

Usiminas (USIM5): Resultado do 3T21

Números abaixo das estimativas; A mineração foi responsável pela maior parte; Pode pesar no curto prazo

Usiminas divulgou um conjunto de resultados mais fraco, abaixo das nossas expectativas reconhecidamente altas publicadas no final de setembro. O EBITDA ficou em R\$ 2,9 bilhões, 17% abaixo do nossa estimativa, principalmente impulsionada por resultados mais fracos em sua unidade de mineração (em grande parte devido aos preços mais fracos) e custos mais elevados do que antecipávamos na unidade de aço. A empresa continuou a construir sua posição de caixa, e agora está operando com um caixa líquido de R\$ 1,2 bilhão, o que é muito bem-vindo. Ação permanece subvalorizada em praticamente qualquer métrica e já antecipa um ambiente muito mais fraco em 2022, mas esses resultados podem pesar no sentimento de curto prazo. Vemos as ações sendo negociadas a ~2x o EBITDA 22 (assumindo uma queda de ~50% em EBITDA), que consideramos barato e reiteramos nossa classificação de Compra.

Nºs operacionais do Aço: preços mais altos foram totalmente compensados pelo aumento dos custos

O EBITDA ajustado do aço ficou em R\$ 2,05 bilhões (-10% vs. BTGe), estável t/t, com margem de 25,8% (vs. 26,1% no 2T21). A diferença em relação aos nossos números foi explicada por custos mais altos do que o previsto, com CPV/t aumentando 11% t/t (+ 5% vs. BTGe). A receita líquida/t foi 13% maior t/t (+ 14% t/t no mercado interno), e 2% acima das nossas estimativas. Volumes totais foram de 1.189Mt, (-1% vs. BTGe), queda de -10% t/t, mas ainda + 27% maior a/a. Os volumes domésticos caíram -13% t/t, (ainda + 35% a/a), enquanto as exportações aumentaram 60% t/t. A estimativa da empresa para os volumes do 4T21 está agora em 1,1-1,2Mt (estáveis t/t).

Nºs operacionais de Mineração e Outros: preços realizados mais baixos afetando os resultados

O segmento de mineração entregou EBITDA de R\$ 685 milhões, que foi 50% menor t/t, e bem abaixo de nossas estimativas. A diferença vs. nossos números foi explicada pela redução dos preços realizados de minério de ferro, chegando a US\$ 108/t (-20% vs. BTGe), caindo -44% t/t, devido a preços provisórios mais baixos. Os volumes aumentaram 18% t/t para 2,4Mt (em linha com BTGe). O custo caixa ficou em US\$ 17,4/t, 2% maior t/t. A unidade de processamento de aço registrou outro forte EBITDA de R\$ 277 milhões, com margem de 12% (vs. 13% no 2T21), o que é -10% menor t/t.

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 (USIM 5)

Data	29/10/2021
Ticker	USIM5
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	24,0
Preço (R\$)	14,3
Listagem	Nível 1

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	17.346,95
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	363,47

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	2,7x	3,7x
EV/EBITDA	1,5x	1,6x

Stock Performance:

Outubro (%)	-11,1%
LTM (%)	41,4%



O balanço patrimonial continua sólido como uma rocha; O fluxo de caixa é positivo

A Usiminas segue reformulando seu balanço em ritmo acelerado e agora caminha em um dos balanços menos alavancados de nossa cobertura. Sua posição de caixa líquido subiu ainda mais t/t, e agora está em R\$ 1,2 bilhão, que ficou praticamente em linha com o nosso expectativa. Embora tenha havido um consumo de capital de giro relevante (próximo a R\$ 1 bilhão), a empresa ainda conseguiu gerar cerca de R\$ 1,2 bilhão em fluxo de caixa durante o trimestre, em nosso cálculos, o que implica um yield saudável (free cash flow yield) de 6-7% no trimestre.

Reiteramos a Compra; Valuation barato + dinâmica de lucros ainda forte + caixa líquido

Usiminas continua sendo o nome mais barato sob nossa cobertura no Brasil, negociando a 2,1x EV/EBITDA, com free cash flow yield (geração de caixa/valor de mercado) próximo a 20%. Com preços saudáveis de aços planos em todo o mundo, e sólida demanda no Brasil, acreditamos que a empresa deve continuar a entregar sólidos resultados daqui para frente. O mercado parece estar precificando um EBITDA de R\$ 3-4 bilhões para 2022 (-60% a/a), o que implicaria em preços caindo 30-40% a/a, com perda significativa de volume, que vemos como altamente improvável. Reiteramos nossa Compra devido ao valuation barato.

Valuation	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	4,2	16,0	56,7	38,2	29,0
EV/EBITDA	8,3	6,6	1,5	1,6	1,8
P/L	54,8	26,7	2,7	3,7	4,5
Dividend Yield %	2,2	0,4	9,7	8,1	6,6

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	14.949	16.088	32.073	29.188	28.194
EBITDA	1.856	3.042	11.447	8.519	7.027
Lucro Líquido	213	673	6.473	4.771	3.886
LPA (R\$)	0,17	0,55	5,27	3,88	3,16
DPA líquido (R\$)	0,21	0,06	1,39	1,16	0,95
Dívida Líquida/Caixa	-3.189	-1.105	2.241	6.174	7.270

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\$ 14,33, em 28 de Outubro de 2021.

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

DRE (R\$ milhões)	Resultados 3T21	Estimativas BTG Pactual 3T21	Reportado vs. Estimativas (%)	2T21 reportado	3T20 reportado	t/t	a/a
Receita Líquida	9.026	9.554	-6%	9.596	4.381	-6%	106%
- CPV	(5.890)	(5.917)	0%	(5.954)	(3.489)	-1%	69%
Lucro Bruto	3.135	3.637	-14%	3.642	892	-14%	252%
- Desp. Venda, Gerais e Administrativas	(199)	(152)	31%	(120)	(96)	66%	107%
- Desp. Gerais e Administrativas	(115)	(139)	-17%	(109)	(98)	5%	17%
+/- outras receitas operacionais (despesas)	(622)	(237)	n.a.	1.357	(166)	-146%	
Lucro Operacional	2.199	3.109	-29%	4.770	531		
Receitas Financeiras líquidas (despesas)	(420)	(239)	76%	1.332	(168)	-132%	150%
Receitas (despesas) não operacionais	0	0	n.a.	0	0	n.a.	n.a.
Equivalência Patrimonial de subsidiárias	73	55	31%	55	40	31%	81%
Lucro líquido antes do imposto de renda	1.851	2.925	-37%	6.157	404		
- Imposto sobre o resultado e contribuição social	(28)	(731)		(1.614)	(206)		
- Participação minoritária + distribuição de lucros	(262)	(295)	-11%	(375)	(141)		
= Lucro Líquido	1.562	1.898	-18%	4.168	57		
= LPA	1,27	1,54	-18%	3,39	0,05		
EBITDA	2.886	3.406	-15%	3.533	826	-18%	249%

Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R\$ milhões)	Resultados 3T21	Estimativas BTG Pactual 3T21	Reportado vs. Estimativas (%)	2T21 reportado	3T20 reportado	t/t	a/a
EBITDA	2.886	3.406	-15%	3.533	826	-18%	249%
Capex	(305)	(400)	-24%	(335)	(179)	-9%	70%
Resultados Financeiros & Outros	(181)	(239)	-24%	1.332	(168)	-114%	8%
Impostos	95	(731)		(1.614)	(206)	-106%	-146%
Recebíveis	3.994	3.715	8%	3.655	2.420	9%	65%
Estoque	7.187	6.155	17%	6.029	3.580	19%	101%
Contas a pagar	2.682	2.116	27%	2.178	1.633	23%	64%
Capital de Giro	8.499	7.755	10%	7.506	4.368	13%	95%
Varição de Capital de Giro	-1.256						
FCFE	1.239						
Dívida Líquida	(1.211)	(1.392)	-13%	(220)	2.529	450%	-148%
Dívida Líquida/EBITDA	-0,1	-0,1		0,0	1,3		

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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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