



ÁGORA
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

Análise de Empresas

Mineração & Siderurgia



09/01/2025

Preferimos Vale vs. Siderúrgicas; Rebaixando a recomendação de Gerdau e Usiminas para Neutro

Overview: Estamos atualizando as estimativas e os preços-alvo em todo o nosso universo de cobertura de Siderurgia & Mineração, favorecendo a Vale vs. siderúrgicas - com a Vale agora sendo nossa única recomendação de Compra no momento. No setor de Materiais Básicos, continuamos preferindo Vale e Suzano. Com as ações da Vale com desempenho inferior ao IBOV nos últimos 12 meses (-44% em dólares vs. -29% dos pares australianos e -27% do MSCI LatAm), o dilema sobre comprar em momentos de fraqueza surgiu como um tópico importante de discussão entre os investidores. Embora a Vale permaneça altamente dependente da narrativa sobre a China, acreditamos que sua história do micro para macro (bottom-up) melhorou nos últimos meses e um impulso mais forte do fluxo de caixa livre (FCF) pode sustentar o desempenho do preço de suas ações em 2025. Vemos a Vale sendo negociada a um atraente rendimento de FCF de 15% esperado para 2025 (com o preço do minério de ferro em US\$ 100/tonelada).

BBI vs Consenso Mineração e Siderurgia (R\$ milhões)	Receitas			EBITDA			Margem EBITDA		Recomendação Consenso		
	2025E	2026E	Δ (%)	2025E	2026E	Δ (%)	2025E	2026E	Compra	Neutra	Venda
CSN	44.887	48.039	7,0%	10.081	10.832	7,0%	22%	23%		BBI	
<i>Consenso</i>	45.093	46.348		10.771	11.308		24%	24%	0%	77%	23%
<i>BBI vs Consenso (%)</i>	-0,5%	3,6%		-6,4%	-4,2%		-1,4 pp	-1,9 pp			
CSN Mineração	12.017	12.865	7,0%	4.740	4.785	1,0%	39%	37%		BBI	
<i>Consenso</i>	14.661	13.199		5.612	5.170		38%	39%	7%	57%	36%
<i>BBI vs Consenso (%)</i>	-18,0%	-2,5%		-15,5%	-7,5%		1,2 pp	-2,0 pp			
Gerdau	70.889	73.797	4,0%	11.019	11.528	5,0%	16%	16%		BBI	
<i>Consenso</i>	69.561	70.815		11.954	12.370		17%	17%	88%	12%	0%
<i>BBI vs Consenso (%)</i>	1,9%	4,2%		-7,8%	-6,8%		-1,6 pp	-1,8 pp			
Usiminas	25.464	27.341	7,0%	2.170	2.899	34,0%	9%	11%		BBI	
<i>Consenso</i>	27.303	28.219		2.725	3.161		10%	11%	21%	64%	14%
<i>BBI vs Consenso (%)</i>	-6,7%	-3,1%		-20,4%	-8,3%		-1,5 pp	-0,6 pp			
Vale	38.052	40.726	7,0%	16.374	18.188	11,0%	43%	45%		BBI	
<i>Consenso</i>	38.768	39.898		15.766	16.457		41%	41%	56%	40%	4%
<i>BBI vs Consenso (%)</i>	-1,8%	2,1%		3,9%	10,5%		2,4 pp	3,4 pp			

Fonte: Bradesco BBI e Bloomberg

Nossa visão: Mantemos uma postura mais cautelosa em relação ao setor de aço, esperando alta disponibilidade de oferta (novas capacidades + importações) e tendências de demanda mais suaves resultando em menor poder de precificação e pior impulso de ganhos para nosso universo de cobertura (nossas estimativas de EBITDA para 2025 estão 12% abaixo do consenso). Como resultado, estamos rebaixando a recomendação de Usiminas e Gerdau para Neutra, sendo a recomendação de Gerdau fora do consenso. Vemos tanto a Gerdau quanto a Usiminas agora sendo negociadas mais próximas de seu EV/EBITDA médio de 5 anos, o que parece justo, dado o impulso de ganhos mais fraco e a geração tímida de FCF (fluxo de Caixa Livre). Assim, de forma relativa, nossas preferências são: Vale x Gerdau/Usiminas/CSN.

Rafael Barcellos 

José Cataldo 

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

Três temas principais para minério de ferro e aço

Neste relatório, atualizamos nossas estimativas e preços-alvo para incorporar novas premissas macro, um custo de capital próprio mais alto no Brasil e números realizados no 3T24. Como resultado, temos uma preferência pela Vale em relação às siderúrgicas — com a Vale agora sendo nossa única recomendação de Compra em todo o universo de cobertura de minério de ferro e aço. Neste relatório, também atualizamos nossos modelos de oferta/demanda para minério de ferro e aço. Em geral, os principais desafios dependem de uma postura mais cautelosa relacionada ao setor de aço do Brasil, pois esperamos que os ventos contrários se intensifiquem no 1S25 para as siderúrgicas domésticas — portanto, rebaixamos a Gerdau e a Usiminas para recomendação Neutra (de Compra). Nossa tese de investimento é baseada em 3 temas principais para 2025, como segue:

#1 Mercado Doméstico de Aço

Aproximando-se do pico do ciclo. Acreditamos que estamos nos aproximando do pico do ciclo para os aços. Em 2024, a demanda aparente por aço no Brasil foi incrivelmente forte. De fato, se os números de dezembro de 2024 corresponderem ao mesmo período em 2023, a demanda aparente por aço plano atingirá 15,4 milhões de toneladas, +27% em relação aos níveis pré-pandêmicos e o nível mais alto desde 2010, de acordo com dados do IABr. No lado do aço longo, a demanda pode atingir 9,7 milhões de toneladas, marcando o segundo nível mais alto desde 2014 e 20% acima dos níveis pré-pandêmicos.

As ações das siderúrgicas do Brasil não estão baratas nas avaliações atuais. A justificativa para permanecer no setor é que o crescimento secular da demanda está impulsionando: (i) preços realizados e (ii) taxas de utilização de ativos existentes. No entanto, essa narrativa parece ter estagnado em meio a ventos contrários macro emergentes no Brasil. Destacamos que os economistas do BBI esperam que o PIB do Brasil perca força em 2025, e isso pode levar a uma atividade de demanda mais fraca e ao menor poder de precificação para os fabricantes de aço do Brasil.

#2 Câmbio: Amigo ou Inimigo?

Com a fraqueza contínua do Real em relação ao dólar (queda de 25% nos últimos 12 meses), os investidores geralmente favorecem os produtores de commodities, dadas suas receitas denominadas em dólar. No entanto, nem todos os movimentos de câmbio são iguais. Um Real fraco explicado pela deterioração dos fundamentos locais gera um impacto negativo nos volumes e uma falta de poder de precificação (com a paridade de preços doméstica não funcionando corretamente). Também observamos que os custos locais dos fabricantes de aço do Brasil estão aproximadamente 50% expostos a insumos denominados em dólar, o que sem poder de precificação pode corroer a lucratividade.

De acordo com nossa análise de sensibilidade, uma mudança de 0,10 centavos no câmbio impacta o EBITDA anual das divisões brasileiras de aço da Gerdau, Usiminas e CSN em 4% em média. A Usiminas é a mais afetada, com uma queda de 6% devido à sua alta alavancagem operacional, enquanto a CSN e a Gerdau experimentaram quedas de 3% e 2%, respectivamente. No entanto, sua diversificação regional e de negócios ajuda a mitigar os potenciais declínios de margem em suas divisões de aço brasileiras. Em uma base consolidada (considerando nenhum poder de precificação local), a Gerdau quase não é afetada, já que o efeito positivo em seus negócios nos EUA mais do que compensa o desempenho mais fraco no Brasil. Para a CSN, o impacto em seu EBITDA de aço é mais do que compensado por maiores receitas de minério de ferro, resultando em apenas um aumento de 1% no EBITDA consolidado. Quanto à Usiminas, a divisão de minério de ferro reduz o impacto geral para uma redução de 4% em uma base consolidada.

#3 Geração de Caixa em primeiro lugar: Favorecendo a Exposição à Vale

Com as ações da Vale apresentando desempenho inferior nos últimos 12 meses (-44% em dólar vs. -29% dos pares australianos e -27% do índice MSCI LatAm), o dilema sobre comprar ou não em momentos de fraqueza surgiu como um tópico-chave de discussão entre os investidores. Embora a Vale continue altamente dependente da narrativa da China, acreditamos que sua história do micro para o macro melhorou nos últimos meses e um momento mais forte de FCF pode dar suporte ao desempenho do preço de suas ações em 2025. Destacamos que a empresa fez um bom trabalho na redução de seus principais riscos, a saber: (i) a sucessão do CEO, (ii) o acordo de Mariana e (iii) a renovação das concessões ferroviárias. Quanto aos preços do minério de ferro, continuamos a vê-los variando entre US\$ 90-110/tonelada em 2025 (a estimativa do BBI é de média em US\$ 100/tonelada), o que implica um rendimento de FCF variando entre 10-20% — também esperamos que a Vale gere cerca de 52% do valor de mercado nos próximos três anos (ou cerca de 35% considerando os preços do minério de ferro a US\$ 90/tonelada).

Novas estimativas, preço-alvo e recomendações

Companhia	Recomendação Nova	Recomendação Antiga	Preço-alvo novo	Preço-alvo antigo	Valor de Mercado (US\$ bilhões)	EV/EBITDA		FCF Yield		Divida Líquida/EBITDA	
						2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
CSN Mineração	Neutra	Neutra	R\$ 5,00	R\$ 6,00	4,5	5,8x	6,7x	-11%	-11%	0,0x	0,9x
CSN	Neutra	Neutra	R\$ 9,00	R\$ 15,00	1,9	5,1x	5,0x	-17%	-20%	3,4x	3,4x
Gerdau	Neutra	Compra	R\$ 19,00	R\$ 25,00	6,2	3,8x	3,6x	4%	5%	0,4x	0,3x
Usiminas	Neutra	Compra	R\$ 6,00	R\$ 11,00	1	4,6x	3,5x	-17%	1%	0,4x	0,4x
Vale	Compra	Compra	R\$ 78,00	R\$ 77,00	36,8	3,7x	3,2x	15%	19%	0,8x	0,6x

Fonte: Bradesco BBI e Bloomberg

Mercados globais de aço

China. Reconhecemos que a China pode enfrentar alguns desafios este ano, incluindo uma potencial desaceleração na atividade econômica (o consenso da Bloomberg para o PIB em 2025 é de 4,5% vs. 4,8% em 2024e), pressões deflacionárias persistentes, um mercado imobiliário ainda sem brilho e uma potencial escalada de tensões comerciais com os EUA. Apesar dessas incertezas, acreditamos que a China permanecerá comprometida em estimular sua economia por meio de políticas fiscais e monetárias. Além disso, a China provavelmente fornecerá suporte substancial a setores-chave como infraestrutura, manufatura, varejo e, mais importante, o mercado imobiliário para garantir estabilidade econômica e crescimento. Em geral, esperamos que a demanda chinesa por aço permaneça estável em base anual em 2025. Também destacamos que o mercado imobiliário, que tem sido um dos principais obstáculos à demanda nos últimos anos, agora responde por 30% da demanda total vs. 40% em 2020.

Setor imobiliário. Esperamos que a demanda por aço do setor imobiliário chinês se estabilize em níveis mais baixos em 2025, impactada por desafios contínuos, como excesso de estoque e desaceleração no início de novas construções. No entanto, potenciais intervenções governamentais para auxiliar o mercado imobiliário e impulsionar o crescimento econômico podem oferecer algum suporte. Em 2024, várias medidas foram delineadas, incluindo flexibilização das regras de hipotecas, permitindo que governos locais comprem apartamentos não vendidos e se comprometendo com a conclusão de casas inacabadas. Além disso, o governo introduziu suporte financeiro para desenvolvedores, facilitando empréstimos significativos para projetos imobiliários qualificados. De fato, sinais de estabilização já surgiram no final de 2024 (por exemplo, as vendas residenciais aumentaram em base anual em out/nov. 2024, e os preços de casas novas ficaram praticamente estáveis em novembro (na variação mensal), após queda constante desde meados de 2023). No geral, esperamos que a demanda do setor imobiliário diminua em mais -6% em base anual em 2025 (2025 começa em um nível mais baixo vs. 2024).

Infraestrutura. Esperamos que a infraestrutura continue a dar suporte ao consumo de aço na China, principalmente porque os projetos aprovados neste ano começam a gerar demanda real. A perspectiva para investimentos em 2025 também é promissora, especialmente em relação a projetos verdes e setores tradicionais como estradas, pontes e ferrovias. Observamos que a China está planejando emitir

uma cota substancial de títulos locais especiais em 2025. Embora parte dessa cota possa ser usada para pagar dívidas, também acreditamos que uma parcela significativa pode ser alocada para financiar gastos com infraestrutura.

Manufatura e maquinário. Esperamos que a demanda por Manufatura e maquinário continue a aumentar, apoiada pelos programas de troca em andamento. Além disso, a alta taxa de poupança atual oferece potencial para aumento do consumo doméstico assim que a confiança do consumidor se recuperar. Do lado negativo, observamos que as tarifas comerciais podem representar desafios para as exportações.

Ex-China. Esperamos que a demanda por aço (ex-China) experimente uma trajetória de crescimento positiva em 2025 (+2%). A World Steel Association prevê um aumento de 4,2% na demanda por aço para mercados emergentes (exceto China), impulsionado por investimentos significativos em infraestrutura e tendências de urbanização, particularmente na Índia (aumento de +8,5% na demanda). Os EUA e a Europa também devem ver um crescimento de 1,9% na demanda por aço, apoiado por investimentos em infraestrutura e uma recuperação na manufatura. Além disso, regiões como Sudeste Asiático, Oriente Médio e Norte da África devem se beneficiar da urbanização em andamento e de projetos de infraestrutura em larga escala.

Previsão de preço. No geral, prevemos que a HRC de exportação chinesa, o vergalhão de exportação turco e o vergalhão dos EUA tenham uma média de US\$ 515/t, US\$ 570/t e US\$ 815/t em 2025, em comparação aos níveis spot atuais de US\$ 459/t, US\$ 563/t e US\$ 799/t, respectivamente.

Minério de Ferro

Ajustamos nossas estimativas de preço do minério de ferro para US\$ 100/tonelada em média em 2025 (vs. US\$ 105/tonelada anteriormente, US\$ 97/tonelada spot e US\$ 110/tonelada em 2024). Esperamos que os preços permaneçam sustentados em níveis sólidos, apoiados por um mercado equilibrado e sentimento potencialmente melhor na China. Conforme mencionado anteriormente, esperamos que a produção de aço (exceto China) seja de +2% em 2025, enquanto a produção chinesa deve reverter para cima em cerca de 1% em 2025. Ao mesmo tempo, o lado da oferta da equação para o minério de ferro deve permanecer estável em geral, sem adições de capacidade relevantes programadas para o próximo ano (Simandou não deve chegar ao mercado muito antes de 2026).

Empresas

CSN Mineração: Neutro (preço-alvo de R\$ 5,00/ação).

Mantemos a recomendação de CMIN3 como Neutra e revisamos nosso preço-alvo para R\$ 5,00/ação para 2025 (de R\$ 6,00/ação para 2024), principalmente porque incorporamos um custo de capital mais alto e previsões de preços mais baixos do minério de ferro em nosso modelo. Esperamos que a produção de minério de ferro atinja 43 milhões de toneladas em 2025 (embora as compras de terceiros possam representar mais de 20% ou 10 milhões), gerando um EBITDA anual de R\$ 4,7 bilhões (-12% em base anual). Apesar de nossas expectativas de um desempenho operacional sólido em 2025, preferimos esperar nos bastidores, pois maiores requisitos de capex (R\$ 2,8 bilhões) podem manter a geração de FCF (fluxo de caixa livre) sob pressão. Também destacamos que a empresa é negociada a uma avaliação *premium* de 5,8x EV/EBITDA 2025e — implicando um prêmio de 57% sobre a Vale.

Revisão de Estimativas:

Antiga vs Nova - CSN Mineração		2023A	2024E	2025E	2026E
Receita Líquida (R\$ milhões)	Nova		12.456	12.017	12.865
	Antiga	17.054	13.819	14.539	13.417
	Δ (%)		-9,9%	-17,3%	-4,1%
EBITDA Ajustado (R\$ milhões)	Nova		5.383	4.740	4.785
	Antiga	7.863	6.735	6.891	6.009
	Δ (%)		-20,1%	-31,2%	-20,4%
Margem EBITDA (%)	Nova		43,2%	39,4%	37,2%
	Antiga	46,1%	48,7%	47,4%	44,8%
	Δ (%)		-5,5 pp	-8,0 pp	-7,6 pp
Lucro Líquido (R\$ milhões)	Nova		2.999	3.113	2.697
	Antiga	3.569	3.990	4.017	2.995
	Δ (%)		-25,0%	-24,0%	-10,0%
Dívida Líquida (R\$ milhões)	Nova		-5.225	58	4.342
	Antiga	-1.617	1.307	4.893	7.251
	Δ (%)		-500,0%	-99,0%	-40,0%
Dívida Líquida/EBITDA (x)	Nova		-1,0	0,0	0,9
	Antiga	-0,2	0,2	0,7	1,2
	Δ (%)		-600%	-98%	-25%

Fonte: Companhia e Bradesco BBI

CSN: NEUTRA (preço-alvo de R\$ 9,00/ação).

Mantemos a CSN com recomendação Neutra e novo preço-alvo de R\$ 9,00/ação para 2025 (vs. R\$ 15,00/ação para 2024 anteriormente), pois incorporamos: (i) um maior custo de capital, (ii) previsões mais baixas de preços de minério de ferro e (iii) resultados mais fracos em sua divisão de aço em nosso modelo. No lado da mineração, esperamos EBITDA de R\$ 4,7 bilhões para 2025, queda de 11% em base anual, em função de preços mais fracos de minério de ferro e custos mais altos. Em relação à divisão de aço, esperamos uma ligeira recuperação das mínimas de 2024 com margens tendendo a cerca de 9% em 2025 vs 6% em 2024 — já que um melhor desempenho operacional pode ser parcialmente compensado por uma combinação de demanda/preços mais fracos e custos de insumos mais altos. Também esperamos que o crescimento do volume no mercado doméstico desacelere materialmente (+2% em base anual vs. +12% em 2024), refletindo uma perspectiva econômica mais tímida. Em cimento, prevemos que os resultados permanecerão sólidos, com volumes aumentando mais 3% em base anual e margem EBITDA com média robusta de 30%. No geral, estimamos o EBITDA da CSN em R\$ 10,1 bilhões em 2025 vs R\$ 9,5 bilhões em 2024, já que uma recuperação nas margens de aço e melhores resultados de cimento podem ajudar a compensar resultados mais fracos em sua divisão de mineração. Na avaliação, a empresa está sendo negociada a 5,1x EV/EBITDA 25e, dentro de níveis justos. Também observamos que os altos requisitos de capex da CSN (R\$ 6,8 bilhões, segundo estimativas do BBI) devem dificultar a geração de FCF, enquanto as incertezas de alocação de capital relacionadas a iniciativas de crescimento nos negócios de aço e cimento podem continuar a pesar no desempenho das ações.

Revisão de Estimativas:

Antiga vs Nova - CSN		2023A	2024E	2025E	2026E
Receita Líquida (R\$ milhões)	Nova		43.121	44.887	48.039
	Antiga	45.438	41.391	43.035	42.255
	Δ (%)		4,2%	4,3%	13,7%
EBITDA Ajustado (R\$ milhões)	Nova		9.514	10.081	10.832
	Antiga	11.907	10.795	11.445	11.005
	Δ (%)		-11,9%	-11,9%	-1,6%
Margem EBITDA (%)	Nova		22,1%	22,5%	22,5%
	Antiga	26,2%	26,1%	26,6%	26,0%
	Δ (%)		-4,0 pp	-4,1 pp	-3,5 pp
Lucro Líquido (R\$ milhões)	Nova		-2.097	1.544	1.527
	Antiga	403	1.181	2.988	2.238
	Δ (%)		-277,6%	-48,3%	-31,8%
Dívida Líquida (R\$ milhões)	Nova		32.574	33.937	36.619
	Antiga	27.280	33.289	34.167	35.017
	Δ (%)		-2,1%	-0,7%	4,6%
Dívida Líquida/EBITDA (x)	Nova		3,4	3,4	3,4
	Antiga	2,3	3,1	3,0	3,2
	Δ (%)		11%	13%	6%

Fonte: Companhia e Bradesco BBI

GERDAU: NEUTRO (preço-alvo de R\$ 19,00/ação).

Rebaixamos a recomendação de Gerdau para Neutro (de Compra) e reduzimos nosso preço-alvo para 2025 para R\$ 19,00/ação (vs. R\$ 25,00/ação anteriormente), refletindo: (i) um maior custo de capital no Brasil e (ii) um menor momento de lucros nos EUA e no Brasil. No Brasil, acreditamos que estamos nos aproximando do pico do ciclo do aço com uma perspectiva de maiores taxas de juros e incertezas econômicas, sugerindo crescimento mais lento — também notamos que a demanda doméstica por aço longo cresceu 6% em base anual em 11M24 ou 20% acima dos níveis pré-pandemia. Ao mesmo tempo, iniciativas de corte de custos foram totalmente implementadas até 2024, implicando ganhos limitados de lucratividade nos próximos trimestres. Em geral, esperamos um EBITDA na divisão brasileira de R\$ 4,5 bilhões, com uma margem de 16%. Nos EUA, esperamos que o EBITDA se deteriore ainda mais no 4T24, refletindo a sazonalidade mais fraca e preços mais baixos, com a lucratividade esperada para se recuperar apenas ligeiramente durante 2025. Para 2025, esperamos um EBITDA nos EUA de R\$ 3,8 bilhões, com uma margem EBITDA de 14% (vs. 19% em 2024). Quanto aos aços especiais, notamos que o mercado automotivo nos EUA continua desafiador, enquanto o mercado brasileiro pode desacelerar em 2025 em meio a um ambiente macro mais suave. No geral, esperamos que a Gerdau entregue um EBITDA de R\$ 11,0 bilhões em 2025 (vs. um consenso de R\$ 12,0 bilhões). Sobre a avaliação, embora observemos que a empresa está sendo negociada ligeiramente abaixo dos níveis históricos (3,8x EV/EBITDA 2025e vs. uma média de 5 anos de 4,5x), não vemos espaço para uma reclassificação neste momento, dado o momento mais fraco dos lucros em todas as regiões, a falta de gatilhos no Brasil e a geração tímida de FCF. Além disso, observamos que o FCF da Gerdau pode ser prejudicado por requisitos de capex ainda altos e números de EBITDA fracos, levando-a a um rendimento de FCF 2025e de 3,7%. Também achamos que a empresa vem adotando uma postura mais conservadora em relação à alocação de capital, o que implica que seu rendimento de dividendos pode permanecer abaixo do potencial, apesar de um balanço sólido (estimamos a dívida líquida 2025e em R\$ 4,1 bilhões vs. um limite implícito de aproximadamente R\$ 7,0 bilhões — considerando sua meta de dívida bruta de R\$ 12,0 bilhões e um mínimo teórico de R\$ 5,0 bilhões em dinheiro).

Revisão de Estimativas:

Antiga vs Nova - Gerdau		2023A	2024E	2025E	2026E
Receita Líquida (R\$ milhões)	Nova		67.069	70.889	73.797
	Antiga	68.916	67.393	70.546	70.836
	Δ (%)		-0,5%	0,5%	4,2%
EBITDA Ajustado (R\$ milhões)	Nova		11.007	11.019	11.528
	Antiga	13.504	11.673	13.189	12.854
	Δ (%)		-5,7%	-16,5%	-10,3%
Margem EBITDA (%)	Nova		16,0%	16,0%	16,0%
	Antiga	20,0%	17,0%	19,0%	18,0%
	Δ (%)		-0,9 pp	-3,1 pp	-2,5 pp
Lucro Líquido (R\$ milhões)	Nova		5.154	4.042	4.002
	Antiga	7.519	5.414	5.667	5.002
	Δ (%)		-4,8%	-28,7%	-20,0%
Dívida Líquida (R\$ milhões)	Nova		4.102	4.079	3.441
	Antiga	5.550	3.768	2.902	2.107
	Δ (%)		8,9%	40,6%	63,3%
Dívida Líquida/EBITDA (x)	Nova		0,4	0,4	0,3
	Antiga	0,4	0,3	0,2	0,2
	Δ (%)		15%	68%	82%

Fonte: Companhia e Bradesco BBI

USIMINAS: NEUTRO (preço-alvo de R\$ 6,00/ação).

Rebaixamos a recomendação da Usiminas para Neutro (de Compra) com um preço-alvo para 2025 de R\$ 6,00/ação (vs. R\$ 11,00/ação para 2024 anteriormente). Apesar da recente queda no preço das ações, acreditamos que uma combinação de visibilidade ainda baixa sobre a evolução dos custos e uma economia brasileira em desaceleração dificultará uma potencial reclassificação neste momento. Agora estimamos o crescimento do volume doméstico em +1,0% em base anual em 2025 (vs. +3% anteriormente) e esperamos que os custos do aço permaneçam estáveis no mesmo período (vs. -8% anteriormente). Quanto à divisão de minério de ferro, esperamos volumes de 8,6 milhões de toneladas em 2025, já que a unidade de tratamento de minério Leste de cerca de 1 milhão de toneladas agora deve permanecer off-line pelo menos até o 2S25. No geral, esperamos um EBITDA de minério de ferro de R\$ 370 milhões em 2025, levando a um EBITDA consolidado de R\$ 2,2 bilhões (contra um consenso de R\$ 2,7 bilhões). Na avaliação, a Usiminas está sendo negociada a 4,6x EV/EBITDA 2025e (em linha com sua média de 5 anos de 4,5x), sem gatilhos de curto prazo e um rendimento de FCF negativo.

Revisão de Estimativas:

Antiga vs Nova - Usiminas		2023A	2024E	2025E	2026E
Receita Líquida (R\$ milhões)	Nova		25.582	25.464	27.341
	Antiga	27.638	24.776	25.147	25.267
	Δ (%)		3,3%	1,3%	8,2%
EBITDA Ajustado (R\$ milhões)	Nova		1.670	2.170	2.899
	Antiga	1.319	2.600	3.638	4.230
	Δ (%)		-35,8%	-40,4%	-31,5%
Margem EBITDA (%)	Nova		7,0%	9,0%	11,0%
	Antiga	5,0%	10,0%	14,0%	17,0%
	Δ (%)		-4,0 pp	-5,9 pp	-6,1 pp
Lucro Líquido (R\$ milhões)	Nova		-63	62	721
	Antiga	1.391	305	1.373	1.658
	Δ (%)		-120,7%	-95,5%	-56,5%
Dívida Líquida (R\$ milhões)	Nova		-151	898	1.024
	Antiga	-89	1.332	1.166	509
	Δ (%)		-111,3%	-23,0%	101,2%
Dívida Líquida/EBITDA (x)	Nova		-0,1	0,4	0,4
	Antiga	-0,1	0,5	0,3	0,1
	Δ (%)		-118%	29%	194%

Fonte: Companhia e Bradesco BBI

VALE: COMPRA (preço-alvo de R\$ 78,00/ação)

Mantemos a recomendação de Compra para as ações da Vale (nossa Top Pick), com um preço-alvo de R\$ 78,00/ação (agora a nossa única recomendação de Compra no setor). Esperamos que a empresa continue apresentando um desempenho operacional saudável nos próximos trimestres, especialmente na divisão de minério de ferro. Além disso, notamos que importantes pendências para a história bottom-up da Vale foram removidas (por exemplo, o acordo de Mariana, o novo CEO e as concessões ferroviárias). Enquanto isso, de um ponto de vista macro, vemos riscos limitados de baixa para os preços do minério de ferro nos níveis atuais, especialmente devido às adições limitadas de oferta em 2025 e aos custos marginais da indústria na faixa de US\$ 90-100/tonelada. No geral, esperamos que o EBITDA da Vale para 2025 seja de US\$ 16,4 bilhões. Na avaliação, vemos a empresa sendo negociada a um rendimento de FCF de 15% e 3,7x EV/EBITDA 2025e, o que é atraente em nossa visão.

Revisão de Estimativas:

Antiga vs Nova - Vale		2023A	2024E	2025E	2026E
Minério de Ferro - Platts 62% (US\$/tonelada)	Nova		110	100	100
	Antiga	120	109	105	100
	Δ (%)		0,9%	-4,8%	0,0%
Preço Realizado (US\$/wmt)	Nova		94	89	90
	Antiga	108	96	96	92
	Δ (%)		-1,9%	-7,2%	-2,1%
Minério de Ferro (mt)	Nova		308	323	343
	Antiga	301	314	332	343
	Δ (%)		-1,9%	-2,7%	0,0%
Receita Líquida (US\$ milhões)	Nova		37.832	38.052	40.726
	Antiga	41.784	39.125	42.526	43.447
	Δ (%)		-3,3%	-10,5%	-6,3%
EBITDA - Pro Forma (US\$ milhões)	Nova		15.778	16.374	18.188
	Antiga	19.044	15.595	17.919	17.447
	Δ (%)		1,2%	-8,6%	4,2%
Margem Ebitda (%)	Nova		42%	43%	45%
	Antiga	46%	40%	42%	40%
	Δ (%)		1,8 pp	0,9 pp	4,5 pp
Dívida Líquida/EBITDA (x)	Nova		1,0	0,8	0,6
	Antiga	0,8	1,1	0,7	0,5
	Δ (%)		-8,8%	21,0%	17,2%

Fonte: Companhia e Bradesco BBI



Região Metropolitana (RJ e SP)
4004 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

ECONOMIA

Dalton Gardimam

Economista – Chefe

Maria Clara W. F. Negrão

Economista, CNPI

RESEARCH ÁGORA

José Francisco Cataldo Ferreira

CNPI – Superintendente de Research

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Ricardo Faria França

CNPI – Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles

CNPI – Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço

CNPI – Analista de Investimentos

Renato Cesar Chanes

CNPI – Analista de Investimentos

José Ricardo Rosalen

CNPI-P – Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte

Analista Assistente de Investimentos

ANÁLISE GRÁFICA

Ernani T. Reis

CNPI-T – Analista Gráfico

Henrique Procopio Colla

CNPI-P – Analista de Investimentos

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade

/ Seus investimentos merecem um time Classe Ágora \



Acompanhe nossas redes sociais



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.

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 CTVM:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A., uma empresa gerenciada pela Cosan S.A. O Banco Bradesco S.A. detentor do Bradesco BBI e da Ágora CTVM, tem participação acionária indireta em Log Commercial Properties, Vitru e Zamp S.A.

Ágora, 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 pode prestar serviços relacionados a assessoria financeira/M&A para a(s) companhia(s) mencionada(s) neste relatório.

Bradesco BBI está participando como coordenador na Oferta Pública de Valores Mobiliários de B3 S.A.

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: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Americanas S.A., Assaí S.A., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisanet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cogna S.A., Cosan S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Localiza S.A., Movida S.A., Multiplan S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Tupy S.A., VALE S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru S.A. e Yduqs S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora CTVM participou, como instituição intermediária, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Assaí S.A., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisanet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cemig S.A., Cogna S.A., Cosan S.A., CSN S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobrás S.A., Eletromidia S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Jalles Machado S.A., Localiza S.A., Movida S.A., Multiplan S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Santos Brasil S.A., Tupy S.A., VALE S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru S.A. e Yduqs S.A.

A Ágora CTVM recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A., Enjoei S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).