

Usiminas

Está na hora de voltar a ficar otimista!

Raio-X

A Usiminas entrou em operação em 1962. Desde então, é um dos maiores grupos siderúrgicos brasileiros. Atua em diversos segmentos da cadeia de valor do aço, como mineração e logística, bens de capital, centros de serviços e distribuição, e soluções customizadas para a indústria. Cerca de 86% das receitas da companhia são advindas do mercado local e quase a totalidade de seu faturamento tem origem nas operações siderúrgicas. Lembramos que as operações de minério de ferro devem ganhar representatividade nos próximos trimestres mas não devem mudar a composição de receitas de forma drástica. O grupo de controle compõe cerca de 46% do capital votante e é composto pelo Grupo Nippon, Ternium/Tenaris e Previdência da Usiminas.

Resultados (fortes) recentes

Os últimos resultados da Usiminas são surpreendentes por dois motivos: (i) pela recuperação das atividades em comparação a uma base fraca e (ii) pelo trabalho de reorganização operacional implementado nos últimos trimestres. No acumulado do 1S17, o volume de vendas de aço totalizou 1,9 milhão de toneladas, com crescimento de 7%. As receitas expandiram cerca de 21%, portanto o crescimento de faturamento veio muito mais de preços do que de volumes. Em nossa opinião, deveremos ter um 2S17 bastante promissor em termos de volumes. Quando olhamos o EBITDA, a expansão foi de incríveis 1.022% no semestre, passando de R\$ 110 milhões em 2016 para R\$ 1,2 bilhão neste ano. A cia terminou o trimestre com dívida líquida de R\$ 5,0 bilhões e indicador de alavancagem em queda, passando de 3,9x no trimestre anterior para 2,8x neste período.

Por que estamos mais otimistas?

A indústria brasileira começou a mostrar os primeiros sinais de reação. Com dados disponíveis até junho, a Produção Industrial (IBGE) passou a registrar alta de 0,5% na comparação dos 6 primeiros meses do ano com o mesmo período de 2016. Os setores industriais intensivos no consumo de aço tiveram altas ainda mais expressivas. A produção de bens de capital avançou 3%, e a de bens duráveis 10%. Paralelamente, os dados de veículos (ANFAVEA) vêm mostrando sinais de estabilização. A produção total de veículos cresceu 24% em relação ao mesmo período do ano passado, as exportações de autoveículos avançaram 57% e os estoques das concessionárias caíram 20%, espelhando o aumento das vendas. Como a Usiminas é um case de capital intensivo e alavancagem operacional, em um cenário de recuperação da demanda a cia deve continuar surpreendendo positivamente nos próximos trimestres. Em resumo, as expectativas para o ano e para 2018 ainda não contemplaram este cenário mais favorável e precisamos nos antecipar a estes movimentos. A queda das taxas de juros também tem beneficiado fortemente a linha final dos resultados da cia, e ainda deve impactar positivamente (e em maior magnitude) os próximos trimestres. A manutenção do preço do minério de ferro acima de US\$ 70/ton é mais um catalisador positivo que pode não "estar na conta".

Recomendação

Temos um ativo com diversos drivers que devem continuar impulsionando os papéis em bolsa, sendo os principais destaques: (i) forte e crescente geração de caixa; (ii) desalavancagem financeira; (iii) forte alavancagem operacional em um cenário de recuperação de demanda; (iv) investimentos controlados e (v) valuation atrativo. Quando incorporamos novas expectativas após os resultados do 2T17, encontramos pelo menos 30% de potencial de valorização. Precisamos nos antecipar a este movimento de revisão de expectativas para cima, portanto, é hora de ficar mais otimista com as ações da Usiminas. Recomendamos compra para investidores com perfil de longo prazo.

Positivo

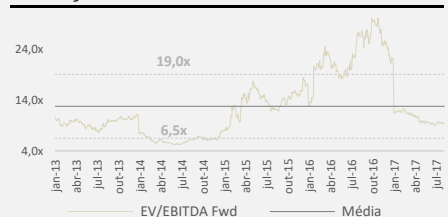
Preço Atual: R\$ 5,51
4-ago-17

Celson Plácido, CNPI
(11) 3526-1866
celson.placido@xpi.com.br

Marco Saravalle, CNPI
(11) 3027-2285
marco.saravalle@xpi.com.br

Bruna Pezzin, CNPI
(11) 3526-1452
bruna.pezzin@xpi.com.br

Evolução EV/EBITDA Est - USIM5



Cenários de Preço

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	9,4x	R\$ 5,51	-
Base	12,1x	R\$ 7,10	29% ↑
Ótimo	13,6x	R\$ 8,00	45% ↑
Stress	8,5x	R\$ 5,00	-9% ↓

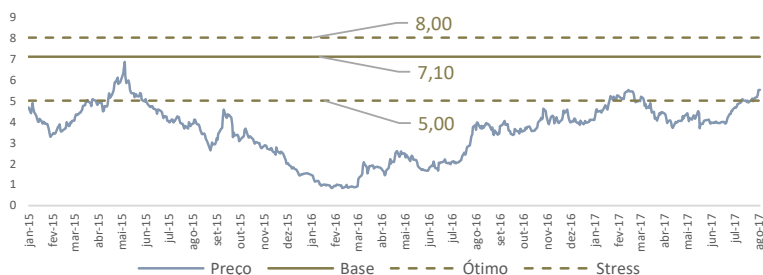
Fontes: XP Investimentos

Principais Múltiplos

	2017E	2018E
P/E	254,5x	50,5x
EV/EBITDA	9,4x	8,5x
P/B	0,5x	0,5x
Dividend Yield*	0,4%	
Dívida Líq/EBITDA**	2,8x	

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *2017. **2T17.

Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

CENÁRIO BASE

R\$ 7,10 (+29%)

A empresa deve entregar expansão de receitas e forte geração de caixa nos próximos trimestres. Com isso, a alavancagem deverá se reduzir e a queda da percepção de risco deve se traduzir em valorização do ativo.

CENÁRIO ÓTIMO

R\$ 8,00 (+45%)

Em um cenário otimista, a cia pode surpreender o mercado com expansão do volume vendido e novos aumentos de preços ao longo do 2S17. Além disso, a percepção de redução de risco poderá impulsionar fortemente as ações em bolsa.

CENÁRIO STRESS

R\$ 5,00 (-9%)

Em um cenário de stress, a economia demora mais para se recuperar e não consegue diluir seus custos fixos e reduzir a alavancagem. Neste cenário, a alavancagem volta a ser preocupação, podendo trazer movimento de realização para o papel em bolsa.

Tabela 1. Consenso Bloomberg

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
Receita Líquida	10.186	8.454	9.892	10.857
Crescimento A/A		-17%	17%	10%
EBITDA	291	660	1.779	1.958
Crescimento A/A		127%	170%	10%
Margem EBITDA	2,9%	7,8%	18,0%	18,0%
Lucro Líquido	-3.685	-577	25	358
Crescimento A/A		-84%	-104%	1334%
Margem Líquida	-36,2%	-6,8%	0,3%	3,3%

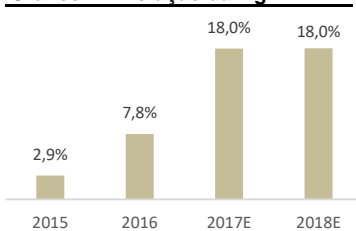
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

Tabela 2. Outras Informações

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquido	4.981
Ações em Circulação*	1.227
Market Capitalization	10.283
Performance da Ação	
Últ. Semana	7%
Últ. Mês	12%
Acumulada Ano	34%
Últimos 12 Meses	43%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. * ON's e PN's.

Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

CATALISADORES

1. Atividade econômica. Acreditamos que o pior para o segmento de atuação da Usiminas já passou. Poderemos ter surpresas positivas em termos de volumes e preços nos próximos trimestres. Portanto, podemos esperar revisões positivas das expectativas para o setor e para o desempenho da cia.

2. Expansão da geração de caixa e redução da alavancagem. A Usiminas deverá apresentar forte expansão da geração de caixa nos próximos trimestres, devendo se traduzir em consequente redução da alavancagem. Tal indicador deverá reduzir a percepção de risco e impulsionar os papéis em bolsa.

3. Geração de caixa na mineração. As operações de mineração são *upside* adicional para a geração de caixa. Tendo em vista que o custo de exploração da Usiminas gira entre US\$50-US\$55/ton, a manutenção do preço do minério de ferro na faixa dos US\$70/ton é uma ótima notícia para a cia voltar a gerar caixa também com mineração.

RISCOS

1. Atividade econômica. Todos os sinais são de recuperação da demanda, contudo, ainda temos incertezas para o longo prazo, sobretudo para períodos além de 2018.

2. Alavancagem. A cia possui cerca de R\$ 590 milhões de dívida vencendo em 2018. Caso a economia demore para se recuperar e comprometa a geração de caixa da Usiminas, estes vencimentos poderão comprometer boa parte de seu atual caixa.

3. "Briga" entre acionistas controladores. É público que os dois principais acionistas controladores possuem divergências. Tal situação pode resultar em mudanças operacionais e impactar o desempenho da companhia, além de trazer volatilidade para as ações em bolsa.

Disclaimer

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- 7) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) *O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.*
- 15) *O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.*
- 16) *O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.*
- 17) *O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.*
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.