidade em minério de ferro em 50Mtpa até 2026 através dos incrementos de 15 Mtpa em Vargem Grande (60% pronto e previsto para o 4T24), 15Mt em Capanema (60% pronto e previsto para o 2S25) e 20Mt em S11D (58% pronto e previsto para o 2H26). Para 2024, a produção de minério de ferro também se localizará entre 310-320 Mt. Para 2026, a meta é produzir entre 340-360Mt, enquanto a partir de 2030, a meta é superar os 360Mt. Entendemos que Vale segue com o lema de que menos pode ser mais, sobretudo ao aumentar a qualidade do seu *portfolio*. Neste sentido, vemos o último movimento de M&A envolvendo o Projeto Minas-Rio como positivo.

A eficiência está no centro da estratégia - Vale vêm tomando medidas em minas, ferrovias e portos para se tornar mais eficiente e, inclusive, reduzir os impactos inerentes à atual temporada chuvosa. A companhia tem a intenção de aumentar a taxa de utilização de Brucutu a partir da maior utilização de caminhões autônomos. Em S11D, estão sendo feitos trabalhos de otimização do ativo, como ajustes na estratégia de blendagem e a melhora da qualidade do corpo mineral, como a instalação de novos quebradores de jaspilito. Em Ponta da Madeira, estão sendo realizadas ações para aumentar a rentabilidade da operação, como a preferência por trabalhar com barcos maiores.

Proventos - Com relação à dividendos, Vale seguirá distribuindo 30% da diferença entre seu Ebitda e o investimento corrente, podendo realizar dividendos extraordinários e continuando a executar programas de recompra, que já recompraram cerca de 17% das ações de sua base desde 2021. Temos modelado, entre *buybacks* e dividendos, uma distribuição de proventos que ultrapassa os R\$ 30,5 Bi em 2024; ou seja, a empresa poderá distribuir um *dividend yield* próximo à 10,1% em 2024, considerando sua cotação atual em 04/03.

Situação Financeira Confortável - A companhia opera financeiramente desalavancada e com um estoque de dívida líquida expandida perfeitamente compatível com o seu *target*, que compreende atualmente um valor máximo de US\$ 20 Bi.

Histórico (base 100 = 24 meses)





Mega-hubs serão importantes na estratégia - Vale trabalha com a implantação de soluções como *mega-hubs* (focados em aglomerados como briquetes e pelotas) que devem observar seu *start-up* em 2027 e se localizar inicialmente no Oriente Médio. A intenção da companhia é aumentar a sua produção de pelotas e briquetes de 37 Mtpa para 38-42 Mtpa em 2024, 50-55 Mtpa em 2026 e 100 Mtpa em 2030. A partir do ganho de qualidade do seu *portfolio*, Vale teria mais opcionalidade para “desligar” ativos diante de cenários negativos. Ademais, os ativos são de suma importância em sua estratégia de descarbonização.

Eletrificação da frota e Renováveis são as principais avenidas de crescimento para a Divisão de Metais Básicos - A divisão se baseia na expectativa de crescimento das vendas de veículos elétricos e da difusão de projetos de renováveis pelo globo para crescer. A atual CEO deixará cargo em março/24 e até agora, não há um novo nome para o cargo. Mark Cutifani, Chairman da Vale Base Metals, apontou que a companhia faz uma constante avaliação dos seus ativos e atualmente, está avaliando, por exemplo, os seus ativos no Canadá (Sudbury, Thompson e Voisey's Bay) e o potencial para cobre em Carajás.

Em metais básicos, Vale espera terminar esta década em outro patamar - Com relação à produção, o *guidance* de produção de cobre será de 320-355 Mtpa em 2024 frente às adições de Salobo e Atlântico Norte. Para 2025, o *guidance* aponta para uma produção de 375-410 Mtpa frente aos incrementos oriundos do Hub Sul (que observará mineração de maior teor em 2024 e compensará a exaustão de Sossego), Salobo e Atlântico Norte. Em níquel, a divisão produzirá 160-175 Mtpa em 2024 frente às adições de Sudbury e Voisey's Bay & Thompson, além de 210-230 Mtpa em 2026 em meio aos incrementos de Voisey's Bay, Onça Puma e Sudbury & Thompson à despeito da exaustão de Atlântico Norte e uma menor contribuição de PTVI (Indonésia). A intenção da empresa é alcançar os volumes produtivos de 900kt em cobre e pelo menos 300kt em níquel em 2030.

Custos seguirão relativamente altos ao longo dos próximos anos - Vale trabalha atualmente com um custo caixa C1 ex-compras de terceiros entre US\$ 21,5/t e 23/t em 2024 e inferior à US\$ 20/t em 2026. Para tanto, contará, além da diluição de custos fixos, com um melhor *mix* de produtos e maior eficiência de custos. Quanto à custos *all-in*, Vale espera terminar entre US\$53-57/t em 2024 e com a rubrica inferior à US\$ 45/t a partir de 2026. Vale estimou ainda um prêmio médio entre US\$8/t e 12/t até 2026.

Investimentos futuros vêm em linha com o que esperávamos - Quanto à investimentos, Vale investirá entre US\$ 6,0 e 7,0 bi em 2024, sendo entre US\$ 2,5-3,0 bi em Metais para Transição Energética e US\$ 3,5-4,0 bi em Soluções de Minério de Ferro. Os valores vieram em linha com o que tínhamos modelado. A companhia segue focando em projetos que gerem 30% de retorno real em Soluções para Minério de Ferro e 15% em Metais para Transição Energética. Vale estima um Ebitda entre US\$ 15,2 bi e 31,0 bi para 2026 e um *Free Cash Flow Yield* entre 5,2% e 23,2% à depender dos preços dos produtos que comercializa. Para 24, estimamos um FCF Yield de 10,6%.

Desembolsos com acidentes ficarão menores a partir de 26 - Com relação aos compromissos de Mariana e Brumadinho, os valores seguirão elevados até 2025 e a partir de 2026, veremos estes decaírem. Vale desembolsará cerca de US\$ 3,0 bi em 24 e 25, US\$ 1,9 bi em 2026, US\$ 1,3 bi em 2027 e entre 2028 e 2035, cerca de US\$ 0,4 bi anualmente. Atualmente, cerca de dois terços dos acordos de reparação foram executados e a companhia espera atingir 90% em 2026 e 100% em 2031. Destacamos que neste 4T23 houve diferença entre os montantes provisionados por Vale e BHP com relação à Samarco, com esta provisionando US\$ 3,2 bi e chegando à US\$ 6,5 bi, enquanto Vale, que acredita que a JV poderá contribuir diretamente para a resolução deste tema, aumentou apenas US\$ 1,2 bi a sua conta e aumentou assim seu saldo para US\$ 4,2 bi.



Vale | VALE3

Neutro

Riscos

China - Acreditamos que fatores que evidenciem uma maior dificuldade da China em atingir um crescimento anual pretendido de seu PIB podem levar o mercado a executar revisões baixistas às companhias que dependam fortemente da dinâmica do país. Ademais, os gargalos atualmente existentes nos mercados imobiliário e de infraestrutura podem alongar a recuperação econômica da maior economia da Ásia.

Progressos - Para atingir o seu *guidance* de produção ao longo dos próximos anos, é fundamental que a companhia obtenha as licenças necessárias em algumas plantas, sobretudo em seu Sistema Norte. Ademais, o êxito em seu programa de descaracterização também é imprescindível para a companhia seguir evoluindo qualitativamente. Atualmente, a companhia dispõe de duas barragens e quer eliminá-las até 2025.

Brumadinho e Mariana – O entendimento entre a companhia e seus *stakeholders*, a execução dos atuais compromissos de reparação firmados por Vale e as autoridades bem como a não originação de novos débitos referentes à estes eventos são pontos importantes para a manutenção da credibilidade da companhia perante o mercado. Ademais, a mídia vem noticiando sobre a possibilidade de acordos que superam os R\$ 200 bilhões para a Samarco, JV entre Vale e BHP, o que resultaria na alocação de recursos extras ao que estão atualmente provisionados por Vale.

Dinâmica de Custos continuará desafiadora em 2024 – Vale pontuou esperar que as suas margens continuem sendo atingidas por custos ainda fortes ao longo dos próximos trimestres. A materialização destes em patamar superior aos valores previamente esperados pelo mercado pode trazer consequências negativas à rentabilidade da sua operação.

Execução de Capex – A companhia aumentou marginalmente as suas expectativas de investimentos para os próximos anos. A continuidade do movimento inflacionário global e a realização de maiores taxas de juros médias bem como a ocorrência de intercorrências específicas lincadas a maiores dificuldade na execução de processos relevantes para a concretização dos investimentos previstos pela empresa podem atingir negativamente a sua capacidade de geração de caixa livre futura.

Balço Patrimonial e DRE

R\$ milhões

Balço Patrimonial	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	2023	2024	2025
Ativo Total	453.387,0	444.773,0	441.036,0	445.621,0	455.984,0	455.984,0	484.265,7	522.654,1
Caixa & Aplicações	25.031,0	24.172,0	24.238,0	20.168,0	17.724,0	17.724,0	24.655,5	37.662,4
Estoques	23.386,0	25.362,0	25.026,0	25.609,0	22.679,0	20.317,0	21.100,8	22.341,0
Contas à Receber	22.537,0	13.653,0	14.298,0	16.766,0	20.317,0	22.679,0	23.835,6	25.687,2
Outros Ativos CP	10.055,0	10.521,0	11.361,0	10.931,0	29.809,0	29.809,0	31.329,3	33.763,0
Outros Ativos LP	75.104,0	75.113,0	69.402,0	70.411,0	65.783,0	65.783,0	69.137,9	74.508,7
Ativo Fixo	297.274,0	295.952,0	296.711,0	301.736,0	299.672,0	299.672,0	314.206,5	328.691,8
Passivo & PL	453.387,0	444.773,0	441.036,0	445.621,0	455.984,0	455.984,0	484.265,7	522.654,1
Fornecedores	23.278,0	22.680,0	25.252,0	27.955,0	25.523,0	25.523,0	26.507,7	28.065,6
Dívida (Curto Prazo)	2.552,0	2.760,0	4.395,0	4.888,0	4.940,0	4.940,0	5.495,3	5.922,0
Outros Passivos CP	46.648,0	40.488,0	35.682,0	35.479,0	40.485,0	40.485,0	42.046,9	44.518,2
Dívida (Longo Prazo)	63.778,0	63.204,0	62.770,0	65.401,0	62.464,0	62.464,0	67.220,7	72.439,5
Outros Passivos LP	122.237,0	118.164,0	118.823,0	114.231,0	124.247,0	124.247,0	129.040,3	136.624,6
Patrimônio Líquido	194.894,0	197.477,0	194.114,0	197.667,0	198.325,0	198.325,0	213.954,8	235.084,2

R\$ milhões

DRE	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	2023	2024	2025
Receita Líquida	62.735,0	43.841,0	47.758,0	51.962,0	64.505,0	208.066,0	218.677,4	235.664,5
CMV	(37.601,0)	(25.724,0)	(29.356,0)	(30.851,0)	(34.085,0)	(120.016,0)	(124.646,1)	(131.972,1)
Lucro Bruto	25.134,0	18.117,0	18.402,0	21.111,0	30.420,0	88.050,0	94.031,3	103.692,4
Total de Despesas Op.	(6.444,0)	(3.446,0)	(4.194,0)	(4.612,0)	(10.526,0)	(22.778,0)	(19.681,0)	(18.853,2)
EBIT	18.720,0	14.671,0	14.208,0	16.499,0	19.894,0	65.272,0	74.350,3	84.839,2
Resultado Fin.	(3.440,0)	(2.774,0)	(714,0)	(1.917,0)	(4.313,0)	(9.718,0)	(4.323,8)	(4.667,3)
IR & CSLL	4.381,0	(2.163,0)	(8.742,0)	(616,0)	(3.479,0)	(15.000,0)	(23.809,0)	(27.258,5)
Lucro Líquido	19.661,0	9.734,0	4.752,0	13.966,0	12.102,0	40.554,0	46.217,5	52.913,5
EBITDA	19.546,8	18.574,0	19.130,0	20.451,0	31.650,0	89.805,0	90.430,6	102.168,7

Margens

Bruta	40,1%	41,3%	38,5%	40,6%	47,2%	42,3%	43,0%	44,0%
EBIT	29,8%	33,5%	29,7%	31,8%	30,8%	31,4%	34,0%	36,0%
EBITDA	31,2%	42,4%	40,1%	39,4%	49,1%	43,2%	41,4%	43,4%
Líquida	31,3%	22,2%	10,0%	26,9%	18,8%	19,5%	21,1%	22,5%

Crescimento Ano/Ano

Δ Receita Líq.		-22,7%	-13,1%	-0,2%	2,8%	-8,1%	5,1%	7,8%
Δ EBITDA		-51,1%	-29,5%	6,0%	61,9%	-13,6%	0,7%	13,0%
Δ Lucro Líq.		-58,0%	-76,8%	-39,9%	-38,4%	-53,1%	14,0%	14,5%

R\$ milhões

Fluxo de Caixa	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	2023	2024	2025
EBIT	18.720,0	14.671,0	14.208,0	16.499,0	19.894,0	65.272,0	74.350,3	84.839,2
(-) IR & CSLL	4.381,0	(2.163,0)	(8.742,0)	(616,0)	(3.479,0)	(15.000,0)	(23.809,0)	(27.258,5)
(+) Depreciação & Amort.	4.656,4	3.409,0	3.591,0	4.072,0	4.228,0	15.300,0	16.080,3	17.329,4
(-) Δ Capital de Giro	(6.299,1)	6.442,0	(1.149,0)	(2.621,0)	(19.499,0)	(16.827,0)	(3.460,7)	(5.525,5)
(-) CAPEX	(13.022,7)	(6.894,0)	(5.264,0)	(8.272,0)	(11.308,0)	(31.738,0)	(30.614,8)	(31.814,7)
(=) FCFE	8.435,6	15.465,0	2.644,0	9.062,0	(10.164,0)	17.007,0	32.546,1	37.570,0



Gerdau | GGBR4

Neutro

Indicação

Estimando a continuidade dos atuais desafios para a manutenção das margens siderúrgicas no Brasil e nos EUA e uma estabilidade no atual nível de remuneração ao investidor enquanto Gerdau continua a investir em seu crescimento, continuamos a recomendar a manutenção dos papéis da companhia, verificando que seu EV/Ebitda (12m) em 4,4x não oferece *upside* frente à média de 3,7x nos últimos três anos. Para 2024, estimamos dividendos próximos a ~R\$ 1,00/ação, o equivalente a um *yield* de ~4,5% frente ao fechamento de 01/03 e calculamos um FCF Yield próximo à ~8,5%. Assim, sem gatilhos imediatos e com *valuation* justo, permaneceremos neutros.

Na ON America do Norte, objetivo segue sendo não deixar margens atuais retraírem – Acreditamos que, durante 2024, o grande desafio de Gerdau América do Norte continuará sendo o de manter o nível atual das margens da operação. Para isso, é necessário que a demanda advinda do setor industrial, energia e de construção não-residencial siga pelo menos estável. Apesar dos desafios logísticos e de mão de obra, o *backlog* da divisão segue elevado e entendemos que a chegada de novos projetos do pacote de infraestrutura pode ajudar os resultados da divisão. No entanto, o quadro inflacionário, a desaceleração do PIB do país, o aumento nos custos de energia e o *labor shortage* são pontos de atenção e podem afetar as margens da operação ao longo dos próximos trimestres.

América do Norte: Reshoring, Renováveis e Infraestrutura são as alamedas de crescimento – A ON América do Norte tem uma produção voltada em 25% ao setor de construção, 50% à distribuição e 25% à indústria. A capacidade é de 5.400 MT de aço bruto e a operação é tocada 100% à base de sucata. A companhia segue à espera dos efeitos do Infrastructure Investment and Jobs Act, que pode resultar num crescimento de 250 a 500 mil toneladas por ano em perfis estruturais e barras comerciais e, no vergalhão, demandar de 500 mil a um milhão de toneladas ao longo dos próximos cinco anos. Na energia limpa, o mercado solar crescerá de 500 mil a 1 milhão de toneladas até 2032. Tal demanda será oriunda da IRA (Inflation Reduction Act). Outra iniciativa é o *reshoring*. Não trabalhamos com nenhuma mudança para a seção 232.

No Brasil, seguimos à espera da passagem do auge do "inverno" – Embora continuamos vislumbrando resultados ainda modestos para a distribuição, acreditamos que Gerdau possa mostrar resultados saudáveis em infraestrutura, se aproveitando da maior demanda de projetos em energia renovável. Quanto a construção civil, seguimos aguardando tímidos resultados durante 2024, uma vez que fatores como o nível de canteiros abertos no país, o estoque de imóveis em São Paulo e a expansão de crédito imobiliário seguem decaindo. No entanto, é possível termos alguma surpresa positiva advinda de mercados consolidados e da execução de programas sociais. Na indústria, vemos um cenário de estabilização. Com relação aos preços, com os prêmios de longos atualmente em 5%, não observamos espaço para a concessão de descontos, o que é positivo. Após a venda de R\$ 7,4 bi em ativos até 2018, Gerdau segue operando em nove países (Brasil, EUA, Argentina, Colômbia, México, Peru, Canadá, República Dominicana e Uruguai) e atualmente, o vergalhão representa apenas 24% de sua produção.

Alocação de Capital continua sendo um dos pilares estratégicos da empresa: Gerdau alocou R\$ 37 bi desde 2019, sendo R\$ 15,2 bi direcionados diretamente aos acionistas via dividendos (R\$14,1 bi) e recompras (R\$ 1,1 bi); o que representa um *payout* de 46,3% no período. Ademais, R\$ 12,9 bi foram alocados em *capex* e R\$ 9 bi em capital de giro. Seu *capex* estratégico de 2021 até 2026 será de R\$ 11,9 bi e deste valor, cerca de ~R\$ 3,5 bi já foram investidos, o equivalente à pouco menos de 30%. Gerdau acredita que seus atuais projetos podem gerar até R\$ 4 bi de Ebitda anual para a empresa até 2030. Atualmente, este incremento ao Ebitda está na casa dos R\$ 600 MM/ano, ou seja 15% do total pretendido já está implementado. Acreditamos que o incremento pretendido ainda não se encontra valorado em suas ações e o quão rápido Gerdau conseguir inseri-lo em seus números, melhor.

GGBR4

Valor de mercado (R\$mi.)	R\$	38.161,9	
Últ. preço	R\$	22,43	
Preço-alvo	R\$	26,00	
Potencial		15,9%	
Múltiplos	12m	24m	Média
P/L	7,3x	7,0x	5,6x
Ev/Ebitda	4,4x	4,2x	3,7x
P/VPA	0,7x	0,7x	0,8x
Oscilação	30d	12m	2024
GGBR4	7,0%	-14,9%	-5,6%
Ibov	0,5%	23,8%	-3,7%
Comps	2023	2024	2025
ROE	13,2%	10,9%	11,3%
Alavancagem	0,4x	0,4x	0,3x

Histórico (base 100 = 24 meses)





Gerdau | GGBR4

Neutro

No Brasil, exposição à aços longos aumentará – Atualmente, a operação brasileira conta com 24 mil colaboradores, 13 plantas, 71 filiais de distribuição de aço, 8 hubs e 4 centros de serviço. Aproximadamente 20% da produção vai para a construção, 25% para a indústria e 55% é encaminhada à distribuição. Por tipo de aço, 55% da produção total é composta de aços longos, 30% planos e 15% semi-acabados. Até 2025, a empresa planeja operar com uma exposição de 60% à longos, 35% à planos e 5% de semi-acabados. A redução da exposição à produtos semi-acabados é estratégica para a maior geração de valor por parte da On Brasil.

Operação América do Sul enfrenta ambientes instáveis - Na Argentina, o processo eleitoral ainda deixa incertezas no ar e há previsão de um PIB ainda muito fraco para 2024. Dado as restrições de importação, a demanda local têm sido sustentada internamente. No Uruguai, o mercado está estável, ainda que a moeda local tenha se valorizado frente ao dólar. No Peru, o cenário político aponta para maior estabilidade. Há previsão, por parte da companhia, de crescimento de 2,8% do PIB para 2024. Ainda assim, a possibilidade de ocorrência de fenômenos climáticos, como o El Niño, seguem sendo monitorados.

Aços Especiais vê na eletrificação da frota uma oportunidade - Em aços especiais, são seis mil funcionários, sete instalações, sendo 3 no Brasil e 4 no EUA. São 2.490 MT de capacidade de produção de aço e também 100% baseado em sucata. O mercado consumidor é 75% automotivo e 25% não-automotivo (energia, agricultura, construção, mineração). Gerdau acredita que o crescimento do mercado de veículos elétricos constitui uma oportunidade.

Investimentos previstos são desafiadores - A nova plataforma de mineração sustentável trará 5,5 Mtpa de minério de alto teor (65%) com um capex de R\$ 3,2 bi entre 23 e 26. Com relação à ativos siderúrgicos, o Alto-Forno 1, com capacidade de 3,0 Mt, será reformado em 2025. Já o Alto-Forno 2 foi alvo de um reparo intermediário em 2022 e a expectativa é que a operação deste forno vá até 2029. Nas coquerias, serão feitos investimentos contínuos para a extensão de suas vidas úteis. A companhia apontou que dispõe de tempo para auferir quais tecnologias maturarão quando da necessidade de partir para um projeto mais intensivo em capital no processo de atualização dos seus ativos.

Dividendos podem ser maiores no futuro – Com uma alavancagem confortável em 0,4x, Gerdau segue fazendo uma boa gestão de seu passivo, ajustando o prazo médio e os custos do mesmo. A dívida bruta da companhia está próxima à R\$ 11 bi e assim, inferior à sua meta de R\$ 12 bi. Ainda que o objetivo da administração não seja alterar a política de proventos no momento, acreditamos que a junção do programa de recompra de ações com a distribuição de proventos podem continuar proporcionando ao acionista uma boa remuneração ao longo de 2024. Quanto a política de dividendos, Gerdau dá a entender que, por ora, manterá o pagamento de 30% de seu lucro líquido, o que acreditamos ser conservador e passível de mudança após os riscos atuais de execução de seu capex se dissiparem. Estimamos para 2024 dividendos regulares de ~R\$ 1,00/ação, o equivalente à um yield próximo à 4,5% frente ao fechamento de 04/03.



Gerdau | GGBR4

Gerdau Next quer crescer com qualidade - Na Gerdau Next, a Addiante (JV entre Gerdau e Randoncorp com foco no serviço de locação de veículos pesados e equipamentos) conta com 949 ativos assinados e com um prazo médio de 5 anos de contrato. A G2L, operador logístico multimodal, viu sua receita líquida crescer mais de 60% de no último ano fiscal. Na Newave, a operação vai desde a geração de energia até a comercialização. A Gerdau tem 33% de *equity* na empresa, com 30% do *offtake* de energia. A empresa espera que a proporção das receitas oriundas da Gerdau Next crescerá ao longo dos próximos anos, mas o foco continuará sendo na rentabilidade das operações executadas e não no número de operações assumidas.

Siderúrgicas seguem pleiteando imposto de importação - Abordado recentemente sobre a possibilidade do governo efetivar o atual pleito de siderúrgicas a favor de uma taxa sobre importações, o *management* apontou que as exportações da China mudaram de patamar, constituem um dos fatores para que a rentabilidade do setor esteja em queda e no momento, não há esforços contínuos por parte de Pequim para que o país balanceie a sua oferta e demanda siderúrgica. Desta forma, o *management* está convencido que a China continuará exportando bastante e, assim, faz-se necessário que países coloquem algum tipo de defesa comercial para que possam competir de forma mais isonômica. A companhia defende que o Brasil possa ir pelo mesmo caminho de EUA, União Europeia e México, que adotam uma alíquota de 25%.

Riscos

Spreads: Nos EUA, a inflação de custos e os juros atuais aparecem como desafios que podem impedir Gerdau de manter os atuais níveis de rentabilidade.

Gargalos: As dificuldades nas vendas de veículos leves (oriundas de crédito e dificuldades de crescimento), bem como a antecipação verificada no ano passado em decorrência de alteração de legislação regulatória para a compra de veículos pesados são desafios que a companhia visualiza no setor automotivo no segmento de aços especiais.

Custos: A volatilidade nos preços atuais de sucata, carvão, minério de ferro e coque metalúrgico constituem grandes desafios atuais à rentabilidade da empresa.

Novos Múltiplos: A crescente evolução da demanda do mercado por níveis de ESG superiores pode vir a fazer os agentes requererem um prêmio maior para investimento em setores mais complexos, como Mineração & Siderurgia.

Capex – A companhia segue privilegiando a alocação de recursos em projetos de expansão em detrimento a uma maior distribuição de dividendos. Entendemos que a execução de projetos que melhorem organicamente a competitividade de setores-chave para a operação seja estratégico, mas ao mesmo tempo, também acreditamos que o mercado destravarão maior valor ao papel a partir da adoção de uma política de dividendos mais agressiva aos seus acionistas.

Ambiente de negócios: O agravamento de questão fiscal no Brasil pode vir a excluir projetos estruturantes que demandariam produtos de seu portfólio, ainda que o Executivo possa demandar mais projetos durante os seus primeiros anos de mandato. Acreditamos também que uma eventual piora macroeconômica doméstica pode manter o juro real médio maior por um tempo prolongado, de modo a diminuir o nível de demanda em setores mais elásticos, como a distribuição e a construção civil.

Balço Patrimonial e DRE

Balço Patrimonial	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	2023	2024	2025
Ativo Total	73.798,7	75.746,6	73.795,5	76.410,4	74.885,1	74.885,1	81.327,1	87.341,6
Caixa & Aplicações	5.435,0	5.825,3	4.184,6	6.002,7	5.343,7	5.343,7	8.060,4	10.482,4
Estoques	17.817,6	17.184,1	16.980,9	15.815,4	15.227,8	15.227,8	16.659,3	16.981,6
Contas à Receber	7.206,6	8.684,3	8.335,9	8.332,1	6.871,3	6.871,3	7.522,3	7.760,8
Outros Ativos CP	798,2	726,4	814,7	741,6	1.755,1	1.755,1	1.131,7	1.167,6
Outros Ativos LP	20.742,5	21.255,5	20.983,1	21.806,9	21.250,3	21.250,3	20.844,8	21.505,5
Ativo Fixo	21.798,8	22.071,1	22.496,2	23.711,7	24.436,9	24.436,9	27.108,6	29.443,7
Passivo & PL	73.798,7	75.746,6	73.795,5	76.410,4	74.885,1	74.885,1	81.327,1	87.341,6
Fornecedores	6.618,9	6.853,6	6.208,7	5.696,3	5.901,2	5.901,2	6.455,9	6.580,8
Dívida (Curto Prazo)	3.397,1	3.257,8	1.323,5	1.726,6	2.170,8	2.170,8	2.368,2	2.572,4
Outros Passivos CP	3.446,6	2.919,9	2.778,3	3.111,3	3.212,7	3.212,7	3.514,7	3.582,7
Dívida (Longo Prazo)	10.241,0	10.104,4	10.582,7	11.117,6	10.000,1	10.000,1	10.909,5	11.850,3
Outros Passivos LP	3.978,9	3.992,8	3.925,3	4.157,7	4.541,4	4.541,4	4.968,4	5.064,5
Patrimônio Líquido	46.116,2	48.618,1	48.976,9	50.600,9	49.059,0	49.059,0	53.110,5	57.690,9

R\$ milhões

DRE	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	2023	2024	2025
Receita Líquida	17.964,0	18.872,3	18.265,4	17.063,3	14.715,5	68.916,4	75.445,9	77.837,6
CMV	(15.035,8)	(15.243,6)	(14.987,0)	(14.270,6)	(13.082,8)	(57.584,0)	(62.997,4)	(64.216,0)
Lucro Bruto	2.928,3	3.628,7	3.278,3	2.792,7	1.632,8	11.332,5	12.448,6	13.621,6
Total de Despesas Op.	(613,6)	314,3	(630,6)	(586,5)	(793,8)	(1.696,6)	(2.640,6)	(2.529,7)
EBIT	2.314,6	3.943,0	2.647,8	2.206,2	838,9	9.635,8	9.808,0	11.091,9
Resultado Fin.	(516,3)	(297,6)	(412,0)	(481,4)	(153,1)	(1.344,1)	(1.038,4)	(1.177,5)
IR & CSLL	(768,6)	(1.026,9)	(319,4)	(314,3)	(148,9)	(1.809,6)	(2.981,6)	(3.370,9)
Lucro Líquido	1.218,4	3.215,4	2.142,7	1.592,1	586,8	6.482,1	5.787,9	6.543,5
EBITDA	3.083,8	4.657,8	4.115,0	4.462,5	3.886,1	17.121,4	13.926,4	14.983,7

Margens

Bruta	16,3%	19,2%	17,9%	16,4%	11,1%	16,4%	16,5%	17,5%
EBIT	12,9%	20,9%	14,5%	12,9%	5,7%	14,0%	13,0%	14,3%
EBITDA	17,2%	24,7%	22,5%	26,2%	26,4%	24,8%	18,5%	19,3%
Líquida	6,8%	17,0%	11,7%	9,3%	4,0%	9,4%	7,7%	8,4%

Crescimento Ano/Ano

Δ Receita Líq.		-7,2%	-20,5%	-19,3%	-18,1%	-16,4%	9,5%	3,2%
Δ EBITDA		-13,2%	-32,6%	-9,2%	26,0%	-12,0%	-18,7%	7,6%
Δ Lucro Líq.		9,4%	-50,2%	-47,3%	-51,8%	-43,5%	-10,7%	13,1%

R\$ milhões

Fluxo de Caixa	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	2023	2024	2025
EBIT	2.314,6	3.943,0	2.647,8	2.206,2	838,9	9.635,8	9.808,0	11.091,9
(-) IR & CSLL	(768,6)	(1.026,9)	(319,4)	(314,3)	(148,9)	(1.809,6)	(2.981,6)	(3.370,9)
(+) Depreciação & Amort.	769,2	714,8	1.467,2	2.256,4	3.047,2	3.762,0	4.118,4	3.891,9
(-) Δ Capital de Giro	697,3	(1.064,3)	(323,2)	1.062,9	1.341,1	1.016,6	(602,3)	(403,7)
(-) CAPEX	(1.684,1)	(954,3)	(2.183,1)	(3.668,8)	(5.209,1)	(6.163,5)	(6.790,1)	(6.227,0)
(=) FCFE	1.328,4	1.612,2	1.289,3	1.542,3	(130,8)	6.441,3	3.552,3	4.982,1

Usiminas | USIM5

Neutro

Indicação

Revisitamos nossos números para Usiminas esperando uma melhora nos custos em siderurgia com a conclusão da reforma do Alto-Forno #3. A decisão pelo fechamento do Alto-Forno#1 é acertada, uma vez que a demanda atual pode ser atendida de forma mais eficiente pelo seu alto-forno recém-modernizado. Acreditamos fortemente que a foto do setor siderúrgico segue negativa e que a companhia deve apresentar resultados fracos no setor em função da dificuldade em repassar preços e a baixa competitividade comercial frente ao importado. Aliás, vimos o papel precificando recente e rapidamente os ganhos esperados de eficiência oriundos da reforma de seu principal alto forno, a continuidade da força oriunda da contribuição do segmento de mineração e a expectativa de melhora na geração de caixa com um menor *capex* a partir de 2024 e assim, permaneceremos apenas neutros, acreditamos que riscos e virtudes estejam bem precificados.

Tese de Investimentos

O momento ainda é ruim em Siderurgia – Tendo registrado um Ebitda negativo em siderurgia de 42 MM no último trimestre, estimamos que o segmento ainda visualizará preços baixos, custos ainda altos e assim, contribuições modestas aos resultados da companhia. No último trimestre, ainda que os volumes vendidos tenham sido em linha com a expectativa, a observância de menores preços e despesas SG&A explicaram o resultado fraco. De maneira geral, continuamos pessimistas com a operação no médio prazo.

Prêmios em planos estão altos - Os prêmios atuais entre o aço plano local e o importado estão próximos à ~20%, o que consideramos altos. Este fato deve impedir novos aumento de preços, como os executados recentemente à distribuição e que devem vigorar para a indústria ao longo dos próximos três meses.

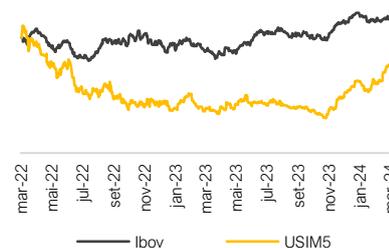
O principal desafio atual do setor siderúrgico é lidar com a importação - O problema atual do setor não é exatamente de demanda, uma vez que a demanda por planos no país apresenta queda de 3,8% entre janeiro e novembro de 23 e 22, segundo o Instituto Aço Brasil. A grande questão é que os consumidores estão preferindo o aço importado (proveniente sobretudo da China), cujo volume aumentou cerca de 50% na comparação acumulada entre janeiro e novembro de 23 frente ao mesmo período em 22. Neste sentido, vemos a companhia presente nos esforços do setor perante o governo para elevar a tarifa de importação dos atuais ~10,8% para 25%. Ainda que a elevação não garanta a paridade, diminuiria o incentivo à maior presença do produto importado no atual *mix* de vendas do setor.

Descontos no setor automotivo - Acrescentamos ainda que, no 1T24, esperamos impactos oriundos da concessão de descontos na casa de ~10 a 12% para 20% do volume de clientes automotivos que renegociaram seus contratos recentemente. Com a demanda por leves enfrentando questões de demanda e crédito, e a demanda por pesados ainda se ajustando à antecipação de compras ocorrida desde 2022 com a implantação do Euro6 em 23, esperamos que os demais clientes observem reduções de igual tamanho em abril. A companhia negocia com 20% de sua base de clientes em janeiro e 80% em abril, além de voltar à mesa seis meses depois com estes respectivos grupos de clientes. O setor representa cerca de 30% das vendas siderúrgicas de Usiminas.

Redução de custos é o caminho – Atualmente, com o *spread* entre coque e carvão mais racional, acreditamos que a decisão por manter fechada a Coqueria 3 é acertada, uma vez que, embora alto, o preço de mercado de coque é competitivo frente à produção própria. Ademais, a reforma do Alto-Forno #3 pode trazer, a partir de seu *ramp-up*, estimado até o fim do 1T24, economias em combustível, mão-de-obra e manutenção que podem lhe ajudar a otimizar os seus custos.

USIM 5			
Valor de mercado (R\$mi.)	R\$		13.601,6
Últ. preço	R\$		10,95
Preço-alvo	R\$		11,00
Potencial			0,5%
Múltiplos	12m	24m	Média
P/L	11,4x	8,4x	5,7x
Ev/Ebitda	5,7x	4,5x	3,6x
P/VPA	0,6x	0,5x	0,4x
Oscilação	30d	12m	2024
USIM 5	15,3%	68,1%	17,9%
Ibov	0,5%	23,8%	-3,7%
Comps	2023	2024	2025
ROE	6,2%	1,7%	9,7%
Alavancagem	-0,1x	-0,4x	0,7x

Histórico (base 100 = 24 meses)





Usiminas | USIM5

Neutro

Após a reforma do Alto-Forno #3, Usiminas interrompe a produção do Alto-Forno #1 - Acreditamos que, após a reforma do Alto-Forno 3, Usiminas passou a dispor da flexibilidade necessária para desligar pelo menos um forno pequeno, o que a companhia informou que ocorrerá nas próximas semanas. O novo forno em conjunto com o Alto-Forno #2, que seguirá em funcionamento, comportam a demanda atual da empresa de forma mais rentável que um eventual *setup* envolvendo os três fornos operando. Lembramos que Usiminas já optou por interromper a produção de seus alto-fornos em 2015 (com o arrefecimento do PIB) e em 2021, com a pandemia. Ademais, destacamos que este processo em si não é intensivo em capital como a reforma do Alto-Forno #3 realizada neste ano.

Em mineração, panorama é diferente - Com o nível de exportação de aço por parte da China ainda alto, uma menor oferta de minério de ferro global e os estoques chineses em linha com a média dos últimos cinco anos, os preços da *commodity* têm se beneficiado e devem continuar favorecendo os resultados do segmento em 2024, que deve continuar vendendo todo o volume produzido anualmente (lembramos que a Usiminas tem uma capacidade de ~9 Mtons por ano). Nossa maior preocupação quanto ao segmento se dá quanto ao seu plano de continuidade, uma vez que a mina da companhia está chegando ao fim da vida útil (estimada para 2029). Desta forma, continuamos atribuindo um desconto de qualidade próximo ao atual em nosso preço médio de minério de ferro na unidade de mineração e dado a relevância da operação para a companhia tanto no ponto de vista da verticalidade como da geração de caixa, acreditamos que Usiminas se debruçará nas opções existentes a este negócio ao longo dos próximos 24 meses, mesmo que tais se mostrem demasiadamente intensivas em capital.

Não trabalhamos com a revisão da política de dividendos no curto prazo - Quanto à investimentos, ainda que a reforma do Alto-Forno #3 esteja acabada, após investir cerca de R\$ 3 bi em 2023, o *guidance* entre R\$ 1,7 e 1,9 bi para 2024 deve trazer algum alívio para a geração de caixa livre da empresa. Para os próximos anos, colocamos na conta a planta de injeção de finos para ganho de eficiência em combustíveis e diminuição do volume de emissões de gases poluentes no valor de R\$ 250 MM dividido em dois anos a partir de 2024 e o investimento na atual coqueria em funcionamento no valor de R\$ 950 MM e que vai ser financiado em 24, 25 e 26. Com relação à mineração, as reservas da companhia vão até 2029 e para continuar explorando o seu potencial, Usiminas precisaria investir valores grandes, que podem chegar à US\$ 1,5 bi de dólar. Esperamos que uma decisão aconteça entre o final de 2024 e o início de 2025. Até que esta seja tomada, não acreditamos que a companhia alterará sua política de dividendos.

Valuation – Nosso preço-alvo deriva de um modelo DCF que inclui uma taxa de crescimento de longo prazo de 4,0% e um WACC de 11,4%. Usiminas está sendo transacionada à ~5,7x EV/Ebitda (12m) e assim, de forma superior à sua média de três anos de 3,6x.

Riscos

Os riscos ao papel estão relacionados à capacidade da empresa em incrementar volumes e repassar preços ao mercado siderúrgico nacional, que por sua vez possui forte correlação com o ambiente de negócios do Brasil. Os preços internacionais de aço também são um componente de risco importante, assim como os custos com matérias primas do negócio siderúrgico (minério de ferro, coque, carvão). Como consome placas, o preço destas também é uma variável importante em nosso modelo. A posição siderúrgica chinesa também é importante, uma vez que o país é a principal fonte de aço importado pelos clientes da empresa. Neste sentido, um real mais valorizado também pode alimentar maior interesse por produtos importados. Ressaltamos ainda que a operação dos segmentos de mineração e siderurgia são uma das mais desafiadoras sob a ótica ESG.

Balço Patrimonial e DRE

R\$ milhões

Balço Patrimonial	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	2023	2024	2025
Ativo Total	40.000,5	40.203,8	39.738,7	40.205,3	40.161,8	40.161,8	43.463,4	41.597,5
Caixa & Aplicações	5.072,4	5.836,8	4.940,6	5.720,3	6.009,8	6.009,8	9.624,0	6.495,2
Estoques	9.965,2	9.864,7	9.627,1	8.817,0	7.493,0	7.493,0	7.206,1	7.147,6
Contas à Receber	3.547,9	3.538,5	3.416,8	3.467,9	3.509,0	3.509,0	2.699,6	2.781,3
Outros Ativos CP	20.358,7	20.216,1	18.956,3	18.886,2	17.931,6	17.931,6	20.428,2	17.349,6
Outros Ativos LP	19.641,8	19.987,6	20.782,4	21.319,1	22.230,1	22.230,1	23.035,2	24.247,9
Ativo Fixo	14.149,3	14.546,7	15.247,9	15.963,7	16.296,8	16.296,8	17.239,7	18.277,2
Passivo & PL	40.000,5	40.203,8	39.738,7	40.205,3	40.161,8	40.161,8	43.463,4	41.597,5
Fornecedores	2.838,6	2.415,6	2.446,6	2.523,1	2.623,8	2.623,8	2.523,4	2.502,9
Dívida (Curto Prazo)	131,0	149,8	128,0	154,1	122,9	122,9	187,0	177,2
Outros Passivos CP	2.423,0	2.615,4	2.199,9	2.825,9	2.767,7	2.767,7	2.680,4	2.666,4
Dívida (Longo Prazo)	6.066,6	5.966,3	5.772,6	5.914,6	5.793,2	5.793,2	8.815,9	8.352,9
Outros Passivos LP	2.653,5	2.606,2	2.892,0	2.704,9	2.304,7	2.304,7	2.247,9	2.307,9
Patrimônio Líquido	25.887,8	26.450,5	26.299,6	26.082,7	26.549,4	26.549,4	27.008,7	25.590,3

R\$ milhões

DRE	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	2023	2024	2025
Receita Líquida	7.660,0	7.255,2	6.887,4	6.714,2	6.781,5	27.638,3	26.996,4	27.812,7
CMV	(6.886,8)	(6.370,5)	(6.304,9)	(6.538,9)	(6.636,3)	(25.850,5)	(24.860,9)	(24.658,9)
Lucro Bruto	773,2	884,8	582,5	175,4	145,2	1.787,8	2.135,5	3.153,7
Total de Despesas Op.	(1.861,1)	(389,4)	(514,1)	(502,3)	148,4	(1.257,4)	(1.638,2)	(1.637,9)
EBIT	(1.088,0)	495,4	68,3	(327,0)	293,7	530,4	497,4	1.515,8
Resultado Fin.	188,0	193,4	205,5	(97,8)	65,3	366,4	(64,2)	(44,4)
IR & CSLL	(4,1)	(189,8)	(48,6)	176,9	536,0	474,5	(236,6)	730,7
Lucro Líquido	(838,8)	544,1	287,4	(165,6)	974,5	1.640,4	459,3	2.472,9
EBITDA	(853,5)	744,1	330,6	(65,1)	582,8	1.592,4	1.720,5	2.809,8

Margens

Bruta	10,1%	12,2%	8,5%	2,6%	2,1%	6,5%	7,9%	11,3%
EBIT	-14,2%	6,8%	1,0%	-4,9%	4,3%	1,9%	1,8%	5,5%
EBITDA	-11,1%	10,3%	4,8%	-1,0%	8,6%	5,8%	6,4%	10,1%
Líquida	-11,0%	7,5%	4,2%	-2,5%	14,4%	5,9%	1,7%	8,9%

Crescimento Ano/Ano

Δ Receita Líq.		-7,5%	-19,3%	-20,4%	-11,5%	-14,9%	-2,3%	3,0%
Δ EBITDA		-51,0%	-82,4%	-108,1%	-168,3%	-52,4%	8,0%	63,3%
Δ Lucro Líq.		-56,9%	-72,9%	-127,2%	-216,2%	-21,6%	-72,0%	438,4%

R\$ milhões

Fluxo de Caixa	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	2023	2024	2025
NOPLAT	(1.093,3)	367,3	58,4	(158,1)	652,7	746,3	328,3	2.151,6
(-) IR & CSLL	(4,1)	(189,8)	(48,6)	176,9	536,0	474,5	(236,6)	730,7
(+) Depreciação & Amort.	234,5	248,7	262,3	261,9	289,1	1.062,0	1.223,1	1.293,9
(-) Δ Capital de Giro	699,6	676,3	(20,8)	1.552,2	1.286,6	3.494,3	929,9	(84,8)
(-) CAPEX	(866,0)	(581,0)	(879,0)	(914,0)	(654,0)	(3.041,0)	(1.903,2)	(2.060,7)
(=) FCFE	(1.025,2)	711,3	(579,1)	742,0	1.574,4	2.261,7	578,1	1.300,0



DISCLAIMER

Este relatório foi elaborado exclusivamente pela Ativa Investimentos e está sendo fornecido exclusivamente para fins informativos. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação prévia, exceto quando encerrar a cobertura do emissor dos títulos discutidos neste relatório.

Este relatório não é uma oferta ou solicitação de qualquer instrumento financeiro. Antes de tomar a decisão de aplicar em qualquer operação, os potenciais investidores devem considerar cuidadosamente sua própria situação financeira, seus objetivos de investimento, todas as informações disponíveis e, em particular, avaliar os fatores de risco aos quais o investimento está sujeito. Os investidores deverão procurar aconselhamento financeiro em relação aos produtos ou estratégias de investimentos discutidas neste relatório, quando necessário. Os investidores devem observar que os rendimentos de títulos ou outros investimentos, mencionados neste relatório, podem flutuar e o preço de tais títulos e investimentos pode aumentar ou diminuir. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. A Ativa Investimentos não aceita responsabilidade por qualquer perda direta ou indireta decorrente do uso deste relatório.

Os traders e demais profissionais da Ativa Investimentos e das empresas do conglomerado podem realizar comentários ou estratégias de negociação que refletem opiniões contrárias à opinião expressa neste relatório. Esses comentários de mercado ou estratégias de negociação refletem os diferentes prazos, premissas, visões e métodos analíticos das pessoas que as elaboraram, e a Ativa Investimentos e seu conglomerado não possuem nenhuma obrigação de garantir que tais comentários de mercado ou estratégias de negociação sejam levados ao conhecimento de qualquer destinatário deste relatório. Este relatório é baseado em informações publicamente disponíveis e que a Ativa Investimentos considera confiável, porém não representa que é preciso e/ou completo, sendo assim, não deve ser considerado como tal.

Research

research@ativainvestimentos.com.br

Institucional

Ações | Renda Fixa | Mercados Futuros

Mesa RJ: (55 21) 3515-0290
Mesa SP: (55 11) 3339-7036
Sales: (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 GO: (55 41) 3270-4100
assessoriadigital@ativainvestimentos.com.br

Atendimento

0800 285 0147

Ouvidoria

0800 717 7720