Usiminas (USIM5 - Compra)

Luiz Francisco Caetano, CNPI*

lcaetano@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2563

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Bons resultados à frente

Atualizamos nossas projeções da Usiminas, elevando o Preço Justo de USIM5 para R$ 13,90 por ação, vindo de R$ 13,80. Mantivemos a recomendação de Compra. A Usiminas vem de um processo de recuperação operacional e financeiro, que permitiu à empresa elevar sua rentabilidade e reduzir o endividamento. Para os próximos trimestres, esperamos que a demanda interna por aço continue em crescimento, com bons preços no exterior, o que levará a resultados crescentes.

O que está por vir: Estes são os principais pontos a se observar na Usiminas:

Excelente resultado no 3T18: O resultado da Usiminas no trimestre passado foi excelente, com forte aumento da receita e na rentabilidade, que ficaram acima das nossas expectativas. O lucro líquido no 3T18 foi de R$ 264 milhões (R$ 0,21 por ação), 242,9% maior que no mesmo trimestre do ano passado;

Preços do aço no Brasil: A Usiminas implantou durante o 3T18 um aumento de 10% para o segmento de distribuição, que responde por 1/3 das vendas no mercado interno. Com isso, o prêmio sobre os preços médios internacionais atualmente é positivo entre 5% a 10%, dependendo do produto. A expectativa é de manutenção dos preços no 4T18;

Mercado interno: A demanda por aço no Brasil está em forte recuperação. Neste ano, as vendas de laminados aumentaram 6,3% nos primeiros nove meses, com os aços planos (especialidade da Usiminas) liderando este movimento e crescendo 10,7%. A expectativa do Instituto Aço Brasil (IABr) é de que as vendas totais de aço no país cresçam 6% este ano e um percentual semelhante em 2019;

Demanda das montadoras: A Usiminas é a maior fornecedora de aço para a indústria automobilística brasileira. O forte crescimento da produção nacional de veículos (10,5% no acumulado de nove meses em 2018) está levando a empresa a ocupar completamente suas três linhas de galvanização. A Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea) espera que a produção de veículos cresça 13,7% em 2018, com um incremento de dois dígitos também no próximo ano;

Correção dos preços para a montadoras: O preço do aço fornecido para as indústrias automobilísticas é corrigido anualmente. Em 2018, a alta que ocorreu a partir de 1/janeiro foi de 23%. As negociações para 2019 já foram iniciadas e a proposta das siderúrgicas é de um aumento novamente acima dos 20%;

Expansão: A volta à normalidade da empresa já permite avaliar projetos de expansão. Atualmente estão sendo estudados uma nova linha de galvanização, a reforma do Alto Forno 3 e o retorno à operação das áreas primárias de Cubatão. Seguramente o projeto prioritário é a

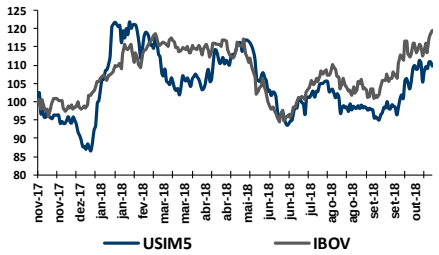
Dados da Ação		
Cotação atual (R$)	R$ /ação	10,12
Preço justo	R$ /ação	13,90
Potencial	%	37,4
Var. 52 sem. (Min/Max)	R$ /ação	6,88 - 12,82
Total de ações	milhões	1.253,1
Ações Ordinárias	%	56,3
Free Float	%	37,1
Vol. Méd, diário (1 mês)	R$ milhões	200,4
Valor de Mercado	R$ milhões	12.681

Desempenho da Ação	Dia	Ano	52 Sem.
USIM5	-1,6%	11,7%	19,7%
Ibovespa	1,1%	15,7%	19,8%
Cotação de 01/11/2018			

Principais Múltiplos	2017	2018E	2019E
P/L (x)	53,2	21,2	14,4
VE/EBITDA (x)	5,7	7,1	6,1
ROE (%)	1,7	4,2	5,9
Div. Liq./EBITDA (12m) (x)	2,7	2,2	1,6
Receita Líquida (R$ mm)	10.734	13.847	14.854
Lucro Líquido (R$ mm)	233	599	878
Margem Bruta (%)	15,2	17,6	18,2
Margem EBITDA (%)	20,4	17,4	17,7
Margem Líquida (%)	2,2	4,3	5,9
Payout (%)	-	25,0	25,0
Retorno Dividendo (%)	-	1,2	1,7
Cotação/VPA (x)	0,9	0,9	0,9

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

expansão da galvanização. Em nove meses/2018, a Usiminas investiu R$ 222 milhões, com uma expectativa para o ano de R$ 450 milhões. Em 2019, a Usiminas deve investir em torno de R$ 500 milhões;

Minério de ferro: A área de mineração da Usiminas tem conseguido bons resultados. Em nove meses o volume de vendas cresceu 127,9%. A empresa já anunciou que deve vender sua área de mineração e estimamos que a operação possa render acima de R$ 1 bilhão, o que será positivo para reduzir a dívida;

Capacidade de produção: A Usiminas tem uma grande capacidade ociosa, o que significa que a empresa poderá elevar sua produção de aço para atender um salto na demanda, sem investimentos consideráveis. A capacidade total de produção de laminados nas duas usinas (Ipatinga e Cubatão) é de 10 milhões de toneladas/ano, sendo que hoje estão em operações equipamentos que podem produzir 6,5 milhões de t.;

Usiminas Mecânica: Esta controlada vem gerando EBITDA negativo (R$ 7 milhões no acumulado de nove meses/2018), o que deve continuar no 4T18. Para 2019, um severo plano de contenção de custos e a busca de expansão da receita, devem levar o EBITDA a ficar positivo novamente.

Venda da MUSA: Em agosto último, a empresa anunciou que está avaliando alternativas para a venda de sua participação (70%) na Mineração Usiminas (MUSA). As alternativas podem incluir a alienação total ou parcial de sua participação. Segundo a imprensa, um banco já foi contratado para realizar a venda, sendo que existem quatro interessados, um deles a Sumitomo, que já detém 30% da MUSA.

Quando entrou na empresa no final de 2010, a Sumitomo pagou R$ 2,1 bilhões (US$ 1,3 bilhão ao câmbio da época) por sua participação, em um momento que o minério de ferro custava US$ 168 por tonelada. Estimamos que no contexto atual (minério custando em torno de US$ 70/t), o preço de 70% da MUSA seria bem acima de R$ 1 bilhão.

Se esta venda for realizada, com a assinatura de um contrato que assegure o fornecimento prioritário para a Usiminas, isso será uma boa notícia, com uma entrada substancial de recursos para empresa, sem a perda de um fluxo de caixa considerável.

A MUSA detém quatro jazidas na região da Serra Azul (MG), com reservas de 2,6 bilhões de toneladas. A capacidade de produção é de 12 milhões de toneladas ao ano, sendo 2 milhões de ton./ano de granulados, 4 milhões t/ano de *Sinter Feed* e 6 milhões t/ano de *Pellet Feed.* A MUSA detém também 20% da MRS, empresa ferroviária que faz transporte de minério, principalmente, de Minas Gerais para cinco portos da região Sudeste.

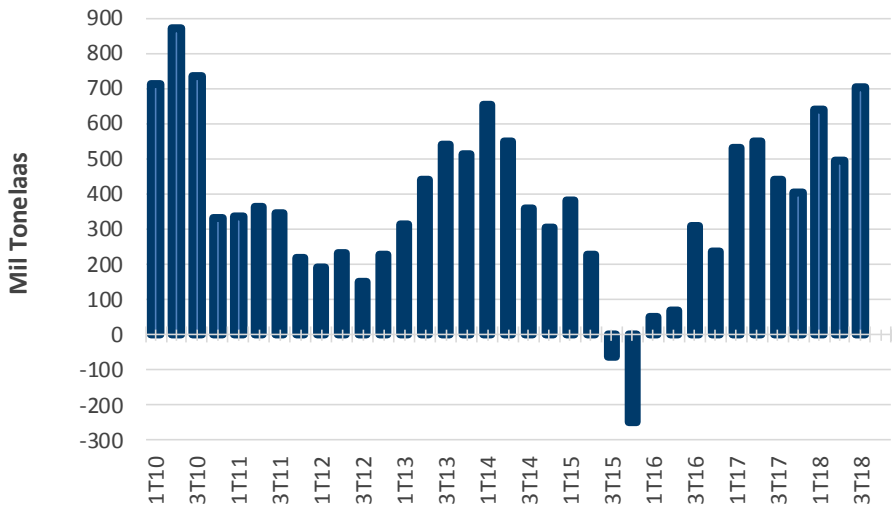
Nos últimos anos, a MUSA esteve produzindo apenas para atender as unidades da própria Usiminas e produtores de gusa da região, mas voltou a exportar no ano passado. Nos primeiros nove meses de 2018, a MUSA vendeu um o total de 5,0 milhões toneladas (+127,9% que neste período do ano passado), sendo 1,8 milhão de toneladas para a Usiminas (queda de 2,9%), 524 mil toneladas para o mercado interno (+359,6%) e exportou 2,6 toneladas.

A recuperação: A Usiminas viveu uma profunda crise nos anos de 2015/2016, o que obrigou a empresa a fazer cortes na produção, fechamento parcial de sua unidade em Cubatão (SP) e uma renegociação da dívida.

A melhoria dos preços do aço, a retomada da demanda interna e o fôlego dado pela renegociação da dívida permitiram a retomada na rentabilidade da empresa.

A evolução do EBITDA consolidado (gráfico seguinte), permite uma boa visualização desta recuperação. O EBITDA chegou a ficar negativo em dois trimestres (3T15 e 4T15) e muito baixo nos dois seguintes, insuficientes para a empresa fazer face aos seus compromissos. Mas desde então, esta medida de geração de caixa tem crescido firmemente, sendo que no 3T17 (R$ 703 milhões) ficou próxima do nível alcançado no melhor ano recente desta indústria (2010). Esperamos que a demanda crescente e os bons preços do aço permitam que a Usiminas continue e ampliar sua rentabilidade.

Figura 1: Usiminas - EBITDA Trimestral Consolidado



Fonte: Usiminas

Resultado do 3T18: A Usiminas teve um excelente resultado no 3T18, apresentando aumentos de receita, margens e no lucro. No 3T18, a Usiminas obteve um lucro líquido de R$ 264 milhões (R$ 0,21 por ação), que foi 242,9% maior que no mesmo trimestre do ano passado e reverteu o prejuízo do 2T18.

Usiminas - Resultados Trimestrais

R$ milhões	3T17	2T18	3T18	*3T18/2T18*	*3T18/3T17*
Receita Líquida	2.737	3.204	3.862	*20,5%*	*41,1%*
Lucro Bruto	358	583	644	*10,6%*	*80,1%*
Margem bruta	*13,1%*	*18,2%*	*16,7%*	*-1,5 pp*	*3,6 pp*
EBITDA Ajustado	453	519	703	*35,5%*	*55,2%*
Margem EBITDA	*16,5%*	*16,2%*	*18,2%*	*2,0 pp*	*1,7 pp*
Resultado Financeiro	-65	-277	-134	*-51,4%*	*106,9%*
Lucro Líquido	77	-32	264	-	*242,9%*
EBITDA Siderurgia	438	471	578	*22,8%*	*31,9%*
EBITDA Mineração	27	33	83	*148,6%*	*206,7%*
EBITDA Siderurgia por ton.	431	482	522	*8,3%*	*21,1%*
EBITDA Mineração por ton.	30	24	47	*94,9%*	*56,8%*
Vendas de Minério - mil t.	904	1.386	1.768	*27,6%*	*95,6%*
Vendas de Aço Merc. Int. - mil t.	882	834	992	*18,9%*	*12,5%*
Vendas de Aço Export.- mil t.	134	143	115	*-19,6%*	*-14,2%*
Vendas de Aço TOTAL - mil t.	1.016	977	1.107	*13,3%*	*9,0%*
Preço Médio Siderurgia - R$/t.	2.503	2.992	3.108	*3,9%*	*24,2%*
Preço Médio Minério - R$/t.	134	146	178	*22,1%*	*33,0%*
Preço Médio Minério - US$/t.	42	40	45	*11,4%*	*6,5%*

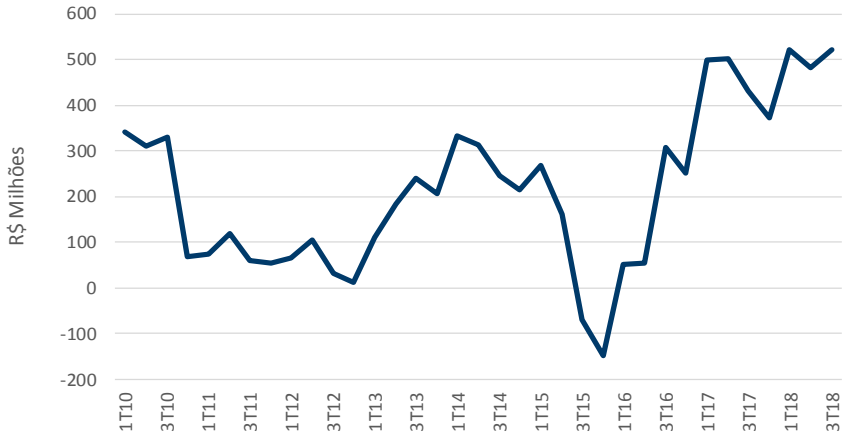
Fonte: Usiminas

No 3T18, as vendas totais de aço da Usiminas aumentaram 9,0% em relação ao 3T17, principalmente pelo crescimento do volume vendido no mercado interno, que teve uma elevação de 12,5%, com queda de 14,2% das exportações. Isso é positivo, pois no Brasil a empresa vende produtos de maior valor agregado com melhores preços.

O preço médio de vendas na siderurgia subiu 24,2% em relação ao 3T17, sendo esta uma das maiores razões para melhoria na rentabilidade da empresa. Isso é fruto da concentração das vendas no mercado interno e de correções dos preços realizadas nos últimos meses. O custo caixa do aço ficou em R$ 2.109 por tonelada, tendo subido 4,7%, em função da alta nos preços do minério e do carvão.

Os aumentos de preços e de vendas levaram a um expressivo incremento na rentabilidade do segmento de siderurgia da Usiminas. No 3T18, o EBITDA por tonelada foi de R$ 522, valor 21,1% maior que no mesmo trimestre do ano passado.

Figura 2: Usiminas - EBITDA por tonelada do Segmento de Siderurgia



Fonte: Usiminas

Em minério de ferro, houve enorme salto nas vendas (95,6%), com crescimentos nas vendas para a própria usina da Usiminas (4,7%) e um grande aumento (364,9%) nos embarques para terceiros. O custo caixa do minério ficou em R$ 60,2/t no trimestre, tendo caído 4,8% em relação ao 2T18 devido ao aumento das vendas e a diluição dos custos.

O total das Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas cresceu 16,1% no 3T18, comparado ao 3T17, percentual elevado, mas inferior ao aumento da receita, o que contribuiu para o crescimento da margem operacional. A elevação das despesas operacionais líquidas ocorreu pela redução dos ganhos com Créditos Fiscais (-89,9%) e do Programa Reintegra (-93,3%), que são contabilizados como Outras Receitas Operacionais.

O resultado financeiro no 3T18 de R$ 134 milhões ficou 51,4% abaixo do trimestre anterior, mas cresceu 106,9% em relação ao 3T17. Estas oscilações ocorreram, principalmente, devido às variações na taxa de câmbio e seu impacto na dívida em moeda estrangeira (22% do total)

No 3T18, a dívida líquida somou R$ 4,2 bilhões, que caiu 11,2% no trimestre e 10,8% nos últimos doze meses. Esta redução na dívida se deve à melhor geração de caixa e aos pagamentos feitos recentemente.

Usiminas - Resumo dos Resultados Projetados

R$ milhões	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Receita Líquida	**8.454**	**10.734**	**13.847**	**14.854**	**15.684**
Lucro Bruto	487	1.635	2.431	2.708	2.912
Despesas Operacionais	**-1.202**	**-1.107**	**-1.335**	**-1.158**	**-1.264**
Desps. Gerais, Administrativas e com Vendas	-627	-655	-728	-798	-868
Outras Rec. (Desps) Operacionais	-575	-452	-607	-360	-396
Resultado Operacional (EBIT)	**-715**	**528**	**1.096**	**1.550**	**1.648**
Result. Financ. Líquido	-30	-463	-510	-504	-465
Equivalência Patrimonial	143	155	193	200	216
Resultado Antes do I. R e C. Social	**-252**	**421**	**778**	**1.247**	**1.399**
I.R e Contr. Social	-325	-106	-148	-374	-420
Resultado Líquido	**-670**	**233**	**599**	**878**	**980**
Lucro por Ação	-0,53	0,19	0,48	0,70	0,78
EBITDA	**660**	**2.186**	**2.412**	**2.636**	**2.800**
Margem Bruta	5,8%	15,2%	17,6%	18,2%	18,6%
Margem EBITDA	7,8%	20,4%	17,4%	17,7%	17,9%
Margem Líquida	-7,9%	2,2%	4,3%	5,9%	6,2%

Fonte: Usiminas e Planner Corretora

Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

Compra: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Neutro: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Venda: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI
mmariante@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI
rmartins@planner.com.br

DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia, expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.
O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Planner Corretora.
As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.
Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:
O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.