

Commodities: Revisão de estimativas; Novos preços-alvo

Grandes revisões de estimativas; O potencial de resultados não está precificado; Vale é a nossa Top Pick

Estamos revisando novamente nossas estimativas e preços-alvo. As revisões sequenciais dos lucros nos lembram daqueles dias de 2006 (super ciclo anterior), em que aumentamos nosso preço-alvo para a Vale nove vezes no ano. Continuamos a acreditar que estamos em um superciclo de commodities que ainda está em sua no início, no entanto, como sempre, haverá alguma volatilidade. Isso nunca foi e nunca será uma linha reta, como temos visto nas últimas semanas com o ruído recorrente de cortes de capacidade de aço em Tangshan (e alguma moderação nos preços do minério de ferro). O grande (superciclo) quadro permanece intacto para nós: crescimento global sincronizado, crescimento do PIB chinês de 8-9%, anos de subinvestimento em novas ofertas, déficits de oferta e demanda, política monetária frouxa, tensões comerciais menores e “rotação” (empresas de crescimento para cíclicas). Embora as ações tenham se recuperado, o setor parece mais barato do que há 6 meses (devido aos aumentos nos lucros).

Vale é a nossa Top Pick, mas temos classificações de Compra na maior parte do setor. Compra em Suzano (top-pick em Papel & Celulose), Gerdau, Usiminas e Klabin também. Estamos aumentando nossas estimativas em mais de 20% para dar conta de uma base de preços de commodities mais forte, resultados do 4T20 e movimentos cambiais recentes.

Projeções de commodities: revisões para cima em minério de ferro, cobre, aço, celulose

(1) Minério de ferro: US\$ 140/110/100/85/70 para 2021/22/23/24/longo prazo, inalterado (revisado recentemente). (2) Cobre: US\$ 4,0/4,1/4,2/4,3/lb em 2021/22/23/longo prazo; (3) Celulose: passando para US\$ 695/650/600/550 em 2021/22/23/longo prazo; (4) Aços brasileiros: aumento da receita/tonelada de 30-35% em 2021 sobre os efeitos de carry-over e novos aumentos de preços.

Destaques do Minério de Ferro: Mercados apertados, apesar do ruído de curto prazo...

Fontes: World Steel, Steelhome, Empresas, LBH, Platts, LME, NBS, Bloomberg, BTG Pactual

- Os preços do minério de ferro seguem acima de US\$ 160/t, pois a oferta segue fraca (sazonalidade + restrições da Vale), enquanto a demanda da China segue superando as expectativas;
- Do lado da oferta, as vendas do Brasil e da Austrália têm desacelerado em relação à sazonalidade regular do início do ano;

BTG Pactual – Equity Research:

Leonardo Correa

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Caio Greiner

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

- O guidance da Vale para 2021 (315-335Mt) ajudará a manter o mercado transoceânico em déficit;
- Do lado da demanda, o consumo de minério de ferro da China permanece forte, com a CSP (produção de aço chinesa) de janeiro a fevereiro crescendo ~13% a/a...;
- ...Para 2021, projetamos um crescimento de “apenas” 2,5% da produção de aço na China. Parece bastante conservador dado o consenso de crescimento do PIB acima de 8%;
- Nosso modelo de oferta/demanda aponta para um déficit de ~90Mt no mercado transoceânico para 2021, e ~30Mt para 2022, o que é relevante!;
- As restrições à produção de aço recentemente impostas em Tangshan podem continuar a impactar o sentimento, mas questionamos a sustentabilidade desses esforços (a China constantemente promete mais do que entrega);
- Os preços do cobre chegaram a US\$ 4/lb, principalmente devido à demanda favorável... O Cobre é um bom medidor quando se trata de previsão de ciclos de negócios!;
- Nossa curva de minério de ferro está inalterada (recentemente revisada), com preços em US\$ 140/t em 2021, mantendo-se acima de 100/t até 2023.;
- Estamos elevando nossa curva de cobre, e agora projetamos preços em US\$ 4/lb em 2021, com aumentos à frente, com o longo prazo chegando a US\$ 4,3/lb.

Vale (Compra e Top Pick em nossa cobertura): preço-alvo de R\$ 140, inalterado

A Vale tem tido sucesso em abordar as principais preocupações dos acionistas nos últimos meses. Na frente operacional, a gestão tem proporcionado estabilidade operacional e crescimento recentemente, e está a caminho de cumprir seu guidance de 315-335Mt em 2021. Os dividendos estão bem encaminhados (acreditamos que recompras também estão chegando), e vemos retornos de caixa relevantes para 2021 (yield de 12-13%). Em ESG, a gestão continua gradualmente a preencher a lacuna e pretende tornar-se uma referência na indústria nos próximos anos. De acordo com nossas estimativas revisadas, vemos a Vale sendo negociada em níveis subvalorizados de 2,5x EV/EBITDA 21 (desconto excessivo de ~40% para pares vs. níveis justos de 15-20%, em nossa opinião).

Bradespar (Compra): Negociando com deságio em relação ao NAV de 22-24%; Ainda preferimos a Vale

A Bradespar está se aproximando de um dos momentos mais críticos de seus 20 anos de história. Acreditamos que existam três cenários para a Bradespar. (1) O *status quo*: a Holdco continua existindo no futuro previsível “como está” - ativo único, baixa alavancagem e despesas de Vendas, Gerais & Administrativas muito baixas (R\$ 15-20 milhões/ano). (2) A holding é dissolvida e deixa de existir e; (3) A Bradespar entra em uma nova onda de investimentos, diversificando a carteira de investimentos e potencialmente realavancando seu balanço patrimonial. Nossa impressão é que ainda faltam alguns meses para uma definição final, sem (infelizmente) clareza no curto prazo. O *status quo* parece mais provável, em nossa opinião.

Destaques do Aço: Aumentos de preços significativos demais para serem ignorados!

Fontes: IABr, Empresas, Abrainc, SNIC, MasterCard, INDA, Platts, IBGE, Bloomberg, BTG Pactual

- Os preços globais do aço continuaram sua tendência de alta nos últimos meses, com vários índices mais do que dobrando em relação às baixas...;

- ...O que é amplamente explicado por uma rápida recuperação na demanda (conforme as economias e as indústrias de consumo se recuperam), antes que a capacidade seja retomada;
- Em 2020, várias siderúrgicas reduziram a capacidade devido a cenários altamente incertos... Mas os BFs (altos fomos) - ~ 70% da capacidade mundial) podem levar meses para religar;
- Este descompasso na oferta/demanda levou a um déficit prolongado nas cadeias de abastecimento de aço em todo o mundo. Então, os preços reagiram para cima!;
- A alta nos preços do minério de ferro (atualmente acima de ~ US\$ 160/t) apoia os preços do aço, já que a inflação de custo tende a se refletir nos preços;
- No Brasil, após anunciar aumentos de preços de ~60-70% durante o 2S20, as siderúrgicas anunciaram aumentos adicionais de 20-30%, no acumulado do ano, nos segmentos de distribuição e industrial;
- Calculamos as equações de paridade de importação atualmente com um leve prêmio de + 2% para longos e + 3% planos. Ainda vemos espaço para aumentos adicionais;
- Depois de encerrar 2020 em terreno neutro, a demanda por aço no Brasil cresceu ~ 20% a/a em janeiro, e deve continuar registrando números fortes nos próximos meses;
- Projetamos um crescimento de 12% nas vendas de longos no Brasil para 2021, com a construção (principalmente imobiliária) sendo o driver mais relevante. Projetamos um crescimento de 10% nas vendas de planos no Brasil para 2021, com uma recuperação na manufatura (especialmente no mercado de automóveis) sendo o driver mais relevante;
- Estamos modelando aumentos de 30-35% na receita/tonelada para as siderúrgicas brasileiras, o que inclui efeitos de carry-over dos aumentos de preço do 2S20 e implementação de 10-15% dos aumentos de 2021

Gerdau (Compra): elevando o preço-alvo de R\$ 30 para R\$ 37

A Gerdau reúne uma série de qualidades que valorizamos: forte crescimento de receita, baixa alavancagem, geração de FCF e atuação temática (setor imobiliário). Acreditamos na força estrutural dos mercados imobiliários no Brasil e esperamos que a demanda por aços longos se transforme em uma história de crescimento de vários anos. Pela primeira vez em anos, acreditamos que a empresa está bem posicionada para repassar aumentos de preços e superar as expectativas. Também acreditamos que há um potencial de valorização com a expansão da lucratividade nos EUA, mas as expectativas continuam baixas (pacote de infraestrutura em algum momento?). Vemos a ação negociando em múltiplos baratos de 4,1x EV/EBITDA 21 e reiteramos nossa classificação de Compra.

Usiminas (Compra): Elevando o preço-alvo para R\$ 22, de R\$ 17 anteriormente

Estamos confiantes de que a Usiminas pode continuar surpreendendo positivamente o mercado em suas principais divisões de aço/minério de ferro, principalmente devido a ventos favoráveis nos preços. Com o minério de ferro em ~ US\$ 140/t para 2021 e várias rodadas de aumentos de preços sendo implementadas, acreditamos que o momentum dos lucros é forte demais para ser ignorado. Consideramos isso mais como uma tese tática e reiteramos nosso rating de Compra, com a ação negociando a um múltiplo barato de 3,3x EV/EBITDA 21

Destaques de Papel & Celulose: A caminho de US\$ 800/t ...!

Fontes: RISI, Europulp, PPPC, FOEX, Bloomberg, BTG Pactual

- Fundamentos mais restritos de oferta/demanda no curto prazo têm apoiado a implementação dos aumentos de preços anunciados recentemente - preços agora em US\$ 720/t (totalmente implementados em março);
- Temos ouvido falar sobre os esforços dos produtores de celulose para implementar rodadas adicionais de aumentos de preços em abril, o que poderia levar os preços da celulose para ~US\$ 800/t.
- A recuperação do consumo de papel no mundo (e mais significativamente na China) tem ajudado a sustentar a demanda por celulose em níveis saudáveis (Europa ainda atrás);
- Em 2021, esperamos que os graus de P&W (papéis de escrita e impressão) se recuperem e o *tissue* cresça a partir de uma base já mais alta, o que poderia levar a demanda por celulose a uma recuperação total;
- Do lado da oferta, várias interrupções foram reportadas, relacionadas ao tempo prolongado/não planejado de manutenção, uma vez que os produtores tiveram que adiar a manutenção em 2020 devido à Covid;
- Outros fatores como o aumento dos preços do DWP (já acima de US\$ 1000/t / oscilação dos produtores) e a escassez de contêineres também foram responsáveis pela retirada da oferta do mercado;
- Os mercados de SW (fibra longa) mais apertados foram impulsionados pela especulação nos mercados de futuros, o que tem impulsionado o sentimento e os preços mais altos também nos mercados físicos...;
- ...Levando os spreads de SW-HW a máximos de vários anos a US\$ 220/t, atualmente favorecendo a substituição de SW por HW (fibra curta) - embora a uma taxa limitada;
- A alta dos preços do papel pode garantir a sustentabilidade desse ciclo de alta. Os aumentos de preços totais dos produtores de papel chegam a ~ US\$ 250/t no acumulado do ano em alguns casos (margens preservadas);
- Curva de celulose (HW): aumentando as estimativas para os próximos anos. Alterando para US\$ 695/650/600 em 2021/22/23, e mantendo uma abordagem conservadora no longo prazo (US\$ 550/t, a custos marginais de produção), pois continuamos cautelosos com as adições de capacidade de médio prazo.

Suzano: (Compra e Top Pick no setor de Papel & Celulose na América Latina): preço-alvo aumentando para R\$ 101, de R\$ 81

A Suzano vem lutando com um “ciclo baixo” desde a aquisição da Fibria, há cerca de dois anos. O ciclo da celulose mudou de forma decisiva e a desalavancagem deve acelerar (4,3x Dívida Líquida/EBITDA no final de 2020), o que é um potente catalisador para um maior desempenho da ação - projetamos alavancagem abaixo de 2x no final de 2021. Vemos a Suzano sendo negociada a múltiplos baratos de 5x EV/EBITDA 2021 e gerando um FCFE yield de 17%. Também estamos defendendo um re-rating no nome para a faixa de 8-8,5x EBITDA (meio do ciclo), o que vemos como apropriado considerando o caso de investimento atual (potencial de desalavancagem, ESG, opção de crescimento, corte de custos, sinergias, posição de liderança...).

Klabin (Compra): Elevando o preço-alvo para R\$ 38, de R\$ 29 anteriormente

Continuamos vendo a Klabin como a Soma das Partes. Nos últimos anos, a empresa foi prejudicada por seu investimento no Puma II e alto capex de crescimento, com os investidores atribuindo pouco (ou negativo) valor ao projeto. A recente alta fez com que as ações começassem a precificar o crescimento, mas ainda vemos um valor oculto em Puma I e II. Continuamos a gostar do modelo de negócio (nomeadamente a flexibilidade, exposição ao USD e a defensividade), visto que vemos sinergias relevantes entre as operações e acreditamos que a empresa deve continuar a entregar a sua história de crescimento pela frente. Reiteramos nossa Compra, pois ainda vemos um potencial de valorização baseado no DCF e em múltiplos atraentes (negociando a 6,7x EV/EBITDA 21).

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTGPactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTGPactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTGPactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTGPactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTGPactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTGPactual 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 aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTGPactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

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