



8 de dezembro de 2008

TICKER: **USIM5**RATING: **COMPRA**PREÇO ALVO: **R\$ 50,00**GOVERNANÇA: **NÍVEL 1****Dados da Ação\***

Preço	R\$	22,20
Potencial	%	125,2%
Max (52 sem.)	R\$	93,88
Mínima (52 sem.)	R\$	18,65
Total de ações	mn.	506,90
% Ordinárias	%	49,8
% Free-Float	%	61,0
Vol. Médio Diário	R\$ mm.	155,7
Valorização	Ano	52 Sem.
Absoluta	-57,9%	-61,3%
Vs. Ibovespa	-23,9%	-28,1%
Market Cap.	R\$ mm	11.253,2

\*Preço de 05/12/08

**Nossa nova Steel Top Pick!**

Revisamos nossas projeções para a Usiminas e cortamos nosso preço-alvo 2009E para suas ações de R\$ 80,30 para R\$ 50,00, mas mantemos nossa recomendação de COMPRA. Apesar de nossa expectativa de desaceleração da demanda interna e pressão sobre os preços do aço, pensamos que a Usiminas é a siderúrgica brasileira melhor posicionada para enfrentar este cenário desfavorável, devido à sua maior diversificação de receita, elevada exposição ao mercado interno, *management* conservador e balanço desalavancado.

- **Diversificação e foco no mercado interno são a chave para enfrentar a crise.** Neste momento, preferimos as ações da Usiminas entre as siderúrgicas brasileiras, devido à sua maior diversificação de receita entre os setores da economia, o conservadorismo de seu *management* e o seu foco no mercado interno.
- **Múltiplos refletem cenário de estresse, em detrimento dos fundamentos.** As ações da Usiminas são negociadas a um P/E 09E de 3,7x, o que representa um desconto muito significativo em relação ao nosso P/E 09E de 7,8x, no preço alvo, assim como em relação à média dos últimos três anos, de 7,4x. Pensamos que o nível atual de múltiplos ainda reflete um cenário de estresse, excessiva aversão ao risco e fuga para a liquidez.
- **Cortes na produção não sustentarão preços no mercado interno.** Com a forte desaceleração na demanda de aço no mercado interno, as siderúrgicas brasileiras já anunciaram cortes na produção para manter os preços nos elevados patamares atingidos no meio do ano. No entanto, pensamos que os cortes anunciados não serão suficientes, e estimamos redução de 10% nos preços médios do aço, em dólares, no mercado interno.

<b>Valuation</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008E*</b>	<b>2009E*</b>	<b>2010E*</b>
Preço/Lucro (x)	6,4	8,2	7,4	7,8	10,2
Preço/VPA (x)	1,5	2,1	1,6	1,4	1,3
Dividend Yield (%)	10,7	5,3	4,3	4,7	4,5
EV/EBITDA (x)	4,5	5,2	4,5	5,5	7,6
EV/Receita Líquida (x)	1,5	2,0	1,7	1,9	2,4

<b>Performance</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008E</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>
Margem Líquida (%)	20,3	22,9	19,6	19,9	15,4
Margem EBITDA (%)	34,2	37,3	36,5	35,3	31,8
ROE (%)	26,2	27,7	23,0	19,2	13,1
ROCE (%)	17,5	20,1	21,1	15,1	8,9

<b>Destques Financeiros</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008E</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>
Receita Líquida (R\$ mm)	12.415,3	13.824,8	15.858,4	14.871,9	14.603,3
EBITDA (R\$ mm)	4.247,8	5.163,2	5.794,9	5.254,8	4.649,7
Lucro Líquido (R\$ mm)	2.515,5	3.171,9	3.102,5	2.961,7	2.250,1
Patr. Líquido (R\$ mm)	8.752,6	10.418,0	12.474,3	14.491,0	16.416,1

\* Múltiplos no preço-alvo.

Rodney Otero Melhados, CNPI

[melhados@plannercorretora.com.br](mailto:melhados@plannercorretora.com.br)

+55 11 2172-2600

Disclosure e certificação do analista  
estão localizados na última página.

## Estresse é passageiro, fundamentos não!

Revisamos nossas estimativas para a Usiminas à luz do novo plano de investimentos da empresa, assim como de nossas perspectivas de desaceleração no crescimento da demanda interna e de queda dos preços do aço também no mercado interno, e determinamos preço-alvo de R\$50,00 para o final de 2009, e recomendação de COMPRA, baseados em nosso modelo de fluxo de caixa descontado.

Apesar de nossas perspectivas negativas para o setor no curto prazo, acreditamos que o preço atual de suas ações ainda reflete o cenário de intenso estresse e aversão ao risco criado pela crise financeira mundial, onde os fundamentos, principalmente das siderúrgicas voltadas para o mercado interno, permanecem fora do foco atual dos investidores. Portanto, enxergamos nas ações da Usiminas uma oportunidade de investimento neste momento, principalmente num horizonte de médio a longo prazo, onde os bons fundamentos e a competitividade da empresa e do setor siderúrgico nacional voltarão a imperar.

Em nossa visão, as ações da Usiminas são a melhor opção do setor siderúrgico neste momento de forte volatilidade e incerteza, devido aos seguintes fatores:

**Estratégia de crescimento conservadora, focada no mercado interno e no longo prazo.** A estratégia de crescimento da Usiminas está fortemente focada no mercado interno, que atualmente possui fundamentos econômicos mais robustos, apesar de não estar imune à crise financeira mundial. A empresa também possui um *management* historicamente conservador, fator muitas vezes criticado pelo mercado, mas que acreditamos ser um ponto positivo neste momento de crise e indefinição. A empresa já sinalizou que seu plano de investimentos poderá sofrer ajustes, de forma a se adequar ao novo cenário de desaceleração da demanda interna, embora ainda não tenha disponibilizado um novo cronograma.

**Linha de produtos diversificada, com exposição a diferentes setores da economia.** A Usiminas produz uma gama completa de aços planos, com participações significativas nos principais mercados onde atua. Acreditamos que esta diversificação reduz o risco de mercado da empresa, o que também resulta em maior estabilidade e previsibilidade dos fluxos de caixa. A empresa detém atualmente 48% de *market share* no mercado interno de aços planos.

**Balanço saudável e preparado para enfrentar restrições de capital.** Estimamos que o coeficiente Dívida Líquida/EBITDA deva atingir 0,02x e 0,20x no final de 2008 e 2009, respectivamente, mesmo considerando o elevado volume de *capex* para estes períodos e redução de 1,1 ponto percentual na margem EBITDA em 2009. O vencimento da dívida bruta também está bem disperso no longo prazo. Em nossa visão, a Usiminas está em situação muito confortável para enfrentar eventuais restrições de capital advindas da crise atual e manter o seu programa de investimentos de longo prazo.

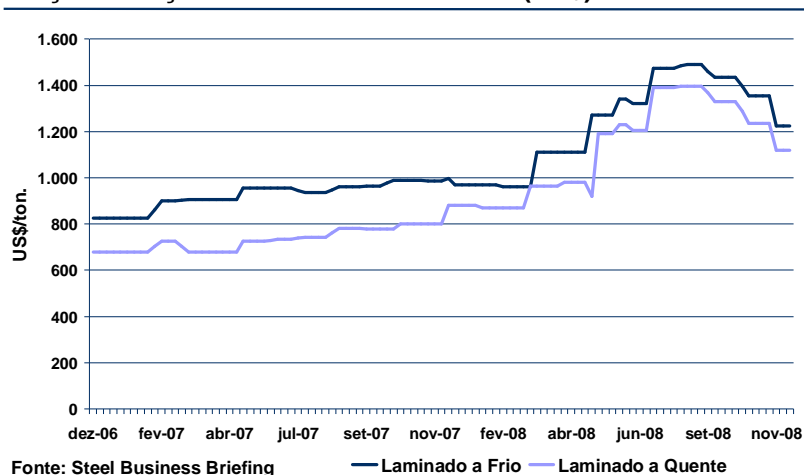
**Investimentos em mineração tornam fluxo de caixa mais estável e previsível.** A aquisição de ativos de minério de ferro, aliada aos futuros investimentos na ampliação do negócio de mineração tornarão a empresa auto-suficiente no insumo, resultando em fluxos de caixa mais estáveis e previsíveis. Com a exportação do futuro excedente de produção de minério, que poderá ocorrer num momento mais favorável da demanda, a empresa também diversificará suas fontes de receitas, resultando em menor risco de mercado.

## Mudança no Cenário Pressiona Preços!

Esperamos que a desaceleração da demanda de aço planos no mercado interno resultará em queda de 2% nas vendas da Usiminas em 2009, mas ainda inferior à queda de 10% no volume destinado ao mercado externo, que sofrerá mais com a desaceleração econômica global. No total, estimamos queda de 3,2% no volume de vendas de aço da Usiminas, atingindo 7.315 mil toneladas em 2009. Esperamos uma modesta retomada de 2,9% do crescimento do volume de vendas apenas em 2010, ganhando força apenas em 2011, quando esperamos crescimento de 5% no volume total de vendas.

Acreditamos em queda de 10% no preço médio do aço, em dólar, no mercado interno em 2009, devido à queda da demanda nacional e mundial. Esperamos estabilidade de preços em 2010 e 2011. Em nossa visão, a desvalorização do real frente ao dólar não será suficiente para compensar a forte queda dos preços do aço no mercado internacional e a desaceleração da demanda interna.

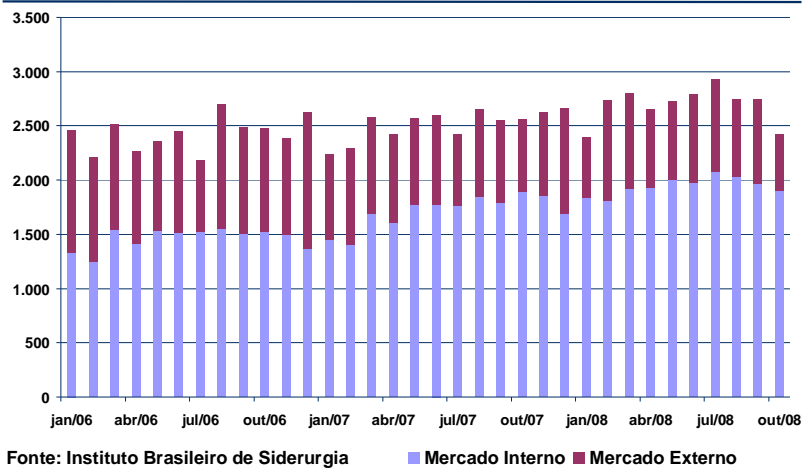
**Preços do Aço Plano - Mercado Interno (US\$)**



Após o agravamento da crise financeira nos EUA, que já atingiu, no Brasil, o mercado financeiro e a economia, a demanda de aço no mercado interno já dá alguns sinais de desaceleração. Os principais setores atingidos são o automobilístico e de construção civil, onde o financiamento dos bancos possui papel decisivo no estímulo à demanda. Sinais de desaceleração também foram observados no setor de distribuição de aço, que já apresentou queda de 6% nas vendas em outubro, em relação a outubro de 2007.

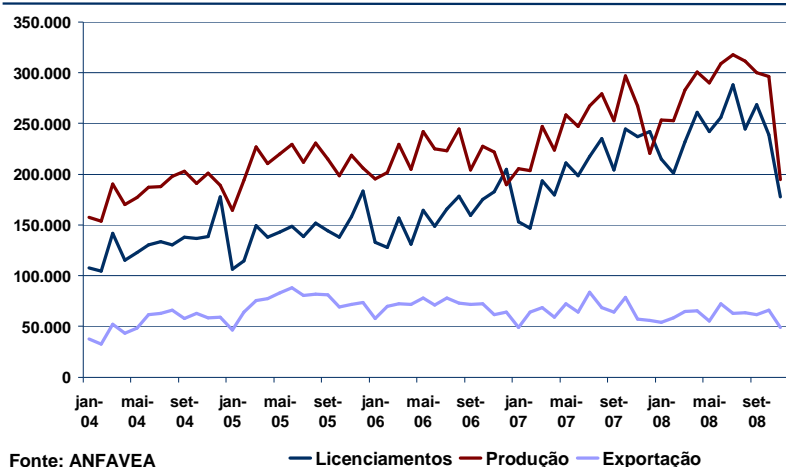
Os primeiros sinais de desaceleração da demanda interna de produtos siderúrgicos foram verificados nos dados do Instituto Brasileiro de Siderurgia – IBS. Conforme as estatísticas do IBS, após atingir um pico de crescimento de 20,2% nas vendas internas de aço em abril, sobre o mesmo mês de 2007, houve desaceleração do crescimento para 13,0% em maio e para 11,5% em junho, retomando a trajetória de aceleração em julho, quando as vendas internas cresceram 17,5%. Desde então, a desaceleração se acentuou, e o crescimento encolheu para 10,5% em agosto, 9,6% em setembro e apenas 0,4% em outubro.

**Volume de Vendas de Aço**



Na indústria automotiva, principal consumidora de aço e responsável por 5,4% do PIB brasileiro (2007), após seguidos meses de crescimento recorde nas vendas de veículos novos, houve queda de 11% nas vendas em outubro, em relação a setembro, e queda de 25,7% nas vendas em novembro em relação a outubro, enquanto que os estoques nas montadoras se elevaram. A maior racionalização do crédito e a elevação das taxas de juros por parte dos bancos foram alguns dos motivos desta queda nas vendas.

**Produção e Vendas de Veículos**



Para aliviar esta restrição de crédito, os governos federal e do Estado de São Paulo destinaram R\$ 8 bilhões para os bancos das montadoras financiarem a compra de veículos aos consumidores, e já pudemos perceber alguma queda, ainda que discreta, nas taxas de juros para financiamento de veículos. Segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores

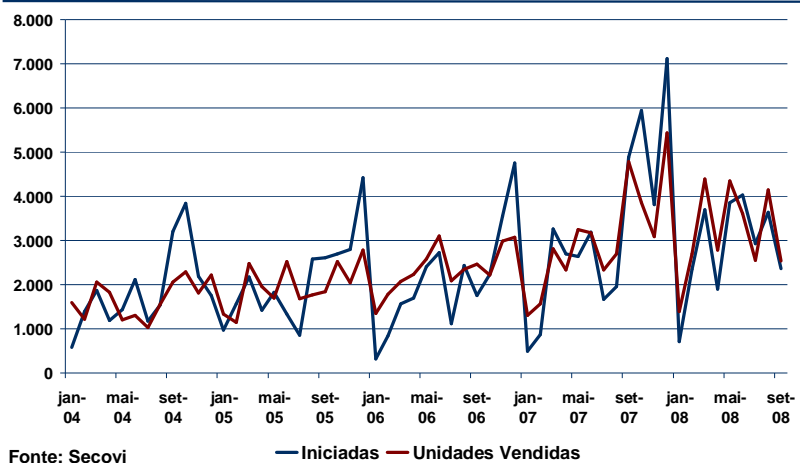
(ANFAVEA), as vendas de veículos novos deverão atingir quase 3 milhões de unidades em 2008, apresentando crescimento de 24% em relação a 2007, mas o novo cenário econômico que se desenha deverá reduzir esta taxa de crescimento para algo inferior a 10% em 2009.

No entanto, as perspectivas de longo prazo para o setor são bastante favoráveis e, ainda segundo a ANFAVEA, os investimentos anunciados para o setor durante o período entre 2008 e 2011 estão confirmados, e somam significativos US\$ 23 bilhões, e deverão elevar a capacidade de produção das atuais 3,5 milhões de unidades por ano para até 5,0 milhões de unidades por ano.

No setor de construção civil, a situação é parecida com a do setor automotivo, com queda nas vendas, elevação das taxas de juros e menor volume de financiamento. Segundo o Sindicato das Empresas de Compra e Venda de Imóveis de São Paulo (Secovi – SP), as vendas de imóveis novos em São Paulo, principal mercado imobiliário brasileiro, caíram 46,9% em setembro, ante o mesmo mês de 2007.

A queda nas vendas e a escassez de crédito também refletiu no volume de lançamentos das construtoras, que encolheu 38,6% em setembro ante agosto. Após crescer ao ritmo de até 26% ao ano, as estimativas do sindicato são de que o setor cresça algo como duas vezes o crescimento do PIB nacional pelos próximos anos.

**Construção Civil - Unidades Vendidas e Iniciadas.**



Segundo estudo elaborado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) a pedido de outro sindicato do setor, o crescimento do setor nacional de construção civil sofrerá uma desaceleração em 2009, quando deverá crescer 4,7% no cenário base, taxa bastante inferior ao crescimento de 10% em 2008, enquanto o PIB nacional terá crescimento de 3,8%. No pior dos cenários, com o PIB nacional crescendo a 2,8% em 2009, o setor de construção civil poderá crescer 3,5%.

O governo brasileiro também adotou medida para resgatar a liquidez do mercado de crédito imobiliário e evitar uma forte retração do setor, que responde por 5,0% do PIB brasileiro (2007). A medida aprova a liberação de 5% dos depósitos totais da poupança para financiamento do capital de giro das empresas de construção civil, e o total liberado poderá atingir até R\$ 11

bilhões. A Caixa Econômica Federal, banco estatal com foco no financiamento à habitação, já anunciou a liberação de R\$ 3 bilhões desta linha. No entanto, acreditamos que esta medida ainda é um pouco tímida para estimular um setor com tanta importância para a economia nacional.

Com o objetivo de ajustar a oferta a uma demanda em desaceleração e evitar queda significativa nos preços do aço, as siderúrgicas brasileiras estão seguindo o movimento das grandes empresas do setor no mercado externo, que têm reduzido significativamente a produção. Neste sentido, a Usiminas anunciou recentemente que antecipará a parada programada do Alto Forno n.º 2 da Usina Intendente Câmara, em Ipatinga, para 5 de dezembro, com retorno à produção até abril de 2009. Esta parada resultará em corte de produção de aproximadamente 300 mil toneladas de ferro gusa, o que corresponde a aproximadamente 3% da produção anual.

## **Usiminas: Rumo à Verticalização!**

A Usiminas anunciou recentemente a reformulação de seu plano de investimentos de longo prazo, que agora inclui a construção de uma nova planta siderúrgica com capacidade de 5,0 milhões de toneladas/ano (mtpa) de placas, e que substitui o plano de expansão de 3,2 milhões de toneladas/ano, programado anteriormente para a Usina Intendente Câmara, em Ipatinga.

O novo plano também contempla investimentos na melhoria de *mix* de produtos das usinas que a empresa já opera, assim como na redução de custos e na verticalização da cadeia de produção.

Este programa de investimentos está estimado em US\$ 14,1 bilhões, sendo US\$ 10,6 bilhões em siderurgia e US\$ 3,5 bilhões em mineração, principalmente no desenvolvimento das minas de minério de ferro da recém-adquirida J. Mendes. Os investimentos estão divididos entre a nova usina, a ampliação e melhoria de *mix* e redução de custos de suas plantas atuais e no desenvolvimento dos ativos de mineração.

### **Nova Planta: +5,0 mtpa de Placas**

O principal investimento na expansão de capacidade de produção é a construção de uma nova planta siderúrgica, com capacidade de produzir 5,0 milhões de toneladas de placas em Santana do Paraíso (MG). O local escolhido para abrigar a nova planta é vizinho da Usina de Ipatinga, onde está localizado atualmente o aeroporto da Usiminas, que será reconstruído em outro local.

O investimento total está estimado em US\$ 5,7 bilhões e inclui, além da usina, uma coqueria com capacidade de produção de 2,0 milhões de toneladas por ano (mtpa). A Usiminas também deverá construir uma nova usina termelétrica, com capacidade de 250 MW, com investimento estimado em US\$ 400 milhões (não incluso no *capex* da nova usina).

### Nova Planta Siderúrgica – Santana do Paraíso



Fonte: Usiminas

O início das operações está previsto para acontecer em duas fases: a primeira ocorrerá no 1º sem/11, quando a usina atingirá a capacidade de produção de 2,5 mtpa. Na segunda fase, prevista para 2012, a usina atingirá a capacidade total de 5,0 mtpa de placas. Do total produzido, a Usiminas estima que 60% serão exportados, e os 40% restantes serão laminados internamente, números estes que adotamos em nossos modelos. Também consideramos em nossos modelos um *ramp-up* (curva de produção) mais lento da primeira fase, com a nova usina produzindo a 60% de sua capacidade durante o primeiro ano de operação, e atingindo o pico no segundo ano. Para a segunda fase, consideramos um *ramp-up* de 100% logo no primeiro ano, devido a uma curva de aprendizagem mais acentuada.

Adicionalmente, a Usiminas também estuda a possibilidade de ampliar a capacidade da Usina José Bonifácio, em Cubatão (SP) em mais 3,0 mtpa, mas com investimentos e prazos ainda a definir.

### Usina Intendente Câmara

No novo programa de investimentos também estão previstos US\$ 2,1 bilhões em novas linhas de laminação e galvanização na Usina Intendente Câmara, com o objetivo de agregar valor à atual linha de produtos, mas que não resultarão em maiores volumes de venda.

Na Usina Intendente Câmara, em Ipatinga, os investimentos deverão elevar em 150 mil tpa (toneladas por ano) a capacidade de laminação à quente, com *start-up* previsto para o 1º sem/11 e investimentos estimados em US\$ 130 milhões. Também estão previstos investimentos de US\$ 500 milhões em um novo laminador de chapas grossas, com capacidade de 500 mil tpa, com *start-up* previsto para o 2º sem/10, e uma nova linha de galvanização (Unigal II), que ampliará em 550 mil tpa a capacidade de produção de aços galvanizados, com *start-up* previsto para o 1º sem/11 e investimentos de US\$ 460 milhões.

Também estão previstos investimentos de US\$ 1,0 bilhão em atualização tecnológica, redução de custos e controle ambiental, com destaque para uma nova coqueria, com capacidade de 750 mil tpa em 2010.

## Usina José Bonifácio

Na Usina José Bonifácio, os investimentos estimados somam US\$ 2,4 bilhões, principalmente na melhoria do *mix* e na atualização tecnológica. O principal investimento nesta planta é um novo laminador de tiras a quente, com capacidade inicial de 2,3 mtpa, mas que poderá ser expandido para até 4,8 mtpa. O investimento neste projeto soma US\$ 1,0 bilhão, e o *start-up* está previsto para o 1º sem/11.

Dentro deste novo plano também estão incluídos alguns investimentos que já entraram em operação durante 2008, como a reforma do Alto-Forno 1, que teve sua capacidade ampliada de 3,5 mil ton./dia para 4,5 mil ton./dia, com investimentos de US\$ 170 milhões, e a instalação de uma nova máquina de lingotamento contínuo, que adicionou 350 ton/ano a um custo de US\$ 140 milhões. Outros investimentos em atualização tecnológica, redução de custos e controle ambiental deverão somar US\$ 1,1 bilhão.

## Mineração: Investimento-Chave

Conduzimos uma análise dos investimentos em mineração da Usiminas, utilizando nosso modelo de fluxo de caixa descontado, e avaliamos que a aquisição dos ativos de mineração da J. Mendes agregou um valor de R\$1,7 bilhão, ou R\$ 3,46 por ação, ao valor da Usiminas. Avaliando em US\$, moeda-base de nosso modelo, chegamos a um valor de US\$ 1,0 bilhão, ou US\$ 2,02 por ação.

Consideramos em nosso cenário-base para a avaliação dos ativos de mineração da Usiminas a elevação da capacidade de produção para até 22,2 mtpa de minério de ferro e 7,0 mtpa de pelotas em 2014, com toda a produção sendo vendida a preço de mercado. Adotamos o preço do minério vendido pela Vale como base, e ajustamos o preço de venda do minério da Usiminas pelo teor médio de minério de ferro contido.

### Avaliação dos Ativos de Mineração - J. Mendes

US\$ Milhões	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	LP
Volume - Min. de Ferro (Mt)	5,2	5,8	8,8	9,0	10,5	20,7	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
Preço (US\$/ton.)	56	48	48	48	52	52	47	42	36	36	36
Volume - Pelotas (Mt)	0	0	0	0	0	7	7	7	7	7	7
Preço (US\$/ton.)	146	124	124	124	137	137	123	111	94	94	94
Receita Líquida	283	269	408	417	535	1.989	1.859	1.673	1.422	1.422	1.422
EBITDA	140	106	154	154	227	1.112	935	761	525	527	527
Margem EBITDA	49,4%	39,3%	37,8%	36,9%	42,4%	55,9%	50,3%	45,5%	36,9%	37,1%	37,1%
<b>WACC</b>	<b>10,0%</b>										
<b>VPL (US\$ mm)</b>	<b>996</b>										
<b># de Ações (mm)</b>	<b>494</b>										
<b>VPL por Ação (US\$)</b>	<b>2,02</b>										

Fonte: Estimativas Planner

### Avaliação dos Ativos de Mineração - J. Mendes

R\$ Milhões	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	LP
Volume - Minério (Mt)	5,2	5,8	8,8	9,0	10,5	20,7	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
Preço (US\$/ton.)	56	48	48	48	52	52	47	42	36	36	36
Volume - Pelotas (Mt)	0	0	0	0	0	7	7	7	7	7	7
Preço (US\$/ton.)	146	124	124	124	137	137	123	111	94	94	94
Receita Líquida	573	584	846	865	1.110	4.124	3.855	3.469	2.949	2.949	2.949
EBITDA	283	229	320	319	470	2.306	1.939	1.579	1.088	1.094	1.094
Margem EBITDA	49,4%	39,3%	37,8%	36,9%	42,4%	55,9%	50,3%	45,5%	36,9%	37,1%	37,1%
<b>WACC</b>	<b>10,0%</b>										
<b>VPL</b>	<b>1.706</b>										
<b># de Ações (mm)</b>	<b>494</b>										
<b>VPL por Ação (R\$)</b>	<b>3,46</b>										

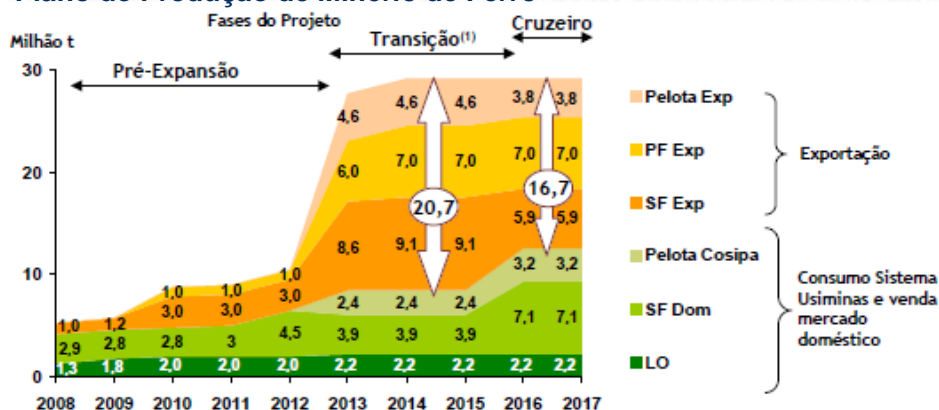
Fonte: Estimativas Planner

A aquisição da mineradora de minério de ferro J. Mendes, concluída em fevereiro de 2008, foi um passo importante para que a Usiminas possa disputar o mercado interno de aços planos com a sua principal concorrente, além de avançar sobre os mercados internacionais, assumindo posição de destaque como uma das siderúrgicas de menor custo de produção em nível mundial.

Para tanto, a Usiminas possui um plano para investir US\$ 3,9 bilhões (inclui US\$ 1,9 bilhão referente à aquisição da J. Mendes) no desenvolvimento do negócio de mineração, que atualmente produz 5,2 mtpa de minério de ferro em suas quatro minas: J. Mendes, Global, Somisa e Pau de Vinho.

Com os investimentos anunciados, a produção total da J. Mendes deverá atingir até 29,2 mtpa de minério de ferro em 2014, sendo 2,2 mtpa de granulado, 13 mtpa de *sinter feed*, 7 mtpa de *pellet feed* e 7 mtpa de pelotas de alto forno.

### Plano de Produção de Minério de Ferro



Fonte: Usiminas

A Usiminas também planeja construir uma usina de pelotização, com o objetivo de agregar valor ao minério produzido nas minas da J. Mendes. A planta deverá receber investimentos de US\$ 750 milhões, e a capacidade total, de 7 mtpa, tem *start-up* estimado para 2013.

## Valuation

Revisamos nossas projeções para a Usiminas, e cortamos nosso preço-alvo 2009E de R\$ 80,30 para R\$ 50,00, mas mantemos nossa recomendação de Compra. Apesar de nossa expectativa de desaceleração da demanda interna e pressão sobre os preços do aço, pensamos que a Usiminas é a siderúrgica brasileira melhor posicionada para enfrentar este cenário desfavorável, devido à sua maior diversificação de receita, elevada exposição ao mercado interno, *management* conservador e balanço desalavancado.

Nosso preço alvo é baseado no modelo de desconto de fluxo de caixa para a empresa, em termos reais. Utilizamos como cenário-base para a determinação do nosso preço alvo um crescimento na perpetuidade de 4,0%, consistente com a taxa média de crescimento de longo prazo que estimamos para a economia brasileira, e que acreditamos ser consistentes com o potencial de

crescimento da Usiminas no longo prazo. Para descontar os fluxos de caixa, utilizamos um custo médio ponderado de capital (WACC) de 14,0%. O custo do capital próprio foi estimado utilizando-se uma taxa de juros livre de risco (Rf) de 3,5%, um prêmio de risco (Rm-Rf) de 5,0%, um risco-país de 350 pontos base e um beta de 1,40.

**Modelo de Desconto de Fluxo de Caixa - Usiminas**

(R\$ milhões)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>EBI</b>	<b>3.060</b>	<b>2.333</b>	<b>2.286</b>	<b>3.413</b>	<b>4.333</b>	<b>4.014</b>	<b>4.005</b>	<b>4.042</b>	<b>4.002</b>
Depreciação e Amortização	987	1.395	1.755	1.881	1.951	2.053	2.163	2.280	2.402
Var. Impostos Diferidos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Var. Capital de Giro	149	-36	-195	-596	-775	-455	-294	-291	-327
Investimentos de Capital	-5.540	-9.146	-3.795	-747	-1.789	-1.878	-2.068	-2.151	-2.237
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-1.344</b>	<b>-5.453</b>	<b>50</b>	<b>3.951</b>	<b>3.720</b>	<b>3.734</b>	<b>3.805</b>	<b>3.880</b>	<b>3.839</b>
<b>Valor Residual</b>									
<b>WACC</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>
<b>VP do Free Cash Flow</b>	<b>19.131,6</b>								

**FCD - Firm Value**

<i>Firm Value</i>	R\$ mm	<b>19.131,6</b>
Dívida Líquida	R\$ mm	-1.375,0
Minoritários	R\$ mm	114,1
Investimentos Não Consolidados	R\$ mm	-2.582,8
VPL - Negócio de Mineração	R\$ mm	1.706,1
<b>Valor Econômico do P.L.</b>	<b>R\$ mm</b>	<b>24.681,5</b>
Número de Ações	mm	493,6
<b>Preço Alvo</b>	<b>R\$</b>	<b>50,00</b>
Valor de Mercado Atual	R\$ mm	10.957,9
<b>Up-Side (a)</b>	<b>%</b>	<b>125,2</b>
<b>Dividend Yield (b)</b>	<b>%</b>	<b>4,5</b>
<b>Retorno Total (a+b)</b>	<b>%</b>	<b>129,7</b>

**Cálculo do WACC**

<b>WACC</b>	<b>%</b>	<b>14,0%</b>
<b>Ke</b>	<b>%</b>	<b>14,0%</b>
Rf	%	3,5%
(Rm - Rf)	%	5,0%
Beta	%	1,40
Risco-País	%	3,5%
<b>Kd (Sem Impostos)</b>	<b>%</b>	<b>6,1%</b>
<b>P.L./ Capital Total</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>

No quadro a seguir, realizamos uma análise de sensibilidade do preço alvo das ações da Usiminas em relação a variações na taxa de desconto do fluxo de caixa e na taxa utilizada no cálculo da perpetuidade. É importante observar que o preço atual de suas ações está muito abaixo do preço calculado no pior dos cenários. Segundo nossos cálculos, e mantendo todas as outras premissas de nosso modelo, o preço atual embute uma taxa nula de crescimento na perpetuidade e um WACC de aproximadamente 20,0%, demonstrando que o *valuation* atual não reflete os reais fundamentos da empresa.

**Taxa de Crescimento na Perpetuidade**

		2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
<b>WACC</b>	13,0%	\$49,35	\$53,36	\$58,44	\$65,18	\$74,72
	13,5%	46,12	<b>49,60</b>	<b>53,96</b>	<b>59,60</b>	67,29
	14,0%	43,20	<b>46,24</b>	<b>50,00</b>	<b>54,78</b>	61,11
	14,5%	40,53	<b>43,21</b>	<b>46,48</b>	<b>50,57</b>	55,87
	15,0%	38,09	40,46	43,33	46,86	51,35

## Comparação de Múltiplos

As ações das Usiminas são negociadas atualmente a um P/E 09E de 3,4x, com desconto muito significativo, de 43,9%, em relação à média global do setor. Acreditamos que isto se deve à maior desvalorização dos ativos negociados na Bovespa em comparação com a média mundial, e pensamos que este desconto não é justificável neste momento, pois a Usiminas tende a ganhar competitividade após a aquisição dos ativos de mineração. Salientamos também que este múltiplo representa um desconto de 54,1% sobre a média do P/E dos últimos três anos, de 7,4x.

Empresa	Market Cap. (US\$ Milhões)	P/E		CAGR 06-09E			Margem EBITDA	Margem Líquida	ROE
		08E	09E	Rec. Líquida	EBITDA	Lucro Líquido	08E	08E	08E
USIMINAS	4.766	3,4x	3,4x	13,3%	11,3%	10,6%	37,6%	19,3%	23,5%
GERDAU	8.184	3,7x	4,0x	18,0%	15,9%	13,6%	24,1%	11,7%	28,8%
CSN	8.304	6,3x	4,7x	21,0%	25,4%	41,7%	48,2%	21,5%	36,9%
TERNIUM	1.544	1,4x	2,7x	0,7%	-9,3%	-13,5%	26,3%	13,2%	22,7%
<b>LatAm - Média</b>		<b>3,7x</b>	<b>3,7x</b>	<b>13,3%</b>	<b>10,9%</b>	<b>13,1%</b>	<b>34,0%</b>	<b>16,4%</b>	<b>28,0%</b>
VOESTALPINE AG	3.294	2,9x	4,4x	15,9%	11,5%	3,4%	17,3%	7,1%	23,4%
BAOSHAN IRON & STEEL	14.468	8,0x	10,1x	6,4%	-2,4%	-7,8%	15,6%	5,9%	14,3%
ANGANG STEEL	8.412	5,9x	8,4x	10,9%	-0,6%	-5,9%	20,9%	10,1%	14,3%
WUHAN IRON & STEEL	7.871	6,6x	7,0x	18,6%	12,5%	18,4%	21,3%	11,0%	26,6%
THYSSENKRUPP	10.834	4,9x	4,7x	5,1%	-0,2%	1,5%	8,1%	3,0%	13,0%
STEEL AUTHORITY OF INDIA	5.729	4,4x	4,5x	13,2%	16,0%	11,2%	20,1%	13,4%	26,3%
NIPPON STEEL CORP	20.884	5,7x	8,0x	6,4%	-5,1%	-9,5%	14,3%	5,8%	15,7%
SUMITOMO METAL	11.445	5,7x	7,5x	4,5%	-4,0%	-11,6%	19,3%	8,9%	18,9%
ARCELORMITTAL	33.389	2,2x	4,0x	18,1%	14,0%	13,0%	19,9%	11,6%	24,0%
NOVOLIPETSK STEEL	5.993	1,9x	2,0x	17,9%	10,6%	6,2%	41,0%	27,2%	35,8%
EVRAZ GROUP	3.679	0,8x	1,3x	22,0%	18,4%	18,0%	34,9%	20,2%	56,4%
POSCO	22.089	6,3x	7,4x	17,3%	9,3%	6,2%	23,2%	12,7%	18,4%
CHINA STEEL CORP	7.963	6,9x	11,5x	5,2%	-3,4%	-11,6%	18,8%	14,7%	16,6%
NUCOR CORP	12.520	5,7x	6,9x	9,3%	1,7%	-0,2%	17,5%	8,9%	32,7%
UNITED STATES STEEL	3.711	1,7x	4,1x	7,0%	-2,0%	-11,7%	14,6%	8,8%	35,5%
<b>Média Global</b>		<b>4,6x</b>	<b>6,1x</b>	<b>11,8%</b>	<b>5,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>20,4%</b>	<b>11,3%</b>	<b>24,8%</b>

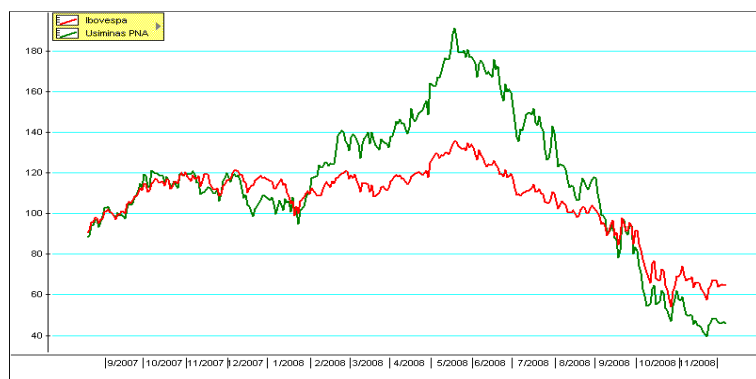
Fonte: Bloomberg

## Parâmetros do *Rating* da Ação

**COMPRA:** Expectativa do desempenho da ação ser superior a 10%, até o final do ano.

**NEUTRA:** Expectativa do desempenho da ação permanecer entre -10% e 10%, até o final do ano.

**VENDA:** Expectativa do desempenho da ação ser inferior em mais de 10%, até o final do ano.



Fonte: Economática.

## Disclosure

As informações financeiras utilizadas neste relatório foram obtidas diretamente das empresas analisadas e as estimativas e cálculos feitos pela Planner Corretora de Valores S. A. (Planner). Todas as informações foram obtidas de fontes públicas que acreditamos confiáveis e de boa fé, mas não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia, expressa ou implícita, é feita sobre sua exatidão, ou se a informação é completa.

Este documento foi preparado pela Planner e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio.

Este documento não é uma oferta de venda ou uma solicitação para aquisição de ações ou qualquer ativo financeiro. Ocasionalmente, executivos, ou funcionários da Planner ou de empresas relacionadas podem, de acordo com o permitido por lei, possuir uma posição, ou de outra maneira estarem interessados em transações com ativos direta ou indiretamente relacionados com este relatório.

Empresas relacionadas com a Planner podem ocasionalmente atuar como Banco de Investimento ou prestar qualquer tipo de serviço financeiro, ou estarem interessadas em atuarem prestando tais serviços para a empresa analisada no relatório. A Planner e qualquer empresa relacionada não aceitam responsabilidades por qualquer perda direta ou indireta surgida como consequência do uso deste relatório.

Nenhuma parte deste documento pode ser (i) copiada, foto copiada, ou duplicada de nenhuma forma, e por quaisquer meios, ou (ii) redistribuída sem prévio consentimento da Planner. Qualquer investidor no Brasil que receber este relatório e desejar efetuar transações com ações aqui analisadas deverá contatar e requisitar execução de ordens através da Planner no telefone: (+55 11) 2172-2600.

## Instrução CVM 388/03

O analista declara que:

- 1) As recomendações indicadas nesse relatório refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner.
- 2) Não mantém vínculo com pessoas que atuem no âmbito da (s) companhia (s) analisada (s) nesse relatório.
- 3) A Planner, para a qual trabalha, pode estar envolvida na aquisição, alienação ou intermediação de títulos da (s) companhia (s) analisada (s) nesse relatório.
- 4) Não possui valores mobiliários, que ultrapassem 5% de seu patrimônio pessoal, da (s) companhia (s) analisada (s) nesse relatório.
- 5) Não recebe remuneração por serviços prestados ou apresenta relações comerciais com a (s) companhia (s) analisada (s) nesse relatório, ou com pessoas físicas ou jurídicas, fundos ou universalidade de direitos que atuem representando o mesmo interesse da (s) companhia (s). No entanto, a Planner pode receber remuneração por serviços prestados ou apresentar relações comerciais com a (s) Companhia (s) analisada (s) nesse relatório, ou com pessoas físicas ou jurídicas, fundos ou universalidade de direitos que atuem representando o mesmo interesse da (s) companhia (s).
- 6) Sua remuneração não está atrelada à precificação de quaisquer valores mobiliários emitidos pela (s) companhia (s) analisada(s) nesse relatório, ou às receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela Planner.