

CBA (CBAV3)

Longo prazo intacto; Resultados devem ganhar mais tração à frente

Tivemos o prazer de receber o CEO da CBA (Sr. Ricardo Carvalho), o CFO (o Sr. Luciano Alves) e a equipe de RI para um roadshow na semana passada. A administração continua confiante na tese de descarbonização estrutural para a indústria, apesar de alguma volatilidade recente no mercado de alumínio. O mercado continua deficitário devido principalmente às restrições de oferta provenientes da China, e as importações têm aumentado - o que deve, em última instância, sustentar os preços no futuro. A CBA ainda enfrenta alguns obstáculos para os resultados ganharem “momentum” (hedges estratégicos, maiores custos de energia), que devem começar a se dissipar à frente - 4T/1T22. O plano de expansão está avançando, tanto em M&A, quanto em seus projetos orgânicos. Continuamos a ver a empresa muito bem posicionada para se beneficiar deste ciclo positivo do alumínio e reiteramos nossa compra com a negociação de ações em ~3x EV / EBTIDA 22 (~ 40% de desconto para pares).

O alumínio tem estado bastante volátil ultimamente. Os preços do alumínio têm visto muita volatilidade nos últimos meses, chegando a ~ US\$ 3.200 / t, agora de volta para ~ US \$ 2.600/t. Os preços do carvão têm desempenhado um papel importante nesses altos e baixos, uma vez que a matriz energética da indústria global do alumínio é mais de 50% baseada no carvão, e a correlação entre as duas commodities permanece elevada.

O setor segue em déficit, o que deve continuar sustentando os preços. A China continua a produzir menos alumínio do que suas necessidades de demanda e, portanto, tornou-se um importador líquido. Isso foi acentuado recentemente pela escassez de carvão e cortes de energia no país, mas não muda a tese de descarbonização estrutural (limitando a capacidade primária em ~ 45Mta). A administração acredita que esse desequilíbrio de oferta e demanda deve persistir no futuro.

Qual é o argumento positivo para o alumínio? A administração vê um argumento positivo para a commodity no caso de: (i) restrições de fornecimento mais severas relacionadas aos esforços globais de descarbonização, (ii) juntamente com maior crescimento da demanda de veículos elétricos, transição para uma matriz energética mais limpa e outras aplicações vinculadas à descarbonização. O caso negativo, por outro lado, seria se a China abandonasse suas metas de descarbonização, levando-a a retomar o crescimento desorganizado visto na última década, empurrando o mercado global de volta a um superávit - o que nós e a administração vemos como altamente improvável.

A “economia verde” segue evoluindo no Brasil? A administração dividiu esse interesse dos clientes em dois: (i) vários deles já estão interessados em adquirir o produto mais ecologicamente correto - embora ainda sem prêmio; e (ii) nova demanda dessas megatendências (ainda pequena, mas com grande potencial): a administração destacou os painéis solares e eólicos (13t de alumínio por MW instalado) e os veículos híbridos como os de maior potencial no Brasil.

BTG Pactual – Equity Research:

Leonardo Correa

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Caio Greiner

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Analise.Acoes@btgpactual.com

CBA Alumínio (CBAV3)

Data	17/11/2021
Ticker	CBAV3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	19.0
Preço (R\$)	12.5
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

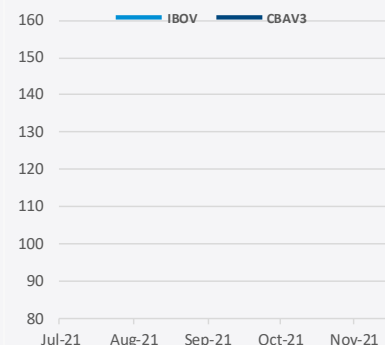
Market Cap. (RS mn)	7,447.90
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	34.00

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	13.7x	5.7x
EV/EBITDA	6.0x	3.4x

Stock Performance:

Novembro (%)	-2.1%
Desde IPO (%)	11.6%



Melhorando o momentum de resultados. A administração acredita que o pior da crise hídrica já passou e previu custos de energia mais baixos no 4T e no futuro. Por outro lado, a CBA pode ver inflação de custos em outros lugares, incluindo renegociações de mão de obra, matérias-primas (coque, piche de alcatrão de carvão e magnésio) e outros. Por último, podemos esperar um impacto menor dos hedges nos próximos trimestres. Considerando tudo, 4T/1T22 devem apresentar melhorias em relação aos resultados do 3T.

Hedges estratégicos com término em maio/22. Esses instrumentos já são utilizados há bastante tempo na empresa. A ideia nunca foi fazer hedge excessivo ou especular com os preços do alumínio ou câmbio, mas simplesmente dar mais visibilidade sobre os fluxos de caixa futuros. Em junho/21, a administração decidiu que era hora de interromper esses esforços, tendo em vista os níveis mais competitivos de LME e câmbio. No entanto, é importante destacar que a CBA deve continuar a ser impactada até maio/22 (volumes menores à frente).

Plano de expansão avançando. Em sua base de ativos atual, a ideia da administração é fazer melhorias e levá-las ao seu potencial máximo. Esses projetos incluem expansões brownfield (ativos já existentes) em suas capacidades de refino, fundição e reciclagem, por um preço baixo. Outra rodada de conversões de sala de cubas foi entregue este mês. A administração vê a empresa em uma boa posição para antecipar alguns desses projetos (atualmente previstos para 2023-25), mas ainda não está pronta para um anúncio.

Rondon continua sendo uma oportunidade de acúmulo. O projeto ainda está aguardando a aprovação do conselho, então permanece um pouco incerto. Rondon era inicialmente um projeto de alumina, mas a administração percebeu uma demanda mais forte por sua bauxita, onde os retornos também eram bastante atraentes. A administração destacou que é fundamental procurar parceiros/clientes com os quais possam fechar contratos de longo prazo para suas vendas, especialmente considerando que se trata de um mercado com excesso de oferta global.

Fusões e aquisições e a aquisição da Alux. A CBA vê esta aquisição como uma parceria, que vai ajudá-los a entrar em um novo segmento (tecnicamente complexo) e desenvolver a capacidade de coleta de sucata (e potencialmente expandi-la para outras unidades da CBA). Sinergias significativas não são o alvo principal aqui. Podemos esperar movimentos semelhantes no futuro, já que a empresa gosta da ideia de crescer por meio da produção secundária (sucata). As aquisições downstream (produção) também não estão descartadas.

Alocação de capital e dividendos? A empresa ainda acredita que tem várias oportunidades de crescimento de acúmulo na mesa. Isso inclui os projetos orgânicos e o potencial de M&A mencionados acima. Portanto, a ideia do curto prazo é manter os dividendos no mínimo legal. No longo prazo, vai depender do nível de fluxo de caixa (e preços do alumínio) versus as oportunidades de crescimento. Se houver excesso de caixa, podem ser esperados dividendos extraordinários.

Venda de ativos de níquel entre a assinatura e o fechamento. Ambos os ativos permanecem sob cuidados e manutenção, um consumo de R\$ 60-100 milhões para o fluxo de caixa da CBA. A administração espera anunciar o fechamento do negócio até o final do ano, ou início de 2022, que envolveria apenas a refinaria do estado de São Paulo. No entanto, não se espera que a CBA venda o ativo de Niquelândia, pois vê um enorme potencial para suas usinas de energia renovável.

Valuation	2019	2020	2021E	2022E	2023E
RoIC (EBIT)%	3.6	7.2	19.5	32.8	24.4
EV/EBITDA	-	-	6.3	3.6	4.2
P/L	-	-	14.6	6.0	7.3
Dividend Yield (%)	-	-	0.0	4.2	3.4

Resumo Financeiro (R\$ MM)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Receita Líquida	5,264	5,411	8,138	9,396	9,610
EBITDA	988	662	1,566	2,679	2,419
Lucro Líquido	(35)	(880)	542	1,316	1,075
LPA (R\$)	(0.06)	(1.48)	0.91	2.21	1.80
(Dívida) / Caixa	(1,566)	(2,037)	(1,990)	(1,688)	(2,196)

Fonte: Relatórios da companhia, Bovespa, estimativas do BTG Pactual/Valuation: preço alvo para final do próximo ano; baseado no preço de fechamento do dia 16 de novembro de 2021.

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual 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 BTG Pactual 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 BTG Pactual 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 BTG Pactual 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 BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual 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 BTG Pactual 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 BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual 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 BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual 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 BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual 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 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 aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

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