Usiminas (USIM5 - Compra)

Luiz Francisco Caetano, CNPI

lcaetano@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2564

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

Números fracos no 4T19, mas melhores em 2020

Revisamos nossas projeções da Usiminas considerando resultados melhores para 2020, devido as perspectivas positivas para as vendas de aço no mercado interno, mas mantivemos o Preço Justo para USIM5 em R$ 12,00/ação. Os números do 4T19 devem ser fracos, em função da sazonalidade e da redução nas vendas de aço no mercado brasileiro neste período, que vão comprometer as margens. A perda de rentabilidade deve ser recuperada já no 1T20 com as elevações de preços do 4T19 e em janeiro/2020. Também será importante nos resultados futuros da Usiminas a redução dos custos da dívida, decorrente dos pré-pagamentos realizados recentemente. O impacto do coronavírus na economia nacional ainda não pode ser dimensionado. Não acreditamos que o crescimento esperado para o país seja inviabilizado por esta epidemia, mas o medo vai afetar a cotação das ações no curto prazo, o que pode permitir uma boa oportunidade de compra. Vale lembrar que nos primeiros nove meses de 2019, 83,2% da receita total da Usiminas foi proveniente do mercado interno.

É importante destacar os seguintes pontos da Usiminas:

- **Resultados do 4T19**: Esperamos resultados fracos para o trimestre, primeiro em função da sazonalidade e depois do desempenho ruim das vendas no mercado interno reveladas pelos dados do Instituto Aço Brasil (IABr). Segundo estes números, as vendas de aço no Brasil durante o 4T19 caíram 4,2% em relação ao período anterior e 1,9% na comparação com o 4T18. Para compensar a redução das vendas no mercado interno, esperamos que a empresa eleve suas exportações. Além disso, projetamos elevações de custos no trimestre e redução nas margens operacionais. Nossas projeções para o 4T19 são de que a Usiminas apresente receita líquida de R$ 3,6 bilhões, EBITDA de R$ 344 milhões e lucro líquido de R$ 49 milhões. A Usiminas vai divulgar seu resultado do 4T19 no dia 14 de fevereiro antes do início do pregão;
- **Aumentos de preços**: A melhoria das cotações do aço no mercado internacional e a elevada taxa de câmbio, têm aberto espaço para aumentos de preços no Brasil. Em janeiro, as siderúrgicas nacionais elevaram os preços para o segmento de Distribuição entre 5% e 10%. Já existem especulações de que uma correção de 10% será feita em março/20. Estes aumentos terão impactos positivos na recuperação da rentabilidade no 1T20. Vale lembrar que a empresa já havia corrigido seus preços em 5% no 4T19;
- **Expectativas para 2020**: Esperamos um salto nos resultados da Usiminas neste ano, em função da retomada da economia e das vendas de aço no mercado interno. Segundo o IABr, as vendas de aço no Brasil vão crescer 5,1% em 2020;
- **Redução do endividamento**: Em outubro/2019, a empresa realizou uma emissão de debêntures (R$ 2 bilhões), que juntamente com recursos recebidos da Eletrobras (R$ 751 milhões), permitiram o pré-pagamento de dívidas provenientes da renegociação de 2016. Esta operação levou à redução do endividamento total e do seu custo.

Dados da Ação		
Cotação atual (R$)	R$ /ação	9,70
Preço justo	R$ /ação	12,00
Potencial	%	23,7
Var. 52 sem. (Min/Max)	R$ /ação	6,57 - 11,53
Total de ações	milhões	1.253,1
Ações Ordinárias	%	56,3
Free Float	%	37,1
Vol. Méd, diário (1 mês)	R$ milhões	223,0
Valor de Mercado	R$ milhões	12.155

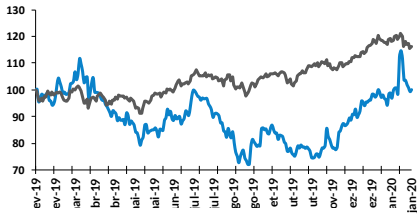
Desempenho da Ação	Dia	Ano	52 Sem.
USIM5	0,7%	2,0%	1,0%
Ibovespa	0,8%	-0,9%	17,1%

Cotação de 3/02/2020

Principais Múltiplos	2018	2019E	2020E
P/L (x)	17,7	281,8	19,3
VE/EBITDA (x)	6,4	8,7	6,0
ROE (%)	5,1	0,3	4,1
Div. Liq./EBITDA (12m) (x)	1,6	2,8	2,0
Receita Líquida (R$ mm)	13.737	14.654	15.096
Lucro Líquido (R$ mm)	727	43	631
Margem Bruta (%)	16,1	13,7	14,6
Margem EBITDA (%)	19,4	12,3	13,5
Margem Líquida (%)	5,3	0,3	4,2
Payout (%)	23,7	25,0	25,0
Retorno Dividendo (%)	1,3	0,1	1,3
Cotação/VPA (x)	0,9	0,9	0,8

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

Crescimento na mineração: A empresa tem uma participação de 70% na Mineração Usiminas (MUSA), tendo como sócia a Sumitomo (30%). A MUSA tem uma capacidade de produção de 12 milhões de toneladas ao ano de minério de ferro. Sua reserva de Itabirito Friável (minério de baixo teor) possivelmente vai se esgotar em 2025 e a empresa precisa se decidir em investir mais para continuar produzindo.

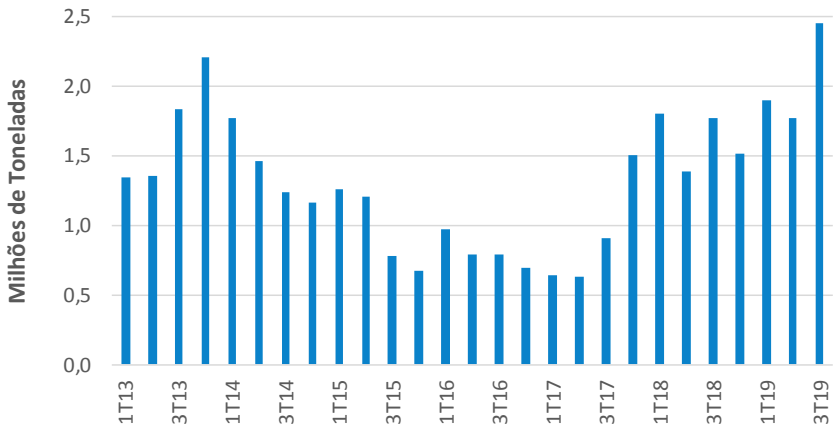
A queda dos preços do minério em 2015 fez com que a MUSA parasse de exportar. Esta situação foi revertida ao final de 2017, com a melhoria das cotações do produto.

Nos primeiros nove meses de 2019, as vendas totais de minério da MUSA foram recordes (6,1 milhões de toneladas), volume 23,4% maior que em igual período do ano anterior. No 4T19, estimamos que a produção deve ter sido ligeiramente acima do trimestre anterior, atingindo 2,5 milhões de toneladas. Em 2020, a produção deve seguir o mesmo ritmo, permitindo um crescimento próximo de 15% em relação ao volume produzido em 2019.

Com o aumento dos preços do minério em 2019, a rentabilidade deste segmento cresceu bastante. Entre janeiro e setembro/2019, o EBITDA ajustado da mineração foi de R$ 531 milhões, valor 221,5% maior que no mesmo período de 2018.

O preço médio do minério de ferro no 4T19 foi de US$ 83,96/t, valor 3,2% menor que trimestre anterior, o que terá impacto negativo no resultado do segmento no período.

Figura 1: Vendas Trimestrais de Minério de Ferro



Fonte: Usiminas

A redução do endividamento: A Usiminas passou por uma grave crise, principalmente nos anos de 2015 e 2016, o que levou a empresa à necessidade de realizar uma reestruturação operacional e financeira. A dívida foi renegociada em 2016, envolvendo a emissão de ações (R$ 1,05 bilhão) e a ampliação do prazo de pagamento de 75% dos débitos para dez anos, com três de carência.

Com a normalização da geração de caixa, a empresa tem conseguido diminuir seu endividamento. Ao final do 3T19, a dívida líquida era de R$ 4,0 bilhões, valor 4,2% menor que doze meses antes. A relação dívida líquida/EBITDA no 3T19 era de 1,7x, comparado a 1,6x

no trimestre anterior e 1,8x no 3T18. Vale destacar que 95,2% das dívidas, ao final do 3T19, tinham vencimento no longo prazo.

Usiminas - Endividamento

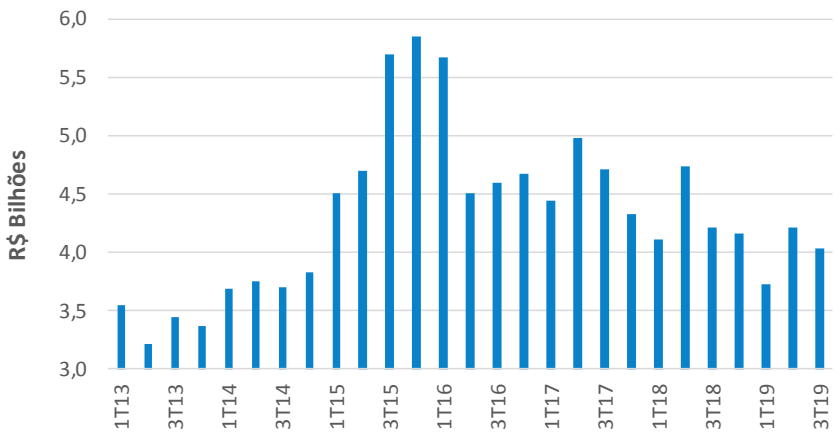
R$ milhões	3T18	2T19	3T19	*3T19/2T19*	*3T19/3T18*
Moeda Nacional	4.578	4.287	2.773	*-35,3%*	*-39,4%*
Moeda Estrangeira	1.314	1.179	3.082	*161,4%*	*134,5%*
Dívida Bruta	**5.893**	**5.466**	**5.855**	***7,1%***	***-0,6%***
Caixa	1.682	1.245	1.822	*46,4%*	*8,4%*
Dívida Líquida	**4.211**	**4.221**	**4.032**	***-4,5%***	***-4,2%***

Fonte: Usiminas

Em outubro do ano passado, a empresa emitiu debêntures simples, não conversíveis em ações, no valor total de R$ 2 bilhões. Foram emitidas duas séries, sendo a primeira com vencimento em setembro de 2023 e remuneração de CDI + 1,7% ao ano. A segunda série terá juros de CDI + 2,1% ao ano e vencimento em setembro de 2025. Estes recursos, mais um valor recebido da Eletrobrás (R$ 751 milhões), foram usados para quitar o saldo das dívidas objeto do acordo celebrado em 2016. Com isso, houve redução do total e do custo da dívida.

Ocorreu também uma mudança positiva no perfil do endividamento após o pré-pagamento. Agora a Usiminas só tem valores expressivos a pagar de sua dívida em 2023 (R$ 711 milhões), sendo que até aquele ano os valores devidos somam apenas R$ 41 milhões. Após as operações, o prazo médio de pagamento das dívidas em reais ficou em 50 meses, sendo que em dólares é de 68 meses.

Figura 2: Dívida Líquida



Fonte: Usiminas

Usiminas - Resumo dos Resultados Projetados

R$ milhões	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Receita Líquida	**10.734**	**13.737**	**14.654**	**15.096**	**16.446**
Lucro Bruto	1.635	2.215	2.010	2.203	2.757
Despesas Operacionais	**-1.107**	**-1.333**	**-1.295**	**-1.242**	**-1.358**
Desps. Gerais, Administrativas e com Vendas	-655	-777	-718	-802	-878
Outras Rec. (Desps) Operacionais	-452	-556	-577	-440	-480
Resultado Operacional (EBIT)	**528**	**882**	**715**	**961**	**1.398**
Result. Financ. Líquido	-463	93	-715	-262	-248
Equivalência Patrimonial	155	260	192	250	256
Resultado Antes do I. R e C. Social	**421**	**1.235**	**192**	**949**	**1.407**
I.R e Contr. Social	-106	-407	-17	-285	-422
Resultado Líquido	**233**	**727**	**43**	**631**	**962**
Lucro por Ação	0,19	0,58	0,03	0,50	0,77
EBITDA	**2.186**	**2.671**	**1.802**	**2.030**	**2.550**
Margem Bruta	15,2%	16,1%	13,7%	14,6%	16,8%
Margem EBITDA	20,4%	19,4%	12,3%	13,5%	15,5%
Margem Líquida	2,2%	5,3%	0,3%	4,2%	5,9%

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

Karoline Borges
kborges@plannercorretora.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.