

Usiminas (USIM5): Risco/Retorno altamente assimétricos

Risco/Retorno altamente assimétricos

Negociando abaixo de 2x EBITDA em cenários muito conservadores; reiteramos COMPRA

As ações da Usiminas sofreram bastante nas últimas semanas, assim como a maioria das ações de commodities sob nossa cobertura (pouca diferenciação de desempenho). Embora entendamos a complexidade do ambiente atual e que os investidores tenham de forma indiscriminada reduzido a exposição às commodities nas últimas semanas, acreditamos que a correção na Usiminas foi longe demais. Alguns podem argumentar que há uma "dinâmica de faca caindo" aqui, mas nós nos concentraríamos nas métricas de valuation sem precedentes atualmente, mesmo em cenários de preços de commodities mais drásticos. É importante notar que a empresa está com alavancagem abaixo do "ponto ótimo" (caixa líquido - deve acumular R\$ 3-4 bilhões até 2021E), e é principalmente uma siderúrgica, onde os lucros deveriam ser mais isolados da "crise do minério de ferro" (discussão de descarbonização). Vemos as ações sendo negociadas a 1,5-2x o EBITDA 22E - assumindo que o EBITDA (conservadoramente) caia perto de 40-50% dos níveis atuais.

As ações seriam negociadas abaixo de 2x o EBITDA 22, até mesmo com preços baixos de minério de ferro!

Se assumíssemos uma queda nos preços do aço de 20% (conservador em nossa opinião) em 2022 e que seu negócio de minério de ferro gerasse EBITDA 0 (também altamente conservador), chegaríamos a um EBITDA de ~ R\$ 7 bilhões para 2022. Isso implicaria em uma queda de 50% em relação aos níveis de 2021, e parece bastante conservador, a nosso ver. Acreditamos que há uma probabilidade de que os preços do aço permaneçam ainda mais resilientes, especialmente porque os ajustes do lado da oferta da China permanecem em vigor (vetor de descarbonização). Nesse cenário, veríamos a ação em 1,8-2x o EBITDA 22, o que parece extremamente agressivo (muito descontado).

Grande rebalanceamento do valor da firma (EV) ainda não precificado

Indiscutivelmente, a Usiminas entregou o processo de desalavancagem mais forte vs os pares, dada a conversão muito alta de EBITDA para fluxo de caixa nos últimos trimestres. A empresa já possui caixa líquido e espera aumentar ainda mais sua posição de caixa, encerrando o ano com um caixa líquido de R\$ 3-4 bilhões. No próximo ano, mesmo com investimento mais alto, o valor da firma pode comprimir ainda mais, o que acreditamos exercer um impacto muito forte de tornar mais barato suas métricas de avaliação - nunca vimos essa ação ser negociada abaixo de 2x o EBITDA em nossos anos de cobertura do nome (um múltiplo de meio de ciclo deve estar acima de 5x o EBITDA). Acreditamos que esse rebalanceamento agressivo de EV não está precificado.

Valores baixos de investimento (capex) à frente

As opções de alocação de capital permanecem limitadas. Vários investidores expressaram preocupação em relação ao perfil de fluxo de caixa da Usiminas nos últimos anos. No entanto, poderíamos argumentar que vemos muito poucas opções relevantes, especialmente considerando a extensão da vida da mina da

BTG Pactual – Equity Research:

[Leonardo Correa](#)

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

[Caio Greiner](#)

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

[Bruno Lima](#)

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Analise.Acoes@btgpactual.com

Usiminas (USIM5)

Data	21/09/2021
Ticker	USIM5
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	24.0
Preço (R\$)	14.0
Listagem	Nível 1

Dados Gerais:

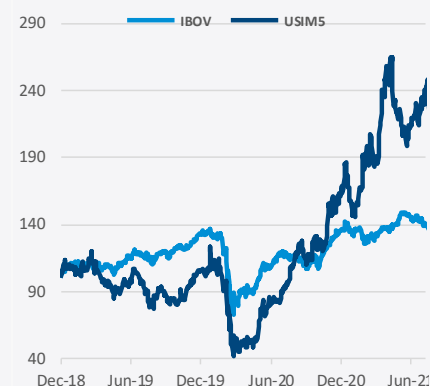
Market Cap. (RS mn)	17,077.9
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	339.6

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	2.6x	3.5x
EV/EBITDA	1.4x	1.5x

Stock Performance:

Setembro (%)	-19.4%
LTM (%)	37.6%



MUSA até 2029. A decisão de investimento provavelmente viria apenas em 2024 e as saídas de caixa seriam mais graduais do que se pensava anteriormente. Na unidade de aço, um projeto de galvanização está atualmente em análise, mas ainda não foi aprovado - embora os projetos de downstream tendam a apresentar valores de capex/tonelada muito baixos. Por último, o único investimento relevante no curto prazo é a reforma do BF3 (~ R\$ 2 bilhões sendo desembolsados em ~ 3 anos), que deve ser concluída em meados de 2023. Mesmo assim, vemos a Usiminas gerando rentabilidade de fluxo de caixa (free cash flow yield) de ~ 25% em 2022 e encerrando 2022 com uma posição de caixa líquido superior a R\$ 5 bilhões.

Restrição de aço na China fornece uma perspectiva sólida para os preços; descolando do minério de ferro

Os preços do aço e do minério de ferro se desvincularam, à medida que a China avança com seus planos de descarbonização, restringindo a produção de aço no país. O minério de ferro foi severamente atingido devido às expectativas de um saldo de oferta e demanda muito mais frouxo no 2S21 (choque de demanda). Os preços do aço, por outro lado, devem permanecer sustentados por este mesmo fator, já que a China pode retirar ~ 60Mt de aço do mercado no 2S21. É verdade que a desaceleração econômica observada em julho/agosto no país compensou em grande parte o impacto na oferta, mas esperamos que isso mude nos próximos meses, conforme o consumo se normalize. Com aço BQ chinês perto de US\$ 930/ton, e balanços mais apertados à frente, acreditamos que fundamentos para a indústria permanecem sólidos nos próximos meses e em 2022.

Reiteramos compra; valuation barato + forte momento de lucros + caixa líquido

Estamos confiantes de que a Usiminas pode continuar surpreendendo positivamente o mercado em suas principais divisões de aço/minério de ferro, principalmente em “ventos positivos” para os preços (especialmente considerando as baixas expectativas atuais). Com preços saudáveis de aços planos em todo o mundo e sólida demanda no Brasil, acreditamos que a dinâmica dos lucros é forte demais para ser ignorada. Nós enxergamos ações sendo negociadas a 1,6x EV/EBITDA 22 (a avaliação mais barata de nossa cobertura), com rentabilidade de fluxo de caixa próximo a 25%, e acreditamos que as ações estão sendo mal avaliadas pelo mercado.

Gráfico 1: USIM5 EV/EBITDA FWD – Histórico



Fonte: Bloomberg, Usiminas. BTG Pactual

Gráfico 2: USIM5: Dívida Líquida e alavancagem – histórico e projeção

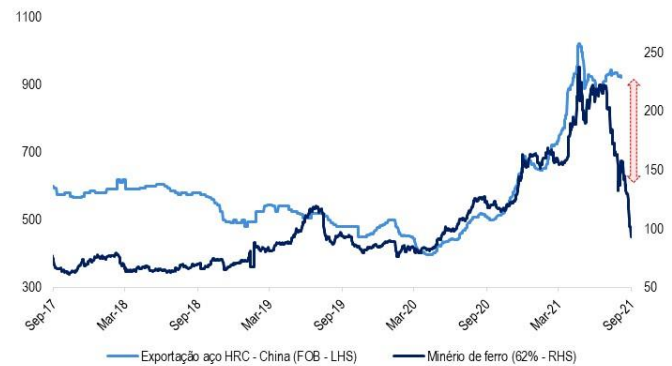


Fonte: Usiminas. BTG Pactual

Tabela 1: USIM5: O que está precificado?

	USIM5
Preço da Ação	14.00
No Ações	1,229
Valor de mercado (R\$ bi)	17,209
Divida líquida - R\$ bi (corrente)	-220
Ajustes	1,604
Valor da Firma (EV)	18,593
Múltiplo alvo	5.5x
EBITDA normalizado	3,381
Estimativa EBITDA 22E - BTG	7,707
Crescimento implícito	-56%

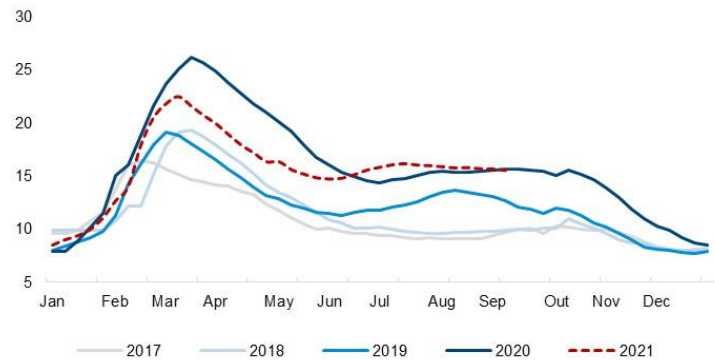
Fonte: BTG Pactual

Gráfico 3: Preço de minério de ferro x Aço (US\$/ton)


Fonte: Platt's, Metal Bulletin, Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 4: Estoque de aço (companhias e tradings) – China


Fonte: Steelhome, Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 5: Produção de aço bruto (CISA – diário/Mt)


Fonte: CISA, Mysteel, 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 os diretores do 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