

Resultados trimestrais

USIMINAS
1T19 e Revisão de Preço: margens deteriorando; negativo

A Usiminas divulgou seus resultados do 1T19 hoje (18) com números abaixo das nossas expectativas, mais uma vez, por uma pior performance da siderurgia, embora parcialmente compensado por melhores resultados de mineração. Apesar de ter mantido os volumes vendidos de aço levemente acima da linha d'água de 1mt, as margens foram prejudicadas por custos maiores de alguns insumos. Os aumentos de preços anunciado no início do ano foram ofuscados por piores condições comerciais no trimestre. Já para os preços anunciados no mês passado, estes deverão ser vistos apenas a partir do 2T19. A performance de siderurgia está limitada à recuperação da demanda interna, que poderá levar mais tempo que o esperado para acontecer. Vemos a Usiminas ficando para trás de seus pares, apenas seguindo o mercado ao invés de dar um passo à frente e tentar antecipar movimentos adversos. Reconhecemos que o setor de mineração foi o destaque do trimestre, contribuindo massivamente para os resultados; contudo, vemos esta contribuição diminuindo nos próximos trimestres com os preços de MF decrescendo com o retorno de parte da oferta mundial.

Com tudo isto em mente, revisitamos nosso modelo e imputamos uma projeção mais conservadora para a economia brasileira e a performance da Usiminas no ano. Assim, chegamos a um preço-alvo para 2019e para USIM5 de **R\$ 10,50/ação** (dos R\$ 12,50/ação), e rebaixamos nossa recomendação para **Market Perform**.

Resultados Consolidados. As receitas somaram R\$ 3.532 mm (+3.1% t/t e +8.9% a/a, embora 6,8% abaixo das estimativas do BB-BI), refletindo os maiores volumes vendidos do segmento de mineração e melhores preços realizados para ambos os segmentos de mineração e siderurgia. O CPV somou R\$ 3.036 mm, melhorando t/t, porém maior a/a, em razão de maiores custos de matéria-prima. Mesmo assim, com os aumentos de preços anunciados no início do ano para o segmento automotivo, a Usiminas conseguiu recuperar parte das margens perdidas no trimestre passado e fechou o 1T19 com margem bruta de 14% (ante 11% no 4T18 e 19% no 1T18). Por fim, o EBITDA ajustado fechou o trimestre em R\$ 488 mm, 11% acima do 4T18 (excluindo os efeitos do ICMS no PIS/COFINS), porém 22% abaixo das nossas estimativas. Estávamos menos pessimistas em relação aos impactos dos aumentos de preços nas receitas e no aumento de custos e estávamos esperando uma margem EBITDA nos mesmo níveis de 2018, entre 16%. Entretanto, a margem EBITDA ficou em 13,8% no trimestre.

Siderurgia: desempenho abaixo devido a maiores custos. A produção de aço bruto subiu 12% t/t para 800 kton; mas para laminados a queda foi de 7% no mesmo período, para 977 kton, devido à parada para manutenção no alto forno de Ipatinga. As vendas, então, somaram 1.004 kton, levemente acima da linha das 1.000 kton. As receitas somaram R\$ 3,1 bn, 3,6% menor que o 4T18, com menores volumes e preços mais baixos no período. O custo caixa por ton caiu 6,4% t/t, para R\$ 2.127/t, principalmente em razão de (i) menores custos fixos devido a maior produção (ii) menor custo de placas de terceiros e (iii) taxa de câmbio. O CPV, então, caiu 2,7% t/t e terminou em R\$ 2,8 bi. O EBITDA somou R\$ 300,8 mm. Lembramos que a parada para manutenção no alto-forno 3 de Ipatinga deve acontecer em breve e deverá dar importante contribuição para a performance de siderurgia quando concluída.

Mineração: destaque do trimestre. A mineração foi a surpresa positiva no trimestre com aumento em ambos volumes vendidos e preços realizados. A produção somou 1.337 kton (-7% t/t), mas as vendas melhoraram 25% no mesmo período, para 1.896 kton. As receitas totalizaram R\$ 418,1 mm, 32,2% maior t/t. O Custo caixa ficou em R\$ 77,2/t, ante R\$ 61,8/t no 4T18 impactado por (i) plantas de beneficiamento temporariamente inativas, (ii) maiores custos com matérias-primas e (iii) menor custo diluído devido a menor produção no período. Consequentemente, o EBITDA para o trimestre veio em R\$ 152,6 mm ante os R\$ 38,1 mm no trimestre anterior.

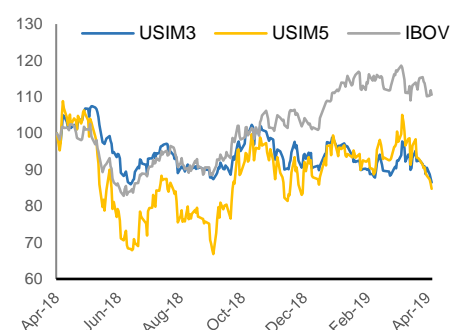
Alavancagem e Resultado Financeiro. O resultado financeiro veio positivo em R\$ 136 mm no trimestre, refletindo (i) -R\$ 11 mm em variação cambial, (ii) receita financeira de R\$ 67 mm, e (iii) despesa financeira de -R\$ 192 mm e (iv) equivalência patrimonial de R\$ 38 mm. Como resultado, a Usiminas reportou ganhos líquidos de R\$ 76 mm, ante ganhos líquidos de R\$ 401 mm no 4T18. A dívida bruta somou R\$ 5.496 mm, uma redução de 6,1% t/t. A dívida líquida ficou em R\$ 3.723 mm. Já a alavancagem, medida pela Dívida líquida/EBITDA caiu para 1.5x, ante 1.6x no 4T18.

USIM5

Rating	Market Perform
Preço-Alvo 2019E (R\$)	10.50
Preço em 17/04/2019 (R\$)	8.81
Upside (R\$)	19.2%

Trading data

Em 17/04/2019		
Valor de Mercado	R\$ million	12,230
Varição 1 mês	%	-13.2%
Varição UDM	%	-12.9%
Varição 2019	%	-3.7%
Min. 52 sem	R\$	6.83
Máx. 52 sem.	R\$	11.52


Multiples

		2019e	2020e	2021e
EV/EBITDA		5.4	4.8	5.0
LPA	R\$	0.96	1.35	1.27
P/L		9.2	6.5	6.9

Gabriela E Cortez

Analista Senior

gabrielaeacortez@bb.com.br
Catherine Kiselar

Analista

ckiselar@bb.com.br

Atual x Estimado

R\$ milhões	1T19a	1T19e	A/E	t/t	a/a
Receita Líquida	3,532	3,792	-6.8%	3.1%	8.9%
(-) COGS	(3,036)	(3,092)	-1.8%	-0.5%	15.3%
Lucro Bruto	496	700	-29.1%	32.0%	-19.0%
(-) VG&A	(301)	(333)	-9.6%	-20.8%	4.3%
EBIT	196	367	-46.6%	-4860.7%	-39.4%
(+) Resultado Financeiro	(135)	6	-2389.4%	-121.2%	0.9%
(-) Impostos	(21)	(203)	-89.6%	-93.9%	-71.5%
Resultado Líquido	76	170	-55.2%	-81.0%	-51.5%
EBITDA (BRL milhões)	488	627	-22%	-41%	-24%
Margem EBITDA (%)	13.8%	16.5%	-2.7 p.p.	-10.4 p.p.	-0.8 p.p.

	1T19a	1T19e	A/E	t/t	a/a
Vendas de aço (kton)					
Vendas Totais	1,004	1,107	-9.3%	-2.0%	8.6%
Produção de MF (kton)	1,337	1,745	-23.4%	-7.1%	-1.8%
Vendas	1,284	1,109	15.8%	41.9%	2.6%
Vendas para Usiminas	612	636	-3.8%	0.5%	10.3%
Total vendas de MF	1,896	1,745	8.6%	25.2%	5.0%

Endividamento

R\$ milhões	1T19a	t/t	a/a
Dívida Bruta	5,496	-6.1%	-3.2%
Dívida Líquida	3,723	-10.5%	-9.6%
Dívida Líquida / EBITDA	1.5x	-0.1x	-0.3x

Fonte: Companhia e BB Investimentos

Usiminas (USIM5) – Novas Estimativas

Atualizamos nosso preço alvo de 2019 para USIM5 a **R\$ 10.50**, dos prévios R\$ 12,50, reduzindo nosso rating de *Outperform* para **Market Perform**. O novo preço-alvo traz a atualização nas projeções para a economia brasileira, a qual, em nossa opinião, deverá demorar mais que o esperado no início do ano. Ele também reflete nossa projeção mais conservadora para a companhia. Vemos a Usiminas desempenhando de acordo com o mercado, ao contrário de seus pares. Reconhecemos que o setor de mineração deverá continuar contribuindo para os resultados, embora em menor proporção que o observado no 1T19, devido a menores preços de MF, com o retorno de parte da oferta mundial. Estamos trabalhando com o WACC de 12,1% para a companhia. Esperamos que as receitas sejam 0.7% superiores em 2019, comparadas as nossas estimativas anteriores, em virtude da maior capacidade da área de mineração. Quanto ao EBITDA de 2019E, estamos prevendo uma queda de 2,3% ante nossa expectativa prévia, com margens 0,6 p.p. menores, em razão dos maiores desafios e crescimento da competitividade, dado que outros pares estão desempenhando acima das métricas de mercado. Lembramos que a planta de Ipatinga precisará de um investimento maior nos próximos dois anos, demandando um maior Capex da Usiminas. Dentre os riscos que poderiam afetar a tese de investimento, destacamos: (i) demora mais do que a esperada da recuperação da economia brasileira; (ii) desaceleração da economia chinesa, (iii) queda nos preços de MF, e (iv) uma possível, mas não improvável – disputa entre os acionistas controladores.

Indicadores Econômicos	2018	2019e			2020e			2021e
		Anterior	Atual	% Variação	Anterior	Atual	% Variação	
R\$ milhões								
Receita Líquida	13,737	14,987	15,096	0.7%	15,955	15,711	-1.5%	16,611
Lucro Bruto	2,215	2,724	3,186	17.0%	3,376	3,849	14.0%	3,649
EBIT	882	1,547	1,884	21.8%	2164	2,440	12.8%	2,192
EBITDA	2,693	2,990	2,921	-2.3%	3,391	3,289	-3.0%	3,129
Lucro Líquido	829	898	1,182	31.6%	1,312	1,657	26.3%	1,567
Margem Bruta (%)	16%	18.2%	21.1%	2.9 p.p.	21.2%	24.5%	3.3 p.p.	22.0%
Margem EBITDA (%)	20%	19.9%	19.3%	-0.6 p.p.	21.3%	20.9%	-0.4 p.p.	18.8%
Margem Líquida (%)	6%	6.0%	7.8%	1.8 p.p.	8.2%	10.5%	2.3 p.p.	9.4%

Fonte: Companhia e BB Investimentos

Indicadores de Endividamento

	2018	2019e	2020e	2021e
Dívida Curto Prazo/Dívida Total (%)	8%	8%	8%	8%
D / D+E	27%	26%	24%	23%
Dívida Líquida / EBITDA	1.5	1.2	0.8	0.6
Dívida Bruta / EBITDA	2.2	2.0	1.7	1.8

DRE

R\$ milhões	2018	2019e	2020e	2021e
Receita líquida	13,737	15,096	15,711	16,611
(-) COGS	11,522	11,910	11,862	12,962
Lucro Bruto	2,215	3,186	3,849	3,649
(-) SG&A	1,333	1,302	1,409	1,457
EBIT	882	1,884	2,440	2,192
(+) Resultado Financeiro	353	(123)	30	182
EBT	1,236	1,761	2,470	2,374
(-) Impostos	(407)	(580)	(813)	(807)
Lucro Bruto	829	1,182	1,657	1,567

Balço Patrimonial

R\$ milhões	2018	2019e	2020e	2021e
Ativos	26,524	27,211	28,563	29,919
Ativo Circulante	8,324	8,475	9,318	10,258
Caixa e Equivalente de Caixa	1,693	2,333	3,148	3,613
Contas a receber	1,894	1,896	1,973	2,086
Impostos a Recuperar	748	610	567	600
Estoques	3,881	3,434	3,420	3,737
Outros	108	202	210	222
Ativos não-circulantes	4,701	4,818	4,977	5,181
Outros LP	4,701	4,818	4,977	5,181
Investimentos	13,499	13,918	14,268	14,480
Investimentos	1,088	1,088	1,088	1,088
Propriedades, plantas e equipamentos	11,715	12,135	12,484	12,696
Ativos Intangíveis	696	696	696	696
Passivo	26,524	27,211	28,563	29,919
Passivo Circulante	3,336	3,156	3,258	3,412
Empréstimos e Financiamentos	471	464	456	449
Fornecedores	1,134	1,160	1,207	1,276
Salários a Pagar e impostos relacionados	206	217	225	238
Impostos e Royalties a pagar	126	122	127	135
Outros	1,399	1,194	1,242	1,314
Passivo Não Circulante	7,491	7,457	7,443	7,451
Empréstimos e Financiamentos	5,383	5,296	5,211	5,127
Outros LP	2,108	2,161	2,232	2,324
Acionistas não controladores	15,697	16,598	17,862	19,057

Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA	2,693	2,921	3,289	3,129
(-) Capex	(464)	(1,199)	(1,173)	(1,076)
(-) Juros	(913)	(828)	(815)	(802)
(-) Impostos	(78)	(580)	(813)	(807)
(-/+) WK	(1,299)	471	(16)	(361)
(=) Total	(61)	785	472	82

Multiplos

	2019e	2020e	2021e
EV / EBITDA	5.4	4.8	5.0
LPA	0.96	1.35	1.27
P / L	9.2	6.5	6.9
P / BV	0.7	0.6	0.6
ROE	7.1%	9.3%	8.2%

Estimativas

Enterprise Value (R\$ million)	18,068
PV do FCFF	9,524
PV do Valor Terminal	8,544
Dívida Líquida	3,426
Valor Patrimônio	14,642
Número de Ações	1,388
Valor da Ação	10.5

Premissas Valuation

Beta	1.3
D/(D+E) target	40%
CMPC	12.1%
Risk Free	4.7%
Prêmio de Mercado	4.8%
Perpetuidade	3.0%

Análise de Sensibilidade

g/WACC	Preço Alvo YE19				
	11.1%	11.6%	12.1%	12.6%	13.1%
2.0%	11.4	10.6	9.9	9.3	8.7
2.5%	11.8	10.9	10.2	9.5	8.9
3.0%	12.3	11.3	10.5	9.8	9.2
3.5%	12.8	11.8	10.9	10.2	9.5
4.0%	13.4	12.3	11.4	10.5	9.8

Análise de Sensibilidade

g/WACC	EV/EBITDA YE19				
	11.1%	11.6%	12.1%	12.6%	13.1%
2.0%	8.8	8.3	7.8	7.4	7.1
2.5%	9.0	8.5	8.0	7.6	7.2
3.0%	9.3	8.8	8.3	7.8	7.4
3.5%	9.7	9.1	8.5	8.0	7.6
4.0%	10.1	9.4	8.8	8.3	7.8

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	Itens		
	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	
Açúcar e Etanol	Imobiliário
Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Agronegócios	Kamila Oliveira kamila@bb.com.br
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Óleo e Gás
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
Alimentos e Bebidas	Papel e Celulose
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Bancos e Serviços Financeiros	Siderurgia e Mineração
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Vinícius Soares vinicius.soares@bb.com.br	Transporte e Logística
Bens de Capital	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	Utilities
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br
Macroeconomia e Estratégia de Mercado	Varejo
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Henrique Tomaz htomaz@bb.com.br	Renda Fixa
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Richardí Ferreira richardi@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
Equipe de Vendas	
Investidor Institucional bb.distribuicao@bb.com.br	
Varejo acoes@bb.com.br	
Head - Antonio Emilio Ruiz	Henrique Reis
Antonio de Lima Junior	Marcela Andressa Pereira
Bruno Finotello	Pedro Gonçalves
Daniel Frazatti Gallina	Rafael Reis
Denise Rédua de Oliveira	Renata Simões
Fábio Caponi Bertoluci	Sandra Regina Saran
Fernando Leite	

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 Langalis +1 (646) 845 3714

Institutional Sales - Fixed Income

Fabio Frazão +1 (646) 845 3716

Fernando Ocana +1 (646) 845 3718

Helio Hashimoto +1 (646) 845 3713

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

DCM

João Kloster +1 (646) 845 3717

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, CFA +65 6420 6582

Li Jing Ting +65 6420 6578

