



# Siderurgia & Mineração

Até que Ponto os Preços de Minério de Ferro Podem Cair?  
Ajustando Estimativas e Preços-Alvos: Gerdau é a Nova *Top Pick*;  
Elevando a Recomendação de Usiminas para “Compra”

# Siderurgia & Mineração

## Até que Ponto os Preços de Minério de Ferro Podem Cair?

Ajustando Estimativas e Preços-Alvos: Gerdau é a Nova *Top Pick*;  
Elevando a Recomendação de Usiminas para “Compra”

**Rafael Barcellos; Arthur Biscuola**

**Resumo:** Atualizamos as estimativas da nossa cobertura de Siderurgia & Mineração na América Latina em função das nossas novas projeções dos preços de metais, dos recentes resultados obtidos dos setores e das projeções macroeconômicas revisadas. Neste relatório, além de fornecermos uma análise detalhada do ciclo anterior do minério de ferro, discutimos também os fundamentos atuais do minério de ferro e do aço. Concluímos que, embora os ventos contrários do minério de ferro possam persistir, outra queda acentuada de preços é improvável no curto prazo, em nossa opinião, principalmente devido à falta de nova capacidade nos próximos anos (vs. um aumento da quantidade ofertada em mais de 60% em comparação ao ciclo de baixa anterior do minério). Embora esperemos preços mais fracos do minério de ferro nos próximos trimestres (aproximando-se dos seus custos marginais apenas entre 2023-24), observamos que as políticas chinesas de controle da produção de aço, a fim de mitigar as preocupações ambientais, podem manter o preço do aço em patamares altos por mais tempo. Dessa forma, favorecemos o aço em relação ao minério de ferro e estamos atualizando a recomendação de Usiminas para “Compra” (embora tenhamos uma preferência relativa pela Gerdau, nossa *Top Pick*). Em nossa opinião, o preço do aço relativamente estável pode valorizar as ações desse setor em nossa cobertura de Mineração da América Latina. Mantemos nossa recomendação de “Compra” para Vale, dadas as nossas expectativas de preços do minério de ferro acima de US\$ 100/t por mais tempo. Contudo, a Vale não é mais a nossa *Top Pick* do setor.

Estamos atualizando nossas estimativas da cobertura de Siderurgia & Mineração na América Latina. Reduzimos as estimativas de 2022 e os preços-alvo em 14% e em 18%, respectivamente, seguindo a recente queda nos preços do minério de ferro, os recentes resultados obtidos, as perspectivas de resultados do 3T21 e as estimativas macroeconômicas atualizadas. Neste relatório, também fornecemos análises de sensibilidade e estudos temáticos sobre os preços do minério de ferro - uma preocupação fundamental dos investidores. Apesar de nossa expectativa de preços mais baixos de metais nos próximos trimestres, reiteramos uma visão positiva a respeito do minério de ferro e do aço na América Latina, com uma visão mais positiva pelo aço se comparado ao minério de ferro. Dessa forma, nossa nova *Top Pick* é a Gerdau.

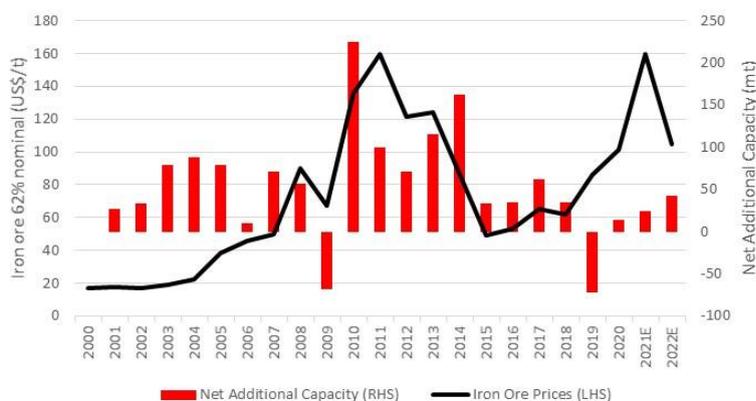
**Até que ponto os preços do minério de ferro podem cair?** Apesar da recente desaceleração da demanda chinesa (e temores de uma possível deterioração ainda mais acentuada em seus preços e em seus fundamentos), continuamos acreditando que os preços do minério de ferro seguirão a tendência de custos marginais elevados por mais tempo, uma vez que nenhum grande investimento foi anunciado nem aprovado durante o pico do ciclo. Adicionalmente, observamos que, embora o fornecimento tenha crescido 65% em 2009-2015, esperamos um crescimento de apenas 10% no período de 2019-2025E. Acreditamos que isso, em conjunto com os desafios de fornecimento do minério de ferro (*ramp-up* da Vale, pauta ESG em destaque, falta de novos projetos), pode sustentar a tese de que os preços permanecerão acima dos níveis observados no meio do ciclo pelos próximos dois anos. Nosso modelo de oferta e demanda não sugere pressões de preço mais severas até 2023-2024.

**Reorganizando preferências.** Após a recente correção, temos uma preferência pelo aço se comparado ao minério de ferro. Em nossa opinião, uma relativa estabilidade nos preços dos metais pode levar a um aumento no valor de mercado de toda a nossa cobertura de Siderurgia na América Latina. Com isso, elevamos a recomendação da Usiminas para “Compra” (vs. “Manutenção”) e a Gerdau passa a ser a nossa nova *Top Pick*. Embora a Vale não seja mais a nossa principal recomendação do setor, mantemos nossa recomendação de “Compra”, pois acreditamos que seu *valuation* atraente poderia fornecer um excelente ponto de entrada para um melhor momento do minério de ferro no 1S22.

## Analizando o Ciclo Anterior

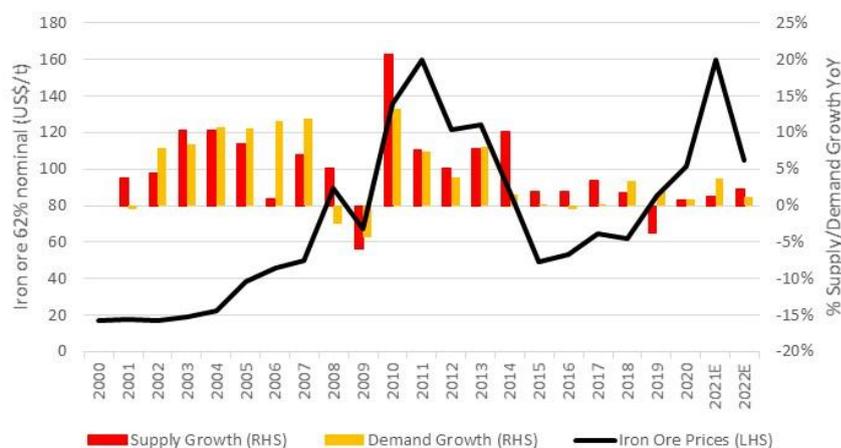
**Como o ciclo atual se difere do último ciclo de alta?** Antes do ciclo atual, vimos apenas um grande ciclo para o minério de ferro, que começou no início dos anos 2000 (o *boom* chinês) e terminou com a crise financeira global em 2008-09. Após um longo período de forte demanda, os preços atingiram suas máximas históricas em 2010-2011 (e bem acima dos custos marginais), o que incentivou investimentos e, posteriormente, acréscimos de oferta que chegaram em 2010-15. Observamos que, neste período, a oferta de minério de ferro aumentou cerca de 65%, o que levou os seus preços a mínimas históricas de US\$ 37/t no final de 2015. Quanto ao ciclo atual, após um curto período de demanda correndo bem acima das expectativas em meio a restrições de oferta, o preço do minério de ferro atingiu seu máximo histórico no meio de maio, em US\$ 238/t (e tendência acima de US\$ 100/t entre meados de 2020 e de 2021). No entanto, a recente desaceleração na demanda por minério de ferro da China, graças às políticas voltadas para o controle da produção de aço, levou a uma rápida deterioração nos fundamentos do minério de ferro. Como resultado, os preços do minério de ferro corrigiram substancialmente, aproximadamente US\$ 100/t, desde meados de maio. Apesar da recente desaceleração da demanda chinesa (e temores de uma deterioração ainda mais acentuada em seus preços e em seus fundamentos), continuamos acreditando que os preços do minério de ferro seguirão negociando acima dos custos marginais por mais tempo, uma vez que nenhum grande investimento foi anunciado nem aprovado durante o pico do ciclo. Observamos que, embora a oferta tenha crescido 65% em 2009-2015, esperamos um crescimento de apenas 10% no período de 2019-2025E. Acreditamos que isso, em conjunto com os desafios de fornecimento do minério de ferro (*ramp-up* da Vale, pauta ESG em destaque, falta de novos projetos), pode sustentar a tese de que os preços permanecerão acima dos níveis observados no meio do ciclo pelos próximos dois anos.

Figura 1. Preço do Minério de Ferro nos Últimos Anos vs. Aumentos na Oferta



Fontes: Woodmac e Santander Research.

Figura 2. Preço do Minério de Ferro nos Últimos Anos vs. Crescimento na Oferta e na Demanda



Fontes: Woodmac e Santander Research.

Os preços do minério de ferro cairão abruptamente novamente no curto prazo?...

Nossa resposta rápida é: não. Acreditamos que a combinação de uma demanda decente em todas as regiões, maiores custos de insumos e contínuas incertezas de fornecimento podem continuar a apoiar os preços atuais do minério de ferro no curto prazo. Embora imaginemos que a produção de metais mais fraca possa continuar nos próximos meses (proporcionando risco de queda para os preços do minério de ferro), observamos que as incertezas no fornecimento de minério de ferro também persistem, com o ritmo de aceleração da produção da Vale mais lento do que o esperado e com a Rio Tinto tendo reduzido a produção esperada de 2021. Além disso, o recente aumento nos preços do frete (de US\$ 17/t em janeiro/21 para US\$ 45/t no início de outubro/21) pode continuar pressionando a curva de custo do minério de ferro, o que dá suporte aos preços atuais, em nossa opinião.

Aumentos consideráveis de preços, como vimos com o do minério de ferro, geralmente levantam duas questões-chave com relação ao setor de commodities: A primeira questão é: esses aumentos afetam a demanda? Já a última é: eles incentivam novos projetos?

- i) **Margens operacionais:** as margens das siderúrgicas permanecem positivas para o aço laminado a quente (HRC) e para os vergalhões. Nessa análise, observamos que, mesmo com o recente aumento nos preços do carvão, o preço mais alto do aço e a queda dos preços de minério de ferro resultaram em margens mais altas para as siderúrgicas. Sendo assim, prevemos que os preços dos metais podem permanecer mais altos por mais tempo, seguindo as recentes políticas chinesas de cortes na produção de aço, já que, desde março, quando o governo chinês anunciou a medida de controle da quantidade ofertada, sua produção passou a diminuir, principalmente desde julho. Dessa

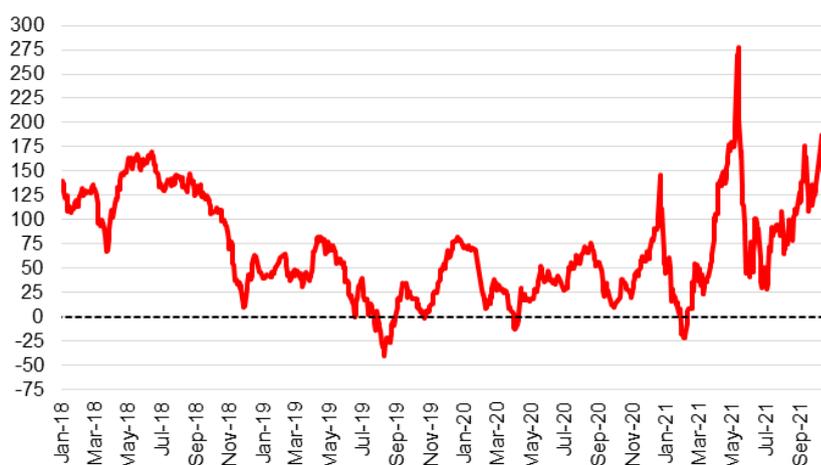
forma, esperamos que ela continue fraca no 4T21, potencialmente apoiando os preços mais altos do metal no curto prazo.

Figura 3. Produção Marginal de Vergalhões no Mercado Doméstico Chinês (US\$/t)



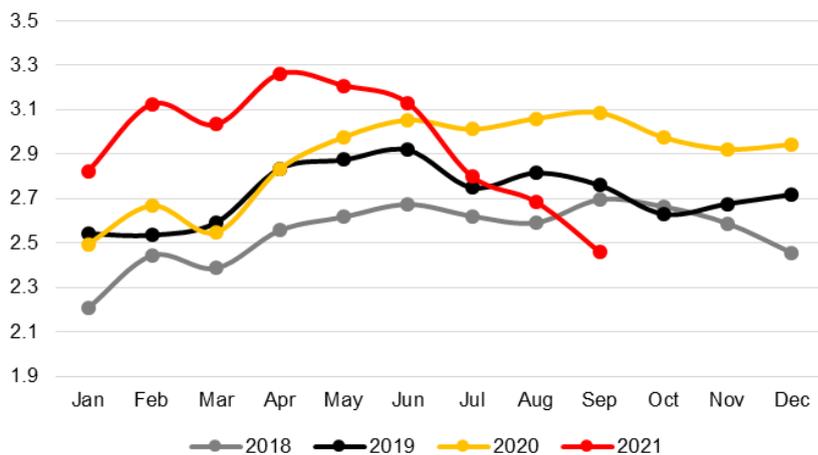
Fontes: Platts e Santander Research.

Figura 4. Produção Marginal de HRC no Mercado Doméstico Chinês (US\$/t)



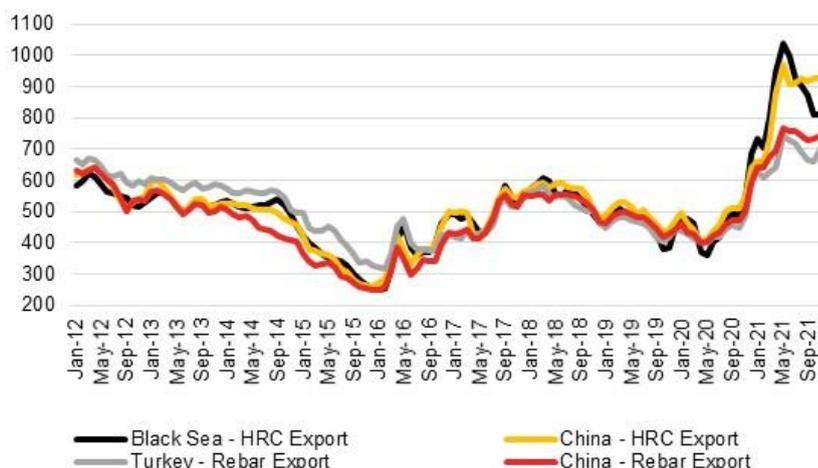
Fontes: Platts e Santander Research.

Figura 5. Produção de Aço Bruto Chinês



Fontes: Bloomberg e Santander.

Figura 6. Preços Globais do Aço (US\$/t)



Fontes: Platts e Santander.

- ii) **Novos projetos:** Dado o tempo necessário para iniciar uma nova mina de extração de minério de ferro, não esperamos novas capacidades exploratórias nem produtivas significativas em 2022-24 (nenhum projeto relevante foi anunciado nos últimos anos). Enquanto no ciclo de baixa anterior o fornecimento aumentou cerca de 65% (durante esse período, o Fortescue Metals Group [FMG] aumentou a capacidade de 40 mt em 2010 para 165 mt em 2015 para se tornar o quarto maior *player* de minério de ferro), nenhum grande produtor de minério de ferro tem planos de aumentar sua capacidade nos próximos anos (com exceção do *ramp-up* de produção da Vale). O principal risco para nossa previsão de longo prazo para os mercados de minério de ferro continua sendo o minério transoceânico do projeto de mineração de Simandou, já que, após vários anos de pouco progresso no projeto, vemos

agora uma probabilidade significativa de um aumento em 110 mt de sua capacidade entrando em operação no médio/longo prazo (por volta de 2026-27, se aprovado), embora este ainda não seja o nosso cenário base.

**Práticas ESG levando a desafios de abastecimento?** Os investidores estão cada vez mais focados em métricas ambientais, sociais e de governança (ESG), e esperamos que as empresas de *commodities* aumentem a sua quantidade de novos projetos e de operações de planejamento relacionadas à temática a fim de atender todas os interesses dos mercados. Como resultado, prevemos um fortalecimento gradual do desempenho ESG das empresas (será uma possível reclassificação ESG no horizonte?), ainda que o crescimento da oferta possa enfrentar alguns desafios. As implicações para o nosso universo de cobertura são que os desafios de fornecimento podem levar a um equilíbrio de oferta e demanda mais favorável no futuro.

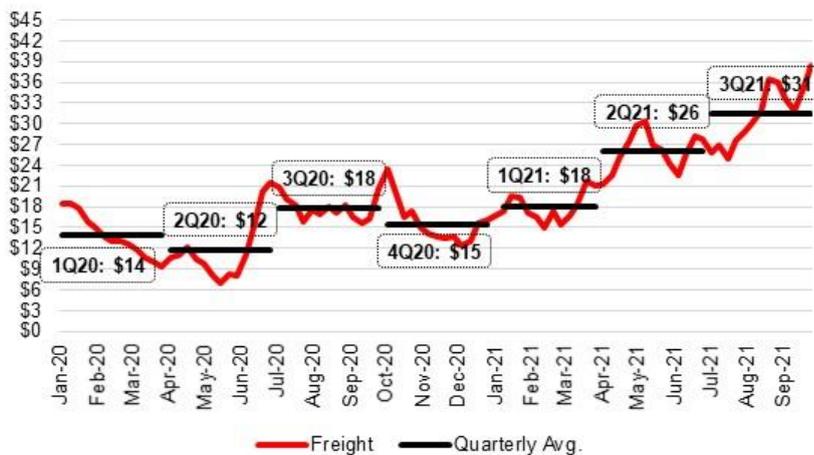
**Formação de custos?** No geral, os custos gerais aumentaram nos últimos 12 meses, principalmente os custos de frete. Observamos que os custos de frete estão atualmente duas a três vezes maiores em relação ao início do ano, levando a uma pressão de alta na curva de custo e, portanto, nos preços do minério de ferro.

Figura 7. Porcentagem da Participação dos Custos de Frete no Preço do Minério de Ferro



Fontes: Woodmac e Santander Research.

Figura 8. Custo de Frete – Tubarão-Qingdao (US\$/t)



Fontes: Bloomberg e Santander.

**Equilíbrio de oferta e demanda:** Nosso modelo de oferta e demanda sugere que o crescimento da oferta de minério de ferro pode começar a superar o crescimento da demanda em 2022 (embora moderadamente), considerando nenhum crescimento na produção chinesa de aço bruto. Como resultado, nossa estimativa a respeito dos preços do minério de ferro está próxima de 90 dólares por tonelada até o final de 2022 (embora deve continuar acima de US\$ 100/t até o 2S21) e com média de US\$ 105/t (vs. US\$ 110/t anteriores). Para 2023-24, projetamos uma disparidade entre oferta e demanda mais severa, considerando uma queda de 1% ao ano na produção de aço chinês. Como resultado, esperamos que os preços do minério de ferro se aproximem dos níveis normalizados em 2024.

## Vale (VALE3)

Rebaixando o Preço-Alvo de R\$ 151,00 para R\$108,00 para o Fim de 2022

Rafael Barcellos; Arthur Biscuola

**Resumo:** Ajustamos as nossas estimativas para refletir os resultados recentes, revisamos as premissas macro do Santander e nossas novas projeções de preços de metais. Reiteramos nossa recomendação de "Compra" para Vale, mas a ação não é mais a nossa *Top Pick* do setor pois não vemos nenhum catalisador no curto prazo. Reduzimos nosso preço-alvo para R\$ 108,00 para o fim de 2022 (vs. R\$ 151,00), principalmente devido a expectativas mais baixas de preços e de produção do minério de ferro.

**Tese de investimento:** Mantemos nossa recomendação de "Compra" para Vale, dado que consideramos seu *valuation* atraente. Entretanto, a Vale não é mais a nossa *Top Pick* devido à falta de catalisadores de curto prazo, uma vez que a pressão no preço do minério de ferro pode continuar como um obstáculo relevante no curto prazo. Estimamos EBITDA de 2022 US\$ 26 bilhões (negociando a 3x EV/EBITDA 2022E), implicando um rendimento de fluxo de caixa livre (FCL) de 17% e um *dividend yield* de 8%. Também observamos que o desconto da Vale em relação aos pares globais diminuiu para 23% (vs. 30% no início deste ano).

**Perspectivas do 3T21:** Esperamos que a Vale registre resultados fracos no 3T21 devido à fraca produção e às poucas vendas esperadas de minério de ferro em meio a baixas de preço e a pressões nos custos da empresa. Nesse sentido, projetamos uma produção de minério de ferro em 87 mt e vendas de minério de ferro e de *pellets* em 77 mt. Com base nisso, projetamos EBITDA para o 3T21 de US\$ 7,9 bilhões (-29% t.t., +28% a.a.), 17% abaixo das estimativas do consenso de mercado.

Santander Equity Research

Siderurgia & Mineração

03 de novembro de 2021

## Compra

Preço-Alvo: R\$ 108,00

### Desempenho de Preços (US\$)



## Vale

### Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados, Balanço e Fluxo de Caixa, 2020-23E em Milhões

P&L ACCOUNT	R\$			
	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	206,326	279,321	267,077	225,023
YoY change (%)	39.2	35.4	(4.4)	(15.7)
Gross Profit	108,164	162,502	138,495	101,147
YoY change (%)	67.4	50.2	(14.8)	(27.0)
EBITDA	113,191	168,884	144,952	110,309
YoY change (%)	59.5	49.2	(14.2)	(23.9)
As % of Revenue	54.9	60.5	54.3	49.0
Operating Income	94,574	152,956	127,909	91,332
YoY change (%)	73.8	61.7	(16.4)	(28.6)
As % of Revenue	45.8	54.8	47.9	40.6
Financial Results	(14,993)	(13,291)	(8,533)	(6,573)
Taxes	(2,258)	(35,632)	(35,041)	(24,635)
Net Profit	25,166	104,274	81,763	57,482
YoY change (%)	n/m	314.4	(21.6)	(29.7)
As % of Revenue	12.2	37.3	30.6	25.5
<b>CASH FLOW</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Depreciation & Amortization	16,674	17,054	19,870	20,654
Other Noncash Items	9,812	(8,779)	(742)	492
Changes in Working Capital	(18,386)	3,676	1,504	722
Operating Cash Flow	73,718	131,683	105,708	81,499
Capital Expenditures	(22,840)	(28,257)	(30,370)	(30,291)
Free Cash Flow	50,878	103,426	75,337	51,208
Other Invest./(Divestments)	(1,114)	(21,400)	(7,731)	(6,448)
Change in Debt	25,779	0	0	0
Dividends	(17,272)	(76,963)	(35,332)	(27,677)
Capital Increases/Other	(22,381)	(16,745)	0	0
<b>BALANCE SHEET</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Cash and Equivalents	70,088	57,609	95,654	106,212
Current Assets	126,815	110,334	152,811	159,297
Fixed Assets	272,697	294,615	333,936	322,408
Total Assets	478,133	476,877	565,699	555,727
Current Liabilities	292,382	275,354	297,858	275,769
Long-Term Liabilities	292,382	275,354	297,858	275,769
Shareholders' Equity	185,751	201,523	267,841	279,958
Total Financial Debt	78,091	69,966	76,054	71,781
ST Debt	5,903	5,007	5,443	5,137
LT Debt	72,187	64,959	70,611	66,644
<b>FINANCIAL RATIOS</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Net Debt	69,293	72,455	46,369	27,417
Capital Employed	275,248	292,365	329,956	317,979
Net Debt/EBITDA	0.6	0.4	0.3	0.2
Net Debt/Equity	0.4	0.3	0.2	0.1
Capex/Revenue (%)	11.1	10.1	11.4	13.5
Int Cover (%)	6.7	11.0	12.7	10.6
Dividend Payout (%)	(258.0)	317.6	33.0	34.8
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	14.4	52.8	33.6	20.9
<b>MARKET RATIOS</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
P/E	18.3	4.1	5.2	7.4
P/CE	n/m	4.9	6.9	11.5
FV/EBITDA	4.6	3.0	3.3	4.2
FV/EBIT	6.1	3.4	3.7	5.0
FV/Revenue	2.5	1.8	1.8	2.0
P/BV	2.5	2.1	1.6	1.5
FCF Yield (%)	11.1	24.3	17.7	12.0
Div Yield (%)	3.8	18.1	8.3	6.5
<b>PER SHARE DATA</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
EPS	5.20	28.10	22.15	16.01
DPS	-	-	-	-
BVPS	37.43	41.77	50.57	56.38

# Gerdau (GGBR4)

Rebaixando o Preço-Alvo de R\$ 41,00 para R\$38,00 para o Fim de 2022

Rafael Barcellos, Arthur Biscuola

**Resumo:** Ajustamos as nossas estimativas para refletir os resultados recentes, revisamos as premissas macro do Santander e nossas novas projeções de preços de metais. Estamos reduzindo nosso preço-alvo para o fim de 2022 devido às crescentes preocupações com os preços internacionais do metal. No entanto, a Gerdau passou a ser a nossa *Top Pick* do setor, tendo em vista a melhor relação entre risco/retorno em nosso universo de cobertura de Mineração.

**Tese de Investimento:** Mantemos a recomendação de “Compra” para Gerdau, pois acreditamos que os lucros devem permanecer sólidos nos próximos trimestres (especialmente no 3T21) dada a demanda constante de metal. O principal risco de baixa para nossas estimativas está relacionado aos preços domésticos do metal, mas atualmente vemos esse risco como limitado. A Gerdau possui uma presença geográfica diversificada e esperamos que sua atuação na América do Norte continue apresentando sólidos resultados, com margens recordes no 3T21. A Gerdau também possui fundamentos financeiros saudáveis, incluindo um forte balanço patrimonial e um sólido fluxo de caixa, além de múltiplos de *valuation* atrativos. Estimamos um rendimento médio do FCL em 15% e um EV/EBITDA de 3,7x, com base na estimativa de EBITDA de R\$ 14,4 bilhões.

**Perspectivas do 3T21:** Esperamos que a Gerdau registre bons resultados no 3T21, impulsionada por um desempenho resiliente em suas operações no Brasil e por margens recordes em sua atuação na América do Norte (próximo de 25%, em nossa opinião). Projetamos um EBITDA de R\$ 6,1 bilhões (+4% t.t., +186% a.a.), sendo 4% acima do consenso de mercado.

Santander Equity Research

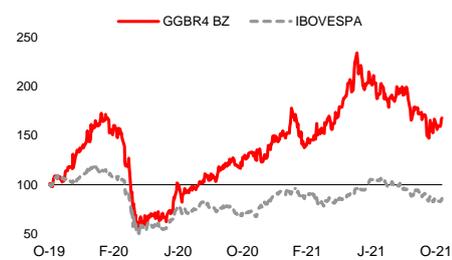
Siderurgia & Mineração

03 de novembro de 2021

**Compra**

Preço-Alvo: R\$ 38,00

## Desempenho de Preços (R\$)



## Gerdau

### Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados, Balanço e Fluxo de Caixa, 2020-23E em Milhões

P&L ACCOUNT	R\$			
	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	43,815	71,709	69,894	67,869
YoY change (%)	10.5	63.7	(2.5)	(2.9)
Gross Profit	5,931	19,096	13,187	9,704
YoY change (%)	41.1	222.0	(30.9)	(26.4)
EBITDA	7,690	20,595	14,400	11,105
YoY change (%)	34.6	167.8	(30.1)	(22.9)
As % of Revenue	17.6	28.7	20.6	16.4
Operating Income	5,450	17,836	11,723	8,321
YoY change (%)	69.8	227.3	(34.3)	(29.0)
As % of Revenue	12.4	24.9	16.8	12.3
Financial Results	(1,254)	(1,128)	(1,121)	(826)
Taxes	(1,108)	(5,058)	(3,180)	(2,248)
Net Profit	2,780	12,338	7,421	5,247
YoY change (%)	129.9	343.8	(39.8)	(29.3)
As % of Revenue	6.3	17.2	10.6	7.7
<b>CASH FLOW</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Depreciation & Amortization	2,499	2,564	2,677	2,784
Other Noncash Items	445	(339)	0	0
Changes in Working Capital	(511)	(5,671)	(1,281)	(196)
Operating Cash Flow	6,408	10,030	8,817	7,835
Capital Expenditures	(1,650)	(2,749)	(1,700)	(1,735)
Free Cash Flow	4,758	7,281	7,117	6,100
Other Invest./Divestments	(580)	(68)	0	0
Change in Debt	0	0	0	0
Dividends	(496)	(3,489)	(1,965)	(1,441)
Capital Increases/Other	(1,998)	(946)	0	0
<b>BALANCE SHEET</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Cash and Equivalents	7,658	9,915	15,067	19,726
Current Assets	23,409	32,021	39,476	44,669
Fixed Assets	33,066	33,088	32,111	31,061
Total Assets	63,123	71,062	77,540	81,684
Current Liabilities	32,263	31,229	33,797	33,050
Long-Term Liabilities	32,263	31,229	33,797	33,050
Shareholders' Equity	30,860	39,832	43,743	48,634
Total Financial Debt	17,515	15,965	17,511	16,426
ST Debt	1,432	263	282	269
LT Debt	16,084	15,702	17,229	16,157
<b>FINANCIAL RATIOS</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Net Debt	9,857	6,050	2,444	(3,300)
Capital Employed	43,660	48,658	48,963	48,109
Net Debt/EBITDA	1.3	0.3	0.2	(0.3)
Net Debt/Equity	0.3	0.2	0.1	(0.1)
Capex/Revenue (%)	3.8	3.8	2.4	2.6
Int Cover (%)	5.3	15.3	9.4	7.8
Dividend Payout (%)	41.0	125.5	15.9	19.4
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	9.6	34.9	17.8	11.4
<b>MARKET RATIOS</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
P/E	15.2	3.9	6.5	9.2
P/CE	n/m	5.0	10.2	19.7
FV/EBITDA	6.8	2.7	3.6	4.1
FV/EBIT	9.3	3.0	4.4	5.5
FV/Revenue	1.2	0.8	0.7	0.7
P/BV	1.4	1.2	1.1	1.0
FCF Yield (%)	11.3	15.0	14.7	12.6
Div Yield (%)	1.2	7.2	4.1	3.0
<b>PER SHARE DATA</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
EPS	2.27	10.14	6.17	4.36
DPS	-	-	-	-
BVPS	17.95	23.16	25.44	28.28

## Usiminas (USIM5)

**Elevando a Recomendação de “Manutenção” para “Compra”;**  
Reduzindo o Preço-Alvo para o fim de 2022 de R\$24,00 para R\$22,50

**Rafael Barcellos; Arthur Biscuola**

**Resumo:** Ajustamos as nossas estimativas para refletir os resultados recentes, revisamos as premissas macro do Santander e nossas novas projeções de preços de metais. Estamos atualizando a recomendação da Usiminas de “Manutenção” para “Compra”, já que um desempenho sólido em sua atuação no mercado de metais deve ajudar a compensar o pessimismo atual acerca do minério de ferro. Adicionalmente, estamos reduzindo nosso preço-alvo para o fim de 2022, dadas as crescentes preocupações sobre a demanda chinesa e sobre os preços internacionais do metal. Apesar disso, acreditamos que o seu *valuation* atual representa um ponto de entrada interessante.

**Tese de Investimento:** Estamos atualizando a recomendação da Usiminas de “Manutenção” para “Compra”, devido a seu: (i) *valuation* atraente (2,4x EV/EBITDA 2022E e 21% de rendimento FCL) após a recente correção; (ii) assimetria interessante, visto que vemos potencial de aumento de 36%, mesmo considerando o EBITDA 2022E bem abaixo dos níveis de 2021E; e (iii) negociações de preços com montadoras (que respondem por um terço das vendas de metais) podem fornecer um adicional potencial de alta e agir como um catalisador para a ação.

**Perspectivas do 3T21:** Esperamos que os resultados do setor de metais da Usiminas continuem melhorando no trimestre, uma vez que os preços, que apresentaram uma alta considerável (18% t.t.), devem continuar a compensar os custos e a gerar margens mais altas. A respeito do setor de mineração, esperamos que o EBITDA caia quase 45% t.t., tendo em vista que a pressão dos custos influenciou negativamente a companhia em detrimento do não acompanhamento proporcional dos preços. Estimamos o EBITDA do 3T21 em R\$ 3,1 bilhões (-13% t.t., +273% a.a.), sendo 8% abaixo do consenso de mercado.

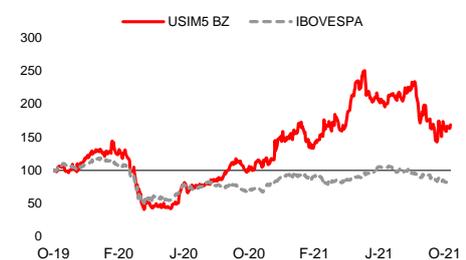
Santander Equity Research

Siderurgia & Mineração  
03 de novembro de 2021

**Compra**

Preço-Alvo: R\$ 22,50

### Desempenho de Preços (R\$)



## Usiminas

### Destques Financeiros: Demonstração de Resultados, Balanço e Fluxo de Caixa, 2020-23E em Milhões

P&L ACCOUNT	R\$			
	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	16,088	33,712	29,626	26,591
YoY change (%)	7.6	109.5	(12.1)	(10.2)
Gross Profit	3,257	12,003	7,575	3,597
YoY change (%)	73.7	268.6	(36.9)	(52.5)
EBITDA	3,194	11,642	7,399	3,762
YoY change (%)	61.8	264.6	(36.4)	(49.2)
As % of Revenue	19.9	34.5	25.0	14.1
Operating Income	2,769	11,972	6,075	2,285
YoY change (%)	258.6	332.4	(49.3)	(62.4)
As % of Revenue	17.2	35.5	20.5	8.6
Financial Results	(318)	641	(362)	(267)
Taxes	(554)	(3,535)	(1,668)	(750)
Net Profit	673	11,871	3,891	1,751
YoY change (%)	215.0	1,664.1	(67.2)	(55.0)
As % of Revenue	4.2	35.2	13.1	6.6
<b>CASH FLOW</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Depreciation & Amortization	1,000	1,001	1,092	1,236
Other Noncash Items	765	(89)	374	(263)
Changes in Working Capital	969	(3,800)	180	(341)
Operating Cash Flow	3,759	5,388	5,537	2,384
Capital Expenditures	(799)	(1,524)	(1,200)	(2,400)
Free Cash Flow	2,961	3,864	4,337	(16)
Other Invest./.(Divestments)	(680)	(586)	0	0
Change in Debt	0	0	0	0
Dividends	(68)	(2,498)	(1,163)	(533)
Capital Increases/Other	(222)	(4)	0	0
<b>BALANCE SHEET</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Cash and Equivalents	4,868	6,304	9,478	8,928
Current Assets	11,830	18,197	21,087	21,065
Fixed Assets	13,827	14,454	14,562	15,726
Total Assets	29,952	39,269	42,267	43,409
Current Liabilities	15,085	16,634	16,904	16,829
Long-Term Liabilities	15,085	16,634	16,904	16,829
Shareholders' Equity	14,867	22,635	25,363	26,581
Total Financial Debt	5,973	5,871	6,246	5,983
ST Debt	140	144	153	147
LT Debt	5,832	5,727	6,092	5,836
<b>FINANCIAL RATIOS</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Net Debt	1,105	(432)	(3,232)	(2,945)
Capital Employed	21,325	28,075	28,003	29,507
Net Debt/EBITDA	0.3	(0.0)	(0.4)	(0.8)
Net Debt/Equity	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.1)
Capex/Revenue (%)	5.0	4.5	4.1	9.0
Int Cover (%)	5.5	21.9	11.8	6.3
Dividend Payout (%)	31.9	371.1	9.8	13.7
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	4.7	63.3	16.2	6.7
<b>MARKET RATIOS</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
P/E	28.1	1.8	5.3	11.9
P/CE	-	1.9	7.4	40.4
FV/EBITDA	7.0	2.0	2.7	5.3
FV/EBIT	7.7	1.9	3.1	7.9
FV/Revenue	1.4	0.7	0.7	0.7
P/BV	1.3	0.9	0.8	0.8
FCF Yield (%)	15.7	18.6	20.9	(0.1)
Div Yield (%)	0.4	12.0	5.6	2.6
<b>PER SHARE DATA</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
EPS	1.47	12.21	4.44	2.00
DPS	-	-	-	-
BVPS	11.86	18.06	20.24	21.21

## CSN (CSNA3)

Reduzindo o Preço-Alvo para o Fim de 2022 de R\$ 58,50 para R\$ 41,00

Rafael Barcellos; Arthur Biscuola

**Resumo:** Ajustamos as nossas estimativas para refletir os resultados recentes, revisamos as premissas macro do Santander e nossas novas projeções de preços de metais. Apesar de mantermos nossa recomendação de "Compra" da CSN em decorrência de um valuation atraente após a recente venda, ela ainda carece de catalisadores para o aumento de preço das ações, em nossa opinião. Sendo assim, estamos reduzindo nosso preço-alvo para R\$ 41,00, até o fim de 2022, devido às nossas expectativas de preços fracos do minério de ferro em meio a pressão de custos, às crescentes preocupações com a demanda chinesa e ao preço internacional do metal.

**Tese de investimento:** Embora mantenhamos nossa recomendação de "Compra" para CSN em decorrência de seu *valuation* atraente após a recente correção, a ação ainda carece de catalisadores, em nossa opinião. Além disso, projetamos que o *momentum* de lucros seja mais fraco para o setor como um todo (estamos atentos aos resultados do 3T21) em meio a desafios frente ao minério de ferro e aos custos. Em um ponto de vista mais otimista, esperamos que o setor de metais da CSN registre resultados resilientes, aliado a um risco de queda limitado projetado para os preços do aço doméstico no curto prazo. Além disso, vemos iniciativas de crescimento ativas em suas divisões de mineração e de cimento.

**Perspectivas do 3T21:** Esperamos que a CSN registre resultados fracos no 3T21, principalmente em consequência do seu setor de minério de ferro (responsável por 45% do EBITDA do 3T21). Embora a divisão de metais da CSN possa apresentar pequenas melhorias no trimestre, prevemos que o EBITDA do setor de minério de ferro cairá quase 50% t.t. Projetamos um EBITDA no 3T21 de R\$ 5,4 bilhões (-34% t.t., +55% a.a.), que está 21% abaixo das estimativas do consenso de mercado.

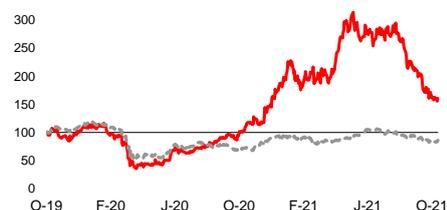
Santander Equity Research

Siderurgia & Mineração  
03 de novembro de 2021

**Compra**

Preço-Alvo: R\$ 41,00

**Desempenho de Preços (R\$)**



## CSN

### Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados, Balanço e Fluxo de Caixa, 2020-23E em Milhões

P&L ACCOUNT	R\$			
	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	30,064	50,602	45,258	45,113
YoY change (%)	18.1	68.3	(10.6)	(0.3)
Gross Profit	10,939	23,390	15,824	12,525
YoY change (%)	33.6	113.8	(32.3)	(20.8)
EBITDA	11,500	23,511	16,331	13,061
YoY change (%)	58.6	104.4	(30.5)	(20.0)
As % of Revenue	38.3	46.5	36.1	29.0
Operating Income	8,430	20,627	13,125	9,624
YoY change (%)	58.1	144.7	(36.4)	(26.7)
As % of Revenue	28.0	40.8	29.0	21.3
Financial Results	(1,073)	(2,170)	(3,509)	(3,695)
Taxes	(626)	(4,445)	(2,885)	(1,778)
Net Profit	3,795	13,182	4,544	1,962
YoY change (%)	110.4	247.4	(65.5)	(56.8)
As % of Revenue	12.6	26.1	10.0	4.3
<b>CASH FLOW</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Depreciation & Amortization	2,422	2,090	2,373	2,577
Other Noncash Items	(277)	386	0	0
Changes in Working Capital	3,970	1	236	(1,174)
Operating Cash Flow	9,577	13,319	7,154	3,365
Capital Expenditures	(1,698)	(4,399)	(11,047)	(4,970)
Free Cash Flow	7,879	8,920	(3,893)	(1,606)
Other Invest./Divestments	(166)	4,435	0	0
Change in Debt	0	0	0	0
Dividends	(309)	(2,773)	(1,334)	(395)
Capital Increases/Other	1,494	1,361	0	0
<b>BALANCE SHEET</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Cash and Equivalents	9,945	21,902	16,674	14,674
Current Assets	23,386	38,047	31,225	30,058
Fixed Assets	30,729	33,196	41,870	44,264
Total Assets	63,002	80,783	82,634	83,861
Current Liabilities	53,089	57,652	58,740	56,682
Long-Term Liabilities	53,089	57,652	58,740	56,682
Shareholders' Equity	9,913	23,131	23,894	27,179
Total Financial Debt	35,271	34,850	37,296	35,579
ST Debt	4,126	4,113	4,303	4,170
LT Debt	31,144	30,736	32,993	31,409
<b>FINANCIAL RATIOS</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Net Debt	25,619	13,248	20,922	21,205
Capital Employed	42,221	44,355	51,975	54,754
Net Debt/EBITDA	2.2	0.6	1.3	1.6
Net Debt/Equity	2.6	0.6	0.9	0.8
Capex/Revenue (%)	5.6	8.7	24.4	11.0
Int Cover (%)	3.5	5.9	3.7	3.0
Dividend Payout (%)	17.2	73.1	10.1	8.7
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	37.8	79.8	19.3	7.7
<b>MARKET RATIOS</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
P/E	11.9	2.9	8.4	19.5
P/CE	32.9	3.5	17.6	-
FV/EBITDA	6.7	2.4	4.0	4.9
FV/EBIT	14.9	2.8	5.9	8.6
FV/Revenue	2.6	1.1	1.4	1.4
P/BV	4.6	1.7	1.6	1.4
FCF Yield (%)	17.4	23.3	(10.2)	(4.2)
Div Yield (%)	0.7	7.2	3.5	1.0
<b>PER SHARE DATA</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
EPS	2.73	9.50	3.27	1.41
DPS	-	-	-	-
BVPS	7.14	16.67	17.22	19.59

# CSN Mineração (CMIN3)

Reduzindo o Preço-Alvo para o Fim de 2022 de R\$ 13,50 para R\$ 9,00

Rafael Barcellos; Arthur Biscuola

**Resumo:** Ajustamos nossas estimativas para refletir os resultados recentes da CSN Mineração, as nossas premissas macroeconômicas revisadas e as nossas novas previsões de preço do metal. Reiteramos nossa recomendação de "Compra" para CSN Mineração, principalmente devido às iniciativas de crescimento da empresa e às nossas expectativas de preços do minério de ferro acentuadas no longo prazo, o que poderia levar a um FCL robusto e a mais dividendos.

**Tese de Investimento:** Reiteramos nossa recomendação de "Compra" para a CSN Mineração, uma vez que estimamos que os preços do minério de ferro continuarão acima de US\$ 100/t em 2022, embora diminuindo nos próximos trimestres. No entanto, observamos que os catalisadores podem permanecer escassos em meio aos desafios atuais do minério de ferro. Dessa forma, estamos reduzindo nosso preço-alvo de R\$ 13,50 para R\$ 9,00 para o fim de 2022, seguindo as nossas expectativas de preços fracos do minério de ferro, as preocupações crescentes com a demanda chinesa e a pressão persistente nos custos nos próximos trimestres.

**Perspectivas do 3T21:** Esperamos que o EBITDA da CSN Mineração caia para R\$ 2,4 bilhões no 3T21 (-51% t.t., -8% a.a.), após preços realizados mais fracos, volumes de vendas fracos e custos mais elevados durante o trimestre.

Santander Equity Research

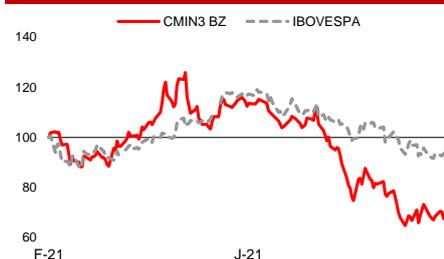
Siderurgia & Mineração

03 de novembro de 2021

**Compra**

Preço-Alvo: R\$ 9,00

## Desempenho de Preços (R\$)



## CSN Mineração

### Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados, Balanço e Fluxo de Caixa, 2020-23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	13,790	21,187	19,633	18,950
YoY change (%)	20.4	53.6	(7.3)	(3.5)
Gross Profit	8,309	12,813	7,803	5,702
YoY change (%)	17.2	54.2	(39.1)	(26.9)
EBITDA	8,143	12,623	7,871	6,306
YoY change (%)	38.0	55.0	(37.6)	(19.9)
As % of Revenue	59.1	59.6	40.1	33.3
Operating Income	6,254	10,930	5,968	3,931
YoY change (%)	19.2	74.8	(45.4)	(34.1)
As % of Revenue	45.4	51.6	30.4	20.7
Financial Results	(376)	(638)	(168)	(173)
Taxes	(1,759)	(3,306)	(1,740)	(1,128)
Net Profit	4,031	6,422	4,060	2,631
YoY change (%)	10.0	59.3	(36.8)	(35.2)
As % of Revenue	29.2	30.3	20.7	13.9
<b>CASH FLOW</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Depreciation & Amortization	1,213	1,096	1,903	2,375
Other Noncash Items	136	597	0	0
Changes in Working Capital	1,250	2,436	(842)	(1,574)
Operating Cash Flow	5,829	9,487	5,121	3,432
Capital Expenditures	(702)	(2,341)	(4,000)	(3,858)
Free Cash Flow	5,127	7,146	1,121	(426)
Other Invest./Divestments	1,344	61	0	0
Change in Debt	0	0	0	0
Dividends	(2,380)	(3,315)	(3,248)	(2,105)
Capital Increases/Other	(263)	2,742	0	0
<b>BALANCE SHEET</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Cash and Equivalents	2,973	9,606	7,479	4,948
Current Assets	6,597	12,157	10,970	9,139
Fixed Assets	12,314	13,625	15,722	17,206
Total Assets	19,622	26,549	27,458	27,111
Current Liabilities	9,021	11,345	11,662	10,634
Long-Term Liabilities	9,021	11,345	11,662	10,634
Shareholders' Equity	10,602	15,204	15,797	16,477
Total Financial Debt	1,325	3,193	3,412	3,258
ST Debt	45	257	275	262
LT Debt	1,280	2,936	3,137	2,996
<b>FINANCIAL RATIOS</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Net Debt	(1,648)	(6,413)	(4,068)	(1,690)
Capital Employed	12,060	11,161	13,282	15,551
Net Debt/EBITDA	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.3)
Net Debt/Equity	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.1)
Capex/Revenue (%)	5.1	11.0	20.4	20.4
Int Cover (%)	20.2	18.3	39.0	31.9
Dividend Payout (%)	64.9	82.2	50.6	51.9
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	40.4	49.8	26.2	16.3
<b>MARKET RATIOS</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
P/E	-	5.8	9.2	14.1
P/CE	-	7.0	17.2	n/m
FV/EBITDA	-	2.4	4.2	5.6
FV/EBIT	-	2.8	5.5	9.0
FV/Revenue	-	1.5	1.7	1.9
P/BV	-	2.4	2.4	2.3
FCF Yield (%)	-	19.2	3.0	(1.1)
Div Yield (%)	-	8.9	8.7	5.7
<b>PER SHARE DATA</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
EPS	0.72	1.15	0.73	0.47
DPS	-	-	-	-
BVPS	1.90	2.72	2.83	2.95

## 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 valores mobiliários 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 vinculados, 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

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 18/10/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

 **Santander**  
Corporate & Investment Banking