

Prévia do 1T25

Não é o melhor trimestre...

No geral, projetamos que o setor entregue resultados fracos no 1T25. O trimestre foi marcado por uma reversão de algumas das dinâmicas positivas observadas no trimestre anterior. O cenário macro seguiu pressionado, com o real se valorizando 7% t/t — pressionando naturalmente a receita líquida das empresas exportadoras. Felizmente para o setor, a maioria dos preços das commodities se manteve melhor do que o esperado inicialmente. O minério de ferro mostrou resiliência, negociando em torno de US\$104/t, enquanto os preços de celulose subiram no início do ano, impulsionados por um ambiente de oferta e demanda de curto prazo mais favorável, proporcionando algum alívio na receita líquida. Alumínio, ouro e cobre também se beneficiaram de um momento positivo no 1T, enquanto os preços do aço permaneceram fracos. Na China, os preços do aço continuam apresentando muito pouca volatilidade, sendo negociados bem dentro da curva de custo, o que gera perdas sustentadas em toda a indústria.

Cenário macro?

Seguimos vendo um ambiente desafiador para as commodities sob nossa cobertura, pressionado por balanços de oferta e demanda frouxos, uma guerra comercial global em escalada, preocupações persistentes com a China e a ausência de catalisadores no curto prazo. Em termos de direção, vemos poucas razões para antecipar uma recuperação nas estimativas de preços de commodities e mantemos nossa postura cautelosa em relação ao setor, conforme detalhado recentemente em nossos relatórios de indústria. Dito isso, seguimos com preferência por celulose, cujos preços parecem melhor ajustados.

O que fazer neste cenário? Usiminas deve se destacar no trimestre

Vemos os resultados do 1T25 como amplamente inconclusivos para nossas recomendações de ações, já que alguns dos nomes mais depreciados mostram crescimento sequencial a partir de bases muito baixas. O destaque positivo deste trimestre deve ser a USIM, que deve reportar crescimento de 11% t/t, se descolando dos pares (principalmente com novas reduções de custo em Ipatinga). Também destacamos a CBA, que deve manter sua trajetória positiva de desalavancagem, reduzindo sua razão Dívida Líquida/EBITDA para próximo de 2x (vs. 2,8x no 4T). Celulose continua sendo nossa preferência no setor, sustentada pela recente reprecificação e pela visão de que os preços ainda estão próximos do fundo do ciclo, enquanto as empresas do segmento seguem entregando bons yields de geração de fluxo de caixa, apoiados por crescimento sólido do lucro líquido. Em M&M, mantemos uma visão cautelosa, em função da nossa visão negativa para o preço do minério de ferro no longo prazo e do excesso persistente de oferta global de aço.

Analistas

Leonardo Correa

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcelo Arazi

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Henriques

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Tabela 1: Prévia 1T25

	1T25E	4T24	1T24	T/T (%)	A/A (%)
Vale					
Receita Líquida - US\$m	8,359	10,124	8,459	-17%	-1%
EBITDA (ex Brumadinho) - US\$m	3,160	4,119	3,479	-23%	-9%
Lucro Líquido - US\$m	2,222	-694	1,679		
Div. Líquida Expandida / EBITDA (LTM)	1.1x	1.1x	0.9x		
Volumes minério de ferro - Mt	65	81	64	2%	2%
CSN Mineração					
Receita Líquida - R\$m	4,258	4,830	3,511	-12%	21%
EBITDA - R\$m	1,347	2,015	1,123	-33%	20%
Lucro Líquido - R\$m	1,157	2,016	558		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	-1.0x	-0.9x	-0.3x		
Volumes minério de ferro - Mt	9.5	10.7	9.1	-11%	4%
CSN					
Receita Líquida - R\$m	11,060	12,026	9,713	-8%	14%
EBITDA - R\$m	2,387	3,335	1,966	-28%	21%
Lucro Líquido - R\$m	1,596	-633	-590		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	3.4x	3.4x	3.1x		
Volumes minério de ferro - Mt	1,102	1,175	1,086	-6%	1%
Receita Líquida/ton - mercado doméstico - R\$/t	5,328	5,224	5,107	2%	4%
Gerdau					
Receita Líquida - R\$m	17,036	16,823	16,210	1%	5%
EBITDA - R\$m	2,249	2,392	2,813	-6%	-20%
Lucro Líquido - R\$m	419	323	2,053		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	0.5x	0.4x	0.4x		
Margem EBITDA - BR (%)	12.2%	17.7%	11.1%		
Margem EBITDA - US (%)	12.9%	10.8%	22.1%		
Usiminas					
Receita Líquida - R\$m	6,733	6,480	6,223	4%	8%
EBITDA - R\$m	573	518	416	11%	38%
Lucro Líquido - R\$m	200	-183	14		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	0.6x	0.4x	0.4x		
Volumes de aço total - Mt	1,074	1,057	1,036	2%	4%
CBA					
Receita Líquida - R\$m	2,285	2,280	1,694	0%	35%
EBITDA - R\$m	401	486	145	-17%	177%
Lucro Líquido - R\$m	479	-81	-56		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	2.2x	2.8x	7.9x		
Primário + Distribuição (volumes) - kt	120	125	120	-4%	0%
Aura					
Receita Líquida - US\$m	147	172	132	-15%	11%
EBITDA - US\$m	75	79	53	-5%	42%
Lucro Líquido - US\$m	37	17	-9		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	0.6x	0.5x	0.7x		
Volumes (kGEO)	56	69	69	-19%	-19%
Suzano					
Receita Líquida - R\$m	11,793	14,177	9,459	-17%	25%
EBITDA - R\$m	5,717	6,481	4,558	-12%	25%
Lucro Líquido - R\$m	6,190	-6,737	220		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	2.8x	3.3x	3.6x		
Volumes celulose - kt	2,942	3,284	2,401	-10%	23%
Preços realizados de exportação de celulose (US\$/t)	551	583	625	-5%	-12%
Klabin					
Receita Líquida - R\$m	4,598	5,268	4,430	-13%	4%
EBITDA - R\$m	1,717	1,823	1,653	-6%	4%
Lucro Líquido - R\$m	195	579	463		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	4.2x	4.4x	3.5x		
Irani					
Receita Líquida - R\$m	426	424	384	0%	11%
EBITDA - R\$m	122	115	117	6%	4%
Lucro Líquido - R\$m	31	186	41		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	2.3x	2.3x	2.1x		
Dexco					
Receita Líquida - R\$m	2,034	2,064	1,936	-1%	5%
EBITDA (ex DWP JV) - R\$m	361	372	442	-3%	-18%
EBITDA (c/ DWP JV) - R\$m	580	649	555	-11%	5%
Lucro Líquido - R\$m	106	23	-35		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	3.3x	3.2x	3.5x		
Volumes painéis de madeira - '000 m3	736	732	759	1%	-3%
Commodities (US\$/t)					
Minério de ferro (US\$/dmt, Fe62%)	104	103	123	1%	-15%
China HRC (FOB)	463	485	546	-5%	-15%
Aço longo chinês (FOB)	465	495	553	-6%	-16%
LME Aluminum	2,624	2,576	2,204	2%	19%
Ouro (US\$/Oz)	2,858	2,662	2,076	7%	38%
Cobre (US\$/lb)	4.20	4.20	3.80	0%	11%
Nickel (US\$/lb)	7.10	7.30	7.50	-3%	-5%
China BHK Pulp	571	553	657	3%	-13%
US\$/R\$ (final de período)	5.73	6.17	5.01	13%	27%

Fonte: BTG Pactual/ as empresas

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseadas em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx