

Resultados trimestrais

USIMINAS
4Q18: menores volumes e maiores custos prejudicam margens; negativo

A Usiminas divulgou seus resultados do 4T18 hoje (15) com números abaixo das nossas expectativas, impactado por menores volumes vendidos em ambos os principais segmentos: mineração e siderurgia. Adicionalmente, os resultados foram afetados por custos mais altos devido à parada para manutenção no alto-forno de Ipatinga e maiores custos de matérias-primas como MF e carvão. Como mencionado em nosso relatório de prévias, esperávamos um EBITDA de R\$ 512 mm para o trimestre; entretanto, a Usiminas trouxe um número em R\$ 830 mm, beneficiado pelo reconhecimento dos créditos de R\$ 420 mm do ICMS da base de cálculo do PIS/COFINS. Ao excluirmos estes créditos, o resultado operacional teria sido 20% menor que nossas estimativas.

Apesar de descontentes com a evolução t/t, na comparação anual houveram importantes avanços a serem reconhecidos, especialmente no segmento de mineração com a entrada da nova planta. Para o 1T19, esperamos maiores preços realizados para o segmento de mineração devidos aos maiores preços internacionais de MF e melhores resultados operacionais na siderurgia, com a implementação dos aumentos de preços anunciados no início do ano e custos menores na comparação com o 4T18, já que a parada para manutenção foi concluída.

Como nosso modelo já previa um trimestre mais fraco, mantemos nosso preço-alvo 2019 para USIM5 em **R\$12.50**/ação, bem como a recomendação **Outperform**.

Resultados Consolidados. As receitas somaram R\$ 3.427 mm (-11.3% t/t e -3.7% que o BB-BI, embora 11.4% maior a/a), ancorada pelos menores volumes vendidos de MF e aço no período. Na comparação anual, entretanto, as receitas subiram 11,4%, refletindo os preços médios mais altos e melhores volumes para ambos os segmentos de mineração e siderurgia. CPV somou R\$ 3.051 mm, queda de 5,2% t/t (R\$ 3.217 mm no 3T18), embora m menor ritmo que as receitas, impactando as margens. DVG&A vieram 30% acima t/t em razão de (i) provisionamento de créditos para liquidação duvidosa de R\$ 38 mm e (ii) maiores despesas de serviços de terceiros. Se por um lado a Usiminas reconheceu um impacto não-recorrente de *impairment* de R\$ 472 mm, por outro lado houve reconhecimento de créditos do ICMS (PIS/COFINS) de R\$ 418 mm e recebíveis de R\$ 186 mm relacionados a empréstimo compulsório da Eletrobrás. Por fim, o EBITDA ajustado fechou o 4T18 em R\$ 830 mm, 18% maior t/t e 84% acima do mesmo período do ano passado.

Siderurgia: queda nos volumes e alta de preços prejudicam margens. A produção de aço bruto caiu 16% t/t para 714 kton; mesmo para laminados, onde a queda foi de 2% t/t, para 1.048 kton, devido à parada para manutenção no alto forno de Ipatinga. As vendas, então, somaram 1.026 kton, caindo 7.3% comparado ao trimestre anterior. As receitas somaram R\$ 3,2 bn, 6,9% menor que o 3T18, com menores volumes e preços estáveis no período. O custo caixa por ton subiu 7,8% t/t, para R\$ 2.274/t, principalmente em razão de (i) maiores preços de algumas matérias-primas, como MF e carvão e (ii) maiores custos com pessoal devido a menor diluição de custos fixos com a parada temporária. CPV, por outro lado, ficou estável t/t e terminou em R\$ 2,9 bi. O EBITDA para o segmento chegou a R\$ 804 mm, contra R\$ 577 mm no 3T18, impactado pelo reconhecimento dos créditos da exclusão do ICMS da base de cálculo do PIS e do COFINS (R\$ 411 mm).

Mineração: normalizada. No 4T18, a produção somou 1,439 kton (-5% t/t), com volumes vendidos retraindo 14% no mesmo período, para 1,514 kton. As receitas totalizaram R\$ 316 mm, alinhado t/t, com maiores preços de MF parcialmente compensando a queda observada nos volumes. O Custo caixa ficou em R\$ 61.8/t, ante R\$ 60.2/t no 3T18. Consequentemente, o EBITDA para o trimestre veio em R\$ 38.1 mm, -54% t/t.

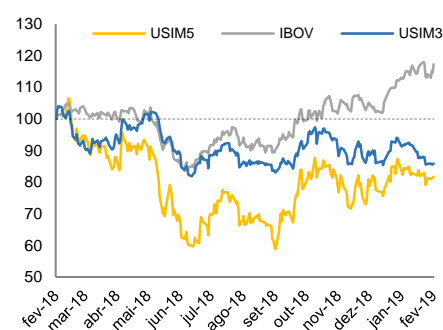
Situação das barragens. As operações de mineração da Usiminas contam com três barragens de rejeitos: (i) Somisa (12,5 milhões de m3) e (ii) Central (6,0 milhões de m3), ambas a montante e atualmente inativas – e (iii) Samambaia (atualmente com 5,0 milhões de m3, porém com capacidade de 7,5 milhões de m3), ainda em operação, porém construída a jusante. A barragem Central encontra-se em processo de descomissionamento, com a retirada dos rejeitos que são enviados como matéria prima à planta de flotação. Conforme anunciado pela empresa, foi aprovado recentemente o plano de empilhamento a seco para todas as operações da MUSA que deverá ter início em 2020, a depender das licenças ambientais aprovadas.

USIM5

Rating	Outperform
Preço-Alvo 2019E (R\$)	12.50
Preço em 14/02/2019 (R\$)	9.67
Upside (R\$)	29.3%

Trading data

Em 14/02/2019		
Valor de Mercado	R\$ million	13,032
Varição 1 mês	%	-1.8%
Varição UDM	%	-21.2%
Varição 2019	%	3.7%
Min. 52 sem	R\$	6.88
Máx. 52 sem.	R\$	12.88


Multiples

	2019e	2020e	2021e
EV/EBITDA	5.3	4.7	4.5
P/E	13.2	9.1	8.1
EPS	R\$ 0.73	1.07	1.20

Gabriela E Cortez
 Analista Senior
gabrielaecortez@bb.com.br

Catherine Kiselar
 Analista
ckiselar@bb.com.br

Alavancagem e Resultado Financeiro. O resultado financeiro veio positivo em R\$ 638 mm no trimestre, refletindo (i) R\$ 31 mm em variação cambial, (ii) receita financeira de R\$ 64 mm, e (iii) despesa financeira de R\$ 168 mm e (iv) o reconhecimento de correção monetária sobre créditos a receber da Eletrobras no montante de R\$ 490 mm e de R\$ 385 mm referente ao processo de ICMS (PIS/COFINS). Como resultado, a Usiminas reportou ganhos líquidos de R\$ 401 mm, ante ganhos líquidos de R\$ 289 mm no 3T18. A dívida bruta somou R\$ 5,854 mm, estável se comparado a set/18. A dívida líquida ficou em R\$ 4,160 mm. Já a alavancagem, medida pela Dívida líquida/EBITDA caiu para 1.6x, ante 1.8x no 3T18.

Atual x Estimado

R\$ milhões	4T18A	4T18E	A/E	t/t	a/a	2018	a/a
Receita Líquida	3,427	3,560	-3.7%	-11.3%	11.4%	13,737	28.0%
(-) COGS	(3,051)	(3,091)	-1.3%	-5.2%	14.6%	(11,522)	26.6%
Lucro Bruto	376	469	-19.8%	-41.6%	-9.3%	2.215	35.5%
(-) VG&A	(379)	(279)	35.8%	30.3%	10.2%	(1,333)	47.1%
EBIT	(4)	190	-102.1%	-101.1%	-105.7%	882	21.0%
(+) Resultado Financeiro	638	(121)	-627.6%	-627.6%	-470.7%	93	-120.1%
(-) Impostos	(345)	(23)	1378.7%	831.2%	-7567.5%	(406)	283.5%
Resultado Líquido	401	45	785.4%	105.2%	-994.1%	829	162.2%
EBITDA (BRL milhões)	830	512	62%	18%	84%	2.693	23.2%
Margem EBITDA (%)	24.2%	14.4%	9.8 p.p.	6.0 p.p.	9.6 p.p.	19.6%	-0.8 p.p.
Vendas de aço (kton)	4T18A	4T18E	A/E	t/t	a/a	2018	a/a
Chapas Grossas	113	135	-16.1%	-24.2%	-0.9%	471	-2.1%
Laminado a Quente	312	296	5.4%	-2.5%	-8.3%	1.273	11.8%
Laminado a Frio	324	333	-2.6%	-1.5%	24.7%	1.341	1.7%
Galvanizados	271	279	-3.0%	-10.0%	1.8%	1,086	5.6%
Produtos Processados	-	-	-	-	-	-	-
Placas	5	7	-23.7%	-16.7%	140.0%	27	-53.4%
Vendas Totais	1,026	1,049	-2.2%	-7.3%	6.0%	4,198	4.3%
Produção de MF (kton)	1,439	1,406	2.3%	-4.5%	-6.5%	5,645	42.5%
Vendas	905	662	36.8%	-14.6%	1.1%	4,033	1276.5%
Vendas para Usiminas	609	744	-18.2%	-14.0%	0.7%	2,441	-27.8%
Total vendas de MF	1,514	1,406	7.7%	-14.4%	0.9%	6,474	76.1%

Endividamento

R\$ milhões	4T18A	t/t	a/a
Dívida Bruta	5,854	-0.7%	-12.1%
Dívida Líquida	4,161	-1.2%	-4.2%
Dívida Líquida / EBITDA	1.6x	-0.2x	-0.4x

Fonte: Companhia e BB Investimentos

INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da ICVM 598, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detem indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, participação acionária no capital da Cielo S.A. (cuja participação é detida pelo BB - Banco de Investimento S.A.) e do IRB Brasil Re, companhias brasileiras listadas na bolsa de valores que podem deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB - Banco de Investimento S.A.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório ("Analistas de investimento"), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 - Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Items		
	3	4	5
Gabriela E Cortez	X		
Catherine Kiselar			

3 - O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 - Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 - O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

6 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

RATING

"RATING" é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. "O investidor não deve considerar em hipótese alguma o "RATING" como recomendação de Investimento.

BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI

Av. Paulista, 1.230 - 9º andar

São Paulo (SP) - Brasil

+55 (11) 4298 7000

Diretor	Gerente Executivo
Fernando Campos	Denisio Augusto Liberato

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Estratégia - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Análise de Empresas - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
---	---

Renda Variável

Agronegócios	Siderurgia e Mineração
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros

Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Óleo e Gás Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	Papel e Celulose Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

Vinícios Soares

vinicius.soares@bb.com.br

Bens de Capital

Gabriela E. Cortez
gabrielaecortez@bb.com.br

Catherine Kiselar
ckiselar@bb.com.br

ckiselar@bb.com.br

ckiselar@bb.com.br

Utilities

Rafael Dias
rafaeldias@bb.com.br

Alimentos e Bebidas

Luciana Carvalho
luciana_cvl@bb.com.br

Macroeconomia e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves
hmoreira@bb.com.br

hmoreira@bb.com.br

Ricardo Vieites
ricardovieites@bb.com.br

Renda Fixa

Renato Odo
renato.odo@bb.com.br

renato.odo@bb.com.br

José Roberto dos Anjos
robertodosanjos@bb.com.br

robertodosanjos@bb.com.br

Equipe de Vendas
Investidor Institucional

bb.distribuicao@bb.com.br

Varejo

acoes@bb.com.br

Head - Antonio Emilio Ruiz

Antonio de Lima Junior

Bruno Finotello

Daniel Frazatti Gallina

Denise Rédua de Oliveira

Fábio Caponi Bertoluci

Fernando Leite

Henrique Reis

Marcela Andressa Pereira

Pedro Gonçalves

Rafael Reis

Renata Simões

Sandra Regina Saran

Vinicius Aboboreira

BB Securities - London

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

Managing Director

Admilson Monteiro Garcia +44 (20) 7367 5801

Deputy Managing Director

João Domingos Cicarini Junior +44 (20) 7367 5802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (20) 7367 5831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (20) 7367 5832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (20) 7367 5853

Melton Plummer +44 (20) 7367 5843

Trading

Bruno Fantasia +44 (20) 7367 5852

Gianpaolo Rivas +44 (20) 7367 5842

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Deputy Managing Director

Gabriel Cambui Mesquita Santos +1 (646) 845 3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langelis +1 (646) 845 3714

Institutional Sales - Fixed Income

Fabio Frazão +1 (646) 845 3716

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845 3719

Syndicate

Shinichiro Fukui +1 (646) 845 3865

BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

Managing Director

Marcelo Sobreira +65 6420 6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420 6570

Institutional Sales

Zhao Hao +65 6420 6582

Li Jing Ting +65 6420 6578