

Prévia 4T25

Setor de mineração segue em destaque; reforça nossas *top picks* Aura e Vale

Este trimestre marca mais um período desafiador para o setor, com apenas um punhado de empresas devendo apresentar resultados sólidos. Apesar do desempenho relativamente resiliente t/t da maioria das commodities, um ambiente de BRL mais forte e uma sazonalidade de fim de ano mais fraca pressionaram os resultados. Pelo lado positivo, destacamos o maior crescimento do trimestre, impulsionado pela alta dos metais preciosos e do cobre, com Aura, SCC e GMEX se destacando. A Vale também deve entregar resultados fortes e resilientes no 4T. Pelo lado negativo, produtoras de celulose e siderúrgicas devem continuar enfrentando um *momentum* de resultados pior, refletindo um ambiente de preços mais fraco e uma sazonalidade menos favorável. Embora esses resultados sejam inerentemente retrospectivos, eles ajudam a reforçar nossas histórias preferidas ao longo dos últimos meses. Em particular, Vale e Aura conseguiram sustentar um sólido *momentum* operacional (desenvolvimentos micro positivos) aliado a um pano de fundo macro favorável, sustentando nossa tese. Nesse sentido, seguimos favorecendo esses dois nomes como nossas escolhas preferidas para o trimestre.

Ambiente *top-down*?

Olhando à frente, a perspectiva para as commodities permanece mista e amplamente dependente de fatores macro (temas principais: IA, desvalorização monetária, geopolítica) e de dinâmicas cambiais, em vez de uma melhora generalizada dos fundamentos. Embora disciplina do lado da oferta, disrupções idiossincráticas e um noticiário favorável continuem a oferecer suporte em commodities específicas (especialmente as temáticas, como cobre, ouro, terras raras, alumínio etc.), a visibilidade da demanda segue limitada, particularmente na China, onde o crescimento vem se tornando menos intensivo em commodities. Como resultado, vemos pouco espaço para uma alta generalizada do complexo, especialmente após o rali recente, com a performance devendo permanecer altamente seletiva e guiada por fatores *bottom-up* e por exposição a commodities com dinâmicas de oferta e demanda mais apertadas.

O que fazer agora?

Nossas recomendações permanecem amplamente inalteradas, pois seguimos favorecendo Vale e Aura entre as empresas sob nossa cobertura. Além disso, continuamos gostando da tese da CBA, dada sua forte exposição a uma commodity com *momentum* sólido (Al a US\$3.190/t), apesar de um 4T ainda desorganizado. Em celulose, vemos fundamentos melhorando marginalmente (resultados retrospectivos), com preços de revenda já em ~US\$580/t, apontando para um melhor *momentum* operacional à frente. Dada sua maior exposição a celulose e valuation relativo mais atrativo, seguimos preferindo SUZB a KLBN, ao mesmo tempo em que vemos RANI como o nome mais resiliente do segmento. Para as siderúrgicas, a sazonalidade do início do ano deve oferecer algum suporte, embora o principal debate continue girando em torno da agenda antidumping. Dentro do espaço, mantemos nossa preferência por GGBR em relação a USIM/CSN, apesar de

Analistas

Leonardo Correa

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcelo Arazi

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Henriques

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

reconhecemos um retorno mais limitado proveniente de potenciais medidas antidumping. Por fim, a Dexco segue sendo uma recomendação que gostamos como tese de juros e reestruturação, ainda que as melhorias operacionais e de alavancagem devam ser graduais, com sinais positivos mais tangíveis provavelmente emergindo no 4T.

Tabela 1: Prévia do 4T25 – Commodities

	4T25E	3T25	4T24	T/T (%)	A/A (%)
Vale					
Receita Líquida - US\$m	11.126	10.420	10.124	7%	10%
EBITDA (ex Brumadinho) - US\$m	4.541	4.399	4.119	3%	10%
Lucro Líquido - US\$m	2.387	2.685	-694		
Div. Líquida Expandida / EBITDA (LTM)	1,0x	1,1x	1,1x		
Embarques minério de ferro - Mt	86,0	86,0	81,0	2%	6%
CSN Mineração					
Receita Líquida - R\$m	4.655	5.146	4.830	-10%	-4%
EBITDA - R\$m	1.608	1.991	2.015	-19%	-20%
Lucro Líquido - R\$m	689	696	2.016		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	-0,6x	-0,7x	-0,9x		
Volumes minério de ferro - Mt	11,5	12,4	10,7	-7%	7%
CSN					
Receita Líquida - R\$m	10.669	11.794	12.026	-10%	-11%
EBITDA - R\$m	2.804	3.319	3.335	-16%	-16%
Lucro Líquido - R\$m	-40	290	-633		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	3,4x	3,1x	3,4x		
Volumes minério de ferro - Mt	1.049	1.130	1.175	-7%	-11%
Receita Líquida/ton - mercado doméstico - R\$/t	4.960	5.010	5.224	-1%	-5%
Gerdau					
Receita Líquida - R\$m	16.787	17.983	16.822	-7%	0%
EBITDA - R\$m	2.443	2.738	2.392	-11%	2%
Lucro Líquido - R\$m	1.188	1.090	323		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	0,8x	0,9x	0,4x		
Margem EBITDA - BR (%)	6,8%	9,9%	17,7%		
Margem EBITDA - US (%)	20,8%	19,8%	10,8%		
Usiminas					
Receita Líquida - R\$m	6.339	6.604	6.480	-4%	-2%
EBITDA - R\$m	410	434	518	-6%	-21%
Lucro Líquido - R\$m	-20	-3.540	-183		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	0,3x	0,2x	0,6x		
Volumes de aço total - Mt	1.082	1.104	1.057	-2%	2%
CBA					
Receita Líquida - R\$m	2.225	2.252	2.280	-1%	-2%
EBITDA - R\$m	305	234	486	30%	-37%
Lucro Líquido - R\$m	-113	103	-82		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	2,8x	2,4x	2,8x		
Volumes alumínio - kt	127	132	125	-4%	2%
Aura					
Receita Líquida - US\$m	321	248	172	29%	87%
EBITDA - US\$m	213	152	79	40%	170%
Lucro Líquido - US\$m	113	6	17		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	0,2x	0,1x	0,5x		
Volumes (kGEO)	80	75	69	7%	16%
Suzano					
Receita Líquida - R\$m	11.913	12.153	14.177	-2%	-16%
EBITDA - R\$m	5.076	5.200	6.481	-2%	-22%
Lucro Líquido - R\$m	-1.308	1.961	-6.737		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	3,4x	1,7x	3,3x		
Volumes celulose - kt	3.194	3.165	3.284	1%	-3%
Preços realizados de exportação de celulose (US\$/t)	516	524	583	-2%	-11%
Klabin					
Receita Líquida - R\$m	5.154	5.426	5.268	-5%	-2%
EBITDA - R\$m	1.783	2.117	1.823	-16%	-2%
Lucro Líquido - R\$m	526	459	579		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	3,3x	3,3x	4,4x		
Irani					
Receita Líquida - R\$m	411	433	424	-5%	-3%
EBITDA - R\$m	132	146	115	-10%	15%
Lucro Líquido - R\$m	30	42	186		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	1,9x	1,2x	2,3x		
Dexco					
Receita Líquida - R\$m	2.045	2.128	2.064	-4%	-1%
EBITDA (ex DWP JV) - R\$m	442	444	372	0%	19%
EBITDA (c/ DWP JV) - R\$m	646	565	649	14%	0%
Lucro Líquido - R\$m	-33	14	23		
Div. Líquida / EBITDA (LTM)	3,3x	3,5x	3,0x		
Volumes painéis de madeira - '000 m3	739	793	732	-7%	1%
Commodities (US\$/t)					
Minério de ferro (US\$/dmt, Fe62%)	106	102	103	4%	3%
Frete (US\$/dmt)	23,5	23,5	21,5	0%	9%
LME Alumínio	2.832	2.621	2.576	8%	10%
Ouro (US\$/Oz)	4.157	3.459	2.662	20%	56%
Cobre (US\$/lb)	5,1	4,5	4,2	13%	21%
Nickel (US\$/lb)	6,8	6,8	7,3	-1%	-7%
Molibdênio (US\$/Mt)	23,0	24,2	21,6	-5%	6%
Zinco (US\$/Mt)	1.433,0	1,3	1,4	110131%	102257%
Prata (US\$/Oz)	55	40	31	40%	77%
China celulose BHK	533	503	553	6%	-4%
Kraft	922	949	847	-3%	9%
US\$/R\$ (final de período)	5,5	5,3	6,2	13%	27%

Fonte: BTG Pactual, as empresas

Informações Importantes

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

Certificado do Analista

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

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

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

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

Disclaimer Global

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação. O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse:

www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx