

Aço

Navegando por 2024; Reinício de cobertura

Reinício de cobertura de siderúrgicas brasileiras; Usiminas é nossa preferida. As ações de siderúrgicas brasileiras serão negociadas com base em seus resultados futuros. O crescimento composto anual de 2023-2027 no EBITDA da Usiminas (Compra) poderia beneficiar suas ações vs. CSN (Neutra) e Gerdau (Neutra) (projeção de taxa de crescimento anual composto de +1% e -9% no EBITDA, respectivamente). Ações de empresas expostas ao minério de ferro poderão sofrer pressão no curto prazo se a queda continuar além dos US\$12/t no ano (atualmente em US\$131/t), mas confiamos em nossa projeção de US\$119/t para 2024. Investidores focarão na tendência para o FCL e múltiplos nos próximos anos, beneficiando Usiminas e penalizando CSN e Gerdau.

Usiminas: As velas se agitam com ventos favoráveis; Compra (preço-alvo (PA) de R\$11/ação). Nossa recomendação para a Usiminas se deve a uma combinação de (i) potencial de valorização de 31% baseado no FCD e compressão de múltiplo VF/EBITDA para 3,6x em 2025E de 5,5x em 2024E vs. a média dos últimos 5 anos de 4,9x; (ii) trajetória positiva dos lucros depois que os resultados atingiram seu ponto mínimo no 3T23; (iii) maior visibilidade das iniciativas de corte de custo vs. pares devido à reorganização dos ativos para aumentar a eficiência dos equipamentos e melhorar a capacidade de produção de coque; e (iv) potencial de surpresa positiva vs. nossas estimativas, se o preço doméstico do aço aumentar (não é nosso cenário-base). O projeto Compactos poderia reduzir significativamente nossas projeções para geração de caixa.

Gerdau: Turbulência prolongada; Neutra (PA de R\$23/ação). Nossa recomendação para a Gerdau resulta de (i) potencial de valorização de 7% baseado em FCD; (ii) VF/EBITDA 2024–25E 18% abaixo da média dos últimos 5 anos, mas acompanhado de FCL e dividendos muito mais baixos vs. 2021–23; e (iii) trajetória de lucro negativa, que parece não estar totalmente refletida no consenso dos analistas de mercado (estimativa da VA para EBITDA 24% acima de nossas projeções para 2024–25). Melhora da dinâmica do aço nos EUA no curto prazo poderia significar melhora em nossas estimativas, mas acreditamos que as ações da Gerdau não devem reagir devido à tendência decrescente de lucros e menos iniciativas de corte de custos vs. seus pares.

CSN: Céus cinzentos não interferem na jornada; Neutra (PA de R\$18,3/ação). Nossa recomendação para a CSN resulta de (i) potencial de valorização de 2% sobre nosso preço baseado no FCD, dada a forte valorização das ações desde agosto de 2023 e (ii) nossa visão de que uma tendência de baixa nas ações poderia ser amortecida por resultados resilientes e pelo fato de que o VF/EBITDA 2024–25E de 4,5x–5,1x está próximo da média dos últimos 5 anos, de 4,9x. Temos visão positiva para retornos no longo prazo após o término do extenso plano de investimento, após o qual o FCL passará para uma média de 14% em 2028–32E, contra uma média de -16% em 2024–27E. Investidores poderão penalizar a companhia por movimentos negativos no preço do minério de ferro, dada sua exposição ao segmento (~55% do EBITDA de 2024–32E), mas confiamos em nossa projeção de US\$119/t em 2024 e US\$101/t em 2025.

Riscos para nossas teses de investimento. (i) Volatilidade no preço doméstico do aço (esperamos preços estáveis em termos reais); (ii) acomodação mais longa no preço do aço nos EUA; (iii) estabilização nos custos de produção do aço em níveis diferentes de nossas expectativas; (iv) preço do minério de ferro que difira de nossas projeções para o cenário-base; e (v) mudanças não esperadas nos planos de investimento.

Siderurgia e Mineração

Data de publicação original: 14 de janeiro de 2024

Ricardo Monegaglia

+55 11 3175 7855

ricardo.neto@safr.com.br

Conrado Vegner, CFA

+55 11 3175 8892

conrado.vegner@safr.com.br

USIM5

Recomendação:

Compra PA 12M: R\$ 11,0

GGBR4

Recomendação:

Neutra PA 12M: R\$ 23,0

CSNA3

Recomendação:

Neutra PA 12M: R\$ 18,3

Índice

<u>Tese de investimento</u>	03
<u>Atualização sobre o setor siderúrgico</u>	07
<u>Usiminas</u>	10
<u>Gerdau</u>	14
<u>CSN</u>	18
<u>Estimativas do Safr vs. consenso</u>	22

Tese de investimento

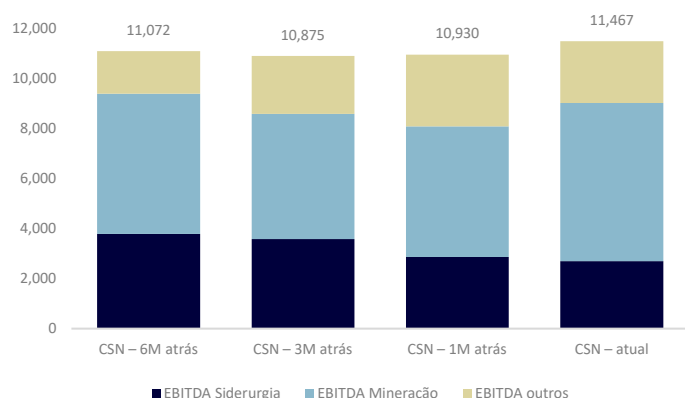
O dinamismo dos resultados do setor de minério de ferro continua sendo favorecido em comparação com o do setor siderúrgico, mas acreditamos que a melhor perspectiva para o preço do minério de ferro já esteja incorporada nas projeções do mercado. Acreditamos que as ações possam começar a ser negociadas com base nas mudanças dos resultados do setor siderúrgico, que devem ocorrer via custos, favorecendo Usiminas ante Gerdau e CSN.

Projetamos que o EBITDA da Usiminas crescerá a uma taxa de crescimento anual composta de 35% em 2023–27, impulsionado por sua divisão de Aço (taxa de crescimento anual composta de 160% no período), abrindo espaço para um melhor perfil de FCL e compressão no múltiplo VF/EBITDA de 5,5x em 2024E para 2,5x em 2027E. Projetamos que o FCL da Gerdau se enfraquecerá (retorno de cerca de 5% em 2024–27E) em comparação com 2021–23, embora permaneça positivo, considerando os resultados mais baixos (taxa de crescimento anual composta de -9% em 2023–27E) e o aumento nos investimentos, com a companhia sendo negociada a 3,7x com base em nosso VF/EBITDA 2027E vs. 4,1x em 2024E. A CSN, por outro lado, ficará sob pressão significativa de FCL (retorno de -16% em 2024–27E) à medida que os investimento aumentarem e o EBITDA crescer relativamente menos (taxa de crescimento anual composta de 1%), sendo negociada a um VF/EBITDA de 5,3x em 2027E vs. 4,5x em 2024E. Enfatizamos que esperamos que os múltiplos VF/EBITDA da companhia se comprimam acentuadamente para 4,3x em 2028E conforme os projetos comecem a gerar EBITDA considerável.

Resultados do segmento de minério de ferro favorecidos em relação aos do segmento siderúrgico.

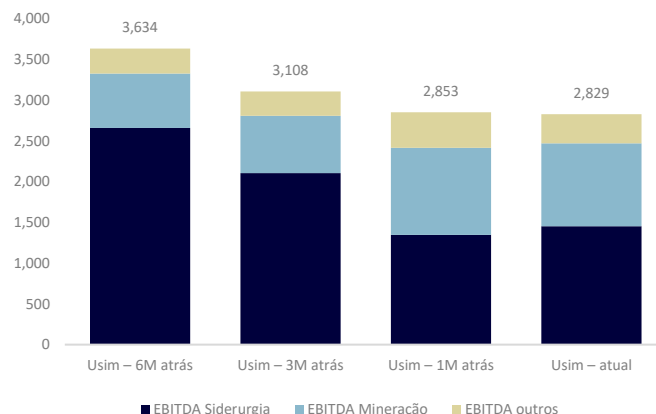
Os resultados da CSN são os mais expostos ao minério de ferro (55% do EBITDA de 2024 estimado pela VA), seguidos pelos resultados de Usiminas (36%) e Gerdau (0%). O mercado ficou mais otimista com relação aos preços do minério de ferro em 2024 (consenso atual da VA de cerca de US\$110/t vs. aproximadamente US\$90/t em julho de 2023) e revisou para cima suas projeções para o EBITDA dos segmentos de mineração da CSN e Usiminas. Essa revisão nos resultados do segmento de mineração compensou, ao menos parcialmente, a revisão para baixo nas projeções para o EBITDA do segmento de siderurgia em virtude da pior perspectiva para embarques e preços. Acreditamos que o consenso já tenha incorporado grande parte da melhora do humor – se não toda ela – em relação aos preços do minério de ferro em 2024, e o preço da ação da CSN subiu 50% no período, seguido do preço da ação da Usiminas (+23%). As ações tanto de CSN como de Usiminas caíram cerca de 10% no acumulado do ano, possivelmente como resultado da queda de US\$12/t no preço do minério de ferro para US\$131/t. Acreditamos que o preço do minério de ferro continuará tendo um papel importante no humor dos investidores nos próximos meses. Dito isso, não vemos motivos para mudar nossa projeção de US\$119/t para 2024.

Figura 1. Consenso para o EBITDA 2024 da CSN (R\$ mi)



Fonte: VA e Safr

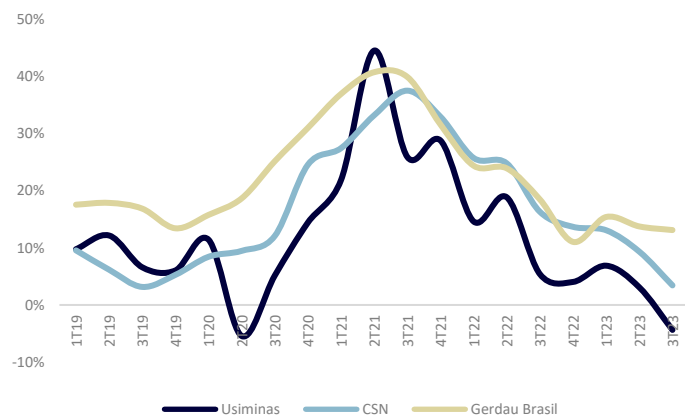
Figura 2. Consenso para o EBITDA 2024 da Usiminas (R\$ mi)



Fonte: VA e Safr

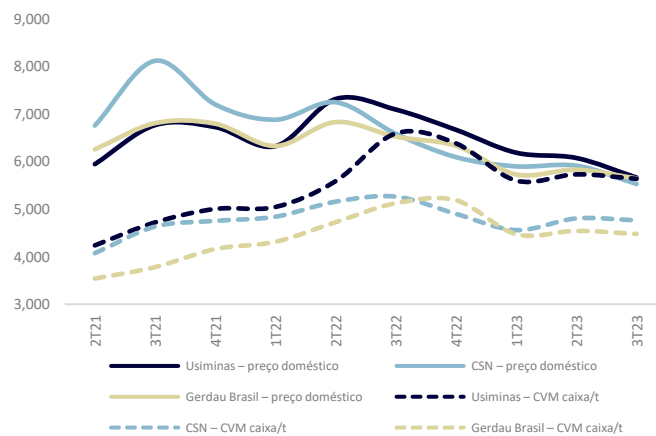
Lucratividade das siderúrgicas brasileiras caiu... A lucratividade do setor siderúrgico brasileiro diminuiu rapidamente desde o pico de 2T21–3T21, já que os preços realizados caíram mais do que os custos. Eficiência operacional, perfil de custos diferente (por exemplo, minério de ferro e carvão, sucata e placas de terceiros) e mix de vendas favoreceram a Gerdau, cuja margem EBITDA no Brasil caiu para 13% no 3T23 vs. 41% no seu pico. Por outro lado, a lucratividade da CSN e da Usiminas diminuiu de 37% para 3% e de 44% para -3%, respectivamente, no mesmo período.

Figura 3. Margem EBITDA da divisão de Aço (%)



Fonte: companhia e Safr

Figura 4. Preço doméstico do aço e custo caixa por tonelada das mercadorias vendidas (R\$/t)

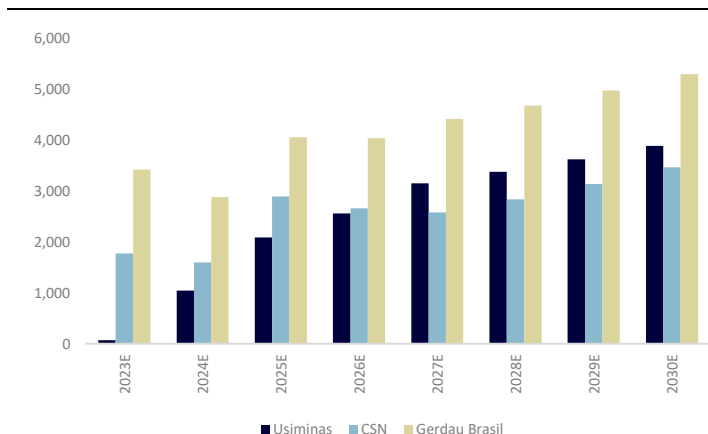


Fonte: companhia e Safr

...e agora acreditamos que as margens da Usiminas irão se recuperar mais do que as da CSN e Gerdau... Estimamos que os resultados da divisão de Aço da Usiminas irão melhorar mais (Figura 5), com taxa de crescimento anual composta do EBITDA de 160% em 2023–27, em comparação com a CSN (taxa de crescimento anual composta de +10%) e Gerdau Brasil (taxa de crescimento anual composta de +7%; taxa de crescimento anual composta de -9% no EBITDA total da Gerdau). Essa tendência é atribuível à normalização da capacidade de produção de coque da Usiminas e da CSN nos próximos anos. Essas companhias adquiriram de terceiros uma grande parcela de suas necessidades de coque desde que problemas com as baterias do coque começaram em 2019–21, o que resultou em pressão severa sobre os custos. No caso da Usiminas, acreditamos que haja particularmente mais espaço para cortar custos em comparação com seus pares devido ao retorno da operação do Alto-Forno 3 de Ipatinga, o que reduzira a taxa geral de consumo de coque, a

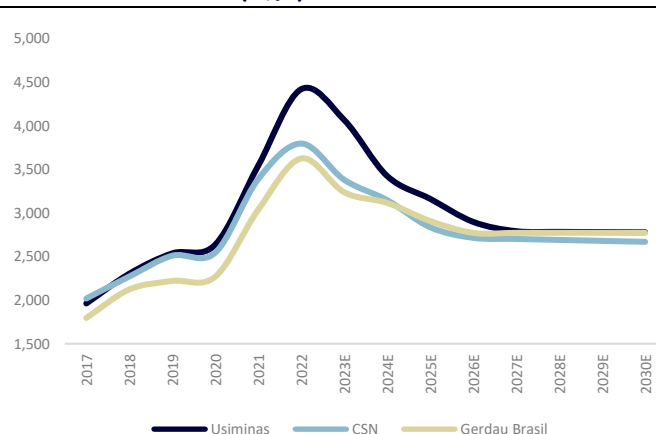
intensidade de combustível e energia enquanto melhora a diluição de custos fixos. O ponto de partida é pior, no entanto (de um EBITDA negativo no 3T23 e 4T23E).

Figura 5. Projeções para EBITDA do segmento de Aço (R\$ mi)



Fonte: companhia e Safr

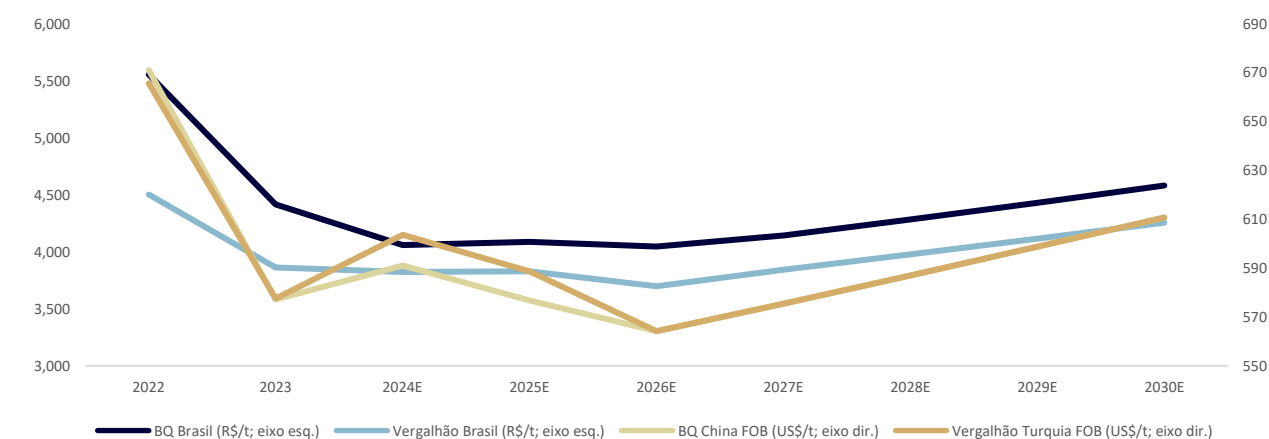
Figura 6. Projeção para custo caixa por tonelada das mercadorias vendidas (R\$/t) ¹



Fonte: companhia e Safr
Termos reais, 2017

...se os preços aumentarem apenas modestamente, conforme prevemos. Assumimos conservadoramente que os preços no mercado doméstico aumentarão pouco em termos reais nos próximos anos, devido à concorrência estruturalmente mais acirrada com importados pela demanda local. O preço do aço no mercado doméstico tem sido pressionado pelas importações de BQ e vergalhão entregues no Brasil a preços relativamente baixos, resultando em uma redução no preço doméstico do aço de aproximadamente 35% desde as altas do período entre 2T21 e 3T21. Vemos poucos riscos de novos descontos, agora que os prêmios de paridade de importação estão em 8% para a BQ brasileira e 5% para o vergalhão brasileiro. Dito isso, acreditamos que tentativas de aumentos de preço serão contidas pela continuidade das condições brandas de oferta e demanda no mercado doméstico. Acreditamos que o aço doméstico exija um prêmio por conveniência de 5%–10% sobre o produto internalizado devido às vantagens que clientes obtêm – prazo de entrega e especificações do produto – quando compram de uma usina brasileira, e esperamos que esse prêmio seja atingido no longo prazo (7,5% para BQ e 5% para vergalhão).

Figura 7. Projeção para o preço de BQ e vergalhão (R\$/t; US\$/t)



Fonte: Platts e Safr

Figura 8. Cálculo da paridade de importação do BQ do Brasil

Câmbio @ BRL 4,9/USD		
BQ China FOB	US\$/t	593
Frete	US\$/t	65
Seguro	US\$/t	3
BQ China CIF Brasil	US\$/t	661
Tarifa de importação	US\$/t	71
Marinha mercante	US\$/t	5
Outras despesas portuárias	US\$/t	20
BQ importada	US\$/t	758
BQ importada	R\$/t	3,713
BQ Brasil ex-works	R\$/t	4,000
Prêmio de paridade de importação	%	7.7%

Fonte: Platts e Safrá

Figura 9. Cálculo da paridade de importação do vergalhão do Brasil

Câmbio @ BRL 4,9/USD		
Vergalhão Turquia FOB	US\$/t	600
Frete	US\$/t	40
Seguro	US\$/t	3
Vergalhão Turquia CIF Brasil	US\$/t	643
Tarifa de importação	US\$/t	62
Marinha mercante	US\$/t	3
Outras despesas portuárias	US\$/t	20
Vergalhão importado	US\$/t	728
Vergalhão importado	R\$/t	3,568
Vergalhão Brasil ex-works	R\$/t	3,750
Prêmio de paridade de importação	%	5.1%

Fonte: Platts e Safrá

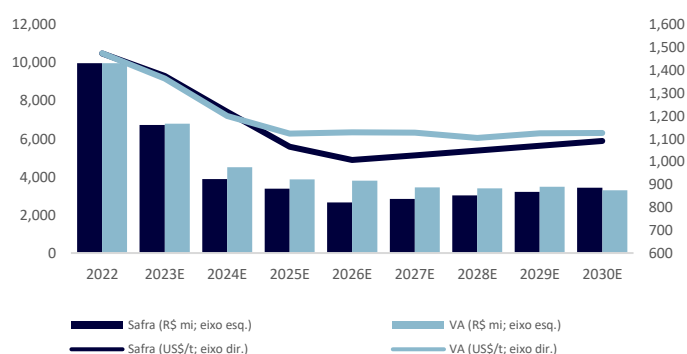
O consenso pode estar superestimando o EBITDA da Gerdau América do Norte. Projetamos o preço do aço nos EUA com base (i) no consenso da VA para o benchmark de cada produto e (ii) nas últimas tendências para preços, que podem ainda não estar incorporadas nas estimativas de consenso. Ao fazer isso, conseguimos projetar os preços teóricos de referência para o mix de vendas da Gerdau América do Norte (ou seja, 10% de vergalhão, 45% de aços estruturais e 45% de barra comercial e outros).

Acreditamos que o consenso dos analistas da Gerdau, que não necessariamente segue nossa abordagem de projeção de preços, possa estar superestimando o preço realizado da Gerdau América do Norte, caso o consenso para os preços de referência esteja correto. Projetamos que o preço realizado médio da Gerdau América do Norte ficará 5% abaixo do consenso da VA em 2024–27E. Se estivermos corretos, destacamos que o consenso da VA para o EBITDA da divisão de negócios América do Norte cairia significativamente para níveis mais alinhados aos nossos, que estão, em média, 17% abaixo em 2024–27E (Figura 11), o que poderia atuar como vento contrário para o preço de sua ação. No entanto, observamos um tom positivo na última teleconferência de resultados da CMC. A administração destacou os sólidos níveis de demanda na América do Norte e uma possível melhora nas margens de produtos de aço nos próximos meses que, se materializada, poderia levar a um potencial de valorização sobre nossas projeções.

Figura 10. Projeções para preços de vergalhão, perfis estruturais e laminados comerciais barra comercial (US\$/t)

		2023E	2024E	2025E	2026E	Termos reais LP
Vergalhão EUA FOB						
Safrá	US\$/t	982	933	889	856	805
Consenso	US\$/t	978	910	871	834	
Diferença %		0%	2%	2%	3%	
Estruturais EUA FOB						
Safrá	US\$/t	1,408	1,163	1,005	947	890
Consenso	US\$/t	1,411	1,146	973	936	
Diferença %		0%	1%	3%	1%	
Barra comercial EUA FOB						
Safrá	US\$/t	1,248	1,088	948	897	843
Consenso	US\$/t	1,239	1,064	909	879	
Diferença %		1%	2%	4%	2%	

Fonte: VA e Safrá

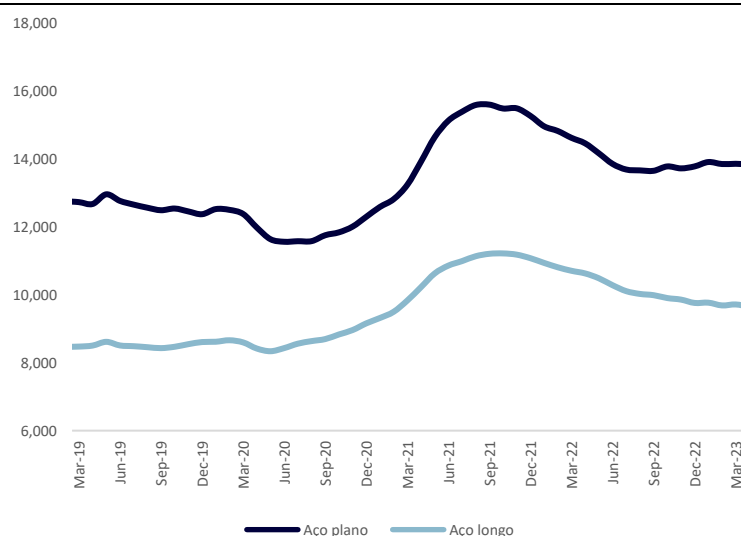
Figura 11. EBITDA da divisão de negócios América do Norte da Gerdau e preço realizado (R\$ mi; US\$/t)


Fonte: VA e Safrá

Atualização sobre o setor siderúrgico

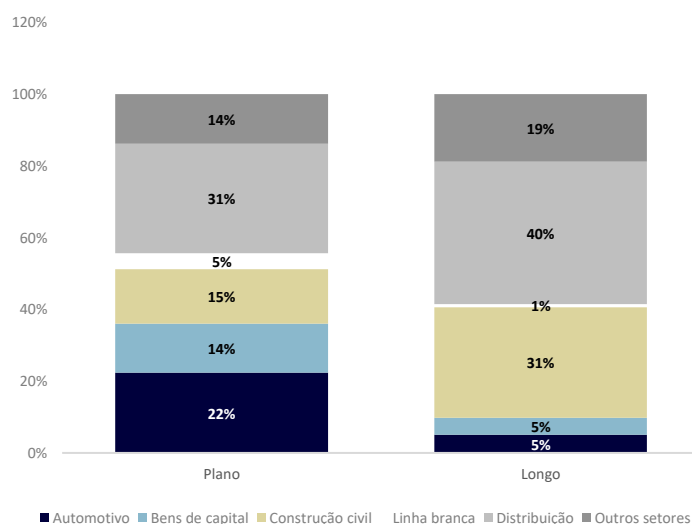
A perspectiva de curto prazo para o consumo doméstico é positiva... O consumo aparente de aço no Brasil aumentou 0,5% ante o ano anterior nos primeiros 11 meses de 2023, com aumento de 3% no consumo de aço plano e queda de 3% no consumo de aço longo. Para 2024, o IABr projeta aumento anual de 3% no consumo aparente de aço no Brasil, enquanto a CSN projeta crescimento anual de 2,9% no consumo de aço plano, para 14,2mt, e de 4,2% no consumo de aço longo, para 9,9mt. O uso final do aço varia entre os dois tipos de aço. Os setores automotivo, de bens de capital e de linha branca representaram 58% do uso final do aço plano em 2022 (excluindo vendas para distribuidores de aço), e o setor de construção civil respondeu por 51% do consumo de aço longo no período.

Figura 12. Consumo de aço no Brasil nos últimos 12 meses (kt)



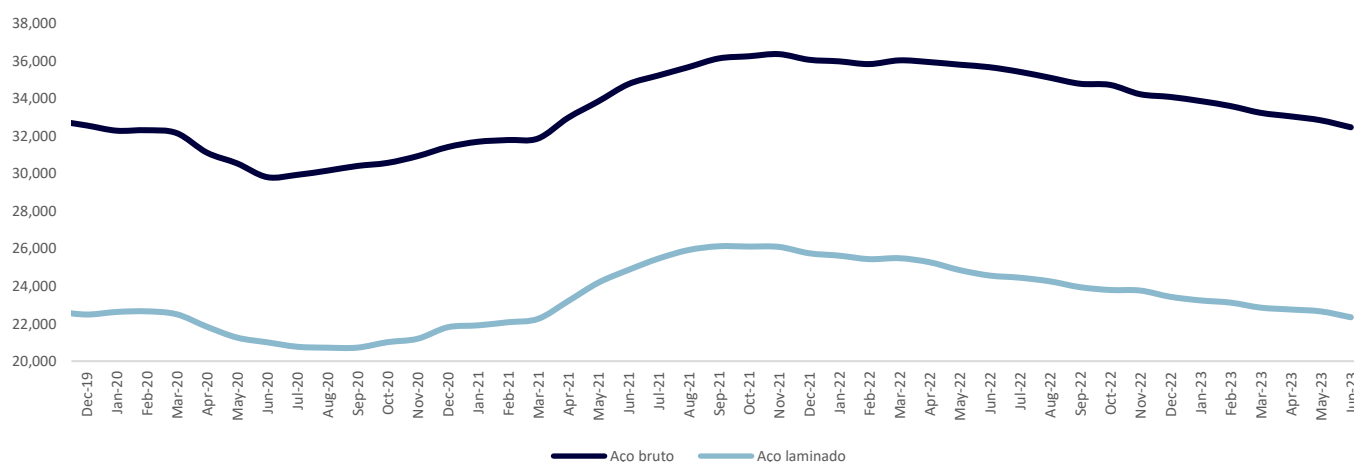
Fonte: IABr e Safr

Figura 13. Consumo de aço no Brasil por uso final



Fonte: IABr e Safr

...e a oferta começou a ser reduzida... A produção de aço bruto no Brasil caiu 7% ante o ano anterior nos primeiros 11 meses de 2023, e a produção de aços laminados diminuiu 9% (redução de 9% na produção de aço plano e de 8% na produção de aços longos). A produção doméstica começou a ser cortada depois da tendência de baixa no consumo desde 2021, inicialmente por meio da redução nas taxas de utilização da capacidade. Em 2023, a manutenção de 110 dias no Alto-Forno 3 de Ipatinga da Usiminas (capacidade efetiva de produção de aço bruto de cerca de 2,5mtpy) reduziu os números de produção do país (o forno retomou suas operações no início de novembro). Tudo o mais constante, podemos esperar aumento na produção daqui para a frente, mas acreditamos que a produção não irá aumentar muito, principalmente porque Usiminas, ArcelorMittal e Gerdau decidiram suspender parte de sua capacidade de produção de aço bruto devido às condições de mercado difíceis.

Figura 14. Produção de aço bruto e laminado no Brasil nos últimos 12 meses (kt)


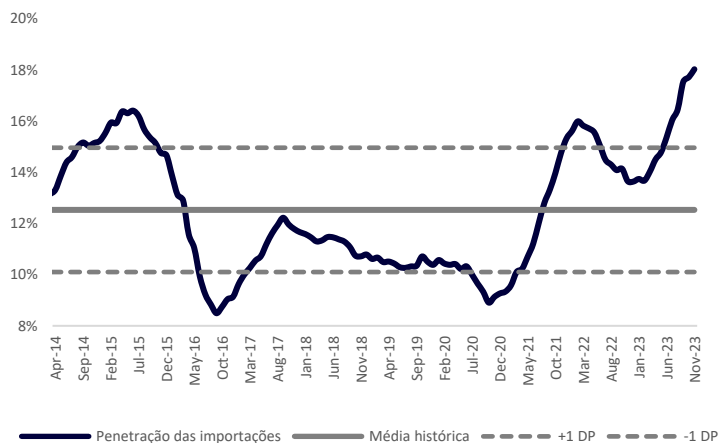
Fonte: IABr e Safr

...mas o alto volume de importações pode continuar competindo com embarques domésticos de produtores brasileiros de aço.

A importação de aço no Brasil atingiu novas altas em 2023. Quando excluimos dos números do país as importações feitas por usinas locais, notamos que as importações aumentaram 36% ante o ano anterior nos primeiros 11 meses de 2023 e permaneceram apenas 2% abaixo do último recorde alcançado nos 12 meses de 2021. A penetração das importações (ou seja, a participação das importações no consumo aparente) aumentou ao longo do ano, para uma média de 18% nos primeiros 11 meses de 2023, muito acima da média de 13% entre 2013 e 2022. Essa tendência aumentou a concorrência com as vendas domésticas de siderúrgicas locais, que caíram 5% ante o ano anterior nos 11 primeiros meses de 2023 (queda de 4% para aços planos e de 7% para aços longos).

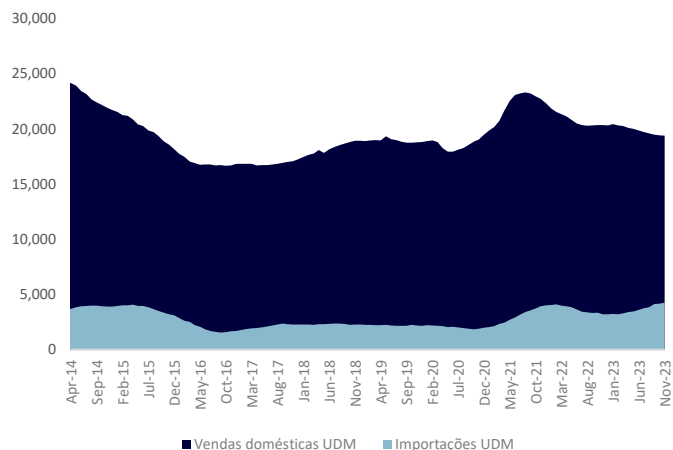
Não acreditamos que as importações de aço do Brasil irão diminuir em 2024, a menos que o governo brasileiro aumente as tarifas de importação e/ou a China reduza suas exportações de aço (por exemplo, em virtude de diminuição da produção, aumento da demanda doméstica, redirecionamento das exportações). Siderúrgicas brasileiras têm falado abertamente sobre a necessidade de se aumentar as tarifas sobre a importação de aço para frear as importações de aço chinês, reivindicando a introdução de uma alíquota de 25% (em linha com a aplicada por Estados Unidos, Reino Unido, União Europeia e México), acima da atual alíquota média de 9% a 12%. Não temos uma visão otimista para uma revisão tarifária no próximo ano com base nas recentes indicações de Geraldo Alckmin, Ministro do Desenvolvimento, Indústria e Comércio do Brasil (veja [aqui](#)), e recuos dos setores consumidores de aço.

Figura 15. Penetração das importações de aço no Brasil nos últimos 12 meses (%)



Fonte: IABr e Safr

Figura 16. Composição do consumo de aço no Brasil nos últimos 12 meses (kt)



Fonte: IABr e Safr

Usiminas

As velas se agitam com ventos favoráveis

Metais e Mineração

Data de publicação original: 14 de janeiro, 2024

Reiniciamos a cobertura de Usiminas (USIM5) com uma recomendação **Compra** e um preço-alvo de 12 meses de R\$11/ação, implicando um potencial de valorização de 31%. O ano de 2023 foi difícil para a Usiminas em virtude da reforma do equipamento mais importantes da companhia e da queda nos preços domésticos do aço. Estimamos uma queda no EBITDA em 2023 de cerca de 75% ante o ano anterior. Acreditamos que os resultados tenham atingido o ponto mais baixo no 3T23 e temos uma visão positiva quanto uma melhora nos lucros em 2024 e nos anos subsequentes. Projetamos que os resultados da Usiminas aumentarão a uma taxa de crescimento anual composta de 35% em 2023–27, relativamente superior à apresentada pela CSN (+1%) e pela Gerdau (-9%), principalmente devido à melhora nos resultados da sua divisão de Aço. Acreditamos que investidores possam preferir as ações da companhia àquelas de seus pares para se beneficiar dessa tendência esperada e o risco assimétrico para o preço das ações, caso a eficiência de custos e os preços domésticos do aço fiquem acima das expectativas.

Prêmio de valuation no curto prazo se transforma em desconto. A Usiminas é negociada a um VF/EBITDA de 4,7x um ano à frente, abaixo da média de 4,9x dos últimos cinco anos, mas a um prêmio de 9% sobre as médias atuais da CSN e Gerdau. A Usiminas é negociada a 5,5x em nossas estimativas para 2024E. Dito isso, acreditamos que os múltiplos de 2024 sejam enganosos, pois não incorporam um ano inteiro de normalização de custos. À medida que o EBITDA em 2025 aumentar cerca de 50% ante o ano anterior, com base em nossa projeção, o múltiplo VF/EBITDA de 2025E será comprimido para 3,6x. Acreditamos que o retorno sobre o FCL da Usiminas não será excepcional até 2027, mas será mais alto do que o dos pares. No entanto, posteriormente, acreditamos que os retornos sobre o FCL sejam robustos e consistentemente mais altos do que o de pares: 21% a.a., em média, em 2028–32.

Uma tese de crescimento dos lucros: atualização de estimativas. Estamos incorporando os resultados recentes e nossas novas visões para preço e custos baseadas em nossas estimativas. Projetamos um EBITDA de R\$2,1bi em 2024, 28% abaixo do consenso da VA, mas 75% maior na comparação com o ano anterior. Estimamos redução no custo caixa por tonelada de aço vendido de 13% ante o ano anterior, mais do que compensando a redução no preço do aço (-10% na comparação anual). Destacamos a dificuldade em estabelecer estimativas para custos em 2024 devido à limitação de informações disponíveis sobre os custos do Alto-Forno 3. Para 2025, projetamos EBITDA de R\$3,1bi, 12% abaixo do consenso da VA e 49% superior na comparação com o ano anterior. Acreditamos que os custos por tonelada continuarão caindo em 2025 (-5% ante o ano anterior), enquanto o preço do aço aumentará 0,2% na comparação anual (em termos nominais).

Principais riscos para nossa visão positiva: (i) estabilização nos custos de produção do aço em níveis superiores às nossas expectativas; (ii) novas quedas nos preços domésticos; (iii) desequilíbrio entre oferta e demanda devido a uma melhora abaixo da esperada na atividade de setores consumidores de aço e aumento nas importações de aço; e (iv) geração mais baixa de caixa, caso o investimento no projeto Compactos seja aprovado. A participação da CSN na Usiminas pode colocar alguma pressão sobre as ações.

Ricardo Monegaglia
+55 11 3175 7855
ricardo.neto@safr.com.br

Conrado Vegner, CFA
+55 11 3175 8892
conrado.vegner@safr.com.br

USIM5	
Recomendação	Compra
Preço atual	R\$ 8,40
Preço-alvo de 12 meses	R\$ 11,00
Potencial de valorização	30,9%

Múltiplos	23E	24E	25E
VF/EBITDA	9,8x	5,5x	3,6x
P/L	17,1x	16,7x	9,1x

Dados de mercado	
Valor de mercado	R\$10,245mi
Mínima/máxima de 52 semanas	R\$ 5,8 / 9,4
ADTV (3 meses)	R\$87mi
Ações em circulação	548mi
Free float	88%
Desempenho UDM	12%
Desempenho acumulado no ano	-10%

USIM5 vs. Ibovespa



Fonte: Bloomberg e Safr

Valuation e projeções

Estamos estabelecendo um preço-alvo de 12 meses de R\$11/ação com base em um valuation calculado pelo método do FCD, usando um custo de capital de 15,0% e um custo de capital médio ponderado de 13,3%. Esse nível implica um potencial de valorização de 31% sobre nosso preço calculado pelo método do FCD e índices VF/EBITDA de 5,5x e 3,6x para 2024 e 2025, respectivamente.

Figura 17. Premissas para o valuation

Discount rate assumptions		Valuation summary		Target price (R\$)	
Risk-free rate	4.00%	Perpetuity growth rate	3.0%	Current price (R\$)	8.40
Market risk premium	5.00%	PV cash flow	6,322	Target price (R\$)	11.00
Beta	1.3	PV perpetuity	8,204	Upside %	31.0%
Country risk (Bps)	250	Firm value	14,526	Total return %	32.5%
Inflation differential	2.0%	Net debt	(76)	Rating	Outperform
Ke (R\$)	15.0%	Investments	1,792		
Income tax rate	34%	Minorities	(2,738)		
Cost of debt	10.0%	Equity value	13,503		
Kd (R\$)	6.6%	Shares outstanding	1,231		
Total debt	20%				
Equity	80%				
WACC (R\$)	13.3%				

Fonte: Safrá

A Usiminas vem sendo negociada a um VF/EBITDA médio de 4,9x nos últimos cinco anos, em linha com a média da CSN e da Gerdau no período. As ações da Usiminas são atualmente negociadas a um prêmio de 9% sobre o VF/EBITDA um ano à frente das siderúrgicas brasileiras (CSN e Gerdau), já que o desconto de 1%–3% do início de novembro de 2023 se tornou um prêmio.

Figura 18. Tabela de comparação

Company	EV/EBITDA			P/E			Dividend Yield		EBITDA - US\$m			Net Income - US\$m		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Gerdau (Consensus)	3.1x	3.8x	3.7x	4.7x	6.5x	6.8x	7.3%	6.4%	2,899	2,387	2,399	1,644	1,149	1,132
Gerdau	2.8x	4.1x	3.9x	5.5x	11.7x	11.4x	6.7%	3.6%	2,696	1,824	1,839	1,338	639	642
CSN (Consensus)	4.8x	4.7x	4.8x	62.9x	9.9x	9.7x	15.7%	2.1%	2,293	2,319	2,249	41	408	427
CSN	4.4x	4.5x	5.1x	70.0x	10.2x	13.5x	11.2%	3.9%	2,313	2,296	2,145	74	470	349
Usiminas (Consensus)	11.6x	4.6x	4.0x	24.7x	9.4x	9.0x	6.6%	3.2%	235	588	680	86	241	254
Usiminas	10.0x	5.6x	3.7x	17.6x	17.1x	9.4x	6.1%	1.5%	234	418	610	121	125	224
ArcelorMittal	3.8x	4.0x	3.7x	5.7x	6.0x	5.2x	1.7%	1.9%	7,683	7,334	7,969	4,222	3,734	4,227
Tata Steel	7.9x	9.7x	6.9x	15.7x	24.2x	11.2x	2.1%	2.1%	3,765	3,040	4,299	1,335	740	1,739
Baoshan	5.3x	4.7x	4.4x	11.9x	9.8x	8.7x	4.2%	5.5%	4,636	5,253	5,616	1,532	1,878	2,131
US Steel	5.9x	6.4x	5.2x	11.4x	17.6x	11.7x	0.4%	0.4%	2,019	1,859	2,268	1,058	706	982
Nippon & Sumitomo	5.3x	6.0x	5.6x	4.8x	7.3x	6.7x	5.4%	4.5%	8,626	7,026	7,508	4,818	2,948	3,218
JFE Holdings	6.6x	5.8x	5.4x	8.9x	7.2x	6.9x	3.5%	4.4%	3,578	3,752	4,088	1,120	1,391	1,479
Posco	6.4x	5.7x	5.3x	13.9x	11.8x	10.6x	2.5%	2.7%	6,280	6,973	7,555	2,019	2,398	2,665
Average Brazil (consensus)	6.5x	4.4x	4.2x	30.8x	8.6x	8.5x	9.9%	3.9%	1,809	1,765	1,776	591	600	604
Average Brazil (Safrá)	5.7x	4.7x	4.3x	31.0x	13.0x	11.4x	8.0%	3.0%	1,748	1,513	1,531	511	411	405
Global AVG (consensus)	6.1x	5.6x	4.9x	16.5x	11.0x	8.7x	4.9%	3.3%	4,201	4,053	4,463	1,788	1,559	1,825

Fontes: Bloomberg e Safrá

Figura 19. VF/EBITDA um ano à frente da Usiminas



Fonte: Bloomberg e Safrá

Figura 20. Desconto da Usiminas sobre Gerdau e CSN



Fonte: Bloomberg e Safrá

Projeções para EBITDA da divisão de Aço. Projetamos um EBITDA de R\$1bi em 2024 e de R\$2,1bi em 2025 para a divisão de Aço, em comparação com o consenso da VA de R\$1,4bi e R\$2,3bi, respectivamente. Nossas estimativas para 2024–25 se diferem do consenso principalmente em relação aos preços realizados do aço (5% abaixo do consenso da VA para o período), o que mais do que neutralizou a visão mais positiva para o custo caixa por tonelada de mercadorias vendidas (1% abaixo do consenso da VA). Projetamos que os preços aumentarão moderadamente em termos reais após 2025, mas nossa premissa é a de que os custos continuarão em tendência negativa devido a menores restrições à capacidade de produção de coque. Projetamos EBITDA da divisão de Aço de R\$3,2bi em 2027, 6% acima do consenso da VA.

Projeção para o EBITDA da divisão de Minério de Ferro. Projetamos EBITDA do segmento de Minério de Ferro de aproximadamente R\$770mi em 2024 e de cerca de R\$655mi em 2025, abaixo do consenso da VA de R\$1,019mi e R\$713mi, respectivamente. Nossas estimativas diferem do consenso principalmente em relação ao custo caixa por tonelada de mercadorias vendidas que, segundo as estimativas de consenso, cairão 10% em 2025 vs. 2023, embora a administração tenha indicado números relativamente estáveis nos próximos anos. Projetamos embarques de minério de ferro de 9mtpy em 2024–26, em linha com a faixa superior do guidance de vendas da companhia para 2023 e 1% acima do consenso da VA. Para 2027, esperamos diminuição para cerca de 8,5mt nos embarques, à medida que as reservas de minério de ferro de Friaveis começarem a se esgotar. Não consideramos o investimento no projeto de minério de ferro Compactos em nossas estimativas do cenário-base, mas pressupomos o fim da produção de minério de ferro da Usiminas até o 1T31.

Retorno sobre o FCL e retorno de dividendos ficam atrativos a partir de 2026. Projetamos um retorno sobre o FCFE da Usiminas de 2% para 2024, mas de cerca de 16%, em média, em 2025–32. Esses níveis são superiores aos que projetamos para CSN e Gerdau no período. Não consideramos o pagamento de nenhum dividendo extraordinário pela Usiminas durante nosso período de projeção, com base nos comentários mais recentes da administração sobre o assunto, resultando em um retorno de dividendos apenas razoável, de 5% em 2024–32E. Acreditamos que esse nível possa aumentar caso a companhia decida pagar mais do que o percentual de 25% sobre lucro líquido que assumimos na nossa projeção, considerando a sólida posição de caixa da companhia (ou seja, posição líquida de caixa a partir do 4T25).

Projeção para investimentos. Projetamos que a Usiminas investirá R\$3,8bi (em termos reais) entre 2020 e 2026 na substituição de seu Alto-Forno 3 e em reparos na bateria de coque 2, ambos em Ipatinga, em linha com o guidance da companhia (veja [aqui](#)). Estimamos investimentos totais de R\$1,8bi em 2024 (9% abaixo do consenso da VA) e R\$1,9bi em 2025 (16% abaixo). Acreditamos que os investimentos começarão a diminuir em 2027, somando R\$1,6bi a.a., em média, em 2027–32, nível que está cerca de 25% abaixo do consenso da VA, mas com um spread mais apertado em relação às despesas de depreciação e amortização no período. Durante seu Investor Day, a Usiminas anunciou que iniciou o processo de licenciamento do projeto de minério de ferro Compactos, que substitui o projeto Friaveis, que será exaurido até o fim da década. A administração observou que uma decisão a respeito do projeto seria tomada em 2025 e deu poucos detalhes sobre os investimentos potenciais.

Tabela 21. Safrá Analysis and Valuation Scorecard (SAVS) – R\$ milhões

P&L	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	YoY growth rates	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Net revenue	32,471	27,414	25,724	25,975	25,290	Net revenue	-3.8%	-15.6%	-6.2%	1.0%	-2.6%
COGS	-26,791	-25,555	-23,208	-22,519	-21,604	Gross profit	-49.6%	-67.3%	35.3%	37.4%	6.7%
Gross profit	5,680	1,859	2,515	3,456	3,686	SG&A expenses	13.5%	-7.0%	-2.6%	-1.6%	0.0%
Gross margin	17%	7%	10%	13%	15%	EBITDA	-61.8%	-75.8%	74.4%	48.6%	8.5%
SG&A expenses	-1,218	-1,132	-1,103	-1,085	-1,086	EBIT	-78.3%	-100.9%	-3347.5%	128.1%	12.4%
SG&A expenses/Net revenue	4%	4%	4%	4%	4%						
EBITDA	4,905	1,187	2,071	3,077	3,340						
EBITDA margin	15%	4%	8%	12%	13%						
EBIT	2,445	-23	741	1,691	1,902						
EBIT margin	8%	0%	3%	7%	8%						
Financial result	612	423	-60	-188	-146						
Pre tax profit	3,279	640	886	1,715	1,974	Return and others					
Taxes	-1,186	-35	-266	-583	-671	ROIC	5.0%	-0.1%	2.0%	4.1%	4.5%
Minority interest	477	169	82	84	87	ROE	6.4%	1.7%	2.1%	3.9%	4.4%
Net profit	1,616	435	538	1,047	1,216	Dividend yield	14.0%	4.8%	1.1%	2.1%	2.4%
						FCFE yield	-17.6%	8.4%	1.7%	3.5%	5.9%
Balance sheet (BS)						Leverage					
Cash and equivalents	5,072	5,955	5,990	6,170	6,616	Net debt	1,130	38	76	-28	-413
Accounts receivable	3,548	3,387	3,288	3,267	3,246	Net debt/Equity	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other current assets	11,738	8,610	7,923	7,665	7,341	Net debt/EBITDA	0.2	0.0	0.0	0.0	-0.1
Total current assets	20,359	17,952	17,200	17,102	17,203	Net debt/Total capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Long-term assets	19,642	21,950	22,797	23,651	24,375	Net debt/Total assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Permanent assets	10,821	13,050	13,693	14,334	14,841						
Total assets	40,000	39,901	39,997	40,753	41,578						
Suppliers	2,829	2,447	2,238	2,158	2,057						
Short-term debt	136	157	159	161	162						
Other current liabilities	2,428	2,736	2,502	2,413	2,300						
Total current liabilities	5,393	5,339	4,898	4,731	4,520						
Long-term debt	6,067	5,836	5,908	5,981	6,041						
Other long term liabilities	2,653	2,705	2,705	2,705	2,705						
Total long term liabilities	8,720	8,541	8,612	8,686	8,746						
Shareholders equity	25,888	26,022	26,487	27,336	28,313						
Total liabilities + equity	40,000	39,901	39,997	40,753	41,578						
						Valuation					
Free cash flow statement						EV/EBITDA	2.3	9.8	5.5	3.6	3.2
NOPLAT	1,260	-16	519	1,116	1,255	P/E	4.2	17.1	16.7	9.1	7.9
D&A	903	1,047	1,170	1,226	1,278						
Capex	-2,184	-3,200	-1,812	-1,868	-1,785						
Change in WK	-3,209	3,215	344	109	132						
Free cash flow to firm	-1,834	1,045	220	583	881						
Net interest expenses	388	222	13	-113	-84						
Change in debt	-102	-129	0	0	0						
Free cash flow to equity	-1,547	1,139	234	471	797						

Fonte: companhia e Safrá

Gerdau

Turbulência prolongada

Metais e Mineração

Data de publicação original: 14 de janeiro, 2024

Reiniciamos a cobertura de Gerdau (GGBR4) com uma recomendação Neutra e um preço-alvo de 12 meses de R\$23/ação, implicando um potencial de valorização de cerca de 7%. Vemos potencial de valorização limitado para as ações da Gerdau com base em nosso preço-alvo, embora o valuation pareça atrativo a um VF/EBITDA médio de 4,0x em nossas projeções para 2024–27. Acreditamos que haverá pressão sobre o preço da ação nos próximos meses devido à ausência de catalisadores positivos e uma possível revisão para baixo no consenso para EBITDA, FCL e preço-alvo (aproximadamente R\$30/ação, segundo a Bloomberg). Além disso, acreditamos que uma melhora nos múltiplos possa não acontecer em virtude da trajetória de lucro da companhia (taxa de crescimento anual composta de -9% no EBITDA em 2023–27), o que, por sua vez, contribui para diminuir a atratividade do FCL (cerca de 5%, em média, em 2024–27E) e do retorno de dividendos (3% em 2023–27E) em comparação com aqueles dos últimos anos.

Suporte ao valuation deve continuar. A Gerdau é atualmente negociada a um VF/EBITDA de 3,8x um ano à frente, abaixo de sua média de 5 anos de 4,9x, e a um desconto de 20% em comparação com a média de seus pares CSN e Usiminas. Em nossas estimativas, a Gerdau é negociada a um VF/EBITDA 2024E de 4,1x, que, em nossa opinião, é explicado por nossa projeção mais fraca do que o consenso. Com a contínua redução no EBITDA da companhia e investimentos mais altos, vemos retorno sobre o FCL e retorno de dividendos abaixo de 5%, em média, no período de 2023 a 2027. Vemos a Gerdau sendo negociada a um VF/EBITDA 2025E de 3,9x, impulsionado por um EBITDA mais alto no Brasil em virtude do custo caixa mais baixo por tonelada de mercadorias vendidas, que passará para 4,3x em 2026E, à medida que o preço internacional do aço atingir nossas projeções de longo prazo.

Estabilização dos lucros: atualização de estimativas. Projetamos um EBITDA de R\$9,0bi para 2024, 21% abaixo do consenso da VA e 33% menor na comparação anual. Para 2025, projetamos um EBITDA de R\$9,3bi, 18% abaixo do consenso da VA, mas 3% mais alto ante o ano anterior, favorecido por custos mais baixos no Brasil. A diferença entre nossas projeções e o consenso para 2024–25 é atribuída às nossas projeções mais baixas para preços realizados, que estão 4% e 1% menores para Brasil e América do Norte, respectivamente, no período. Destacamos que a diferença nas projeções para preço realizado se amplia para 6% na divisão de negócios do Brasil em 2026–30E e para 6% na divisão de negócios da América do Norte. Acreditamos que investidores dedicados ao setor de Siderurgia e Mineração esperam resultados em linha com nossa estimativa de aproximadamente R\$2bi no 4T23 (-39% QoQ), mas enfatizamos que o consenso dos analistas de mercado permanece bem acima desse nível. Por exemplo, o consenso da VA para o 4T23 está 32% acima de nossas projeções, adicionando preocupações, em nossa opinião, de que o movimento do consenso para se atualizar com os resultados significativamente mais baixos possa exercer pressão sobre o preço das ações da Gerdau nos próximos meses.

Principais riscos para nossa visão neutra: (i) preço do aço nos mercados doméstico e internacional acima de nossas projeções; (ii) mais iniciativas de corte de custos do que esperamos; e (iii) depreciação do real brasileiro acima das projeções do time Macro do Safr. Uma recuperação mais forte do que a esperada na demanda por aço nos EUA e um descolamento dos preços do aço dos

Ricardo Monegaglia

+55 11 3175 7855

14ricardo.neto@safra.com.br

Conrado Vegner, CFA

+55 11 3175 8892

conrado.vegner@safra.com.br

GGBR4

Recomendação	Neutra
Preço atual	R\$ 21,48
Preço-alvo de 12 meses	R\$ 23,00
Potencial de valorização	7,5%

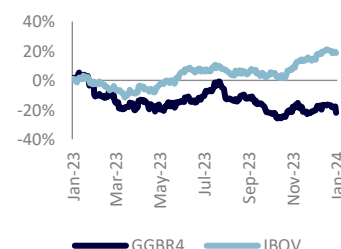
Múltiplos

	23E	24E	25E
VF/EBITDA	2,8x	4,1x	3,9x
P/L	5,5x	11,7x	11,4x

Dados de mercado

Valor de mercado	R\$36,850mi
Mínima/máxima de 52 semanas	R\$ 32,3 / 21,2
ADTV (3 meses)	R\$231mi
Ações em circulação	1,156mi
Free float	99%
Desempenho UDM	-24%
Desempenho acumulado no ano	-9%

GGBR4 vs. Ibovespa



Fonte: Bloomberg e Safr

benchmarks internacionais no país poderiam ajudar a Gerdau, mais especificamente, do que a Usiminas e a CSN.

Valuation e projeções

Estamos estabelecendo um preço-alvo de 12 meses de R\$23/ação com base em um valuation calculado pelo método do FCD, usando um custo de capital de 14,1% e um custo de capital médio ponderado de 12,6%. Esse nível implica um potencial de valorização de 7% sobre nossa estimativa calculada pelo método do FCD e índices VF/EBITDA de 4,1x e 3,9x para 2024 e 2025, respectivamente.

Figura 22. Premissas para o valuation

Discount Rate Assumptions		Valuation Summary		Target price (R\$)	
Risk Free	4.00%	Perpetuity Growth Rate	2.5%	Current price (R\$)	21.48
Market Risk Premium	5.00%	PV Cash Flow	17,096	Target price (R\$)	23.00
Beta	1.2	PV Perpetuity	22,644	Upside %	7.1%
Country Risk (Bps)	237	Firm Value	39,740	Total return %	10.7%
Inflation differential	2.0%	Net Debt	(5,060)	Rating	Neutral
Ke (R\$)	14.1%	Investments	5,002		
Income Tax Rate	30.0%	Minorities	(187)		
Cost of debt	9.0%	Equity Value	39,496		
Kd (R\$)	6.3%	Shares Outstanding	1,720		
Total Debt	20%				
Equity	80%				
WACC (R\$)	12.6%				

Fonte: Safrá

A Gerdau vem sendo negociada a um VF/EBITDA médio de 4,9x nos últimos cinco anos, em linha com a CSN e a Usiminas. As ações da Gerdau são negociadas atualmente a um desconto de 20% sobre o VF/EBITDA um ano à frente das siderúrgicas brasileiras (ou seja, CSN e Usiminas), já que o desconto se ampliou desde que atingiu cerca de 5% em agosto de 2023 antes da tendência de alta do preço do minério de ferro.

Figura 23. Tabela de comparação

Company	EV/EBITDA			P/E			Dividend Yield		EBITDA - US\$m			Net Income - US\$m		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Gerdau (Consensus)	3.1x	3.8x	3.7x	4.7x	6.5x	6.8x	7.3%	6.4%	2,899	2,387	2,399	1,644	1,149	1,132
Gerdau	2.8x	4.1x	3.9x	5.5x	11.7x	11.4x	6.7%	3.6%	2,696	1,824	1,839	1,338	639	642
CSN (Consensus)	4.8x	4.7x	4.8x	62.9x	9.9x	9.7x	15.7%	2.1%	2,293	2,319	2,249	41	408	427
CSN	4.4x	4.5x	5.1x	70.0x	10.2x	13.5x	11.2%	3.9%	2,313	2,296	2,145	74	470	349
Usiminas (Consensus)	11.6x	4.6x	4.0x	24.7x	9.4x	9.0x	6.6%	3.2%	235	588	680	86	241	254
Usiminas	10.0x	5.6x	3.7x	17.6x	17.1x	9.4x	6.1%	1.5%	234	418	610	121	125	224
ArcelorMittal	3.8x	4.0x	3.7x	5.7x	6.0x	5.2x	1.7%	1.9%	7,683	7,334	7,969	4,222	3,734	4,227
Tata Steel	7.9x	9.7x	6.9x	15.7x	24.2x	11.2x	2.1%	2.1%	3,765	3,040	4,299	1,335	740	1,739
Baoshan	5.3x	4.7x	4.4x	11.9x	9.8x	8.7x	4.2%	5.5%	4,636	5,253	5,616	1,532	1,878	2,131
US Steel	5.9x	6.4x	5.2x	11.4x	17.6x	11.7x	0.4%	0.4%	2,019	1,859	2,268	1,058	706	982
Nippon & Sumitomo	5.3x	6.0x	5.6x	4.8x	7.3x	6.7x	5.4%	4.5%	8,626	7,026	7,508	4,818	2,948	3,218
JFE Holdings	6.6x	5.8x	5.4x	8.9x	7.2x	6.9x	3.5%	4.4%	3,578	3,752	4,088	1,120	1,391	1,479
Posco	6.4x	5.7x	5.3x	13.9x	11.8x	10.6x	2.5%	2.7%	6,280	6,973	7,555	2,019	2,398	2,665
Average Brazil (consensus)	6.5x	4.4x	4.2x	30.8x	8.6x	8.5x	9.9%	3.9%	1,809	1,765	1,776	591	600	604
Average Brazil (Safrá)	5.7x	4.7x	4.3x	31.0x	13.0x	11.4x	8.0%	3.0%	1,748	1,513	1,531	511	411	405
Global AVG (consensus)	6.1x	5.6x	4.9x	16.5x	11.0x	8.7x	4.9%	3.3%	4,201	4,053	4,463	1,788	1,559	1,825

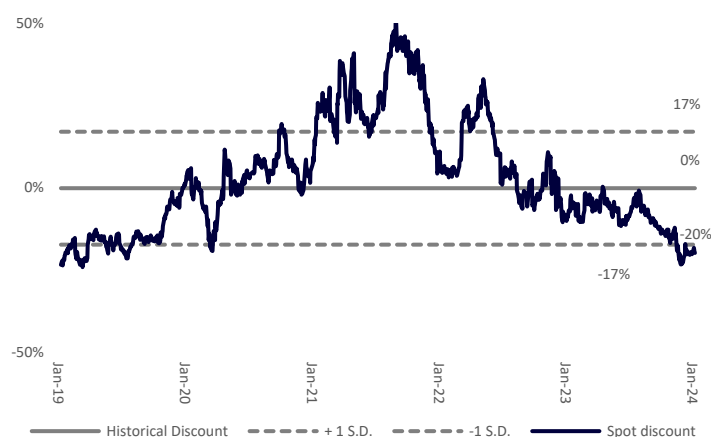
Fontes: Bloomberg e Safrá

Figura 24. VF/EBITDA um ano à frente da Gerdau



Fonte: Bloomberg e Safrá

Figura 25. Desconto da Gerdau sobre Usiminas e CSN



Fonte: Bloomberg e Safrá

EBITDA da divisão de negócios de Aço no Brasil. Projetamos EBITDA da divisão de negócios do Brasil de R\$2,9bi em 2024 e R\$4,1bi em 2025, em comparação com o consenso de R\$3,9bi e R\$4,5bi, respectivamente. Preços realizados e embarques de aço 3% e 4% abaixo do consenso, respectivamente, explicam a diferença entre nosso EBITDA 2024–25E e o consenso da VA. A diferença para o consenso persiste em nossas projeções, com nosso EBITDA de R\$4,4bi em 2027 8% abaixo do consenso.

EBITDA da divisão de negócios de Aço na América do Norte. Projetamos que o EBITDA da divisão de negócios da América do Norte ficará abaixo do consenso, em R\$3,9bi em 2024 e R\$3,4bi em 2025, enquanto o consenso da VA é de R\$4,4bi e R\$3,9bi, respectivamente. Preços realizados e embarques – ambos 2% abaixo do consenso da VA em 2024–25E – novamente respondem pela diferença entre nossas projeções e o consenso. Projetamos EBITDA da divisão de R\$2,8bi em 2027, 16% abaixo do consenso da VA.

EBITDA da divisão de negócios de Aço na América do Sul. Projetamos que o EBITDA da divisão de negócios da América do Sul ficará abaixo do consenso. Projetamos EBITDA de R\$1,2bi em 2024 e R\$1,1bi em 2025, ambos abaixo do consenso de R\$1,3bi e R\$1,2bi, respectivamente. Acreditamos que o consenso possa não ter incorporado integralmente os recentes ventos contrários da depreciação do peso argentino no EBITDA da divisão. Temos também uma postura mais negativa com relação aos embarques de aço (4% abaixo do consenso da VA em 2024–25E), considerando que o ponto de partida dos números de 2023 é mais baixo e que, em nossa opinião, o crescimento do consumo de aço na Argentina, no Uruguai e no Peru será desafiador no período. Projetamos EBITDA da divisão de R\$1,0bi em 2027, 23% abaixo do consenso da VA.

EBITDA da divisão de negócios de Aços Especiais. Projetamos que o EBITDA da divisão de negócios de Aços Especiais ficará muito abaixo do consenso. Projetamos EBITDA de R\$1,5bi em 2024 e R\$1,2bi em 2025, ambos abaixo do consenso de R\$1,8bi em 2024–25. Embora nossas projeções para embarques de aço estejam relativamente em linha com o consenso, temos uma visão mais negativa para lucratividade, já que acreditamos que os preços realizados da divisão de negócios de Aços Especiais seguirão a estabilidade de preços (em termos reais) no Brasil e a tendência de baixa nos EUA. Projetamos EBITDA da divisão de R\$1,5bi em 2027E, 19% abaixo do consenso da VA.

Retorno sobre o FCL e retorno de dividendos. Projetamos que o retorno sobre o FCL da Gerdau atingirá cerca de 4%, em média, em 2024–25E. Esses níveis estão 0,5 p.b. acima do retorno médio sobre o FCL da Usiminas no período e 17,5 p.b. acima daquele da CSN. Projetamos retornos mais altos sobre o FCL em 2027–32E (média de 9%), considerando a menor necessidade de investimentos e os resultados melhores. Estimamos um retorno de dividendos de aproximadamente 4% em 2024–25E, em linha com o da CSN e 1,6 p.b. acima do retorno de dividendos da Usiminas.

Projeção para investimentos. Projetamos que a Gerdau investirá cerca de R\$5,3bi/ano em 2024–25E, acima do consenso da VA de R\$4,9bi/ano para o período. Além disso, estimamos que a Gerdau investirá R\$9,1bi em “projetos estratégicos” em 2021–26, abaixo do guidance da companhia de R\$11,9bi (em termos reais). Nossas estimativas no cenário-base não consideram todos os projetos mapeados, como as expansões da usina de laminação de perfis médios e da base florestal.

Tabela 26. Safrá Analysis and Valuation Scorecard (SAVS) – R\$ milhões

P&L	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	YoY growth rates	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Net revenue	82,412	69,728	64,803	63,056	62,014	Net revenue	5.2%	-15.4%	-7.1%	-2.7%	-1.7%
COGS	-63,661	-58,432	-57,758	-55,937	-55,735	Gross profit	-9.9%	-39.8%	-37.6%	1.1%	-11.8%
Gross profit	18,751	11,296	7,045	7,119	6,279	SG&A expenses	3.9%	0.4%	-3.1%	-2.1%	-1.5%
<i>Gross margin</i>	23%	16%	11%	11%	10%	EBITDA	-7.4%	-37.2%	-33.1%	2.8%	-8.5%
SG&A expenses	-2,188	-2,196	-2,127	-2,083	-2,052	EBIT	-15.6%	-39.8%	-51.0%	1.0%	-16.8%
<i>SG&A expenses/Net revenue</i>	3%	3%	3%	3%	3%						
EBITDA	21,505	13,501	9,028	9,284	8,491						
<i>EBITDA margin</i>	26%	19%	14%	15%	14%						
EBIT	17,751	10,692	5,243	5,295	4,405						
<i>EBIT margin</i>	-2.2%	-1.5%	-8%	-8%	-7%						
Financial result	-1,892	-1,293	-1,026	-978	-920						
Pre tax profit	15,859	9,398	4,217	4,317	3,485	Return and Others					
Taxes	-4,379	-1,869	-1,054	-1,079	-1,046	ROIC	27.8%	15.6%	6.9%	7.1%	5.6%
Net profit	11,480	7,529	3,163	3,238	2,440	ROE	25.8%	15.5%	6.1%	6.0%	4.4%
						Dividend Yield	14.6%	6.3%	3.4%	3.5%	2.5%
						FCFE Yield	16.2%	10.9%	3.5%	4.1%	2.9%
Balance sheet (BS)						Leverage					
Cash and equivalents	2,476	3,007	3,318	3,832	4,274	Net debt	7,169	5,372	5,060	4,547	4,104
Accounts receivable	4,999	5,521	5,356	5,259	5,343	Net debt/Equity	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Other current assets	31,257	30,439	29,977	30,279	31,141	Net debt/EBITDA	0.3	0.4	0.6	0.5	0.5
Total current assets	73,799	76,402	77,956	79,793	81,392	Net debt/Total capital	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Long-term assets	42,541	45,962	47,979	49,514	50,251	Net debt/Total assets	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Permanent assets	20,423	22,463	24,480	26,015	26,752						
Total assets	73,799	76,402	77,956	79,793	81,392						
Suppliers	6,619	5,561	5,378	5,356	5,458						
Short-term debt	3,121	1,356	1,356	1,356	1,356						
Other current liabilities	3,723	3,413	3,321	3,310	3,361						
Total current liabilities	13,463	10,330	10,055	10,022	10,175						
Long-term debt	9,486	10,122	10,122	10,122	10,122						
Other long term liabilities	4,552	4,967	4,967	4,967	4,967						
Total long term liabilities	14,038	15,089	15,089	15,089	15,089						
Shareholders equity	46,298	50,983	52,813	54,682	56,128						
Total liabilities + equity	73,799	76,402	77,956	79,793	81,392						
						Valuation					
Free cash flow statement						EV/EBITDA	2.4	2.8	4.1	3.9	4.3
NOPLAT	14,396	8,553	3,933	3,971	3,084	P/E	4.1	5.5	11.7	11.4	15.1
D&A	2,866	3,049	3,353	3,620	3,787						
Capex	-4,292	-4,905	-5,369	-5,155	-4,524						
Change in WK	-1,926	54	499	179	-266						
Free cash flow to firm	11,044	6,750	2,415	2,615	2,081						
Net interest expenses	-1,892	-1,293	-1,026	-978	-920						
Change in debt	-1,432	-1,129	0	0	0						
Free cash flow to equity	7,719	4,328	1,388	1,637	1,160						

Fonte: companhia e Safrá

CSN

Céus cinzentos não interferem na jornada

Metals e Mineração

Data de publicação original: 14 de janeiro, 2024

Reiniciamos a cobertura de CSN (CSNA3) com uma recomendação Neutra e um preço-alvo de 12 meses de R\$18,3/ação, implicando um potencial de valorização de 2%. As ações da CSN aumentaram cerca de 50% desde agosto 2023, possivelmente por causa da alta exposição da companhia ao minério de ferro (60% do EBITDA 2024E). Atualmente, vemos possíveis adversidades para suas ações no curto prazo, caso o preço do minério de ferro continue caindo, conforme prevemos. Agora que os riscos positivos para o preço do minério de ferro parecem exagerados, acreditamos que investidores poderão voltar sua atenção para o FCL da companhia, à medida que os investimentos crescerem para que o plano de investimentos de R\$30bi–R\$34bi em 2024–28 seja cumprido (em termos reais) e o processo de desalavancagem for postergado. A taxa de crescimento anual composta do EBITDA da CSN de 1% em 2023–27, impulsionado particularmente pelos resultados mais baixos do minério de ferro, não se destacam em comparação com a Usiminas.

Valuation relativamente atrativo pode se tornar um prêmio. A CSN é negociada a um VF/EBITDA de 4,8x um ano à frente, abaixo da média de 4,9x dos últimos cinco anos, mas a um prêmio de 14% sobre as médias da Usiminas e Gerdau. A CSN é negociada a um VF/EBITDA de 4,5x em nossas estimativas para 2024 – nível ainda atrativo. No entanto, projetamos aumento no múltiplo VF/EBITDA 2025E para 5,1x, à medida que a dívida líquida aumentar para R\$33,6bi (de R\$29,7bi estimados para 2024) e o EBITDA diminuir 5% ante o ano anterior. Projetamos que o FCL permanecerá baixo em 2024–27, com retorno médio de -16%, conforme os investimentos crescerem (média de R\$7,2bi/ano em 2024–27), as despesas líquidas de juros permanecerem altas (média de R\$3,8bi/ano) e a liquidação dos contratos de pré-pagamento com a Glencore limitar a conversão de EBITDA em FCL (média de R\$1,3bi/ano). Do lado positivo, projetamos um retorno médio sobre o FCL de cerca de 19% em 2029–32E, à medida que novos empreendimentos começarem a contribuir para os resultados e os investimentos diminuirão.

Resiliência dos lucros: Atualização de estimativas. Projetamos EBITDA da CSN de R\$11,6bi em 2024, 1% acima do consenso da VA, em virtude principalmente de resultados mais elevados dos segmentos de mineração e logística. Porém, projetamos que os resultados dos segmentos de aço e cimento virão abaixo das estimativas de consenso. Aplaudimos a diversificação dos negócios da CSN, o que contribuirá para a resiliência de nossas projeções para EBITDA nos próximos anos. Por exemplo, projetamos que o EBITDA da CSN atingirá R\$11,1bi em 2025, R\$0,5bi menor do que o estimado para 2024, apesar de uma redução de R\$1,8bi ante o ano anterior no EBITDA do segmento de mineração no período. Isso será possível graças a iniciativas de corte de custos na divisão de Aço e, em menor medida, a resultados mais altos dos segmentos de Cimento, Logística e Energia. No entanto, os resultados continuarão sendo direcionados pelos resultados do segmento de Minério de Ferro (cerca 55% do EBITDA 2024–32E).

Principais riscos para nossa visão neutra: (i) preços realizados de minério de ferro e aço acima das expectativas; (ii) iniciativas de eficiência de custos resultando em custos mais baixos do que o esperado por tonelada em todos os segmentos; (iii) aceleração do cronograma dos projetos de minério de ferro; e (iv) despesas financeiras líquidas mais baixas e/ou desalavancagem mais rápida do que o esperado.

Ricardo Monegaglia
+55 11 3175 7855
ricardo.neto@safr.com.br

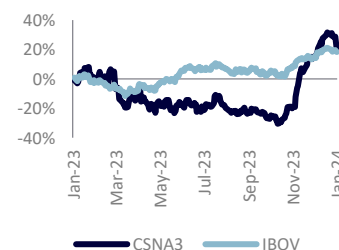
Conrado Vegner, CFA
+55 11 3175 8892
conrado.vegner@safr.com.br

CSNA3	
Recomendação	Neutra
Preço atual	R\$ 17,93
Preço-alvo de 12 meses	R\$ 18,30
Potencial de valorização	2,1%

Múltiplos	23E	24E	25E
VF/EBITDA	4,4x	4,5x	5,1x
P/L	70,0x	10,2x	13,5x

Dados de mercado	
Valor de mercado	R\$ 23,697mi
Mínima/máxima de 52 semanas	R\$ 10,7 / 19,8
ADTV (3 meses)	R\$ 115mi
Ações em circulação	1,326mi
Free float	45%
Desempenho UDM	20%
Desempenho acumulado no ano	-9%

CSNA3 vs. Ibovespa



Fonte: Bloomberg e Safr

Valuation e projeções

Estamos estabelecendo um preço-alvo de 12 meses de R\$18,3/ação com base em um valuation calculado pelo método do FCD, usando um custo de capital de 15% e um custo de capital médio ponderado de 12,2%. Esse nível implica um potencial de valorização de 2% sobre nossa estimativa calculada pelo método do FCD e índices VF/EBITDA de 4,5x e 5,1x para 2024 e 2025, respectivamente.

Figura 27. Premissas para o valuation

Discount Rate Assumptions		Valuation Summary		Target Price (R\$)	
Risk-free rate	4.0%	Perpetuity growth rate	3.0%	Current Price (R\$)	17.93
Market risk premium	5.0%	PV cash flow	17,085	Target Price (R\$)	18.30
Beta	1.3	PV perpetuity	40,083	Upside %	2.1%
Country risk (Bps)	250	Firm Value	57,168	Total Return %	6.0%
Inflation differential	2.0%	Net debt	(29,749)	Rating	Neutral
Ke (R\$)	15.0%	Investments	5,783		
Income tax rate	34%	Minorities	(8,310)		
Cost of debt	10.5%	Equity Value	24,892		
Kd (R\$)	6.9%	Shares outstanding	1,357		
Total Debt	35%				
Equity	65%				
WACC (R\$)	12.2%				

Fonte: Safra

A CSN vem sendo negociada a um VF/EBITDA médio de 4,9x nos últimos cinco anos, em linha com a média da Usiminas e da Gerdau no período. As ações da CSN são negociadas atualmente a um prêmio de 14% sobre o VF/EBITDA um ano à frente das siderúrgicas brasileiras (ou seja, Usiminas e Gerdau), já que o prêmio diminuiu desde que atingiu 23% em outubro de 2023, possivelmente devido à incorporação de preços mais elevados para o minério de ferro em 2024.

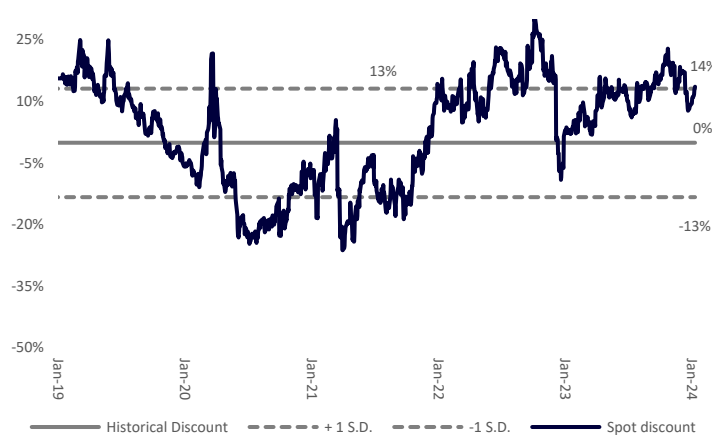
Figura 28. Tabela de comparação

Company	EV/EBITDA			P/E			Dividend Yield		EBITDA - US\$m			Net Income - US\$m		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Gerdau (Consensus)	3.1x	3.8x	3.7x	4.7x	6.5x	6.8x	7.3%	6.4%	2,899	2,387	2,399	1,644	1,149	1,132
Gerdau	2.8x	4.1x	3.9x	5.5x	11.7x	11.4x	6.7%	3.6%	2,696	1,824	1,839	1,338	639	642
CSN (Consensus)	4.8x	4.7x	4.8x	62.9x	9.9x	9.7x	15.7%	2.1%	2,293	2,319	2,249	41	408	427
CSN	4.4x	4.5x	5.1x	70.0x	10.2x	13.5x	11.2%	3.9%	2,313	2,296	2,145	74	470	349
Usiminas (Consensus)	11.6x	4.6x	4.0x	24.7x	9.4x	9.0x	6.6%	3.2%	235	588	680	86	241	254
Usiminas	10.0x	5.6x	3.7x	17.6x	17.1x	9.4x	6.1%	1.5%	234	418	610	121	125	224
ArcelorMittal	3.8x	4.0x	3.7x	5.7x	6.0x	5.2x	1.7%	1.9%	7,683	7,334	7,969	4,222	3,734	4,227
Tata Steel	7.9x	9.7x	6.9x	15.7x	24.2x	11.2x	2.1%	2.1%	3,765	3,040	4,299	1,335	740	1,739
Baoshan	5.3x	4.7x	4.4x	11.9x	9.8x	8.7x	4.2%	5.5%	4,636	5,253	5,616	1,532	1,878	2,131
US Steel	5.9x	6.4x	5.2x	11.4x	17.6x	11.7x	0.4%	0.4%	2,019	1,859	2,268	1,058	706	982
Nippon & Sumitomo	5.3x	6.0x	5.6x	4.8x	7.3x	6.7x	5.4%	4.5%	8,626	7,026	7,508	4,818	2,948	3,218
JFE Holdings	6.6x	5.8x	5.4x	8.9x	7.2x	6.9x	3.5%	4.4%	3,578	3,752	4,088	1,120	1,391	1,479
Posco	6.4x	5.7x	5.3x	13.9x	11.8x	10.6x	2.5%	2.7%	6,280	6,973	7,555	2,019	2,398	2,665
Average Brazil (consensus)	6.5x	4.4x	4.2x	30.8x	8.6x	8.5x	9.9%	3.9%	1,809	1,765	1,776	591	600	604
Average Brazil (Safra)	5.7x	4.7x	4.3x	31.0x	13.0x	11.4x	8.0%	3.0%	1,748	1,513	1,531	511	411	405
Global AVG (consensus)	6.1x	5.6x	4.9x	16.5x	11.0x	8.7x	4.9%	3.3%	4,201	4,053	4,463	1,788	1,559	1,825

Fontes: Bloomberg e Safra

Figura 29. VF/EBITDA da CSN um ano à frente


Fonte: Bloomberg e Safr

Figura 30. Desconto da CSN sobre Gerdau e Usiminas


Fonte: Bloomberg e Safr

Projeções para EBITDA da divisão de Aço. Projetamos um EBITDA do segmento de Aço de R\$1,6bi em 2024 e de R\$2,9bi em 2025, em comparação com o consenso da VA de R\$2,7bi e R\$3,8bi, respectivamente. A principal diferença entre nossas estimativas e o consenso está no custo caixa por tonelada de mercadorias vendidas, para o qual projetamos estabilização em níveis acima do consenso, embora 10% menor em 2025 em comparação com 2023. Projetamos que os embarques domésticos de aço crescerão em linha com o PIB brasileiro (2%–2,5% a.a.) e que as exportações aumentarão ligeiramente, resultando em embarques totais 1% abaixo do consenso da VA em 2024–25. Com relação a preços, nossa projeção para o mercado doméstico está 1% abaixo do consenso da VA em 2024–25, mas nossa projeção para o preço de exportações está 9% acima, refletindo nossa visão para os preços internacionais do aço.

Projeção para o EBITDA da divisão de Minério de Ferro. Projetamos EBITDA do segmento de Minério de Ferro de R\$7,1bi em 2024 e de R\$5,2bi em 2025, bem acima do consenso da VA de R\$6,3bi em 2024 e ligeiramente abaixo do consenso de R\$5,3bi para 2025. Projetamos embarques de minério de ferro de 41,5–42,5mt em 2024–25, em linha com o guidance de produção da companhia e do consenso da VA, mas pressupomos a substituição de 2,5mt de compras de terceiros pela produção própria, adicionando valor por tonelada de minério de ferro vendido. Projetamos que os embarques de minério de ferro atingirão aproximadamente 67,5mt em 2029, à medida que a fase 1 dos projetos se acelerar, e que entrarão em tendência de queda subsequentemente para cerca de 62,5mt em 2032 e na perpetuidade, já que alguns projetos de recuperação (por exemplo, ultrafinos, Pires e B4) entrarão em exaustão.

FCL baixo durante a fase de investimento em mineração e aço; retornos se tornam atrativos a partir de 2029. Projetamos um retorno sobre o FCL da CSN de -10% em 2024, tornando-se positivo apenas a partir de 2029. Os retornos sobre o FCL da CSN em 2024–27E estão muito abaixo dos que projetamos para Usiminas e Gerdau no período. Destacamos que a liquidação dos contratos de pré-pagamento de minério de ferro com a Glencore reduzirá a geração de FCL

em R\$6,2bi em 2024–27E. Estimamos um retorno de dividendos médio de aproximadamente 4% em 2024–25, em linha com o da Gerdau e acima daquele da Usiminas com base em nossas projeções para o período.

Projeção para investimentos. Projetamos que a CSN investirá cerca de R\$41,4bi em investimentos de 2023 a 2028, acima do consenso da VA de R\$33bi para o período. Acreditamos que o consenso esteja atrás do novo guidance da companhia (veja [aqui](#)), que projeta investimentos de R\$34,4bi–R\$38,4bi (em termos reais) em 2023–27. Projetamos que os investimentos diminuirão até 2029, depois da implementação da maior parte do plano de expansão das atividades de mineração.

Tabela 31. Safr Analysis and Valuation Scorecard (SAVS) – R\$ milhões

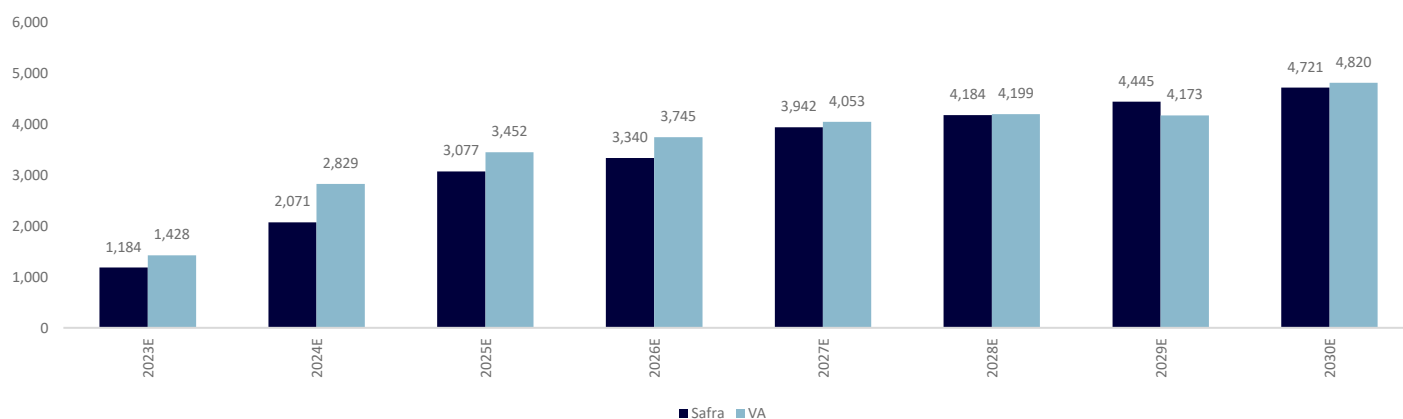
P&L	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	YoY growth rates	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Net revenue	44,362	45,628	44,367	41,837	40,642	Net revenue	-7.4%	2.9%	-2.8%	-5.7%	-2.9%
COGS	-31,054	-34,043	-33,763	-32,617	-32,907	Gross profit	-39.7%	-12.9%	-8.5%	-13.0%	-16.1%
Gross profit	13,308	11,585	10,604	9,220	7,735	SG&A expenses	9.8%	32.7%	-17.1%	-12.9%	-12.7%
<i>Gross margin</i>	30%	25%	24%	22%	19%	EBITDA	-37.2%	-16.1%	-1.9%	-4.7%	-5.9%
SG&A expenses	-3,250	-4,313	-3,576	-3,115	-2,721	EBIT	-63.6%	-28.5%	27.3%	-13.7%	-18.8%
<i>SG&A expenses/Net revenue</i>	7%	9%	8%	7%	7%						
EBITDA	13,817	11,586	11,362	10,827	10,188						
<i>EBITDA margin</i>	31%	25%	26%	26%	25%						
EBIT	7,404	5,291	6,733	5,810	4,720						
<i>EBIT margin</i>	17%	12%	15%	14%	12%						
Financial result	-3,515	-4,674	-3,731	-3,604	-3,789						
Pre tax profit	4,126	926	3,275	2,479	1,192	Return and others					
Taxes	-1,959	-554	-950	-719	-346	ROIC	6.8%	7.2%	5.9%	4.2%	5.6%
Minority interest	-614	-649	-819	-844	-869	ROE	6.9%	-1.3%	7.0%	4.1%	-0.1%
Net profit	1,554	-276	1,506	916	-23	Dividend yield	19.5%	12.1%	3.8%	3.6%	1.7%
						FCFE yield	-25.5%	-2.5%	-9.4%	-16.8%	-19.4%
Balance Sheet (BS)						Leverage					
Cash and equivalents	13,448	15,789	13,825	9,985	5,873	Net debt	27,471	27,785	29,749	33,590	37,701
Accounts receivable	3,233	3,485	3,133	2,820	3,022	Net debt/Equity	1.3	1.3	1.3	1.5	1.6
Other current assets	13,931	12,738	12,193	11,872	12,283	Net debt/EBITDA	2.0	2.4	2.6	3.1	3.7
Total current assets	30,612	32,012	29,150	24,677	21,178	Net debt/Total capital	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Long-term assets	54,742	57,319	60,066	64,131	67,344	Net debt/Total assets	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Permanent assets	26,370	27,737	30,211	34,002	36,954						
Total assets	85,354	89,332	89,217	88,808	88,522						
Suppliers	6,597	7,543	7,129	6,885	7,197						
Short-term debt	5,194	6,051	6,051	6,051	6,051						
Other current liabilities	10,685	7,683	7,601	7,554	7,615						
Total current liabilities	22,475	21,276	20,781	20,490	20,863						
Long-term debt	35,725	37,523	37,523	37,523	37,523						
Other long term liabilities	5,338	9,815	8,801	7,803	6,721						
Total long term liabilities	41,063	47,338	46,324	45,327	44,244						
Shareholders equity	21,816	20,717	22,112	22,992	23,415						
Total liabilities + equity	85,354	89,332	89,217	88,808	88,522						
Free cash flow statement						Valuation					
NOPLAT ex-Glencore shipments	2,911	3,511	2,983	2,267	3,288	EV/EBITDA	3.2	4.4	4.5	5.1	5.9
D&A	2,793	3,265	3,600	3,968	4,418	P/E	8.9	70.0	10.2	13.5	28.1
Capex	-3,414	-4,354	-6,074	-7,759	-7,369						
Change in WK	-3,175	2,236	402	342	-239						
Free cash flow to firm	-1,398	4,059	1,440	-467	-923						
Net interest expenses	-3,515	-4,674	-3,731	-3,604	-3,789						
Change in debt	0	0	0	0	0						
Free cash flow to equity	-4,913	-614	-2,292	-4,071	-4,713						

Fonte: companhia e Safr

Estimativas do Safr vs. consenso

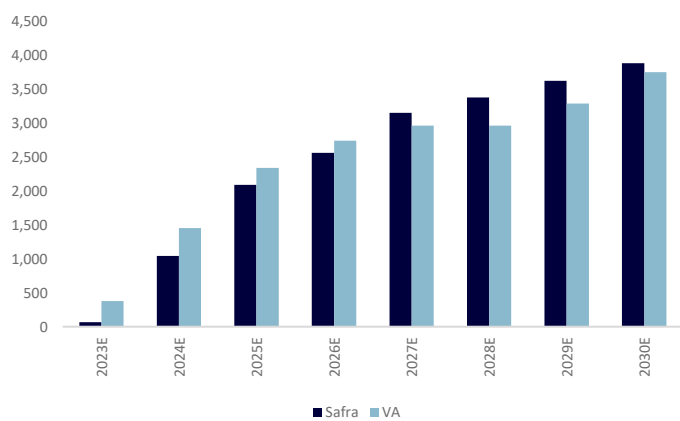
Usiminas

Figura 32. Projeção para o EBITDA da Usiminas (R\$ mi)



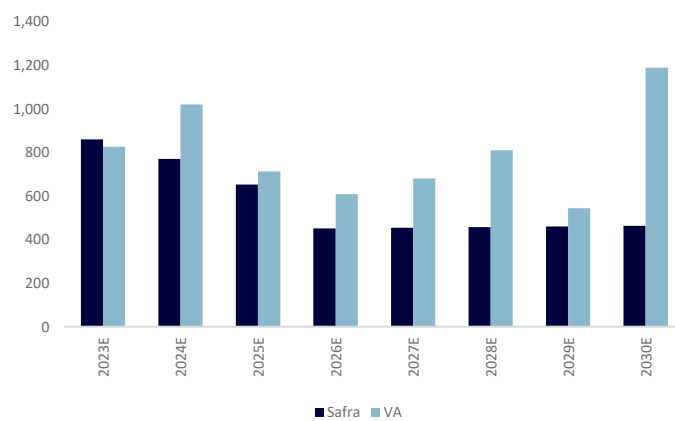
Fonte: VA e Safr

Figura 33. Projeção para o EBITDA da divisão de Aço da Usiminas (R\$ mi)



Fonte: VA e Safr

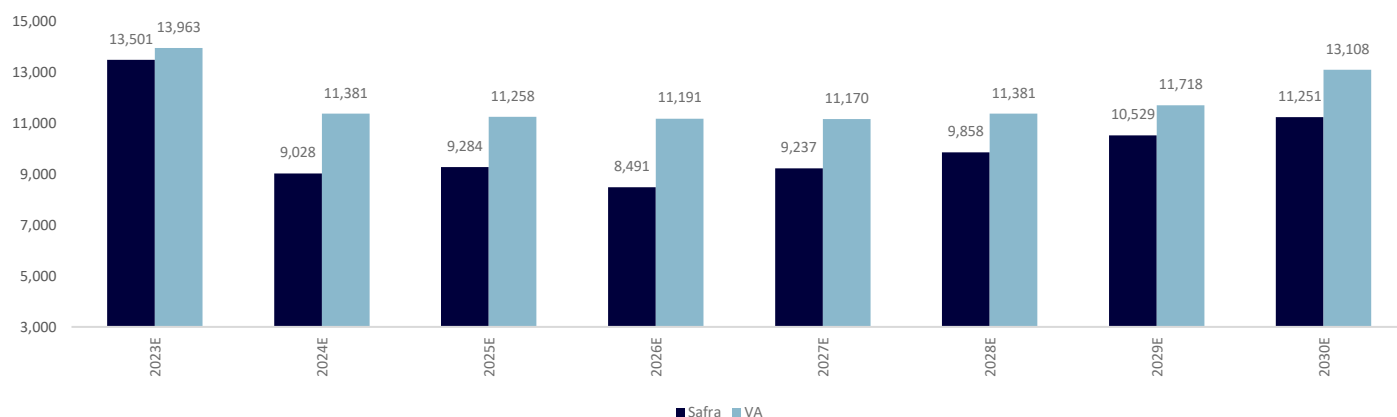
Figura 34. Projeção para o EBITDA da divisão de Mineração da Usiminas (R\$ mi)



Fonte: VA e Safr

Gerdaú

Figura 35. Projeção para o EBITDA da Gerdaú (R\$ mi)



Fonte: VA e Safrá

Figura 36. Projeção para o EBITDA da divisão de negócios do Brasil da Gerdaú (R\$ mi)



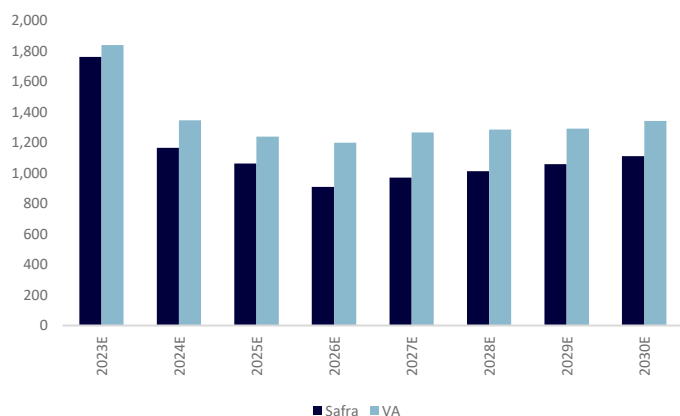
Fonte: VA e Safrá

Figura 37. Projeção para o EBITDA da divisão de negócios da América do Norte da Gerdaú (R\$ mi)



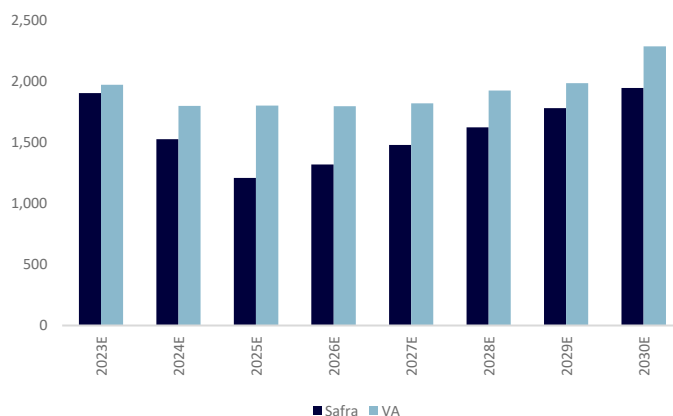
Fonte: VA e Safrá

Figura 38. Projeção para o EBITDA da divisão de negócios de América do Sul da Gerdaú (R\$ mi)



Fonte: VA e Safrá

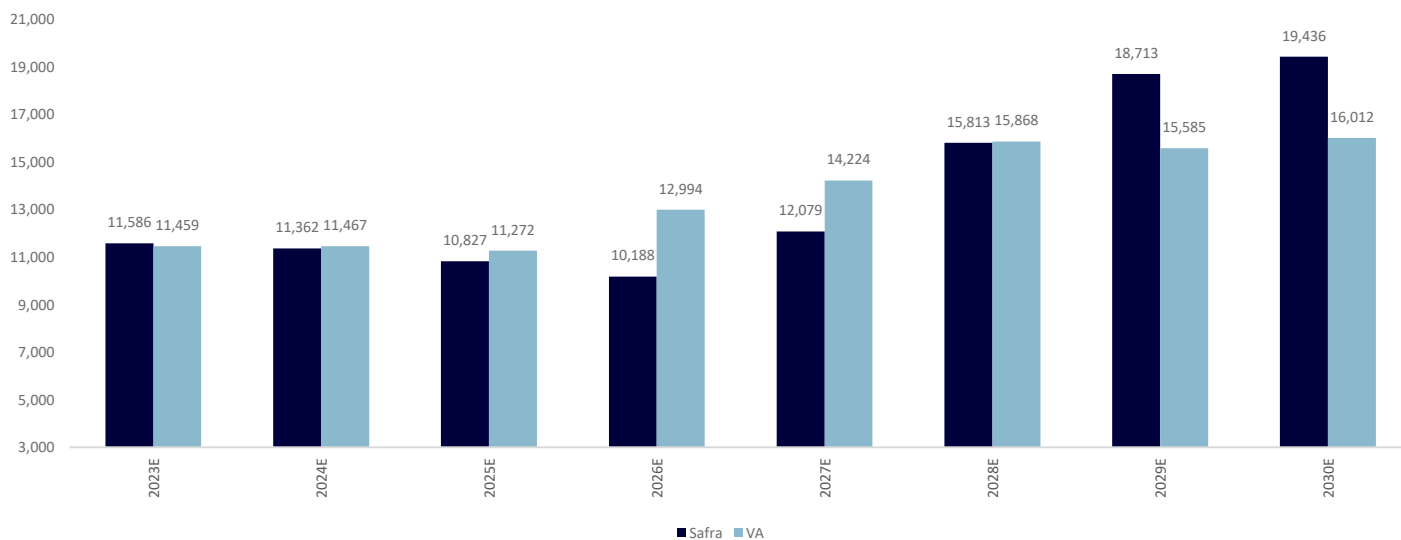
Figura 39. Projeção para o EBITDA da divisão de negócios de Aços Especiais da Gerdaú (R\$ mi)



Fonte: VA e Safrá

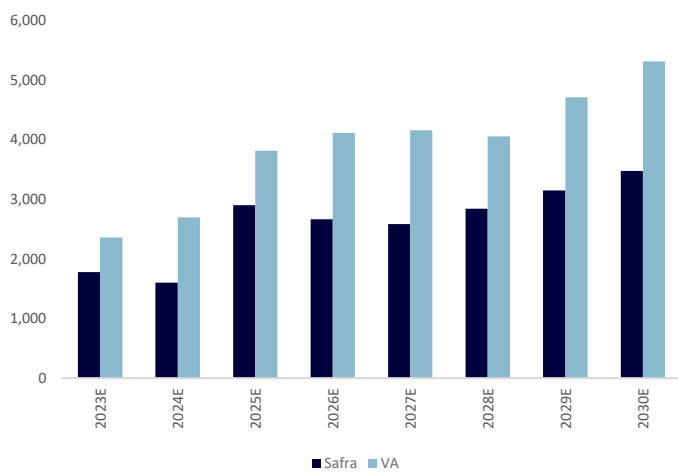
CSN

Figura 40. Projeção para o EBITDA da CSN (R\$ mi)



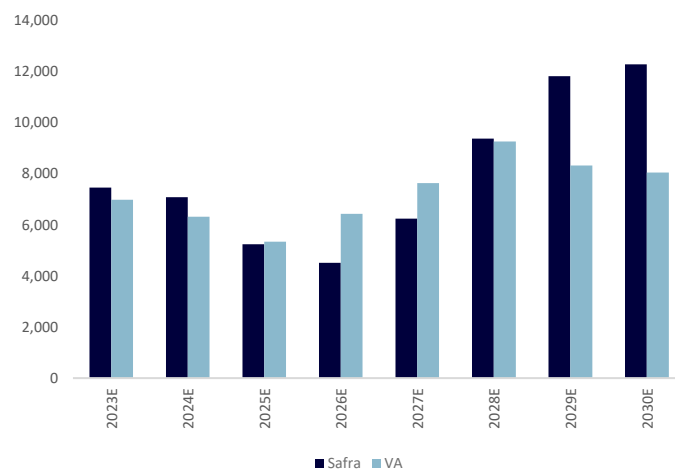
Fonte: VA e Safrá

Figura 41. Projeção para o EBITDA da divisão de Aço da CSN (R\$ mi)



Fonte: VA e Safrá

Figura 42. Projeção para o EBITDA da divisão de Mineração da CSN (R\$ mi)



Fonte: VA e Safrá

Glossário

Benchmark	Índice ou preço de referência
Retorno de dividendos (DY)	Rendimento de dividendos
FCD	Fluxo de caixa descontado
FCL	Fluxo de caixa livre
Free float	Volume de ações de uma empresa disponível para ser livremente negociada no mercado
Guidance	Conjunto de informações e comentários divulgados pelas companhias sobre as projeções e perspectivas para o negócio, as receitas, os indicadores operacionais, o lucro e as expectativas para o setor e a economia. Serve como uma orientação para o mercado sobre as perspectivas que a companhia tem sobre seu próprio desempenho e suas perspectivas.
P/L	Índice preço sobre lucro
P/VP	Índice preço sobre valor patrimonial
Valuation	Avaliação
VF/EBITDA	Índice valor da firma sobre o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização

DECLARAÇÕES GERAIS

1. Este relatório foi preparado e distribuído por Safr Corretora de Valores e Câmbio Ltda. (“Safr Corretora”), subsidiária do Banco Safr S.A., empresa regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).
2. Este relatório tem caráter meramente informativo e não constitui oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de quaisquer espécies ou de participação em qualquer estratégia de negociação. As informações expressas neste documento são obtidas de fontes públicas disponíveis até a data da sua elaboração pela equipe de Análise da Safr Corretora e são consideradas seguras.
3. A Safr Corretora ou quaisquer de suas afiliadas não garantem, expressa ou implicitamente, a completude, confiabilidade ou exatidão de tais informações, nem este relatório pretende ser uma base de dados e informações completa ou resumida sobre os títulos ou valores mobiliários, instrumentos financeiros, mercados ou produtos aqui referidos.
4. A Safr Corretora não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório, tampouco tem a obrigação de comunicar o leitor deste relatório a respeito de tais eventuais atualizações, modificações ou alterações, salvo quando deixar de cobrir quaisquer das empresas analisadas neste relatório.
5. As opiniões, estimativas, informações e projeções aqui expressas constituem a opinião do analista no momento em que emitiu o presente relatório e podem ser alteradas sem qualquer aviso. Preços e disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações, independentemente de qualquer aviso.
6. Os instrumentos discutidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não considera objetivos de investimento, situação financeira e patrimonial ou interesses particulares de qualquer investidor. Os investidores devem obter ou realizar uma análise independente, considerando sua situação financeira e seus objetivos de investimento antes de tomar uma decisão de investimento. Investimentos em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, razão pela qual não há garantia de rentabilidade ou lucratividade de qualquer espécie.
7. Os resultados obtidos com investimento em instrumentos financeiros podem variar, e seu preço ou valor pode subir ou descer, direta ou indiretamente.
8. Desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. A Safr Corretora ou qualquer empresa do Grupo Safr não pode ser responsabilizada por danos diretos, indiretos, consequentes, reivindicações, custos, perdas ou despesas decorrentes da decisão de investimento em títulos e valores mobiliários, esteja tal decisão lastreada ou não nas recomendações expressas neste relatório. Os riscos em investimentos dessa natureza podem implicar, conforme o caso, a perda integral do capital investido ou, ainda, a necessidade de aporte suplementar de recursos.
9. Nenhuma parte deste documento poderá ser reproduzida, distribuída ou copiada, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o prévio consentimento por escrito da Safr Corretora. Informações adicionais relativas às companhias ora analisadas neste relatório poderão ser prestadas mediante solicitação.

DECLARAÇÕES DO ANALISTA

1. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração do presente relatório declara(m) que as opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal a respeito de todos os emissores e valores mobiliários aqui analisados e que este relatório foi produzido de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Safr Corretora e/ou ao Banco Safr. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safr Corretora e/ou o Banco Safr e/ou quaisquer de suas afiliadas podem ter publicado ou vir a publicar outros relatórios que cheguem a conclusões diferentes das aqui contidas.
2. A remuneração do(s) analista(s) de valores mobiliários é baseada na receita total da Safr Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safr Corretora, de suas subsidiárias e afiliadas, a remuneração dos analistas é impactada pela rentabilidade global dessas empresas e pode estar indiretamente relacionada a este relatório. No entanto, o(s) analista(s) responsável(is) por este relatório declara(m) que nenhuma parte de sua remuneração esteve, está ou estará direta ou indiretamente relacionada a qualquer recomendação ou opinião específica contida aqui ou vinculada à precificação de quaisquer dos ativos aqui discutidos.

Declarações adicionais

Analista	1	2	3	4

1. O(s) analista(s) de valores mobiliários envolvido(s) na preparação deste relatório possui(em) vínculo com pessoa natural que trabalha para os emissores mencionados no relatório.
2. O(a) cônjuge ou parceiro(a) do(s) analista(s) de valores mobiliários detém, direta ou indiretamente, por conta própria ou de terceiros, títulos ou valores mobiliários objeto do relatório.
3. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) cônjuge ou companheiro(a) estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários discutidos neste relatório.
4. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) respectivo(a) cônjuge ou companheiro(a) possui, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação aos emitentes dos valores mobiliários analisados.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES SOBRE O SAFRA

A Safr Corretora, suas controladas, seus controladores ou suas sociedades sob controle comum declaram que têm interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou recebem remuneração por serviços prestados às empresas ou aos fundos:

051 Agro Fazendas II FIAGRO-Imobiliário - 1ª emissão, Águas do Rio, AJ Malls FII – 1ª emissão, Alfa Holdings S.A., Aliança Agrícola do Cerrado S.A., Allianz Trust Renda Imobiliária FII - 6ª emissão, Alianza Urban Hub Renda FII - 3ª Emissão, Almacenes Éxito S.A., Ambipar Participações e Empreendimentos S.A., Atacadão S.A., B3 S.A., Banco Alfa S.A., Banco BTG Pactual, Banco GM S.A., Banco Volkswagen S.A., BCBF Participações S.A., Bloxs Amazon Green Legacy Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais – Fiagro Imobiliário - 1ª emissão, Bocaina Infra FIC FI RF Crédito Privado - 4ª Emissão, BR Properties S.A., Bracell SP Celulose Ltda., Braskem S.A., BRF S.A., BTG Pactual, BTG Pactual Dívida Infra FIC – 3ª emissão, BTG Pactual Logística FII - 12ª Emissão, Buena Vista US High Income ETF, Camil Alimentos S.A., Canuma Capital Multiestratégia, Capital Regai FIP, Capitânia FIC FI

Infra Renda Fixa CP – 5ª emissão, Cartesia Recebíveis Imobiliários – FII, CashMe, Cashme Soluções Financeiras S.A., Cemig Distribuição S.A., Cereal Comércio Exportação e Representação Agropecuária S.A., Chembro Química Ltda., Clave Índices de Preços FII – 2ª emissão, CM Hospitalar S.A., Companhia Paranaense de Energia – COPEL, Companhia Siderúrgica Nacional – CSN, Concessionária do Rodoanel Oeste S.A., Consórcio Alfa de Administração S.A., Corsan - Companhia Riograndense de Saneamento, Cosan S.A., CPX Distribuidora S.A., CSHG Logística FII - 9ª emissão, Direcional Engenharia S.A., DMA Distribuição S.A., Ecoagro I FIAGRO – 5ª emissão, Ecoagro I Fiagro Imobiliário - 4ª emissão, Ecovias do Cerrado, Empresa de Ônibus Pássaro Marron S.A., Enauta Participações, Energisa S.A., Energisa Tocantins - Distribuidora de Energia S.A., Engie Brasil Energia S.A., EQI Recebíveis Imobiliários FII - 2ª Emissão, Equatorial Goiás Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Participações e Investimentos S.A., Eucatex S.A. Indústria e Comércio, Exes Araguaia Fiagro - 3ª emissão, Exes Araguaia FIAGRO - 4ª Emissão, F3 Fundshares FIM - 1ª emissão, Farmácia e Drogeria Nissei, Fator Verita Multiestratégia FII – 1ª emissão, Ferrari Agroindústria S.A., FG Agro Fiagro - 3ª Emissão, Financeira Alfa S.A., Fundo de Investimento Imobiliário Atrio Reit Recebíveis Imobiliários, Fundo de Investimento Imobiliário Riza Terrax, Fundo Investimento Imobiliário TG Ativo Real, Furnas Centrais Elétricas, Genial Malls FII – 5ª emissão, GGR Covepi FII - 6ª Emissão, GLP Capital Partners Gestão de Recursos, GPA - Grupo Pão de Açúcar, Grupo José Alves, Guardian Logística FII - 5ª Emissão, Hedge Brasil Shopping FII - 9ª Emissão, Hedge TOP FOF FII - 15ª Emissão, Hypera S.A., Iguá Rio, Iguatemi S.A., Inter Amerra Fiagro-FII - 1ª emissão, Inter Desenvolvimento FII - 1ª Emissão, Ipiranga Produtos de Petróleo S.A., ISA CTEEP Transmissora Energia Elétrica Paulista., Itaú Asset Rural Fiagro - 3ª emissão, Itaú Tempus FII - 1ª emissão, J Macedo S.A., Jasc Renda Varejo Essencial FII - 4ª Emissão, JBS S.A., JGP Crédito Fiagro - 2ª Emissão, JS Ativos Financeiros, Kallas Incorporações e Construções S.A., Karoon Petróleo e Gás Ltda, Kinea Crédito Agro FIAGRO-Imobiliário - 3ª emissão, Kinea Crédito Agro FIAGRO-Imobiliário - 4ª emissão, Kinea Hedge Fund FII, Kinea Hedge Fund FII - 2ª Emissão, Kinea Oportunidades Real Estate FII - 1ª Emissão, Kinea Unique HY CDI FII - 2ª emissão, Lavvi Empreendimentos Imobiliários S.A., Life Capital Partners FII - 4ª emissão, Life Capital Partners FII - 5ª Emissão, Localiza Rent a Car S.A., Localiza Rent a Car S.A., Log Commercial Properties e Participações S.A., LOGCP Inter FII - 3ª Emissão, Marfrig Global Foods S.A., Mauá Capital Hedge FII - 3ª emissão, Mauá Capital Recebíveis Imobiliários - 7ª emissão, Mav Crédito - Fiagro Imobiliário - 1ª emissão, Maxi Renda FII - 8ª emissão, Maxi Renda FII - 9ª Emissão, Mezzani Alimentos Ltda, Minas Mineração Ltda., Mobilize Financial Services, More Recebíveis Imobiliários FII, Movida Participações S.A., MRV Engenharia e Participação S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Multitécnica Industrial Ltda., NCH Recebíveis do Agronegócio FIAGRO Imobiliário – 3ª emissão, Nex Crédito FIAGRO Imobiliário - 1ª Emissão, Nitro Química S.A., Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A., One Innovation Empreendimentos e Participações S.A., Órama High Yield II – 2ª emissão, Ourinvest Innovation Fiagro Imobiliário - 2ª emissão, Parsan S.A., Patrimar Engenharia S.A., Pedra Agroindustrial, Petrobras - Petróleo Brasileiro S.A., Raízen Energia S.A., RBR Crédito Imobiliário Estruturado – 6ª emissão, RBR Plus Multiestratégia Real Estate FII - 3ª emissão, RBR Premium RI FII - 2ª Emissão, Rede D'OR São Luiz S.A., Rio Bravo Crédito Imobiliário High Yield - 4ª emissão, Rio Bravo ESG FIC FI Infra - 2ª Emissão, Rio Bravo Renda Varejo RVBA – 4ª emissão, Riza Akin Fundo de Investimento Imobiliário – FII, Riza Terrax FII - 3ª Emissão, Santander Papéis Imobiliários FII – 1ª emissão, Sendas Distribuidora S.A., SFI Investimentos do Agronegócio - Fiagro - 2ª emissão, Simpar S.A., SLC Agrícola S.A., Solar Serra do Mel B S.A., Sparta Fiagro Cadeias Produtivas Agroindustriais - 2ª emissão, Sparta FIC FI Infra - 5ª Emissão, Sparta Infra FIC FI - 2ª emissão, SPX Syn Multiestratégia FII - 2ª Emissão, Suno Energias Limpas RO - 1ª Emissão, Suno Multiestratégia FII - 2ª Emissão, TAG - Transportadora Associada de Gás, Tellus Rio Bravo Renda Logística FII - 6ª Emissão, TG Ativo Real FII - 12ª Emissão, Top Service Serviços e Sistemas S.A., Transmissora Aliança de Energia, TRX Real Estate FII – 9ª emissão, Unidas Locações e Serviços, Unidas Locadora, Unimed Investcoop Nacional FII - 3ª emissão, Urca Capital Partners – BDR, Urca Prime Renda FII - 8ª emissão, Valora CRA - Fiagro - 4ª emissão, Valora Hedge Fund FII - 6ª Emissão, Vamos Locação de Caminhões S.A., VBI Consumo Essencial FII - 6ª emissão, VBI Greenpower FII - 1ª emissão, VBI Logística, Vectis Datagro FIAGRO - 2ª emissão, Vinci Shopping Centers FII - 10ª Emissão, Vitru Brasil Empreendimentos Participação e Comércio S.A., Wickbold & Nosso Pão Indústrias Alimentícias Ltda., XP Crédito Agrícola Fiagro - 4ª emissão, XP Infra II FIP - 4ª Emissão, XP Malls FII - 9ª Emissão.