

Usiminas (USIM5 – Compra)

Bom potencial de alta mesmo com a redução do Preço Justo

Luiz Francisco Caetano, CNPI

lcaetano@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2563

Revisamos nossas projeções e reduzimos o Preço Justo de USIM5 de R\$ 13,00 para R\$ 12,00/ação. Mantivemos a recomendação de Compra. A diminuição do Preço Justo ocorre por uma expectativa de aumento menor da demanda no mercado interno, mas mesmo assim vemos os lucros crescendo em bom ritmo. Os seguidos cortes nas expectativas de crescimento da economia brasileira, são uma das principais razões para o mau desempenho das ações da Usiminas, cujos resultados são muito influenciados pela demanda interna. Apesar de reconhecermos a redução do otimismo com a economia nacional, vemos as quedas recentes de USIM5 (5,1% este ano e 20,6% nos últimos doze meses) como excessivas e acreditamos que a cotação atual permite uma boa oportunidade de compra.

Boas perspectivas para o 2T19: A Usiminas teve um resultado fraco no 1T19, com aumento de custos que não foram compensados por elevações nos preços do aço e pelo melhor resultado da mineração. Porém, para o 2T19 a empresa tem perspectivas mais otimistas. Os preços do aço para o segmento de Distribuição (1/3 das vendas no mercado interno), foram elevados em 10% a partir de 1 de abril, que será estendido também aos contratos com as indústrias. Os volumes no 2T19 devem ter forte crescimento (estimamos em 8%). Os custos, que impactaram o resultado 1T19, não devem sofrer novos aumentos. Na área de mineração, os preços mais elevados na China (alta de 6,2% no 2T19 até o dia 25/abril) e os maiores volumes de vendas, devem impactar positivamente o resultado.

Para o restante do ano somos também otimistas, mas a aprovação das reformas e a retomada mais forte do crescimento interno, são fundamentais para os resultados.

Aumento dos investimentos: Com a forte crise que a Usiminas sofreu, os investimentos foram muito reduzidos. Em 2018, o capex ainda foi baixo (R\$ 463 milhões), mas já 114,4% maior que em 2017.

Para 2019, a Usiminas investirá R\$ 1 bilhão, que será 116,0% maior que no ano anterior. Para os próximos anos, os investimentos podem superar a marca de R\$ 1 bilhão. Além de intensificar as manutenções, a empresa vai realizar a reforma do alto forno número 3 (capacidade de 2,4 milhões de toneladas por ano), que deve começar em 2021 e durar 100 dias, dando uma sobrevida de 20 anos para o equipamento. Esta reforma tem o custo estimado em R\$ 1 bilhão, com gastos de equipamentos e obras de R\$ 100 milhões já em 2019, mais R\$ 400 milhões em 2020 e R\$ 500 milhões no ano seguinte.

Com a retomada no consumo de aço no Brasil, principalmente por parte da indústria automobilística, a Usiminas pode realizar uma expressiva expansão na produção de aços galvanizados. A empresa está finalizando a análise para a construção de uma nova linha

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

Dados da Ação

| | | |
|--------------------------|-------------|--------------|
| Cotação atual (R\$) | R\$ /ação | 8,61 |
| Preço justo | R\$ /ação | 12,00 |
| Potencial | % | 39,4 |
| Var. 52 sem. (Min/Max) | R\$ /ação | 6,77 - 11,22 |
| Total de ações | milhões | 1.253,1 |
| Ações Ordinárias | % | 56,3 |
| Free Float | % | 37,2 |
| Vol. Méd. diário (1 mês) | R\$ milhões | 132,9 |
| Valor de Mercado | R\$ milhões | 10.789 |

Desempenho da Ação

| | Dia | Ano | 52 Sem. |
|----------|-------|-------|---------|
| USIM5 | -1,0% | -5,1% | -20,6% |
| Ibovespa | -0,3% | 9,5% | 11,4% |

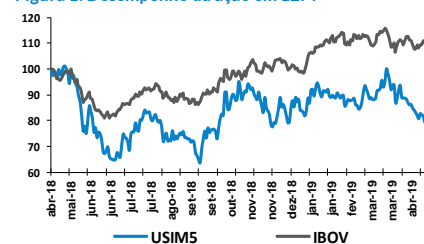
Cotação de 26/04/2019

Principais Múltiplos

| | 2017 | 2018E | 2019E |
|----------------------------|--------|--------|--------|
| P/L (x) | 17,7 | 11,3 | 9,1 |
| VE/EBITDA (x) | 5,6 | 4,5 | 3,6 |
| ROE (%) | 4,9 | 6,0 | 7,0 |
| Div. Líq./EBITDA (12m) (x) | 1,6 | 1,3 | 0,7 |
| Receita Líquida (R\$ mm) | 13.737 | 15.048 | 16.363 |
| Lucro Líquido (R\$ mm) | 727 | 956 | 1.188 |
| Margem Bruta (%) | 16,1 | 18,4 | 19,6 |
| Margem EBITDA (%) | 19,4 | 17,7 | 18,4 |
| Margem Líquida (%) | 5,3 | 6,4 | 7,3 |
| Payout (%) | 23,7 | 25,0 | 25,0 |
| Retorno Dividendo (%) | 1,3 | 2,2 | 2,8 |
| Cotação/VPA (x) | 0,7 | 0,9 | 0,7 |

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

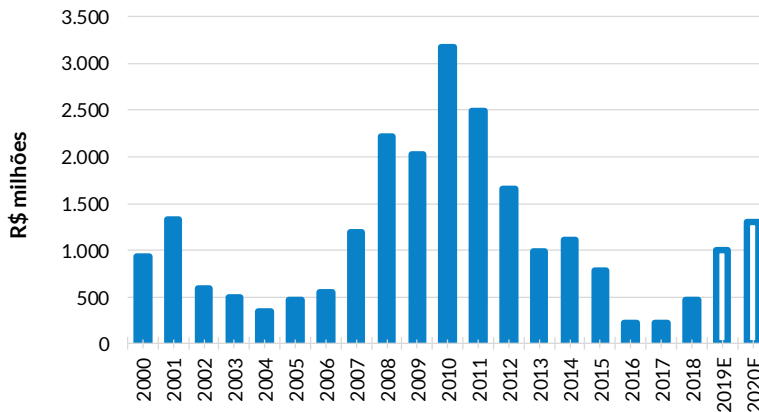
Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economática.

com capacidade entre 400 mil e 500 mil toneladas de aço. Os investimentos devem ficar próximos R\$ 1 bilhão, podendo ser iniciados em 2020 e finalizados em 2022. Vale destacar que os aços galvanizados são os produtos de maior valor agregado da Usiminas. A capacidade atual de galvanizados da empresa é de 1,35 milhão de toneladas ao ano.

Figura 1: Usiminas - Investimentos Anuais



Fonte: Usiminas

Recebimentos da Eletrobras: Como muitas empresas, a Usiminas tem processos contra a Eletrobras, visando a recuperação dos valores recolhidos a título de empréstimos compulsórios. Os valores pleiteados nestes processos somam R\$ 3,4 bilhões.

Depois de uma longa batalha judicial, em dezembro de 2018 a justiça considerou um valor de R\$ 676 milhões como incontroverso. Diante disso, no balanço do 4T18, foram contabilizados ganhos de R\$ 676 milhões (R\$ 186 milhões como Receitas Não Operacionais e R\$ 490 milhões em Receitas Financeiras) referentes a este processo.

Porém, o recebimento efetivo destes valores não tem data definida, mas a empresa estima que isso pode acontecer no segundo semestre do ano, o que será positivo. O valor que pode ser recebido da Eletrobras é equivalente a 16,4% do endividamento líquido ao final do 1T19.

Redução do endividamento: Uma boa notícia nos últimos balanços da Usiminas tem sido a redução do endividamento. Isso foi motivado pela melhor geração de caixa e redução dos investimentos nos últimos dois anos.

É importante lembrar que em 2016, a Usiminas fez uma grande renegociação de sua dívida, o que permitiu a empresa passar por uma forte crise do setor. Na época, foram alongados os prazos de pagamento por dez anos, com três de carência. Desde então a empresa já fez vários adiantamentos nos pagamentos, sendo que no 1T19 houve a quitação de R\$ 366 milhões.

A dívida líquida ao final do 1T19 era de R\$ 3,7 bilhões, que caiu 10,5% no trimestre e 9,6% nos últimos doze meses. Vale frisar também que, praticamente todo o endividamento está

29 de abril de 2019

no longo prazo e que o caixa cresceu 13,5% nos últimos doze meses, mesmo com o aumento das necessidades de capital de giro.

No 1T19, a relação dívida líquida/EBITDA ficou em 1,5x, vindo de 1,6x no 4T18 e 1,8x ao final do 1T18.

Usiminas - Endividamento

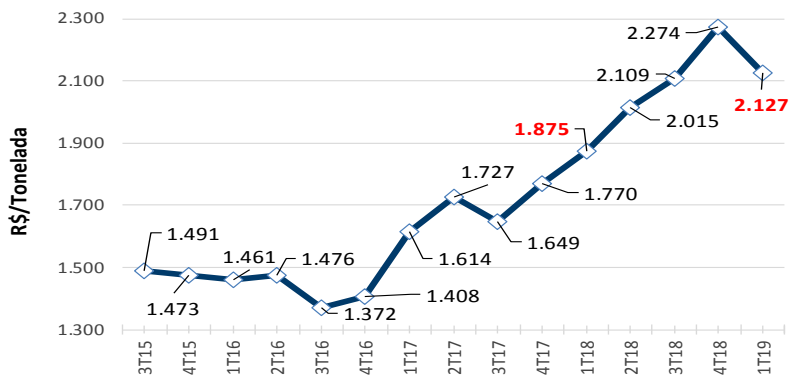
| R\$ milhões | 1T18 | 4T18 | 1T19 | 1T19/4T18 | 1T19/1T18 |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| Moeda Nacional | 4.590 | 4.581 | 4.297 | -6,2% | -6,4% |
| - Curto Prazo | 30 | 372 | 152 | -59,1% | 409,7% |
| - Longo Prazo | 4.560 | 4.210 | 4.145 | -1,5% | -9,1% |
| Moeda Estrangeira | 1.089 | 1.273 | 1.199 | -5,8% | 10,1% |
| - Curto Prazo | 1 | 100 | 38 | -62,2% | - |
| - Longo Prazo | 1.088 | 1.173 | 1.162 | -1,0% | 6,7% |
| Dívida Bruta | 5.680 | 5.854 | 5.496 | -6,1% | -3,2% |
| Caixa | 1.563 | 1.693 | 1.773 | 4,7% | 13,5% |
| Dívida Líquida | 4.117 | 4.161 | 3.723 | -10,5% | -9,6% |

Fonte: Usiminas

Evolução dos custos prejudica os resultados: Os números do 1T19 mostraram uma expressiva redução das margens operacionais. A margem bruta caiu 4,8 pontos percentuais em relação ao 1T18, com o aumento dos custos da produção de aço. A elevação de custos no trimestre se deveu aos maiores preços das principais matérias-primas da siderurgia (carvão e coque), que subiram 9,1% no período.

Observando os resultados dos segmentos, fica claro que o problema do trimestre foi o aumento dos custos na siderurgia. O EBITDA da mineração no 1T19 foi de R\$ 153 milhões, valor 212,0% maior que no 1T18. Por outro lado, na siderurgia o EBITDA atingiu R\$ 301 milhões no 1T19, uma redução de 47,0% em relação ao mesmo trimestre de 2018. Ainda na siderurgia, a margem bruta caiu de 18,1% no 1T18 para 9,5% neste trimestre. O *cash cost* da siderurgia no trimestre foi de R\$ 2.127 por tonelada, valor 13,4% maior que no 1T18.

Figura 2: Custo Caixa do Aço



Fonte: Usiminas

29 de abril de 2019

Um resultado fraco: Os números do 1T19 mostraram aumento de preços no aço e no volume vendido de minério, mas insuficientes para compensar as altas dos custos. Com isso, a empresa apresentou uma forte redução nas margens operacionais.

No 1T19, a Usiminas obteve um lucro líquido de R\$ 47 milhões (R\$ 0,04 por ação), 66,6% menor que no mesmo trimestre do ano passado e 86,8% inferior ao 4T18.

Usiminas - Resultados Trimestrais

| R\$ milhões | 1T18 | 4T18 | 1T19 | 1T19/4T18 | 1T19/1T18 |
|-----------------------------------|-------|------------|------------|-----------|-----------|
| Receita Líquida | 3,244 | 3,427 | 3,532 | 3.1% | 8.9% |
| Lucro Bruto | 612 | 376 | 496 | 32.0% | -19.0% |
| Margem bruta | 18.9% | 11.0% | 14.0% | 3.1 pp | -4.8 pp |
| EBITDA Ajustado | 641 | 830 | 488 | -41.3% | -24.0% |
| Margem EBITDA | 19.8% | 24.2% | 13.8% | -10.4 pp | -6.0 pp |
| Resultado Financeiro | -134 | 638 | -136 | -121.3% | 1.5% |
| Lucro Líquido | 140 | 355 | 47 | -86.8% | -66.6% |
| EBITDA Siderurgia | 568 | 804 | 301 | -62.6% | -47.0% |
| EBITDA Mineração | 49 | 38 | 153 | 300.5% | 211.4% |
| EBITDA Siderurgia por ton. | 522 | 783 | 300 | -61.7% | -42.6% |
| EBITDA Mineração por ton. | 27 | 25 | 80 | 219.8% | 196.6% |
| Vendas de Minério - mil tons. | 1,806 | 1,514 | 1,896 | 25.2% | 5.0% |
| Vendas de Aço Merc. Int. - mil t. | 920 | 905 | 885 | -2.2% | -3.8% |
| Vendas de Aço Export.- mil t. | 170 | <u>120</u> | <u>119</u> | -0.8% | -30.0% |
| Vendas de Aço TOTAL - mil t. | 1,089 | 1,026 | 1,004 | -2.1% | -7.8% |
| Preço Médio Siderurgia - R\$/t. | 2,758 | 3,122 | 3,076 | -1.5% | 11.6% |
| Preço Médio Minério - R\$/t. | 140 | 209 | 221 | 5.6% | 58.0% |
| Dívida Líquida - R\$ milhões | 5,862 | 4,609 | 4,684 | 1.6% | -20.1% |

Fonte: Usiminas

As vendas totais de aço no 1T19, sempre comparando ao mesmo trimestre de 2018, caíram 7,8%, principalmente pela forte redução das exportações (30,0%). No mercado interno, as vendas de aço tiveram uma pequena redução de 3,8%. Neste trimestre a empresa não apresentou os volumes vendidos por produto, dificultando o entendimento da evolução das vendas.

O preço médio de vendas do aço subiu 11,6%, amenizando a redução expressiva do volume vendido.

Novamente neste trimestre, o crescimento das vendas de minério de ferro foi importante para o resultado. O total vendido aumentou 5,0%, sendo que as vendas para terceiros no mercado interno tiveram um salto de 149,1%, mas as exportações caíram 19,9%.

No 1T19, o resultado financeiro foi de R\$ 136 milhões, número praticamente idêntico ao 1T18, não comprometendo o lucro líquido.

Usiminas - Resumo dos Resultados Projetados

| R\$ milhões | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Receita Líquida | 10.734 | 13.737 | 15.048 | 16.363 | 17.800 |
| Lucro Bruto | 1.635 | 2.215 | 2.771 | 3.208 | 3.637 |
| Despesas Operacionais | -1.107 | -1.333 | -1.210 | -1.330 | -1.508 |
| Desps. Gerais, Administrativas e com Vendas | -655 | -777 | -778 | -890 | -1.028 |
| Outras Rec. (Desps) Operacionais | -452 | -556 | -432 | -440 | -480 |
| Resultado Operacional (EBIT) | 528 | 882 | 1.561 | 1.877 | 2.129 |
| Result. Financ. Líquido | -463 | 93 | -511 | -484 | -487 |
| Equivalência Patrimonial | 155 | 260 | 222 | 273 | 282 |
| Resultado Antes do I. R e C. Social | 421 | 1.235 | 1.272 | 1.667 | 1.925 |
| I.R e Contr. Social | -106 | -407 | -373 | -500 | -577 |
| Resultado Líquido | 233 | 727 | 956 | 1.188 | 1.386 |
| Lucro por Ação | 0,19 | 0,58 | 0,76 | 0,95 | 1,11 |
| EBITDA | 2.186 | 2.671 | 2.660 | 3.018 | 3.358 |
| Margem Bruta | 15,2% | 16,1% | 18,4% | 19,6% | 20,4% |
| Margem EBITDA | 20,4% | 19,4% | 17,7% | 18,4% | 18,9% |
| Margem Líquida | 2,2% | 5,3% | 6,4% | 7,3% | 7,8% |

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, CNPI
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 às 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.