Resultados trimestrais e Revisão de Preço

USIMINAS

4T20: resultados robustos em meio a um cenário mais favorável; novo preço-alvo

Os resultados do 4T20 apresentados pela Usiminas foram bastante robustos, em nossa opinião. Favorecida pelo cenário de demanda e preços elevados de minério de ferro, bem como pelo reaquecimento da siderurgia no mercado interno, com reajustes de preços de aço, a companhia atingiu recorde trimestral de receita líquida (R$ 5,5 bilhões) e EBITDA (R$ 1,6 bilhão). Os resultados consolidados do ano de 2020 foram positivos, de forma geral, e também apresentaram recorde em volume de vendas de minério de ferro (8,7 Mt), receita líquida (R$ 16,1 bilhões) e EBITDA (R$ 3,2 bilhões). As perspectivas para o setor e para a empresa devem continuar favoráveis ao longo de 2021, diante da esperada retomada econômica e continuidade da atividade industrial.

Aproveitamos a divulgação dos resultados para atualizar nosso modelo e apresentar nosso preço-alvo 2021e para **USIM5** de **R$ 16,00**/ação, com recomendação **Neutra.**

Mineração a todo vapor. A demanda elevada de minério de ferro, sobretudo na China, propiciou preços recordes para a commodity no 4T20. A Usiminas aproveitou a dinâmica favorável do segmento, registrando volume de produção e vendas de minério de ferro recordes no ano de 2020 (8,7 Mt em ambos, com altas de + 18% e +1%, respectivamente). Destaque para as exportações de minério de ferro, que somaram 5,9 Mt (+ 28% no ano). A receita líquida de mineração totalizou R$ 3,9 bilhões em 2020 (+94% em relação ao ano anterior). No 4T20, o volume de produção foi de 2,2 Mt e de vendas 2,3 Mt, com redução de 3% e 1%, respectivamente, em relação ao 3T20. No entanto, preços de minério de ferro superiores mais do que compensaram os volumes ligeiramente menores, resultando em uma receita líquida de R$ 1,4 bilhão no 4T20 (+26,3% t/t). O EBITDA Ajustado do segmento atingiu R$ 2,2 bilhões em 2020 (+196% a/a), com margem de 57% (+20 p.p. em relação a 2019), sendo R$ 958 milhões no 4T20 (+48,7% t/t e recorde trimestral), com margem de 67,8% (+10 p.p. em relação ao 3T20).

Recuperação da siderurgia no mercado interno. Após apresentar desaquecimento no primeiro semestre de 2020, a siderurgia brasileira mostrou uma importante recuperação com a retomada de alguns setores (ex: construção civil) e a necessidade de recomposição de estoques de aço pela indústria. Segundo o Instituto Aço Brasil, o consumo de aço cresceu 1,2% no ano. Após acompanhar o fraco desempenho do mercado no primeiro semestre de 2020, o segmento de siderurgia da Usiminas capturou parte da dinâmica positiva do setor na segunda metade do ano. No acumulado do ano, o volume de produção recuou 15,4%, para 2,8 Mt, e o volume de vendas reduziu 9,3%, para 3,7 Mt. Apesar disso, reajustes de preços implementados no 4T20 contribuíram para compensar parcialmente a redução de volumes; assim, em 2020, a receita líquida encerrou em R$12,4 bilhões (-2,7% a/a). A empresa atingiu um volume de vendas de 1,1 Mt de aço no 4T20, maior patamar desde 2015 e +21,4% t/t, sendo mais de 96% destinado ao mercado interno. A receita líquida foi de R$ 4,2 bilhões (+38% t/t), impulsionada também por preços de aço maiores, em função dos reajustes mencionados. O EBITDA Ajustado foi de R$ 1 bilhão em 2020 (-6,6% a/a), com margem de 8,3% (-0,4 p.p. em relação a 2019), e de R$ 605 milhões no trimestre (+286% t/t), com margem de 14,4% (+9 p.p. em relação ao 3T20).

Desempenho financeiro. O resultado financeiro foi impactado positivamente pela variação cambial no 4T20, que, apesar de não ter efeito caixa, contribuiu para reverter parcialmente as perdas cambiais registradas nos trimestres anteriores. Assim, o lucro líquido do trimestre atingiu R$ 1,9 bilhão (+866%t/t), e R$ 1,3 bilhão em 2020 (+243% a/a e o maior lucro anual desde 2010). A forte geração de caixa operacional contribuiu para que a empresa encerrasse o ano com R$ 4,9 bilhões em disponibilidades, maior patamar dos últimos 10 anos. Apesar dos impactos da variação cambial sobre a dívida, o endividamento líquido reduziu de R$ 3,2 bilhões em 2019 (1,6x EBITDA) para R$ 1,1 bilhão em 2020 (0,3x EBITDA). Os investimentos somaram R$ 600 milhões, em linha com a estimativa da empresa para o ano, após revisão do valor anterior de R$ 1 bilhão para readequar os desembolsos em função da crise.

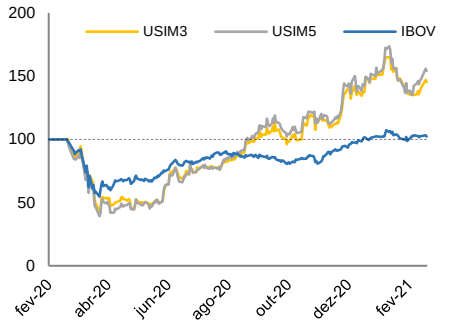
Guidance. Além dos resultados, a companhia divulgou algumas projeções para 2021: *(i)* CAPEX de R$ 1,5 bilhão (dos quais R$ 1,2 bilhão destinado a siderurgia, 50% para a reforma do Alto Forno 3 e 50% para manutenção); *(ii)* despesas financeiras líquidas de R$ 300 milhões; *(iii)* volume de vendas de minério de ferro entre 8,5 e 9,0 Mt em 2021; *e (iv)* volume de vendas de aço de 1,1 a 1,2 Mt no 1T21. Entendemos que, diante das perspectivas positivas para ambos os segmentos em 2021, as expectativas da Usiminas são, em geral, factíveis, e foram levadas em consideração na atualização de nosso *valuation*.

USIM5

Recomendação	***Neutra***
Preço-alvo - 2021E (R$)	**16,00**
Último preço – 18/02/2021 (R$)	14,83
Potencial de Valorização (R$)	7,9%

Dados de Mercado

		em 18/02/2021
Valor de Mercado	*R$ milhões*	18.438
Variação 1 mês	*%*	3,3%
Variação 2021	*%*	1,5%
Variação UDM	*%*	54,0%
Min. 52 sem.	*R$*	3,75
Máx. 52 sem.	*R$*	17,31



Múltiplos

	2021e	2022e	2023e
EV/EBITDA	5,1	7,2	7,3
LPA (R$)	1,41	0,78	0,70
P/L	10,5	19,0	21,2
Dividend Yield	2,1%	1,1%	1,0%

Fonte: Economatica e BB Investimentos, considerando EV corrente

Mary Silva
mary.silva@bb.com.br

ESG. Diante da crescente relevância do tema, a Usiminas vem buscando ampliar as práticas voltadas para aspectos ESG em sua estratégia. Em 2020 foi criada a Gerência Geral Corporativa de Sustentabilidade, que reporta diretamente à Presidência da empresa, para integrar todas as ações em andamento e a intensificar a agenda ESG para o futuro. Também foi estabelecido o Comitê de Sustentabilidade, com membros da alta liderança, reforçando a importância que o tema deverá ganhar na companhia.

Entre as ações já em curso, estão os projetos de descaracterização da barragem central e o início da utilização do método de filtragem e empilhamento a seco na mineração. Ainda entre as metas do quesito ambiental, está a realização do inventário de emissões de carbono em 2021. No pilar social, a empresa tem focado os aspectos de diversidade e inclusão, com metas para aumento da participação de mulheres na companhia.

A consultoria Refinitiv atribui o rating ESG B à Usiminas, sendo B- no pilar Ambiental, B no pilar Social e B no pilar Governança. Apesar de as metas e as ações apresentadas nos parecerem tímidas em comparação a outras empresas, os avanços na criação de equipe e comitê voltados ao tema podem representar um passo importante para a Usiminas em direção às melhores práticas ESG no futuro.

Revisão de Preço

Tese de Investimento. Nossa tese de investimento para a Usiminas considera: *(i)* demanda por aço no mercado interno aquecida em 2021, em função da recuperação da indústria; *(ii)* segmento de mineração deve continuar altamente rentável no curto prazo, diante de preços favoráveis de minério de ferro; *(iii)* posição relevante da companhia nos segmentos de atuação, com operações integradas; e *(iv)* disciplina financeira da empresa e redução da alavancagem, fatores que fortalecem a posição da Usiminas frente aos concorrentes, bem como propiciam um ambiente positivo para seus investimentos.

Riscos. Dentre principais os riscos que podem afetar nossas projeções, destacamos: *(i)* recuperação econômica aquém do esperado; *(ii)* queda significativa nos preços internacionais de minério de ferro; e *(iii)* aumento de importações de aço, inflando a oferta no mercado interno e limitando novos reajustes de preços.

Valuation. Nosso modelo utiliza a metodologia de fluxo de caixa da firma descontado, em termos nominais, com uma taxa de perpetuidade (g) de 3,0% e um WACC de 10,4%.

Com relação aos volumes de vendas, assumimos para o minério de ferro uma média de 8,8 Mt para 2021-2023. Na siderurgia, consideramos volume de vendas de aço de 3,9 Mt (2021), 4,0 Mt (2022) e 4,1 Mt (2023).

Estimativas

Valor da Companhia (R$ milhões)	21.725
PV do FCFF	8.002
PV do Valor Terminal	13.723
Dívida Líquida	1.385
Valor Patrimônio	20.340
N. Ações (milhões)	1.223
Preço-alvo USIM5 (R$) – 2021e	16,00

Valuation

Beta	1,1
D/(D+E) alvo	35%
WACC	10,4%
Taxa Livre de Risco	1,4%
Prêmio de Mercado	7,6%
Perpetuidade	3,0%

Múltiplos

	2021e	2022e	2023e	2024e
EV / EBITDA (corrente)	5,1	7,2	7,3	7,1
LPA	1,41	0,78	0,70	0,75
P / L	10,5	19,0	21,2	19,6
P / BV	1,0	1,0	0,9	0,9
Dividend Yield	2,1%	1,1%	1,0%	1,1%
ROE	9,6%	5,1%	4,4%	4,6%
ROA	8,5%	4,9%	4,5%	4,5%

Fonte: BB Investimentos

Fluxo de Caixa Livre para a Firma

R$ milhões	2021e	2022e	2023e	2024e
EBIT	**2.671**	**1.557**	**1.473**	**1.505**
(-) IR & CS sobre o EBIT	-908	-530	-501	-512
NOPLAT	**1.763**	**1.028**	**972**	**993**
(+) D&A	1.125	1.163	1.202	1.242
(-) Capex	-1.366	-1.058	-1.103	-1.130
(-/+) Variação do capital de Giro	-1.297	-87	-66	-80
(=) FCFF	**225**	**1.046**	**1.005**	**1.026**

DRE

R$ milhões	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Receita líquida	**16.088**	**18.901**	**18.042**	**18.191**	**18.535**
(-) CPV	12.832	14.928	15.270	15.510	15.813
Lucro Bruto	**3.256**	**3.972**	**2.772**	**2.681**	**2.721**
(-) *SG&A*	488	1.301	1.214	1.208	1.217
EBIT	**2.769**	**2.671**	**1.557**	**1.473**	**1.505**
(+/-) Resultado Financeiro	-923	-139	-141	-198	-118
EBT	**1.846**	**2.533**	**1.416**	**1.275**	**1.387**
(-) Impostos	-554	-770	-436	-398	-438
Resultado Líquido	**1.292**	**1.762**	**980**	**877**	**948**

Balanço Patrimonial Sintético

R$ milhões	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Ativos	**29.952**	**31.408**	**31.933**	**32.687**	**33.529**
Ativo Circulante	11.830	12.323	12.795	13.492	14.298
Ativo Não Circulante	4.295	4.648	4.806	4.962	5.111
Investimentos, Imobilizado, Intangível	13.827	14.436	14.332	14.232	14.120
Passivo + Patrimônio Líquido	**29.952**	**31.408**	**31.932**	**32.687**	**33.529**
Passivo Circulante	4.479	4.154	3.871	3.901	3.972
Passivo Não Circulante	8.635	8.907	8.978	9.048	8.635
Patrimônio Líquido	16.838	18.347	19.083	19.737	16.838

Fonte: BB Investimentos

INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas'), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

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 material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. 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 ("Grupo") 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(s) 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. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB–Banco de Investimento S.A.

Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste relatório 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 a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens			
	3	4	5	6
Mary Silva	-	-	-	-
	-	-	-	-

3 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 - O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

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

e-mail: pesquisa@bb.com.br

+55 (11) 4298 7000

Diretor

Francisco Augusto Lassalvia

Gerente Executivo

Wesley Bernabé, CFA

Gerente da Equipe de Pesquisa

Victor Penna
victor.penna@bb.com.br

Renda Variável

Açúcar e Etanol
Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Agronegócios, Alimentos e Bebidas
Luciana Carvalho
luciana_cvl@bb.com.br
Mariana Longobardo
marianalongobardo@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros
Rafael Reis
rafael.reis@bb.com.br

Bens de Capital
Catherine Kiselar
ckiselar@bb.com.br

Educação
Melina Constantino
mconstantino@bb.com.br

Imobiliário
Kamila Oliveira
kamila@bb.com.br

Óleo e Gás
Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Papel e Celulose
Victor Penna
victor.penna@bb.com.br
Mary Silva
mary.silva@bb.com.br

Siderurgia e Mineração
Victor Penna
victor.penna@bb.com.br
Mary Silva
mary.silva@bb.com.br

Transporte e Logística
Renato Hallgren
renatoh@bb.com.br

Utilities
Rafael Dias
rafaeldias@bb.com.br

Varejo
Georgia Jorge
georgiadaj@bb.com.br

Macroeconomia e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves
hmoreira@bb.com.br
Henrique Tomaz, CFA
htomaz@bb.com.br
Richardi Ferreira
richardi@bb.combr

Renda Fixa

Renato Odo
renato.odo@bb.com.br
José Roberto dos Anjos
robertodosanjos@bb.com.br

Equipe de Vendas

Gerente - Henrique Reis
henrique.reis@bb.com.br

Carolina Duch
Denise Rédua de Oliveira
Eliza Mitiko Abe
Fábio Caponi Bertoluci
Marcela Andressa Pereira
Pedro Gonçalves
Sandra Regina Saran

Contatos

bb.distribuicao@bb.com.br
acoes@bb.com.br

BB Securities - London

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
EC2N 1ER – London – UK
+44 (20) 7367 5800

Managing Director
Juliano Marcatto de Abreu — julianomarcatto@bb.com.br

Head of Sales and Trading
Henrique Catarino — henrique.catarino@bb.com.br

Syndicate
Daniel Bridges — daniel.bridges@bb.com.br

Trading
Bruno Fantasia — bruno.fantasia@bb.com.br
Gianpaolo Rivas — gianpaolo.rivas@bb.com.br

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director
Andre Haui — andrehaui@bb.com.br

Institutional Sales
Michelle Malvezzi — m.malvezzi@bb.com.br
Fabio Frazão — fabio.frazao@bb.com.br

BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director
Marcelo Sobreira — marcelosobreira@bb.com.br

Institutional Sales
Zhao Hao, CFA — hao.zhao@bb.com.br