

13 de dezembro de 2021



Metais e Mineração

Reiterando a Nossa Preferência por Aço vs. Minério de Ferro
Atualizando Estimativas e Preços-Alvo

Metais e Mineração

Reiterando a Nossa Preferência por Aço vs. Minério de Ferro

Atualizando Estimativas e Preços-Alvo

Rafael Barcellos; Arthur Biscuola

Resumo: Atualizamos a nossa perspectiva para o setor de Siderurgia & Mineração, especificamente nossas previsões de preços de metais, modelos de oferta/demanda e estimativas em todo o nosso universo de cobertura de Siderurgia & Mineração na América Latina. Reiteramos a nossa preferência relativa pelo aço em relação ao minério de ferro e, com isso, a Gerdau continua sendo a nossa *Top Pick* do setor. Observamos que as siderúrgicas brasileiras tiveram um desempenho inferior ao de seus pares globais em 2021 (-16% em dólar vs. pares +63%), o que expôs o valor relativo para o setor, em nossa opinião. Embora vejamos um melhor equilíbrio de risco/retorno para as ações da Gerdau, também temos uma visão positiva para as ações da Usiminas, que parecem excessivamente descontadas, com o setor automotivo fornecendo um potencial de alta para nossas estimativas de 2022. Em nossa opinião, os preços do aço relativamente sustentáveis poderiam desbloquear *upside* de preços para as empresas sob nossa cobertura. Quanto às mineradoras da América Latina, esperamos poucos catalisadores no curto prazo, visto que vemos riscos negativos nos preços do cobre e acreditamos que a produção de aço mais fraca na China em meio a abundantes estoques de minério de ferro nos portos pode continuar pressionando os preços do minério de ferro. No entanto, mantemos a nossa recomendação de "Compra" em Vale, pois acreditamos que seu *valuation* atraente pode fornecer um ponto de entrada interessante dada a premissa de melhor momento para o minério de ferro em meados do 1S22.

Ajustando estimativas. Estamos fazendo pequenos ajustes nas nossas perspectivas e nos preços-alvo dos ativos analisados. Em média, nossas estimativas de EBITDA para 2022 estão mudando em 1%.

Siderúrgicas brasileiras performando abaixo do desempenho de seus pares internacionais. No ano, as siderúrgicas brasileiras tiveram um desempenho inferior ao de seus pares globais (+63% vs. -16% em dólares). Ao nosso ver, essa fraca atuação relativa abriu boas oportunidades ao investimento no setor ao passo que continuamos a ver uma demanda saudável e bons fundamentos para os preços em 2022. Nesse sentido, preferimos a Gerdau (*Top Pick*) devido ao seu melhor equilíbrio de risco e retorno, dada a sua exposição à fabricação de vergalhões e à sua presença geográfica diversificada. Adicionalmente, temos uma recomendação de "Compra" em Usiminas, que parecem estar excessivamente descontadas por apresentarem um *yield* estimado de fluxo de caixa livre (FCF) de 32%, além de que os preços cobrados para as montadoras de automóveis

(que representam 33% das vendas de aço) podem ser um catalisador de alta para os seus ativos.

Falta de catalisadores para as mineradoras da América Latina? Esperamos que os catalisadores permaneçam escassos para as mineradoras da América Latina no curto-prazo, tendo em vista que vemos riscos de baixa nos preços do cobre e que acreditamos numa produção mais fraca de aço na China, o que pode continuar a pesar sobre os preços do minério de ferro. No entanto, mantemos nossa recomendação de “Compra” em Vale, pois acreditamos que o seu *valuation* descontado forneça um bom ponto de entrada para potenciais preços mais atrativos do minério de ferro em meados do 1S22. Sendo assim, nossos preços médios de minério de ferro e de cobre para 2022 permaneceram estáveis em US\$ 105 por tonelada e US\$ 4,1 por libra, respectivamente.

Reiterando nossas preferências. A Gerdau permanece a nossa *Top Pick* do setor, seguida pela Usiminas.

Estratégia de Investimentos

Aço na América Latina: incertezas surgindo? Favorecemos o aço em relação ao minério de ferro. Temos uma visão positiva sobre o setor de aço no Brasil, pois acreditamos que a demanda se estabilizará em níveis fortes. No cenário doméstico, nosso modelo de paridade de preços sugere um risco limitado de baixa, enquanto as recentes revisões em baixa do PIB brasileiro podem representar um risco de baixa na demanda doméstica. Nessa análise, estimamos que cada movimento de 2% nos preços do aço irá afetar o EBITDA dos produtores nacionais em 2-6%, sendo a Usiminas a mais afetada, ao nosso ver. Apesar dos temores de desaceleração da demanda por aço no Brasil, continuamos positivos, pois: (i) esperamos que a demanda da construção civil permaneça sólida; e (ii) a demanda do setor automotivo representa um potencial de alta para 2022 (uma vez que a escassez de semicondutores e de componentes poderia melhorar e destravar uma produção automotiva mais forte). Assim, mantemos a Gerdau como a nossa *Top Pick*, seguido pela Usiminas, dada nossa preferência por vergalhões em relação aos aços planos. Além disso, observamos que as siderúrgicas brasileiras tiveram um desempenho inferior ao de seus pares globais no ano, o que, na nossa visão, abriu uma oportunidade de compra pelo *gap* de *valuation* gerado em uma base relativa. Portanto, preferimos Gerdau devido ao melhor equilíbrio de risco-retorno, já que a empresa tem mais exposição a vergalhões e uma presença geográfica diversificada (os EUA respondem por quase 30% do seu EBITDA). Adicionalmente, temos uma recomendação de “Compra” em Usiminas, que parecem excessivamente descontadas (com um *yield* de FCF em 32%, estimado em 2022), além de que os preços cobrados para as montadoras (que representam 33% das vendas de aço) podem ser um catalisador de alta para os ativos. Quanto à CSN, acreditamos que a empresa parece estar excessivamente descontada, principalmente após a recente queda das ações, mas há uma ausência de catalisadores de curto prazo. Ademais, sua dinâmica dos lucros deve ser impactada, em meio às adversidades do minério de ferro e dos custos no curto prazo.

Aço na América Latina: riscos de alta e de baixa para as nossas estimativas. Os riscos de alta incluem: (i) demanda de aço melhor do que o esperado, principalmente no segmento de vergalhões; e (ii) preços internacionais mais fortes do que o esperado. Os riscos de baixa incluem: (i) demanda de aço mais fraca do que o esperado; (ii) preços internacionais abaixo do esperado; e (iii) redução ou eliminação das tarifas de importação de aço no Brasil.

Mineração na América Latina: *valuations* atraentes, mas sem catalisadores de curto prazo. Esperamos que os catalisadores permaneçam escassos para as mineradoras da América Latina no curto-prazo, tendo em vista que vemos riscos de baixa para os preços do cobre e que acreditamos numa produção mais fraca de aço na China, o que pode continuar a pesar sobre os preços do minério de ferro. Contudo, continuamos a recomendar a “Compra” de Vale e de CSN Mineração. Isso ocorre devido ao fato de

acreditamos que as ações estão precificadas de forma atrativa em relação aos nossos preços-alvo e, após a recente correção no preço das ações, foi criado um ponto de entrada para potenciais preços mais atrativos do minério de ferro em meados do 1S22 e dados os fundamentos de longo prazo do cobre.

Vale (recomendação de “Compra”). Acreditamos que a recente liquidação das ações da Vale foi rapidamente precificada em conjunto com uma deterioração nos fundamentos do minério de ferro. Além disso, observamos que o desconto da Vale em relação aos seus pares internacionais aumentou recentemente para cerca de 32% (contra 20%, entre agosto e setembro). Adicionalmente, esperamos que a produção de minério de ferro da Vale ficará próximo do nível mais baixo, de 315-335 milhões de toneladas estimado em seu *guidance* de 2021, atingindo 343 milhões de toneladas em 2022. Apesar da nossa expectativa de que a produção da Vale seja normalizada gradualmente (perto de 400 milhões de toneladas, de acordo com nossos cálculos) até 2023-24, observamos que nossas previsões de produção de 2021 e 2022 permanecem cerca de 20% e 10% abaixo dos níveis pré-Brumadinho, respectivamente. Assim, isso reforça nossa visão de uma oferta “apertada” de minério de ferro nos próximos dois anos. Por outro lado, acreditamos que a pressão dos preços do minério de ferro pode continuar a ser um “vento” contrário significativo no curto prazo, pesando no desempenho das ações da Vale (falta de catalisadores). No entanto, mantemos a nossa recomendação de “Compra” em Vale, pois acreditamos que o seu *valuation* descontado fornece um bom ponto de entrada para potenciais preços mais atrativos do minério de ferro em meados do 1S22. Projetamos o EBITDA da Vale em US\$ 26 bilhões (negociando a 2,8x EV/EBITDA - 2022E), implicando um *yield* de FCF de 19% e um *dividend yield* de 10% (considerando apenas os dividendos mínimos). Também observamos que, com os preços do minério de ferro tendendo a ficar acima do seu custo marginal por um longo período, acreditamos que a Vale continuará com um robusto FCF (dado seu ponto de equilíbrio atual de US\$ 50 por tonelada, com potencial para voltar a US\$ 35 por tonelada nos próximos trimestres, ao nosso ver).

Empresas de mineração na América Latina: potenciais de alta e riscos de baixa para as nossas estimativas. Os potenciais de alta incluem: (i) demanda maior que a esperada de cobre e de minério de ferro; e (ii) restrições na oferta e incertezas persistindo por mais tempo. Os riscos de baixa incluem: (i) demanda menor que a esperada de cobre e de minério de ferro, principalmente na China; (ii) quantidade ofertada acima do esperado; e (iii) mudanças nas regulamentações de mineração, de *royalties* e tributárias.

Gerdau (GGBR4)

Aumentando o Preço-Alvo de R\$38,00 para R\$39,00 (2022E)

Rafael Barcellos; Arthur Biscuola

Tese de Investimento: Mantemos a Gerdau como a nossa Top Pick do setor devido à sua boa relação de risco e retorno, já que a empresa tem grande exposição a vergalhões e uma presença geográfica mais diversificada (os EUA correspondem por quase 30% de seu EBITDA). Além disso, observamos que as siderúrgicas brasileiras tiveram desempenho inferior ao de seus pares globais no ano, com a Gerdau apresentando um amplo desconto no múltiplo EV/EBITDA em relação aos seus pares, como a Nucor (quase 30% de desconto no EV/EBITDA ante à média histórica de 15%).

Ajustando Estimativas. Ajustamos as nossas estimativas para ficarmos a par com os resultados operacionais mais recentes da companhia, as premissas macroeconômicas do Santander e as nossas novas projeções de preços dos metais. Como resultado, estamos aumentando nosso preço-alvo para R\$ 39,00 (contra os R\$ 38,00 anteriores).

Projeções para 2022. Estimamos um *yield* médio de FCF em 28% e um múltiplo EV/EBITDA de 2,9x, com base no EBITDA estimado de R\$ 15,00 bilhões (todos referentes a 2022E). Observamos que a Gerdau tem uma forte diversificação geográfica e esperamos que sua divisão na América do Norte continue a apresentar resultados sólidos, com margens EBITDA persistindo próximas aos níveis recordes até 2022.

Santander Equity Research

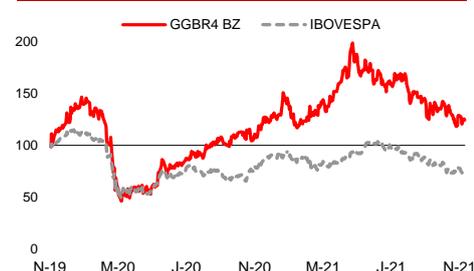
Metals e Mineração

13 de dezembro de 2021

Compra

Preço-Alvo: R\$ 39,00

Desempenho de Preços (R\$)



Gerdau

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	43,815	75,720	68,164	46,306
YoY change (%)	10.5	72.8	(10.0)	(32.1)
Gross Profit	5,931	20,142	13,424	5,886
YoY change (%)	41.1	239.6	(33.4)	(56.2)
EBITDA	7,690	22,115	15,090	8,120
YoY change (%)	34.6	187.6	(31.8)	(46.2)
As % of Revenue	17.6	29.2	22.1	17.5
Operating Income	5,450	20,037	12,145	4,978
YoY change (%)	69.8	267.6	(39.4)	(59.0)
As % of Revenue	12.4	26.5	17.8	10.7
Financial Results	(1,254)	(1,044)	(617)	191
Taxes	(1,108)	(5,491)	(3,308)	(1,640)
Net Profit	2,780	14,765	9,306	4,613
YoY change (%)	129.9	431.1	(37.0)	(50.4)
As % of Revenue	6.3	19.5	13.7	10.0
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	2,499	2,650	2,944	3,142
Other Noncash Items	445	(388)	0	0
Changes in Working Capital	(511)	(9,175)	2,649	3,284
Operating Cash Flow	6,408	8,237	14,899	11,040
Capital Expenditures	(1,650)	(3,400)	(3,000)	(3,061)
Free Cash Flow	4,758	4,838	11,899	7,979
Other Invest./Divestments	(580)	(86)	0	0
Change in Debt	0	0	0	0
Dividends	(496)	(3,564)	(2,692)	(1,299)
Capital Increases/Other	(1,998)	(1,193)	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	7,658	9,071	18,277	24,957
Current Assets	23,409	35,556	40,841	43,977
Fixed Assets	33,066	35,750	35,806	35,725
Total Assets	63,123	76,352	81,693	84,748
Current Liabilities	32,263	33,629	32,972	31,174
Long-Term Liabilities	32,263	33,629	32,972	31,174
Shareholders' Equity	30,860	42,723	48,721	53,574
Total Financial Debt	17,515	17,307	17,923	16,385
ST Debt	1,432	753	773	723
LT Debt	16,084	16,554	17,149	15,662
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	9,857	8,237	(354)	(8,573)
Capital Employed	43,660	53,917	51,324	47,959
Net Debt/EBITDA	1.3	0.4	(0.0)	(1.1)
Net Debt/Equity	0.3	0.2	(0.0)	(0.2)
Capex/Revenue (%)	3.8	4.5	4.4	6.6
Int Cover (%)	5.3	16.4	10.7	6.4
Dividend Payout (%)	41.0	128.2	18.2	14.0
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	9.6	40.1	20.4	9.0
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	15.2	2.9	4.6	9.2
P/CE	n/m	3.5	6.7	29.0
FV/EBITDA	6.8	2.3	2.8	4.2
FV/EBIT	9.3	2.4	3.2	5.6
FV/Revenue	1.2	0.7	0.6	0.7
P/BV	1.4	1.0	0.9	0.8
FCF Yield (%)	11.3	11.3	27.9	18.7
Div Yield (%)	1.2	8.4	6.3	3.0
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	2.27	11.81	7.33	3.64
DPS	-	-	-	-
BVPS	17.95	24.84	28.33	31.15

Usiminas (USIM5)

Preço-Alvo Permanece Inalterado em R\$22,50 (2022E)

Rafael Barcellos; Arthur Biscuola

Tese de Investimento: Mantemos nossa recomendação de "Compra" em Usiminas, uma vez que ela se encontra excessivamente descontada (com um yield de FCF em 32%, estimado para 2022), e suas negociações de preços com as montadoras (representam um terço das vendas de aço) podem fornecer potencial de alta adicional e um catalisador para a ação.

Ajustando Estimativas. Ajustamos as nossas estimativas para ficarmos a par com os resultados operacionais mais recentes da companhia, as premissas macroeconômicas do Santander e as nossas novas projeções de preços dos metais. Como resultado, nosso preço-alvo permanece inalterado em R\$ 22,50 (2022E).

Projeções para 2022. Esperamos que a Usiminas registre um EBITDA de aproximadamente R\$ 7,5 bilhões para 2022, sendo impulsionada por altos preços e por uma forte demanda doméstica de aços planos. Além disso, notamos potenciais de alta em nossas estimativas se a produção de automóveis no Brasil se recuperar mais rápido do que nossa expectativa.

Santander Equity Research

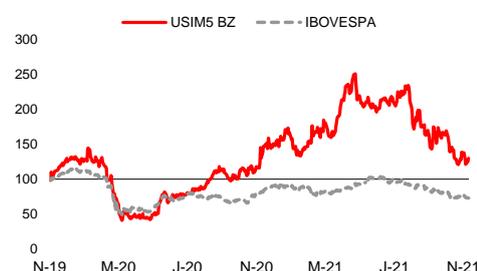
Metais e Mineração

13 de dezembro de 2021

Compra

Preço-Alvo: R\$ 22,50

Desempenho de Preços (R\$)



Usiminas

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	16,088	33,584	28,554	20,995
YoY change (%)	7.6	108.8	(15.0)	(26.5)
Gross Profit	3,257	11,643	7,569	4,058
YoY change (%)	73.7	257.5	(35.0)	(46.4)
EBITDA	3,194	11,228	7,523	4,573
YoY change (%)	61.8	251.6	(33.0)	(39.2)
As % of Revenue	19.9	33.4	26.3	21.8
Operating Income	2,769	11,083	6,140	3,018
YoY change (%)	258.6	300.3	(44.6)	(50.8)
As % of Revenue	17.2	33.0	21.5	14.4
Financial Results	(318)	590	(593)	(477)
Taxes	(554)	(1,695)	(1,707)	(962)
Net Profit	673	12,733	3,982	2,245
YoY change (%)	215.0	1,792.2	(68.7)	(43.6)
As % of Revenue	4.2	37.9	13.9	10.7
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	1,000	989	1,073	1,233
Other Noncash Items	765	246	150	(375)
Changes in Working Capital	969	(3,484)	1,439	(99)
Operating Cash Flow	3,759	5,942	6,645	3,005
Capital Expenditures	(799)	(1,479)	(1,600)	(2,400)
Free Cash Flow	2,961	4,463	5,045	605
Other Invest./Divestments	(680)	116	0	0
Change in Debt	0	0	0	0
Dividends	(68)	(1,491)	(1,125)	(618)
Capital Increases/Other	(222)	(6)	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	4,868	7,934	11,854	11,840
Current Assets	11,830	20,511	22,311	22,465
Fixed Assets	13,827	14,091	14,617	15,784
Total Assets	29,952	38,834	41,161	42,481
Current Liabilities	15,085	18,559	18,028	17,722
Long-Term Liabilities	15,085	18,559	18,028	17,722
Shareholders' Equity	14,867	20,275	23,132	24,759
Total Financial Debt	5,973	6,128	6,278	5,903
ST Debt	140	63	65	61
LT Debt	5,832	6,065	6,213	5,842
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	1,105	(1,806)	(5,576)	(5,937)
Capital Employed	21,325	25,010	24,097	25,363
Net Debt/EBITDA	0.3	(0.2)	(0.7)	(1.3)
Net Debt/Equity	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.2)
Capex/Revenue (%)	5.0	4.4	5.6	11.4
Int Cover (%)	5.5	16.5	9.9	6.5
Dividend Payout (%)	31.9	221.5	8.8	15.5
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	4.7	72.5	18.3	9.4
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	28.1	1.2	3.9	6.8
P/CE	-	1.3	5.3	15.2
FV/EBITDA	7.0	1.4	1.5	2.4
FV/EBIT	7.7	1.1	1.8	3.4
FV/Revenue	1.4	0.5	0.4	0.5
P/BV	1.3	0.8	0.7	0.6
FCF Yield (%)	15.7	29.1	32.9	3.9
Div Yield (%)	0.4	9.7	7.3	4.0
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.47	11.22	4.54	2.56
DPS	-	-	-	-
BVPS	11.86	16.18	18.46	19.76

CSN (CSNA3)

Preço-Alvo Permanece Inalterado em R\$41,00 (2022E)

Rafael Barcellos; Arthur Biscuola

Tese de Investimentos: Mantemos a nossa recomendação de "Compra" em CSN com base em seu *valuation* atraente (EV/EBITDA de 2,9x para 2022, contra uma média histórica de 7,0x). Contudo, ao nosso ver, o mercado não precificará o desconto dos seus ativos no curto prazo devido à falta catalisadores. Ademais, prevemos que a empresa apresentará lucros reduzidos no curto prazo em meio aos atuais preços mais baixos do minério de ferro e a custos elevados da companhia. Já por uma perspectiva positiva, esperamos que a divisão de aço da CSN apresente bons resultados operacionais, além de esperarmos um risco de baixa limitado para os preços do aço doméstico no curto prazo. Adicionalmente, vemos iniciativas ativas de crescimento nos seus segmentos de mineração e de cimento.

Ajustando Estimativas. Ajustamos as nossas estimativas para ficarmos a par com os resultados operacionais mais recentes da companhia, as premissas macroeconômicas do Santander e as nossas novas projeções de preços dos metais. Como resultado, nosso preço-alvo permanece inalterado em R\$ 41,00 (2022E).

Projeções para 2022. Esperamos que a CSN registre um EBITDA de R\$ 15,7 bilhões em 2022, impulsionado principalmente por sua divisão de aço, setor no qual esperamos que a demanda e que os preços permaneçam robustos. Também observamos que as iniciativas ativas de crescimento em suas atuações de mineração e de cimento representam potenciais de alta para as nossas estimativas.

Santander Equity Research

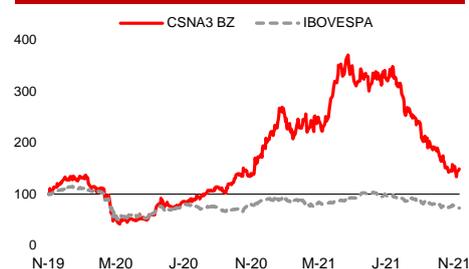
Metais e Mineração

13 de dezembro de 2021

Compra

Preço-Alvo: R\$ 41,00

Desempenho de Preços (R\$)



CSN

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	30,064	47,445	40,751	37,175
YoY change (%)	18.1	57.8	(14.1)	(8.8)
Gross Profit	10,939	22,181	15,573	9,615
YoY change (%)	33.6	102.8	(29.8)	(38.3)
EBITDA	11,500	22,173	15,743	10,030
YoY change (%)	58.6	92.8	(29.0)	(36.3)
As % of Revenue	38.3	46.7	38.6	27.0
Operating Income	8,430	19,276	12,461	6,511
YoY change (%)	58.1	128.6	(35.4)	(47.7)
As % of Revenue	28.0	40.6	30.6	17.5
Financial Results	(1,073)	(1,626)	(2,934)	(3,002)
Taxes	(626)	(4,655)	(2,858)	(1,053)
Net Profit	3,795	13,277	5,968	1,756
YoY change (%)	110.4	249.9	(55.0)	(70.6)
As % of Revenue	12.6	28.0	14.6	4.7
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	2,422	2,061	2,351	2,550
Other Noncash Items	(277)	154	0	0
Changes in Working Capital	3,970	3,920	(599)	(1,117)
Operating Cash Flow	9,577	18,141	7,721	3,189
Capital Expenditures	(1,698)	(2,648)	(10,719)	(4,970)
Free Cash Flow	7,879	15,494	(2,999)	(1,781)
Other Invest./Divestments	(166)	3,189	0	0
Change in Debt	0	0	0	0
Dividends	(309)	(3,785)	(1,714)	(414)
Capital Increases/Other	1,494	(6,066)	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	9,945	18,769	14,057	11,862
Current Assets	23,386	33,841	27,936	26,787
Fixed Assets	30,729	32,782	41,150	43,570
Total Assets	63,002	76,412	78,874	80,145
Current Liabilities	53,089	55,468	54,454	52,438
Long-Term Liabilities	53,089	55,468	54,454	52,438
Shareholders' Equity	9,913	20,944	24,420	27,708
Total Financial Debt	35,271	29,919	30,697	28,752
ST Debt	4,126	3,959	4,027	3,857
LT Debt	31,144	25,959	26,669	24,895
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	25,619	11,450	16,940	17,190
Capital Employed	42,221	41,709	50,015	52,883
Net Debt/EBITDA	2.2	0.5	1.1	1.7
Net Debt/Equity	2.6	0.5	0.7	0.6
Capex/Revenue (%)	5.6	5.6	26.3	13.4
Int Cover (%)	3.5	6.4	4.3	2.9
Dividend Payout (%)	17.2	99.7	12.9	6.9
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	37.8	86.1	26.3	6.7
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	11.9	2.2	5.0	16.9
P/CE	32.9	2.6	8.2	-
FV/EBITDA	6.7	2.0	3.2	5.0
FV/EBIT	14.9	2.3	4.3	8.6
FV/Revenue	2.6	1.0	1.2	1.3
P/BV	4.6	1.4	1.2	1.1
FCF Yield (%)	17.4	52.2	(10.1)	(6.0)
Div Yield (%)	0.7	12.8	5.8	1.4
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	2.73	9.57	4.30	1.27
DPS	-	-	-	-
BVPS	7.14	15.09	17.60	19.97

VALE (VALE3)

Reduzindo o Preço-Alvo de R\$108,00 para R\$105,00 (2022E)

Rafael Barcellos; Arthur Biscuola

Tese de Investimentos: Acreditamos que a recente liquidação das ações da Vale foi rapidamente precificada em conjunto com uma deterioração nos fundamentos do minério de ferro. Além disso, observamos que o desconto da Vale, em relação aos seus pares internacionais, aumentou recentemente para cerca de 32% (contra 20% entre agosto e setembro). Sendo assim, mantemos a nossa recomendação de “Compra” em Vale, pois acreditamos que o seu *valuation* descontado fornece um bom ponto de entrada para potenciais preços mais atrativos do minério de ferro em meados do 1S22.

Ajustando Estimativas. Ajustamos as nossas estimativas para ficarmos a par com os resultados operacionais mais recentes da companhia, as premissas macroeconômicas do Santander e as nossas novas projeções de preços dos metais. Como resultado, estamos reduzindo o nosso preço-alvo para R\$105,00 (de R\$108,00 anteriores), mas a nossa recomendação de “Compra” permanece inalterada para 2022.

Projeções para 2022. Projetamos o EBITDA da Vale em US\$ 26 bilhões (negociando a 2,8x EV/EBITDA para 2022), implicando um *yield* de FCF de 19% e um *dividend yield* de 10% (considerando apenas os dividendos projetados em uma perspectiva conservadora). Também observamos que, com os preços do minério de ferro tendendo a ficar acima do seu custo marginal por um longo período, acreditamos que a Vale continuará a gerar um forte FCF (dado seu ponto de equilíbrio atual de US\$ 50 por tonelada, com potencial para voltar a US\$ 35 por tonelada nos próximos trimestres, ao nosso ver). Adicionalmente, prevemos que a produção de minério de ferro da Vale ficará próxima ao nível mais baixo, de 315-335 milhões de toneladas estimado em seu *guidance* de 2021, atingindo 343 milhões de toneladas em 2022. Apesar da nossa expectativa de que a produção da Vale se mova gradualmente em direção ao normal (perto de 400 milhões de toneladas, de acordo com nossos cálculos) até 2023-24, observamos que nossas previsões de produção de 2021 e 2022 permanecem cerca de 20% e 10% abaixo dos níveis pré-Brumadinho, respectivamente.

Santander Equity Research

Metais e Mineração

13 de dezembro de 2021

Compra

Preço-Alvo: R\$ 105,00

Desempenho de Preços (R\$)



Vale

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	206,326	274,513	270,569	228,070
YoY change (%)	39.2	33.0	(1.4)	(15.7)
Gross Profit	108,164	159,341	139,723	101,266
YoY change (%)	67.4	47.3	(12.3)	(27.5)
EBITDA	113,191	165,330	142,396	106,624
YoY change (%)	59.5	46.1	(13.9)	(25.1)
As % of Revenue	54.9	60.2	52.6	46.8
Operating Income	94,574	149,583	127,224	89,524
YoY change (%)	73.8	58.2	(14.9)	(29.6)
As % of Revenue	45.8	54.5	47.0	39.3
Financial Results	(14,993)	(9,773)	(8,508)	(6,679)
Taxes	(2,258)	(24,434)	(35,687)	(24,890)
Net Profit	25,166	102,676	83,269	58,076
YoY change (%)	n/m	308.0	(18.9)	(30.3)
As % of Revenue	12.2	37.4	30.8	25.5
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	16,674	15,872	17,999	18,776
Other Noncash Items	9,812	(7,086)	(726)	482
Changes in Working Capital	(18,386)	8,527	(7,250)	(1,102)
Operating Cash Flow	73,718	137,985	96,605	78,381
Capital Expenditures	(22,840)	(28,859)	(30,370)	(30,291)
Free Cash Flow	50,878	109,126	66,235	48,090
Other Invest./Divestments)	(1,114)	(14,487)	(7,731)	(6,448)
Change in Debt	25,779	0	0	0
Dividends	(17,272)	(76,963)	(33,913)	(26,774)
Capital Increases/Other	(22,381)	(25,404)	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	70,088	58,235	88,623	97,477
Current Assets	126,815	108,382	150,789	157,147
Fixed Assets	272,697	266,985	305,485	297,552
Total Assets	478,133	450,099	538,305	531,607
Current Liabilities	292,382	267,763	288,586	267,190
Long-Term Liabilities	292,382	267,763	288,586	267,190
Shareholders' Equity	185,751	182,336	249,719	264,417
Total Financial Debt	78,091	68,556	74,523	70,335
ST Debt	5,903	6,787	7,378	6,964
LT Debt	72,187	61,769	67,145	63,371
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	69,293	66,676	47,758	30,853
Capital Employed	275,248	268,961	314,937	307,480
Net Debt/EBITDA	0.6	0.4	0.3	0.3
Net Debt/Equity	0.4	0.4	0.2	0.1
Capex/Revenue (%)	11.1	10.5	11.2	13.3
Int Cover (%)	6.7	14.2	12.8	10.5
Dividend Payout (%)	(258.0)	318.9	32.2	33.0
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	14.4	54.9	37.2	22.5
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	18.3	3.3	4.0	5.8
P/CE	n/m	3.9	5.2	8.6
FV/EBITDA	4.6	2.5	2.7	3.5
FV/EBIT	6.1	2.8	3.0	4.0
FV/Revenue	2.5	1.5	1.4	1.6
P/BV	2.5	1.8	1.3	1.3
FCF Yield (%)	11.1	32.4	19.7	14.3
Div Yield (%)	3.8	22.9	10.1	8.0
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	5.23	25.72	22.67	16.25
DPS	-	-	-	-
BVPS	37.61	37.97	47.37	53.50

CSN Mineração (CMIN3)

Preço-Alvo Permanece Inalterado em R\$9,00 (2022E)

Rafael Barcellos; Arthur Biscuola

Case de Investimentos: Reiteramos a nossa recomendação de “Compra” em CSN Mineração, com base no potencial de alta no nosso antigo preço-alvo de R\$ 9,00, o que também é beneficiado pela nossa estimativa de que os preços do minério de ferro continuarão tendendo acima de US\$ 100 por tonelada em 2022. No entanto, observamos que catalisadores de curto prazo para as ações podem permanecer escassos em meio aos atuais preços baixos do minério de ferro e aos custos elevados da companhia.

Ajustando Estimativas. Ajustamos as nossas estimativas para ficarmos a par com os resultados operacionais mais recentes da companhia, as premissas macroeconômicas do Santander e as nossas novas projeções de preços dos metais. Como resultado, nosso preço-alvo permanece inalterado em R\$ 9,00 para 2022.

Projeções para 2022. Esperamos um EBITDA de R\$ 8,1 bilhões para 2022, seguindo nossa previsão de preço médio do minério de ferro em US\$ 105 por tonelada no próximo ano. Quanto à produção, esperamos chegar a 41 milhões de toneladas em 2022 (de 33 milhões de toneladas em 2021), impulsionadas por iniciativas de crescimento (projetos *brownfield*). Nesse sentido, vemos que as pressões de custo têm afetado os resultados operacionais recentemente, e esperamos que essa questão permaneça recebendo atenção no início de 2022.

Santander Equity Research

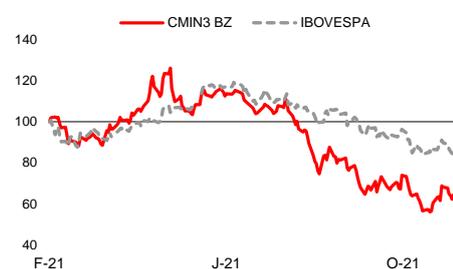
Metais e Mineração

13 de dezembro de 2021

Compra

Preço-Alvo: R\$ 9,00

Desempenho de Preços (R\$)



CSN Mineração

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	13,790	19,006	15,883	16,075
YoY change (%)	20.4	37.8	(16.4)	1.2
Gross Profit	8,309	11,113	7,771	3,745
YoY change (%)	17.2	33.7	(30.1)	(51.8)
EBITDA	8,143	11,297	8,099	4,328
YoY change (%)	38.0	38.7	(28.3)	(46.6)
As % of Revenue	59.1	59.4	51.0	26.9
Operating Income	6,254	9,891	7,178	3,157
YoY change (%)	19.2	58.2	(27.4)	(56.0)
As % of Revenue	45.4	52.0	45.2	19.6
Financial Results	(376)	(642)	(248)	(248)
Taxes	(1,759)	(3,121)	(2,079)	(873)
Net Profit	4,031	5,697	4,851	2,036
YoY change (%)	10.0	41.3	(14.9)	(58.0)
As % of Revenue	29.2	30.0	30.5	12.7
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	1,213	701	921	1,171
Other Noncash Items	136	517	0	0
Changes in Working Capital	1,250	2,082	(943)	(938)
Operating Cash Flow	5,829	10,086	4,829	2,270
Capital Expenditures	(702)	(1,546)	(4,484)	(3,858)
Free Cash Flow	5,127	8,540	345	(1,589)
Other Invest./(Divestments)	1,344	757	0	0
Change in Debt	0	0	0	0
Dividends	(2,380)	(3,770)	(3,881)	(1,629)
Capital Increases/Other	(263)	3,932	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	2,973	11,599	8,064	4,846
Current Assets	6,597	13,909	11,232	8,892
Fixed Assets	12,314	13,331	16,894	19,581
Total Assets	19,622	28,065	28,950	29,297
Current Liabilities	9,021	13,720	13,755	13,396
Long-Term Liabilities	9,021	13,720	13,755	13,396
Shareholders' Equity	10,602	14,345	15,195	15,902
Total Financial Debt	1,325	4,687	4,807	4,508
ST Debt	45	323	331	311
LT Debt	1,280	4,364	4,475	4,197
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	(1,648)	(6,912)	(3,257)	(338)
Capital Employed	12,060	11,597	15,442	18,398
Net Debt/EBITDA	(0.2)	(0.6)	(0.4)	(0.1)
Net Debt/Equity	(0.2)	(0.5)	(0.2)	(0.0)
Capex/Revenue (%)	5.1	8.1	28.2	24.0
Int Cover (%)	20.2	15.1	28.0	15.7
Dividend Payout (%)	64.9	93.5	68.1	33.6
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	40.4	45.7	32.8	13.1
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	-	5.8	6.8	16.3
P/CE	-	6.6	8.4	38.3
FV/EBITDA	-	2.3	3.7	7.6
FV/EBIT	-	2.7	4.2	10.4
FV/Revenue	-	1.4	1.9	2.0
P/BV	-	2.3	2.2	2.1
FCF Yield (%)	-	25.8	1.0	(4.8)
Div Yield (%)	-	11.4	11.7	4.9
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.72	1.02	0.87	0.36
DPS	-	-	-	-
BVPS	1.90	2.57	2.72	2.84

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Rafael Barcellos** e **Arthur Biscuola**, analistas de valor mobiliário credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2021 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados