

Usiminas (USIM5): Resultado do 4T20

Superando nossas estimativas em 20%; FCF impressionante; Mais por vir; Compra

A Usiminas reportou números do 4T muito sólidos, o que deve melhorar à frente (de uma base já alta). O EBITDA recorrente ficou em R\$ 1,45 bilhão, 21% acima de nossa projeção, 76% maior t/t (+ 314% a/a). O principal fator para superar as estimativas foi a receita líquida por tonelada de aço no mercado interno, que cresceu 13% t/t (3% acima de nossa expectativa). Ficamos satisfeitos em ver uma geração sólida de FCF no trimestre totalizando acima R\$ 900 milhões (rendimentos anualizados se aproximando de 20%; 5,2% no trimestre), com a empresa passando para níveis de endividamento muito baixos (bem abaixo de 0,5x; saudáveis). Sua unidade de minério de ferro continua apresentando números muito fortes (cerca de R\$ 1 bilhão de EBITDA no trimestre, com margens de 67%), com seus negócios de aço melhorando acentuadamente e com expectativa de continuar crescendo o EBITDA à frente. A questão agora aqui é que o carry-over significativo nos aumentos de preços anunciados anteriormente levará a um consenso materialmente mais alto - R\$ 6 bilhões de EBITDA para 2021? Comprariamos as ações nos níveis atuais.

Números operacionais de Aço: resultados excelentes à medida que os aumentos de preços se tornam aparentes

O EBITDA ajustado de aço foi de R\$ 454 milhões (vs. R\$ 157 milhões no 3T20, 20% acima das estimativas do BTG). A Usim reportou vendas de aço de 1.113Mt (alta de 21% t/t, e + 12% maior a/a), que foi 1% maior do que nossa projeção: os volumes domésticos recuperaram 36% t/t, (agora 21% maior a/a), enquanto as exportações caíram -70% t/t (esperado). O guidance de vendas da empresa para o 1T21 foi reportada em 1,1-1,2Mt (estável t/t). A receita líquida/ton foi o principal fator para superar nossas estimativas e foi 14% maior t/t (+ 13% t/t no mercado interno). Acreditamos que isso esteja relacionado principalmente aos aumentos de preços anunciados durante o 3T, então ainda esperamos que a Receita/ton suba ainda mais nos próximos trimestres - à medida que a empresa continua a anunciar e implementar novas rodadas de aumentos de preços. O custo à vista do aço por tonelada aumentou 11% t/t, devido às maiores compras de placas de terceiros e à inflação dos custos de commodities.

Números operacionais de Mineração: 65% do EBITDA total... Expectativa de melhoria nos próximos trimestres

O EBITDA da mineração foi mais uma vez o destaque do trimestre, em R\$ 958 milhões (+ 50% t/t), 10% acima da nossa projeção. Os preços mais altos do minério de ferro (com média de US\$ 134/t no trimestre, ~13% mais altos t/t) foi o principal fator para a melhoria dos resultados. A empresa conseguiu elevar os preços realizados em 27%, reduzindo a diferença em relação aos preços de referência. As vendas de 2,3Mt ficaram em linha com nossos números. A

BTG Pactual – Equity Research:

Leonardo Correa

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Caio Greiner

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Usiminas (USIM 5)

Data	17/02/2021
Ticker	USIM5
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	17,0
Preço (R\$)	14,2
Listagem	Nível 1

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	17.749,32
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	193,76

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	10,5x	12,3x
EV/EBITDA	4,8x	5,0x

Stock Performance:

Fevereiro (%)	7,5%
LTM (%)	45,3%



empresa divulgou um guidance de vendas de minério de ferro para 2021 de 8,5-9,0Mt.

Dívida quase nula: dá para acreditar?

A Usiminas apresentou indicadores de balanço muito sólidos, surpreendendo até mesmo os observadores mais otimistas. A dívida líquida ficou em apenas R\$ 1,1 bilhão, bem abaixo de nossas projeções, impulsionada pela sólida geração de FCF (perto de R\$ 900 milhões no trimestre). A liberação de capital de giro ajudou no trimestre, totalizando cerca de R\$ 200 milhões, o que deve ser revertido adiante com a melhoria do ciclo. A Usiminas está agora em uma encruzilhada e preparada para assumir programas de investimentos maiores, dado o quão pouco alavancada a empresa está (incluindo geração de FCF muito forte esperada para 2021).

Reiteramos a Compra; Relativamente barato

Estamos confiantes de que a Usiminas pode continuar surpreendendo positivamente o mercado em suas principais divisões de aço/minério de ferro, principalmente devido a ventos favoráveis de preços. Com o minério de ferro em ~US\$ 130/t para 2021 e várias rodadas de aumento de preço sendo implementadas, acreditamos que o momentum dos lucros é forte demais para ser ignorado. Consideramos isso mais uma tese tática (principalmente sobre minério de ferro) e reiteramos nossa classificação de Compra, com as ações negociando a barato 4,5x EV/EBITDA 2021.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	4,7	4,2	8,1	16,9	14,6
EV/EBITDA	5,9	8,3	8,1	4,8	5,0
P/L	15,6	54,8	-36,9	10,5	12,3
Dividend Yield %	1,1	2,2	1,0	2,9	2,4

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	13.737	14.949	15.270	18.801	19.107
EBITDA	2.693	1.856	2.556	4.053	3.745
Lucro Líquido	727	213	-487	1.656	1.408
LPA (R\$)	0,59	0,17	-0,40	1,35	1,15
DPA líquido (R\$)	0,10	0,21	0,15	0,40	0,34
Dívida Líquida/Caixa	-4.161	-3.189	-1.974	-806	216

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 14,14, em 11 de Fevereiro de 2021.

Tabela 1: Resultados reportados da Usiminas vs. estimativas do BTG Pactual

DRE (R\$ milhões)	Resultados 4T20	Estimativas BTG Pactual 4T20	Reportado vs. Estimativas (%)	3T20 reportado	4T19 reportado	t/t	a/a
Receita Líquida	5.474	5.485	0%	4.381	3.873	25%	41%
- CPV	(3.901)	(4.101)	-5%	(3.489)	(3.577)	12%	9%
= Lucro Bruto	1.573	1.383	14%	892	296	76%	431%
- Desp. Venda, Gerais e Administrativas	(96)	(163)	-41%	(96)	(76)	0%	26%
- Desp. Gerais e Administrativas	(122)	(166)	-26%	(98)	(118)	25%	3%
+/- outras receitas operacionais (despesas)	696	(162)	n.a.	(166)	42	-519%	
= Lucro Operacional	2.050	892	130%	531	143		
Receitas Financeiras líquidas (despesas)	224	18	1117%	(168)	154	-234%	45%
Receitas (despesas) não operacionais	0	0	n.a.	0	0	n.a.	n.a.
Equivalência Patrimonial de subsidiárias	59	50	18%	40	48	47%	22%
= EBT	2.333	961	143%	404	346		
- Imposto sobre o resultado e contribuição social	(420)	(240)		(206)	(77)		
- Participação minoritária + distribuição de lucros	(354)	(186)	90%	(141)	(49)		
= Lucro Líquido	1.559	534	192%	57	219		
= LPA	1,27	0,43	192%	0,05	0,18		
EBITDA	1.456	1.201	21%	826	351	76%	314%
Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R\$ milhões)	Resultados 4T20	Estimativas BTG Pactual 4T20	Reportado vs. Estimativas (%)	3T20 reportado	4T19 reportado	t/t	a/a
EBITDA	1.456	1.201	21%	826	351	76%	314%
Capex	(245)	(250)	-2%	(179)	(356)	37%	-31%
Resultados Financeiros & Outros	(62)	18	-436%	(168)	154	-63%	-140%
Impostos	(420)	(240)		(206)	(77)	104%	443%
Recebíveis	2.733	3.030	-10%	2.420	1.938	13%	41%
Estoque	3.890	4.029	-3%	3.580	3.796	9%	2%
Contas a pagar	1.918	2.068	-7%	1.633	1.518	17%	26%
Capital de Giro	4.705	4.991	-6%	4.368	4.216	8%	12%
Varição de Capital de Giro	193						
FCFE	922						
Dívida Líquida	1.105	2.644	-58%	2.529	3.189	-56%	-65%
Dívida Líquida/EBITDA	0,3	0,9		1,3	1,7		

Fonte: Usiminas, BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo o banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao 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 aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

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