



Usiminas | USIM5

Neutro

Revisão: Com o final da reforma do Alto-Forno #3, revisamos para neutro

Indicação

Revisitamos nossos números para Usiminas após a companhia entregar, no 3T23, um Ebitda negativo em siderurgia e uma contribuição levemente inferior à esperada em mineração. Para o 4T23, esperamos que o resultado em siderurgia seja ainda mais negativo, mas parcialmente compensado pela melhora de preços a ser verificada em mineração. Para a frente, esperamos uma melhora nos custos em siderurgia com a conclusão da reforma do Alto-Forno #3. Esperamos ainda que a geração de caixa melhore e assim, estamos elevando nosso preço-alvo de R\$ 7,00 para R\$8,00 e alterando nossa recomendação para **neutro**. Acreditamos fortemente que a foto do setor siderúrgico segue negativa e que a companhia deve apresentar resultados fracos no setor em função da dificuldade em repassar preços e a baixa competitividade comercial frente ao importado, mas dado o ganho de eficiência oriundo da reforma de seu principal alto forno, o ganho de *momentum* de mineração e a expectativa de melhora na geração de caixa, acreditamos que riscos e virtudes estejam atualmente bem precificados.

Tese de Investimentos

O momento ainda é ruim em Siderurgia – Tendo registrado um Ebitda negativo em siderurgia de 251 MM no último trimestre, estimamos que o segmento ainda visualizará preços baixos, custos ainda altos e assim, novamente uma contribuição negativa ao resultado no 4T23. No último trimestre, ainda que os volumes vendidos tenham sido em linha com a expectativa, a combinação supracitada somada à ainda razoável compra de placas explicaram o resultado fraco. Para o 4T23, o *guidance* de vendas entre 900-1000 mtons veio em linha com nossas expectativas de vendas na casa de 975mtons. De maneira geral, continuamos pessimistas com a operação no médio prazo.

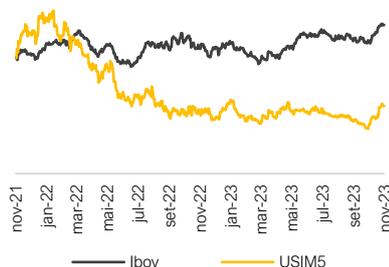
Prêmios estão próximos ao normal - Os prêmios atuais entre o aço plano local e o importado estão próximos à 15%, o que consideramos mais próximos à normalidade. No entanto, após alcançar mais de 30% nos últimos meses, esta queda se deu em função da cessão de descontos que já pôde ser verificada nos resultados do 3T23 e deve continuar sendo observada na DRE da companhia ao longo do próximo trimestre. Acrescentamos ainda que, no último trimestre do ano, além de descontos na distribuição, esperamos impactos oriundos da concessão de descontos na casa de ~5% para 40% do volume de clientes automotivos que renegociaram seus contratos recentemente. Com a demanda por leves enfrentando questões de demanda e crédito, e a demanda por pesados ainda se ajustando à antecipação de compras ocorrida ano passado com a implantação do Euro6, esperamos que os descontos para o setor automotivo à partir do 4T23. Normalmente, a companhia negocia com 20% de sua base de clientes em janeiro e 80% em abril. Todavia, com o mercado instável, as negociações este ano passaram a ser semestrais (janeiro e julho; abril e novembro) e dos 80% que negociaram em abril, trabalhamos com uma redução de preços para ao menos metade deste percentual, que voltou a negociar seus contratos com a companhia ao longo do 4T23. Trabalhamos com um resultado operacional antes do resultado financeiro de -R\$ 669 MM e uma margem EBIT de -13,3% para a siderurgia no 4T23.

O principal desafio atual do setor siderúrgico é lidar com a importação - O problema atual do setor não é exatamente de demanda, uma vez que a demanda por planos no país apresenta queda de apenas 4,2% YoY, segundo o Instituto Aço Brasil. A grande questão é que esta está preferindo o aço importado (proveniente sobretudo da China), cujo volume aumentou 54,8% na comparação acumulada entre janeiro e outubro de 23 frente ao mesmo período em 22. Neste sentido, vemos a companhia presente nos esforços do setor perante o governo para elevar a tarifa de importação dos atuais 10,8% para 25%. Ainda que a elevação não garanta a paridade, diminuiria o incentivo à maior presença do produto importado no atual *mix* de vendas do setor.

Abra Sua Conta

USIM 5			
Valor de mercado (R\$mil.)	R\$		9.815,3
Últ. preço	R\$		7,81
Preço-alvo	R\$		8,00
Potencial			2,4%
Múltiplos	12m	24m	Média
P/L	12,2x	7,5x	5,7x
Ev/Ebitda	7,1x	4,1x	3,6x
P/VPA	0,4x	0,4x	0,5x
Oscilação	30d	12m	2023
USIM 5	25,4%	7,6%	14,4%
Ibov	11,0%	15,4%	14,6%
Comps	2022	2023	2024
ROE	8,1%	0,5%	8,0%
Alavancagem	0,3x	1,4x	0,4x

Histórico (base 100 = 24 meses)



Research
research@ativainvestimentos.com.br

Ilan Arbetman, CFA
ilan.arbetman@ativainvestimentos.com.br

Indicador	Premissas
Levered β	1,12x
% Debt Target	25%
WACC	10,8%
Risk Free (R\$)	7,4%
Risk Premium	5,2%
g	2,7%



Usiminas | USIM5

Neutro

Após a reforma do Alto-Forno #3, Usiminas pode interromper a produção de um forno menor e menos rentável -

Acreditamos que, após a reforma do Alto-Forno 3, Usiminas passa a dispor da flexibilidade necessária para, se precisar, desligar pelo menos um forno pequeno no caso das condições de mercado continuarem da maneira em que estão. No 1T24, a companhia deve ter maior visibilidade sobre a economia de custos oriunda da renovação de seu maior forno e assim, pode anunciar a parada de um de seus fornos menores. Lembramos que Usiminas já optou por esta saída em 2015 (com o arrefecimento do PIB) e em 2021, com a pandemia. Ademais, destacamos que este processo em si não é intensivo em capital como a reforma do Alto-Forno #3 realizada neste ano.

Redução de custos é o caminho para ganhos de eficiência – Usiminas se viu diante de um grande desafio recente para suprir a demanda de coque, uma vez que não comprava o produto em mercado e a partir do desligamento de uma das suas coquerias, precisou encontrar soluções, o que ganhou contornos desafiadores com a eclosão do conflito russo-ucraniano. Atualmente, com uma curva de aprendizado estabelecida e o *spread* entre coque e carvão mais racional dado a queda nos preços deste, acreditamos que Usiminas poderá obter maior estabilidade em seus custos ao longo dos próximos meses. Ademais, a reforma do Alto-Forno #3 pode trazer, a partir de seu *ramp-up*, estimado até o fim do 1T24, economias em combustível, mão-de-obra e manutenção.

Em mineração, panorama é diferente - Começamos destacando que o segmento reportou Ebitda positivo de R\$ 129 MM no 3T23 e ficou pouco abaixo das nossas expectativas no trimestre em função de menores preços médios. Ainda assim, os volumes da divisão foram em linha com o que esperávamos e os seus custos caíram. Para o 4T23, estimamos uma contribuição de R\$ 320 MM ao EBIT da companhia (28,9% de margem Ebit). Com o nível de exportação de aço por parte da China ainda alto, uma menor oferta de minério de ferro global e os estoques chineses baixos, os preços da *commodity* têm se beneficiado e devem favorecer os resultados do segmento no 4T23. Aqui, vale diferenciar a dinâmica atual da nossa visão futura, uma vez que ainda acreditamos que os dados estruturais da economia chinesa (como número de casas novas construídas e preços de imóveis) não dão a confirmação necessária quanto à saúde de longo prazo do setor de *housing*. Ainda que isto alimente a expectativa de incentivos estruturais por parte do governo pelo mercado, temos uma preocupação de longo prazo com o setor no país. Tal não necessariamente se reflete no que esperamos para a Musa, uma vez que esta tem uma pequena capacidade de ~9 Mtons por ano e trabalhamos com a venda integral do que é produzido pela empresa, que historicamente vende cerca de 50% de sua produção para a sua operação de siderurgia à preços de mercado e o excedente diretamente à este. Nossa maior preocupação quanto ao segmento se dá quanto ao seu plano de continuidade, uma vez que a mina da companhia está chegando ao fim da vida útil (estimada para 2029). Desta forma, continuamos atribuindo um desconto de qualidade próximo ao atual em nosso preço médio de minério de ferro na unidade de mineração e dado a relevância da operação para a companhia tanto no ponto de vista da verticalidade como da geração de caixa, acreditamos que Usiminas se debruçará nas opcionalidades existentes a este negócio ao longo dos próximos meses, mesmo que tais se mostrem demasiadamente intensivas em capital.

Não trabalhamos com a revisão da política de dividendos no curto prazo - Quanto à investimentos, ainda que a reforma do Alto-Forno #3 esteja acabada, esperamos um *capex relativamente* alto neste 4T23 para que assim, Usiminas alcance os R\$ 3,2 bi projetados. Para os próximos anos, colocamos na conta a planta de injeção de finos para ganho de eficiência em combustíveis e diminuição do volume de emissões de gases poluentes no valor de R\$ 250 MM dividido em dois anos a partir de 2024 e o investimento na atual coqueria em funcionamento no valor de R\$ 950 MM e que vai ser financiado em 24, 25 e 26. Com relação à mineração, as reservas da companhia vão até 2029 e para continuar explorando o seu potencial, Usiminas precisaria investir valores grandes, que podem chegar à US\$ 1,5 bi de dólar. Esperamos que uma decisão aconteça entre o final de 2024 e o início de 2025. Até que esta seja tomada, não acreditamos que a companhia alterará sua política de dividendos.



Usiminas | USIM5

Neutro

Valuation – Nosso preço-alvo deriva de um modelo DCF que inclui uma taxa de crescimento de longo prazo de 2,7% e um WACC de 10,8%. Usiminas está sendo transacionada à ~4,1x EV/Ebitda (24m) e assim, de forma superior à sua média de três anos de 3,6x.

Riscos

Os riscos ao papel estão relacionados à capacidade da empresa em incrementar volumes e repassar preços ao mercado siderúrgico nacional, que por sua vez possui forte correlação com o ambiente de negócios do Brasil. Os preços internacionais de aço também são um componente de risco importante, assim como os custos com matérias primas do negócio siderúrgico (minério de ferro, coque, carvão). Como consome placas, o preço destas também é uma variável importante em nosso modelo. A posição siderúrgica chinesa também é importante, uma vez que o país é a principal fonte de aço importado pelos clientes da empresa. Neste sentido, um real mais valorizado também pode alimentar maior interesse por produtos importados. Ressaltamos ainda que a operação dos segmentos de mineração e siderurgia são uma das mais desafiadoras sob a ótica ESG.


Balço Patrimonial, DRE e Fluxo de Caixa

R\$ milhões

Balço Patrimonial	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	2022	2023	2024
Ativo Total	40.000,5	40.203,8	39.738,7	40.205,3	39.016,8	40.000,5	39.016,8	43.488,2
Caixa & Aplicações	5.072,4	5.836,8	4.940,6	5.720,3	4.814,2	5.072,4	4.814,2	7.673,7
Estoques	9.965,2	9.864,7	9.627,1	8.817,0	8.251,2	9.965,2	8.251,2	8.036,5
Contas à Receber	3.547,9	3.538,5	3.416,8	3.467,9	3.366,6	3.547,9	3.366,6	3.610,7
Outros Ativos CP	20.358,7	20.216,1	18.956,3	18.886,2	17.926,5	20.358,7	17.926,5	20.923,8
Outros Ativos LP	19.641,8	19.987,6	20.782,4	21.319,1	21.090,3	19.641,8	21.090,3	22.564,4
Ativo Fixo	14.149,3	14.546,7	15.247,9	15.963,7	16.461,0	14.149,3	16.461,0	17.599,4
Passivo & PL	40.000,5	40.203,8	39.738,7	40.205,3	39.016,8	40.000,5	39.016,8	43.488,2
Fornecedores	2.838,6	2.415,6	2.446,6	2.523,1	2.689,9	2.838,6	2.689,9	2.619,9
Dívida (Curto Prazo)	131,0	149,8	128,0	154,1	132,0	131,0	132,0	191,3
Outros Passivos CP	2.423,0	2.615,4	2.199,9	2.825,9	2.275,7	2.423,0	2.275,7	2.255,0
Dívida (Longo Prazo)	6.066,6	5.966,3	5.772,6	5.914,6	6.112,3	6.066,6	6.112,3	8.859,9
Outros Passivos LP	2.653,5	2.606,2	2.892,0	2.704,9	2.291,6	2.653,5	2.291,6	2.408,7
Patrimônio Líquido	25.887,8	26.450,5	26.299,6	26.082,7	25.515,4	25.887,8	25.515,4	27.153,5

R\$ milhões

DRE	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	2022	2023	2024
Receita Líquida	7.660,0	7.255,2	6.887,4	6.714,2	6.511,1	32.470,5	27.368,0	29.352,4
CMV	(6.886,8)	(6.370,5)	(6.304,9)	(6.538,9)	(6.173,3)	(26.790,8)	(25.387,5)	(24.726,9)
Lucro Bruto	773,2	884,8	582,5	175,4	337,9	5.679,7	1.980,5	4.625,5
Total de Despesas Op.	(1.861,1)	(389,4)	(514,1)	(502,3)	(571,6)	(3.234,2)	(1.977,4)	(1.909,7)
EBIT	(1.088,0)	495,4	68,3	(327,0)	(233,7)	2.445,5	3,0	2.715,8
Resultado Fin.	188,0	193,4	205,5	(97,8)	(572,6)	612,5	(271,5)	393,7
IR & CSLL	(4,1)	(189,8)	(48,6)	176,9	275,3	(1.186,0)	213,8	(1.125,1)
Lucro Líquido	(838,8)	544,1	287,4	(165,6)	(534,4)	2.092,9	131,5	2.184,1
EBITDA	(853,5)	744,1	330,6	(65,1)	(96,4)	3.348,2	913,2	3.774,6

Margens

Bruta	10,1%	12,2%	8,5%	2,6%	5,2%	17,5%	7,2%	15,8%
EBIT	-14,2%	6,8%	1,0%	-4,9%	-3,6%	7,5%	0,0%	9,3%
EBITDA	-11,1%	10,3%	4,8%	-1,0%	-1,5%	10,3%	3,3%	12,9%
Líquida	-11,0%	7,5%	4,2%	-2,5%	-8,2%	6,4%	0,5%	7,4%

Crescimento Ano/Ano

Δ Receita Líq.		-7,5%	-19,3%	-20,4%	-15,0%	-3,8%	-15,7%	7,3%
Δ EBITDA		-51,0%	-82,4%	-108,1%	-88,7%	-72,7%	-72,7%	313,4%
Δ Lucro Líq.		-56,9%	-72,9%	-127,2%	-36,3%	-79,2%	-93,7%	1561,1%

R\$ milhões

Fluxo de Caixa	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	2022	2023	2024
NOPLAT	(1.093,3)	367,3	58,4	(158,1)	(154,3)	1.560,9	(4,9)	1.792,4
(-) IR & CSLL	(4,1)	(189,8)	(48,6)	176,9	275,3	(1.186,0)	213,8	(1.125,1)
(+) Depreciação & Amort.	234,5	248,7	262,3	261,9	137,3	902,7	910,1	1.058,8
(-) Δ Capital de Giro	699,6	676,3	(20,8)	1.552,2	(329,8)	(3.208,9)	1.877,9	(228,5)
(-) CAPEX	(866,0)	(581,0)	(879,0)	(886,0)	(797,5)	(2.184,0)	(3.143,5)	(2.113,4)
(=) FCFE	(1.025,2)	711,3	(579,1)	770,0	(1.144,3)	(2.929,3)	(360,3)	509,4



DISCLAIMER

Este relatório foi elaborado exclusivamente pela Ativa Investimentos e está sendo fornecido exclusivamente para fins informativos. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação prévia, exceto quando encerrar a cobertura do emissor dos títulos discutidos neste relatório.

Este relatório não é uma oferta ou solicitação de qualquer instrumento financeiro. Antes de tomar a decisão de aplicar em qualquer operação, os potenciais investidores devem considerar cuidadosamente sua própria situação financeira, seus objetivos de investimento, todas as informações disponíveis e, em particular, avaliar os fatores de risco aos quais o investimento está sujeito. Os investidores deverão procurar aconselhamento financeiro em relação aos produtos ou estratégias de investimentos discutidas neste relatório, quando necessário. Os investidores devem observar que os rendimentos de títulos ou outros investimentos, mencionados neste relatório, podem flutuar e o preço de tais títulos e investimentos pode aumentar ou diminuir. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. A Ativa Investimentos não aceita responsabilidade por qualquer perda direta ou indireta decorrente do uso deste relatório.

Os traders e demais profissionais da Ativa Investimentos e das empresas do conglomerado podem realizar comentários ou estratégias de negociação que refletem opiniões contrárias à opinião expressa neste relatório. Esses comentários de mercado ou estratégias de negociação refletem os diferentes prazos, premissas, visões e métodos analíticos das pessoas que as elaboraram, e a Ativa Investimentos e seu conglomerado não possuem nenhuma obrigação de garantir que tais comentários de mercado ou estratégias de negociação sejam levados ao conhecimento de qualquer destinatário deste relatório. Este relatório é baseado em informações publicamente disponíveis e que a Ativa Investimentos considera confiável, porém não representa que é preciso e/ou completo, sendo assim, não deve ser considerado como tal.

Research

research@ativainvestimentos.com.br

Institucional

Ações | Renda Fixa | Mercados Futuros

Mesa RJ: (55 21) 3515-0290
Mesa SP: (55 11) 3339-7036
Sales: (55 21) 3515-0202

Pessoa Física

Mesa RJ: (55 21) 3515-0256/3958-0256
Mesa SP: (55 11) 3896-6994/6995/6996
Mesa GO: (55 41) 3270-4100
assessoriadigital@ativainvestimentos.com.br

Atendimento

0800 285 0147

Ouvidoria

0800 717 7720