

## CBA (CBAV3): Resultado do 3T21

### Um pouco abaixo de nossas expectativas, mas a história se mantém intacta; Reiteramos a Compra

A CBA reportou resultados do 3T21 um pouco mais fracos do que havíamos projetado. O EBITDA ficou em R\$ 314 milhões, 97% maior a/a, mas 5% abaixo da nossa expectativa. Conforme amplamente antecipado pela administração, é importante observar que esses números ainda estão sendo contaminados por perdas não recorrentes de hedge (R\$ 228 milhões) e uma base de custos mais elevada (custos de energia mais elevados). Olhando para o futuro, esperaríamos que o crescimento da receita se acelerasse, protegendo as perdas e os custos normalizando, especialmente à medida que os temores de uma crise hídrica se dissipem. Continuamos confiantes com nossa tese de que os preços do alumínio devem desfrutar de uma força por vários anos (contango) e consideramos a CBA uma história única para capturar esse potencial positivo, com um ângulo ESG interessante. Embora estejamos cientes de que a volatilidade recente do alumínio não ajuda, acreditamos que a tese ainda está em grande parte intacta e ainda vemos a ação em cerca de 3x para 2022 (barato).

### Destaques operacionais: Prêmios mais altos do que o esperado; Custos aumentando

(i) As vendas totais aumentaram +4% t/t, e ficaram estáveis a/a (-4% vs. BTGPe), com produtos *downstream* ganhando participação, +10% a/a, principalmente direcionados a veículos pesados e construção; (ii) Os prêmios de *downstream* superaram nossas expectativas em 16%, chegando a ~US\$ 1.500/t, um aumento de 24% t/t, explicado pelo aumento das referências de benchmark globais (MWP e Rotterdam); (iii) Os prêmios primários aumentaram 15% t/t principalmente devido a melhorias no mix; (iv) O custo caixa geral aumentou 7% t/t, conforme esperado, em grande parte explicado pelos custos mais altos de energia e pela necessidade de compra de 37 MWh no mercado.

### Geração de caixa impactada pelo hedge estratégico; Alavancagem caindo

Esses foram os primeiros resultados reportados desde o IPO. A dívida líquida caiu para R\$ 2,3 bilhões no trimestre, e a alavancagem caiu para 1,9x dívida líquida/EBITDA (de 2,4x no 2T21). Projetamos que a alavancagem alcance níveis abaixo de 1x até o final de 2022. A CBA gerou R\$ 64 milhões de FCFE no trimestre (yield anualizado de ~3%), que permanece abaixo do potencial em nossa opinião, principalmente prejudicado por seus hedges estratégicos. Ajustando por esses efeitos não recorrentes, a empresa teria gerado ~R\$ 290 milhões em FCF, para um yield anualizado de ~15%, que consideramos sólido.

#### 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](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Cba (CBAV3)

Data	09/11/2021
Ticker	CBAV3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	19,0
Preço (R\$)	13,0
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	61232,74
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	42,20

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	14,3x	5,9x
EV/EBITDA	6,2x	3,5x

#### Stock Performance:

Novembro (%)	1,9%
--------------	------

## Compra devido ao ciclo, a tese temática de descarbonização e ao valuation barato

A CBA é um dos poucos ativos globalmente de alumínio totalmente integrados e uma tese temática. A empresa encontra-se no extremo inferior da curva de custos e se diferencia por utilizar 100% de fontes renováveis de energia em seu processo produtivo - pronta para capitalizar a futura tendência de descarbonização global. Esta é uma das teses temáticas mais interessantes sob nossa cobertura, com uma indústria se reestruturando de anos de excesso de oferta e baixos retornos para uma situação estruturalmente muito mais saudável. Reiteramos nossa Compra com as ações negociando a 3x EV/EBTIDA 22 (30-40% abaixo dos pares).

Valuation	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	3,6	7,2	19,5	32,8	24,4
EV/EBITDA	-	-	6,2	3,5	4,1
P/L	-	-	14,3	5,9	7,2
Dividend Yield %	-	-	0,0	4,2	3,5

  

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	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
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,55	0,45
Dívida Líquida/Caixa	-1.566	-2.037	-1.990	-1.668	-2.196

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 13,01, em 08 de Novembro de 2021.

**Tabela 1: Resultado reportado da CBA vs. estimativas do BTG Pactual**

DRE (R\$ milhões)	Resultados 3T21	Estimativas BTG Pactual 3T21	Reportado vs. Estimativas (%)	2T21 reportado	3T20 reportado	t/t	a/a
<b>Receita Líquida</b>	<b>2.300</b>	<b>2.280</b>	<b>1%</b>	<b>1.913</b>	<b>1.486</b>	<b>20%</b>	<b>55%</b>
- CPV	(1.990)	(1.933)	3%	(1.527)	(1.297)	30%	53%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>310</b>	<b>347</b>	<b>-11%</b>	<b>386</b>	<b>189</b>	<b>-20%</b>	<b>64%</b>
- Desp. Venda, Gerais e Administrativas	(125)	(140)	-11%	43	(190)	-392%	-34%
<b>Lucro Operacional</b>	<b>185</b>	<b>206</b>	<b>-10%</b>	<b>429</b>	<b>(1)</b>	<b>-57%</b>	<b>-16571%</b>
Receitas Financeiras líquidas (despesas)	(255)	(303)	-16%	88	(175)	-389%	46%
Receitas (despesas) não operacionais	0	0	n.m.	0	0		
Equivalência Patrimonial de subsidiárias	(18)	0	n.m.	17	5		
<b>Lucro líquido antes do imposto de renda</b>	<b>(87)</b>	<b>(97)</b>	<b>-10%</b>	<b>578</b>	<b>(171)</b>		
- Imposto sobre o resultado e contribuição social	47	0		(182)	(289)		
- Participação minoritária + distribuição de lucros	0	-	n.m.	-	-		
<b>= Lucro Líquido</b>	<b>(41)</b>	<b>(97)</b>	<b>-58%</b>	<b>396</b>	<b>(460)</b>		
<b>= LPA</b>	<b>(0,07)</b>	<b>(0,16)</b>		<b>0,66</b>	<b>(0,77)</b>		
<b>EBITDA ajust.</b>	<b>314</b>	<b>330</b>	<b>-5%</b>	<b>363</b>	<b>159</b>	<b>-13%</b>	<b>97%</b>

  

Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R\$ milhões)	Resultados 3T21	Estimativas BTG Pactual 3T21	Reportado vs. Estimativas (%)	2T21 reportado	3T20 reportado	t/t	a/a
EBITDA	314	330	-5%	363	159	-13%	97%
Capex	(185)	(150)	23%	(106)	(142)	75%	31%
Resultados Financeiros & Outros	(44)	(303)		(10)	(139)	326%	-68%
Impostos	(72)	0		(182)	(289)	-	-75%
Recebíveis	758	735	3%	667	611	14%	24%
Estoque	1.631	1.933	-16%	1.579	1.036	3%	57%
Contas a pagar	1.027	1.440	-29%	1.137	873	-10%	18%
Capital de Giro	1.362	1.228	11%	1.109	775	23%	76%
Varição de Capital de Giro	51						
<b>FCFE</b>	<b>64</b>						
Dívida Líquida	2.291	2.080	10%	2.500	2.830	-8%	-19%
Dívida Líquida/EBITDA	1,9	1,7		2,4	3,4		

Fonte: CBA, BTG Pactual

## 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)