

Preview de Resultados do 2T09

Siderurgia e Mineração

Empresa	Data	Horário
Usiminas PNA	22/7/2009	Após fechamento do mercado
Vale PNA	29/7/2009	Após fechamento do mercado
Gerdau PN	6/8/2009	Antes da abertura do mercado
CSN ON	ND	Ainda não foi definido

Fonte: Empresa/SLW Corretora

Empresa	Código	Projeção 2T09				
		V. Líquidas	Ebitda	Mg. EBITDA	Lucro	Mg. Líq.
Usiminas PNA	USIM5	2.441	226	9%	429	18%
Vale PNA	VALE5	11.935	5.400	45%	4.110	34%
Gerdau PN	GGBR4	6.453	645	10%	367	6%
CSN ON	CSNA3	2.657	692	26%	334	13%

Fonte: Empresa/SLW Corretora

Empresa	Código	Recom	Preço R\$		Upside %	PL		EV/Ebitda	
			atual	justo		09e	10e	09e	10e
Vale PNA	VALE5	Compra	31,10	48,42	56%	10,0	8,8	6,9	4,6
Gerdau PN	GGBR4	Compra	21,65	28,96	34%	6,9	4,5	7,5	4,7
CSN ON	CSNA3	Compra	45,51	56,37	24%	17,6	11,8	10,7	7,7
Usiminas PNA	USIM5	Compra	39,53	53,33	35%	18,0	8,1	7,0	4,4

Fonte: Empresa/SLW Corretora

Aparentemente, o pior já passou!

Em nosso último relatório de previsão de resultados para as empresas dos setores de siderurgia e mineração, aguardávamos que o 1T09 seria o fundo do poço para os impactos da crise econômica nas atividades das empresas destes setores. Porém, nos enganamos, já que as sequelas da crise ainda se mostraram muito agressivas também ao longo do 2T09.

Como temos destacado, os efeitos desta crise tem se mostrado de forma diferenciada de região para região, e isto implica que as empresas com maior exposição global ainda foram as mais penalizadas destes setores. Outro ponto de forte influência no setor coube à flutuação cambial no 2T09, já que o Real se apreciou em 16% sobre o Dólar e isto também impactou o faturamento daquelas empresas com perfil mais agressivo em exportação, ou então, aquelas cuja estrutura de capital se mostrava mais alavancada por recursos captados no exterior.

No 2T09, o cenário ainda foi muito desfavorável para as atividades de mineração e siderurgia, devido à baixa atividade industrial global, que já havia sido observada nos dois trimestres anteriores. A indústria automobilística, salvo as empresas instaladas no Brasil e China, continuaram convivendo com um quadro de baixa produção e reduzida demanda, o que, associado aos fracos indicadores de atividade industrial internacional, manteve os estoques de produtos siderúrgicos na ponta da distribuição internacional, ainda elevados e isto influenciou negativamente o fluxo comercial de produtos siderúrgicos entre os mercados. Em nível mundial, as empresas de siderurgia mantiveram capacidade de produção na faixa de 50% e em algumas regiões foram observadas uma agressiva competição por fatia de mercado, através da importação de produtos acabados a preços inferiores aos praticados localmente. Este movimento foi observado em alguns países como México, Colômbia e até no Brasil, cuja resposta do governo foi imediata, através da reativação de alíquotas de importação de alguns tipos de produtos siderúrgicos.

No segmento de mineração, as dificuldades também estiveram presentes, principalmente para empresas mais endividadas, como no caso da Rio Tinto, que acabou sendo obrigada a realizar a venda de ativos para buscar um equilíbrio em sua estrutura de capital. Já, este movimento não foi observado na Vale, que muito bem capitalizada, ainda adquiriu novos ativos de terceiros, inclusive o sistema Corumbá da Rio Tinto. Para as grandes mineradoras, mesmo com a demanda global fragilizada, foi observado um fluxo importante de encomendas pelas siderúrgicas chinesas, que deram o tom das vendas físicas de minério de ferro para as empresas do setor.

Sinais de recuperação econômica global já começam a ser delineadas em regiões importantes e isto significa que a partir do 3T09, já poderemos observar uma melhora para os setores de siderurgia e mineração.

Analista: Pedro Galdi, CNPI
e-mail: pedro.galdi@slw.com.br
Tel.: 55 11 3048-9904

Vale no 2T09 – O mercado mundial de siderurgia ainda mostrou sinais de estagnação, mas isto não ocorreu plenamente na China, que novamente sustentou o fluxo de aquisições internacionais de minérios.

Finalmente foram definidos os novos preços para o minério de ferro, mas nem todos os clientes aceitaram o patamar da negociação.

O 2T09 ainda foi um período de dificuldades para as empresas do setor de mineração, que continuaram convivendo com um fraco quadro de demanda internacional. Paralelamente, continuavam as negociações para definição do preço do minério de ferro para contratos de 2009, que foi finalmente definido no final daquele trimestre. Nesta linha, a Rio Tinto foi à primeira empresa do setor a fechar contratos com um preço de finos de minério de ferro inferior em 33% ao do ano anterior e a Vale em -28% para os clientes do Japão, Coréia e Europa, que no caso foram os mesmos para as duas empresas. No entanto, as siderúrgicas da China não aceitaram uma queda neste nível e continuaram pleiteando uma queda superior, entre 40% a 50%, que sem sucesso seguiu em negociações no mês de julho/09 e até a data de publicação deste relatório ainda não havia sido finalizada.

Para a Vale, o desempenho no 2T09 foi muito similar ao que ocorreu no trimestre anterior, visto a manutenção de um ambiente de baixo nível de pedidos pelas grandes siderúrgicas internacionais, principalmente aquelas instaladas nos EUA, Europa e Japão, onde os efeitos da crise econômica continuam sendo muito agressivos. Quanto ao fluxo comercial, a China continuou atuando como o carro chefe dos negócios da Vale e o único mercado a adquirir volumes mais representativos de minerais, face à manutenção de sua produção siderúrgica em bom nível.

Volumes de vendas no 2T09 devem ser muito similares aos realizados no trimestre anterior.

Neste sentido, aguardamos que a Vale tenha realizado vendas físicas de minério de ferro em 50 milhões de toneladas, o que se for confirmado representará uma evolução de 2% sobre o trimestre anterior. No caso de pelotas, não esperamos grandes modificações, devendo evoluir as vendas na mesma proporção que o minério de ferro.

Já no caso do níquel e cobre, acreditamos que a empresa tenha se esforçado em realizar maiores volumes de vendas físicas, já que naquele período estes metais apresentaram boa valorização e isto seria importante para a Vale ampliar faturamento e minimizar o efeito da desvalorização do dólar em relação ao real e a queda do preço do minério.

Expectativas de Vendas físicas

Vendas Físicas mil toneladas	1T08	2T08	3T08	4T08	1T09	2T09p	2T09p/2T08	2T09p/1T09
Minerais ferrosos								
Minério de ferro	64.789	67.684	74.645	46.477	49.993	50.993	-25%	2%
Pelotas	9.856	10.981	11.959	8.757	3.342	3.409	-69%	2%
Manganês	146	301	251	61	128	131	-56%	2%
Ferro ligas	123	125	95	53	53	54	-57%	2%
Minerais não-ferrosos								
Níquel	66	69	69	71	59	65	-6%	10%
Cobre	63	73	95	89	66	73	0%	11%

Fonte: Empresa/ projeções da SLW Corretora

Com a definição do novo preço de contratos para seus clientes, a Vale passa a negociar seus produtos em -28% para finos, -44,5% para granulados e de -48,3% para pelotas. No entanto, estes preços só valem para os clientes que aceitaram os preços de contratos e não para seus clientes na China, que ainda operam com preços de mercado spot. Isto para a Vale acabará significando preços menores no 2T09, especificamente para os clientes daquela região.

Expectativas de preços praticados no 2T09

Preços Médio Praticados US\$/Tonelada	1T08	2T08	3T08	4T08	1T09	2T09p	2T09p/1T09
Minerais ferrosos							
Minério de ferro	47,00	72,29	74,80	77,61	62,81	56,53	-10%
Pelotas	84,02	137,27	143,87	148,50	111,86	85,02	-24%
Manganês	276,77	278,91	433,82	402,38	114,80	126,28	10%
Ferro ligas	2.647,21	2.829,63	3.228,07	2.675,82	1.459,66	1.605,62	10%
Minerais não-ferrosos							
Níquel	29.094,87	27.777,78	18.212,56	12.279,13	10.819,39	14.606,17	35%
Cobre	8.183,84	8.692,71	6.070,18	3.329,93	3.575,39	4.719,51	32%

Fonte: Empresa/ projeções da SLW Corretora

Resultado do 2T09 ainda impactado pelas seqüelas da crise econômica global.

Decorrente destes fatores, aguardamos que a Vale venha a registrar pelo critério contábil BRGaap um faturamento líquido de R\$ 12 bilhões no 2T09, que se for confirmado representará uma queda de 8% sobre o 1T09 e inferior em 35% sobre o mesmo trimestre de 2008. É importante citar que o dólar final do trimestre em evidência registrou uma depreciação de 16% sobre o real, o que também atuou de forma negativa na formação do faturamento da empresa e em parte justifica a queda da receita.

Em relação aos custos e despesas operacionais, aguardamos que as medidas realizadas ao longo do 4T08 e no 1T09 possam ser observadas de forma mais significativa neste trimestre. Foram diversas medidas para ajustar custo com a realidade de mercado e isto deve proporcionar a apresentação de saldo Ebitda de R\$ 5,4 bilhões, com margem de 45% sobre um Ebitda com margem de 42% no trimestre anterior. Logicamente o saldo que for registrado neste período será muito inferior ao apresentado no mesmo período de 2008, quando a economia mundial ainda seguia em forte expansão e os volumes colocados eram muito superiores aos praticados atualmente.

Quanto ao efeito cambial, acreditamos que a questão da empresa possuir grande exposição em ativos dolarizados minimiza a possibilidade de registrar um grande ganho cambial com a atualização de suas dívidas em moeda estrangeira para o real, mas mesmo assim, ainda terá impacto positivo no resultado financeiro e no lucro do trimestre, que aguardamos que se posicione na faixa de R\$ 4,1 bilhões, ou 30% acima do reportado no 1T09, mas -10% sobre o apurado no mesmo trimestre de 2008.

Resultados projetados – 2T09

Resultados R\$ Milhões	1T08	2T08	3T08	4T08	1T09	2T09p	2T09p/ 2T08	2T09p/ 1T09
Vendas Líquidas	14.125	18.335	20.698	17.383	12.916	11.935	-35%	-8%
Ebitda	6.638	10.473	11.352	6.559	5.446	5.400	-48%	-1%
Lucro Líquido	2.253	4.573	12.433	10.449	3.151	4.110	-10%	30%
Margem Ebitda %	47%	57%	55%	38%	42%	45%		
Margem Líquida %	16%	25%	60%	60%	24%	34%		

Fonte: Empresa/ projeções da SLW Corretora

**Boa estrutura de capital
ainda é um diferencial
entre a Vale e as outras
grandes mineradoras.**

Independente do resultado aguardado se mostrar inferior ao histórico de publicação, a visão de que a empresa está registrando melhora gradual de seus negócios é um fator muito importante e sinaliza que em 2010, suas operações devem registrar boa recuperação e isto irá se transformar em melhora de geração de caixa e de lucratividade.

Quanto a questão de sua estrutura de capital, vale citar que em março/09 a empresa apresentou saldo de dívidas de US\$ 18 bilhões e saldo de caixa de US\$ 12 bilhões, o que pode ser apontada como uma boa estrutura de capital para o momento atual.

Mesmo durante o decorrer da crise econômica global, a Vale tem orientado sua atuação na estratégia de crescimento de forma agressiva, tendo adquiridos ativos de terceiros nos dois últimos trimestres e revisando seu programa de investimentos para 2009 de US\$ 14 bilhões para US\$ 9 bilhões, o que ainda assim se mostra um valor muito representativo e sinaliza sua intenção de manter um crescimento acelerado nos próximos anos.

Aquisição de novos ativos pode ocorrer, mas não acreditamos que a Vale venha a adquirir ativos de grande porte neste momento.

Cenário ainda aponta para uma melhora gradual trimestre a trimestre.

Por outro lado, a boa estrutura de capital da empresa continua sendo um vetor para que os agentes do mercado acreditem que a empresa possa vir a adquirir algum novo ativo de terceiros de porte mais representativo, como no caso da mineradora Freeport e agora esta sendo aventado que estuda a aquisição do controle acionário da Mosaic, uma das maiores empresas de fertilizantes do mundo, com ativos minerários em potássio e fosfatados e cujo valor de negociação deveria ser da ordem de US\$ 25 bilhões. Não acreditamos que a Vale venha a adquirir um ativo deste porte neste momento, já que possui projetos expressivos e os efeitos da crise, apesar de estarem sendo reduzidos, ainda estão presentes e dificultam a tomada de recursos internacionais em condições interessantes. Sendo assim, acreditamos que não seria impossível que a Vale venha a adquirir novos ativos minerários, inclusive no segmento de fertilizantes, mas não do porte da Mosaic.

Em nossa visão, o cenário de atuação da empresa continua apontando para um período de vendas apertadas nos próximos dois trimestres, mas já refletindo uma melhora gradual trimestre a trimestre. A China ainda deverá se manter como a principal cliente da Vale neste período e, gradativamente, reduzindo participação no seu faturamento, conforme se materialize a recuperação de outros países.

Apesar da empresa ainda estar convivendo com as dificuldades impostas pela crise econômica, aguardamos que a Vale ainda tenha um grande caminho de crescimento no setor, o que se transformará em bom retorno para seus acionistas. Sendo assim, seguimos com recomendação de compra para as ações PNA da Vale e preço justo de R\$48,42/ação, o que representa um potencial de valorização na faixa de 56%.

Gerdau – Negócios originados no Brasil ainda sustentam resultado

A demanda no mercado interno ainda se mostra muito interessante para suportar fragilidade em outros mercados.

Acreditávamos que a Gerdau registraria uma melhora no seu resultado operacional no 2T09, mas na verdade o seu desempenho nas regiões dos EUA, Europa e alguns países da América Latina não corresponderam as nossas expectativas e a Gerdau deverá reportar mais um fraco resultado neste 2T09. O fato de deter unidades de produção em diferentes países não livrou a empresa de queda de vendas, já que esta crise é global e em algumas regiões a retração de atividades em suas usinas continuou mais forte que em outras unidades, como no caso das unidades na América do Norte e Europa.

Mesmo com esta condição e a exemplo do que ocorreu no 1T09, a Gerdau teve seus resultados sustentados pelo desempenho comercial de suas unidades no Brasil, que continuam operando em condições muito mais favoráveis que nas outras regiões.

Aguardamos que a Gerdau registre vendas físicas de 3,4 milhões de toneladas de produtos no 2T09, o que, se confirmado, representará uma evolução de 12% sobre o 1T09 e de -38% sobre o 2T08.

No Brasil, as vendas físicas para o mercado interno devem registrar crescimento de 15%, sustentados pelo bom comportamento das atividades do setor de construção civil e autopeças. No caso das exportações de produtos, via unidades do Brasil, o desempenho também foi favorável e é fruto da estratégia adotada desde o trimestre anterior de buscar participação em regiões onde não atuava anteriormente. Isto ocorreu por conta de negócios realizados no Oriente Médio, Irã, Taiwan e Coréia. Esta estratégia tem sido acertada já que os tradicionais clientes continuaram afetados pela retração econômica. A Gerdau basicamente não operava nestes mercados e com resultados comerciais positivos nestas regiões, a empresa deverá registrar um crescimento nas vendas físicas de 15% neste segmento, comparativamente ao volume colocado no 1T09.

Fim do inverno nos países do hemisfério norte traz pontualmente uma retomada de demanda.

Por outro lado, as vendas físicas geradas na América do Norte também devem registrar crescimento da ordem de 15%, o que se justifica por uma recuperação sazonal de demanda, já que ocorreu o final do inverno na região. É importante citar que os efeitos do pacote de estímulo lançado pelo presidente Obama ainda não trouxeram impacto nas atividades da empresa e isto é aguardado para o último trimestre deste ano.

Melhor desempenho nas plantas da América Latina foi minimizado pelo desempenho mais fraco dos negócios no México e Colômbia.

Na América Latina o volume de vendas físicas deve registrar crescimento de 4% sustentados pelo melhor desempenho de suas plantas no Chile e Peru e em lado oposto o desempenho mais fraco das unidades do México e Colômbia, afetados pelos efeitos locais da crise econômica e também pela agressiva concorrência de aço importado, principalmente da China.

Por fim, o desempenho no segmento de aços especiais nas suas unidades no Brasil, EUA e Espanha devem registrar crescimento de vendas físicas em 4%, sustentados pelo bom desempenho no Brasil, já que nas demais regiões o desempenho continuou muito fraco. Importante citar que o principal cliente neste segmento é a indústria automobilística e de autopeças.

Expectativas de Vendas físicas

Vendas Físicas mil toneladas	1T08	2T08	3T08	4T08	1T09	2T09p	2T09p/ 2T08	2T09p/ 1T09
Brasil	1.621	1.818	1.883	1.256	1.096	1.260	-31%	15%
Mercado Interno	1.175	1.284	1.396	985	721	829	-35%	15%
Exportação	446	534	487	271	375	431	-19%	15%
Exterior	3.320	3.677	3.217	2.326	1.965	2.162	-41%	10%
América do Norte	2.158	2.268	1.912	1.303	1.080	1.242	-45%	15%
América Latina	623	624	548	437	487	506	-19%	4%
Aços Especiais	539	785	757	586	398	414	-47%	4%
Total Consolidado	4.941	5.495	5.100	3.582	3.061	3.422	-38%	12%

Fonte: Empresa/ projeções da SLW Corretora

Obs: Excluídas as vendas para empresas controladas

Em relação aos preços médios praticados pelas empresas Gerdau, aguardamos que de uma forma geral ainda não ocorra uma recuperação expressiva neste 2T09. Em nossa visão, apesar de esperarmos uma recuperação no preço médio em dólar praticado no Brasil, (mercado interno e exportações), ainda não esperamos que este movimento ocorra em outras regiões do exterior, que como apontamos ao longo deste relatório, continuam fragilizadas pelos efeitos da crise econômica.

Expectativas de preços praticados no 2T09

Preços Médio Praticados US\$/Toneladas	1T08	2T08	3T08	4T08	1T09	2T09p	2T09p/ 2T08	2T09p/ 1T09
Brasil	1.025	1.236	1.119	1.119	932	1.018	-18%	9%
América do Norte	930	1.155	1.048	1.048	959	854	-26%	-11%
América Latina	872	1.120	942	942	809	816	-27%	1%
Aços Especiais	1.675	1.793	1.439	1.439	1.402	1.332	-26%	-5%

Fonte: Empresa/ projeções da SLW Corretora

Considerando o desempenho comercial e a nova realidade de preços para os aços longos, aguardamos que a Gerdau venha a reportar vendas líquidas consolidadas de R\$ 6,4 bilhões no 2T09, o que se for confirmado, representará uma queda de 42% sobre o 2T08 e de -7% sobre o 1T09.

Resultado do 2T09 ainda não traz o brilho dos resultados passados.

Efeito cambial irá ajudar na lucratividade do 2T09, apesar de ser puramente contábil.

Efeitos do pacote de estímulo na economia dos EUA deverá influenciar os negócios da empresa no 4T09.

Na linha de custos e despesas operacionais, não aguardamos que a Gerdau tenha tido sucesso em reduzir ainda mais seus gastos para desenvolver suas atividades, já que a pressão dos custos fixos em relação a uma produção menor foram mantidos. Por outro lado, ainda ocorreram ajustes nos seus estoques de produtos acabados e insumos de produção, como no caso da sucata, a valor presente e isto ainda impactará a empresa. Vale lembrar que a Gerdau efetuou ajustes com seu quadro de pessoal, que também irá afetar a linha de despesas operacionais. Com isto esperamos que a empresa venha a registrar saldo Ebitda de R\$ 645 milhões no 2T09, o que se for confirmado representará uma margem Ebitda de 10%, contra uma margem de 9% no 1T09. A comparação do saldo Ebitda esperado para o 2T09 deve registrar um decréscimo de 77% sobre o saldo reportado no 2T08, o que demonstra o quanto a crise afetou a rentabilidade da empresa.

Por fim, cabe destacar a questão da apreciação do Real sobre o Dólar em 16% no 2T09, o que irá gerar uma variação cambial sobre parcela de seu endividamento atrelado em moeda estrangeira e este fator é o que esperamos que leve o resultado final a se posicionar em nível superior ao do trimestre anterior. Aguardamos que a Gerdau reporte lucro líquido de R\$ 367 milhões no período, que seria muito superior ao lucro de R\$ 35 milhões do 1T09, mas 83% inferior ao lucro reportado no 2T08.

Resultados projetados – 2T09

Resultados Projetados R\$ Milhões	1T08	2T08	3T08	4T08	1T09	2T09p	2T09p/ 2T08	2T09p/ 1T09
Vendas Líquidas	8.945	11.100	12.444	9.420	6.968	6.453	-42%	-7%
Ebitda	1.985	2.747	3.841	1.452	599	645	-77%	8%
Lucro Líquido	1.090	2.124	1.420	311	35	367	-83%	949%
Margem Ebitda %	22%	25%	31%	15%	9%	10%		
Margem Líquida%	12%	19%	11%	3%	1%	6%		

Fonte: Empresa/ projeções da SLW Corretora

Continuamos alertando em nossos relatórios, que apesar dos resultados frustrantes dos últimos trimestres, a Gerdau será muito favorecida em seus negócios com a execução do plano de estímulo para a economia dos EUA do novo presidente Obama e no Brasil pelo PAC e pacote habitacional minha casa minha vida, que em conjunto acabarão gerando maior demanda para os seus produtos e isto será importante até que as outras economias comecem a dar sinais mais firmes de retomada no consumo.

A diversificação de mercados, que até antes da crise era apontado como o fator de sucesso na empresa, trouxe impacto no comportamento de suas ações desde o começo do ano, sendo que o preço das ações PN da Gerdau seguiram nos primeiros seis meses com forte defasagem entre a valorização das ações de suas pares locais. Sendo assim, acreditamos que em algum momento o preço de suas ações deverá retomar forte, anulando em parte esta anomalia de mercado. Desta forma, estamos mantendo nossa recomendação de compra para as ações PN da Gerdau, com preço justo de R\$ 28,96/ação, o que representa um potencial de valorização para a ação na faixa de 34%.

CSN – A diversificação tem sido uma boa saída para a empresa neste período de crise.

A CSN continua expandindo seus negócios com minério de ferro, minimizando os efeitos negativos de vendas em siderurgia.

O desempenho da CSN no segmento de siderurgia não foi muito diferente a Usiminas, já que no 2T09 ainda havia retração de demanda local e havia pouco espaço para exportações com margens satisfatórias. No entanto, a CSN continuou se beneficiando da maior participação das atividades de minério de ferro em seu faturamento.

Apesar do preço referencial do minério de ferro ter sido reajustado em -28%, ainda assim, a CSN conseguiu ampliar significativamente o volume de vendas físicas neste segmento, o que tem favorecido a empresa.

No 2T09, a empresa ainda operou com 70% de sua capacidade em siderurgia e já há expectativas de que venha a colocar em breve em funcionamento o alto forno que havia sido paralisado para manutenção. Mesmo com esta expectativa, a empresa ainda deve operar com carga baixa nos equipamentos, visando não ampliar seus estoques de produtos acabados em níveis elevados, mesmo que o cenário esteja apontando para uma demanda mais expressiva nos próximos dois trimestres.

Com base no momento comercial ainda difícil, aguardamos que as vendas físicas em siderurgia da CSN não sejam muito diferentes do que foi observado no 1T09. Estamos trabalhando com vendas físicas de 671 mil toneladas de produtos siderúrgicos, que se confirmado, refletirá num crescimento de 5% sobre o volume colocado no 1T09, mas ainda 49% inferior ao do mesmo trimestre de 2008, quando a crise não havia se instalado no mundo.

Expectativas de Vendas físicas

Vendas Físicas mil toneladas	1T08	2T08	3T08	4T08	1T09	2T09p	2T09p/ 2T08	2T09p/ 1T09
Total	1.393	1.327	1.265	907	642	671	-49%	5%
Placas	22	57	19	12	1	1	-98%	0%
Laminados a Quente	499	461	488	331	176	185	-60%	5%
Laminados a Frio	214	183	172	149	112	118	-36%	5%
Galvanizados	455	429	413	266	208	216	-50%	4%
Folhas Metálicas	203	197	173	149	145	151	-23%	4%
Participação de Mercado								
% mercado interno	80%	83%	88%	91%	87%	84%		

Fonte: Empresa/ projeções da SLW Corretora

Preços médios praticados no 2T09 serão inferiores ao do trimestre anterior, tanto no mercado local como internacional.

Em relação aos preços praticados, observou-se um quadro ainda de enfraquecimento de preços internacionais e descontos diferenciados sendo oferecidos no 2T09 para clientes do mercado interno. Para este período, aguardamos que a empresa tenha oferecido mais 10% de desconto nos preços para clientes locais. Já no mercado externo, os preços continuaram fragilizados pela forte retração de demanda para produtos siderúrgicos. Em nossa visão, o fato da empresa realizar vendas em siderurgia mais expressivas no mercado local trará benefícios importantes em seu faturamento, já que o preço do aço no mercado local continua muito acima do que é praticado no exterior.

Diferentemente da Usiminas, a CSN continua evoluindo seus negócios em minério de ferro, o que tem colaborado para a expansão de seu faturamento trimestre a trimestre neste segmento. Para o 2T09 estimamos vendas de 6 milhões de toneladas deste produto, ou seja, um volume 11% superior ao praticado no 1T09. A CSN continua operando no mercado á vista e mantém sua agressiva estratégia de atrair novos clientes oferecendo descontos para atrair negócios.

Desta forma, considerando o desempenho no segmento de siderurgia, com ligeiro crescimento de vendas físicas e preços inferiores e a expansão das vendas em mineração, aguardamos que a CSN venha a registrar vendas líquidas de R\$ 2,7 bilhões no 2T09, que seria 25% inferior ao do 2T08 e +9% sobre o 1T09.

Forte ganho contábil é esperado para o 2T09, o que irá favorecer na apresentação do lucro líquido do período.

Não aguardamos que a empresa tenha tido sucesso em reduzir ainda mais a pressão na linha de custos e de despesas operacionais, visto o período ainda ter se mostrado fragilizado e também pelo fato de ainda carregar estoques de insumos de produção adquiridos antes da crise, com uma realidade de preço muito diferente da atual. Dentre estes itens, destacamos os estoques ainda existentes de carvão. Sendo assim, aguardamos que a empresa registre no 2T09 uma geração operacional de caixa, medido pelo Ebitda, de R\$ 692 milhões, ligeiramente acima do trimestre anterior, mas 59% abaixo do reportado no 2T08.

Por fim, cabe destacar que a linha final do resultado do 2T09 será fortemente impactada por ganhos contábeis com o efeito da variação cambial do período, já que o Real se apreciou em 16% sobre o Dólar e a CSN registra grande exposição de dívidas em moeda estrangeira. Sendo assim, aguardamos que a empresa reporte um lucro líquido de R\$ 334 milhões, que mesmo assim ainda será 9% inferior ao do 1T09.

Resultados projetados – 2T09

Resultados Projetados R\$ Milhões	1T08	2T08	3T08	4T08	1T09	2T09p	2T09p/ 2T08	2T09p/ 1T09
Vendas Líquidas	3.030	3.555	4.029	3.389	2.444	2.657	-25%	9%
Ebitda	1.283	1.702	2.090	1.518	683	692	-59%	1%
Lucro Líquido	767	1.031	40	3.936	369	334	-68%	-9%
Margem Ebitda %	42%	48%	52%	45%	28%	26%		
Margem Líquida %	25%	29%	1%	116%	15%	13%		

Fonte: Empresa/ projeções da SLW Corretora

Expectativas mais otimistas para os próximos dois trimestres.

Apesar de ser um período ainda anormal para as atividades da empresa, acreditamos que medidas recentes, como a do Governo em reduzir o IPI para produtos de linha branca e da melhora das atividades industriais no país deverá impor uma recuperação nos volumes vendidos pela empresa ao longo dos próximos trimestres. Não acreditamos que este movimento represente melhora de preços no mercado local no curto prazo, já que em outros países os preços devem se manter baixos e este pode ser um parâmetro ou uma ameaça de importação de aço por parte de grandes clientes.

Seguimos com recomendação de compra para as ações ON da CSN, com preço justo de R\$ 56,37/ação, oferecendo um potencial de valorização de 24%.

No 2T09 a Usiminas deverá ter melhora de vendas físicas, mas os preços médios devem se reduzir em comparação aos praticados no trimestre anterior.

A capacidade instalada da Usiminas continuou em 50% no 2T09, com probabilidade de retomada de equipamentos nos próximos dois trimestres.

Usiminas – O resultado operacional do 2T09 será o pior da história da empresa.

Apesar da visão clara das dificuldades que as empresas de aços planos estão atravessando, nos surpreendeu negativamente o fato de que a Usiminas terá um resultado operacional no 2T09 ainda mais fraco do que o do trimestre anterior.

Aguardamos que a Usiminas venha a registrar evolução nas vendas físicas do 2T09, justificado pela condição do mercado interno estar mais receptivo aos seus produtos, principalmente quando apontamos o desempenho da indústria automobilística, autotopeças e de linha branca nacional. No entanto a evolução de 15% das vendas físicas virá acompanhada de um decréscimo médio em seus preços praticados localmente de 10% e também por baixos preços praticados no exterior, fruto ainda da retração de demanda internacional para produtos siderúrgicos. Estamos trabalhando com uma participação de vendas para o mercado interno em 75% do total de vendas físicas, o que acabará sendo um fator benéfico para a Usiminas, já que os preços locais, mesmo com o novo desconto, ainda estão elevados na comparação com os preços obtidos no mercado internacional.

A Usiminas ainda operou no 2T09 com 50% de sua capacidade, fator que tem colaborado para que os estoques na ponta da distribuição tenham cedido ao longo do período e hoje já esteja praticamente em níveis normais, o que irá favorecer o seu desempenho nos próximos trimestres. Mesmo com esta condição, a empresa não sinaliza que vai religar seus equipamentos parados para manutenção de forma rápida, pois aguarda sinalizações mais fortes para a tomada desta decisão.

No caso da Usiminas, mesmo com a manutenção de um bom quadro de produção e vendas da indústria automobilística brasileira, onde a Usiminas é a principal fornecedora de chapas, ainda assim a postergação de investimentos e a menor demanda por bens de capital acabaram influenciando no comportamento das vendas físicas da empresa naquele período. Por conta destes fatores, a Usiminas deverá realizar vendas físicas 37% inferiores ao que registrou no 2T08, período que ainda não havia sinais de retração de demanda. Para este nível de queda, estamos aguardando que as vendas físicas sejam da ordem de 1,2 milhões de toneladas de produtos acabados, que como havíamos comentado, seria 15% superior ao registrado no trimestre anterior.

Expectativas de Vendas físicas

Vendas Físicas mil toneladas	1T08	2T08	3T08	4T08	1T09	2T09p	2T09p/ 2T08	2T09p/ 1T09
Total	1.886	1.917	1.916	1.458	1.048	1.206	-37%	15%
Chapas Grossas	463	522	452	339	245	282	-46%	15%
Laminados a Quente	589	609	591	407	310	357	-41%	15%
Laminados a Frio	456	461	454	358	269	309	-33%	15%
Eletro-Galvanizados	75	69	66	42	32	37	-46%	16%
Galvanizados por Imersão a Quente	100	123	122	94	84	97	-21%	15%
Produtos Processados	61	61	54	44	34	39	-36%	15%
Placas	142	72	177	174	74	85	18%	15%
Participação de Mercado								
% mercado interno	81%	87%	84%	90%	74%	75%		

Fonte: Empresa/ projeções da SLW Corretora

Aparentemente o preço internacional chegou no fundo do poço no 2T09.

Em relação aos preços internacionais de aços planos, no 2T09 o preço da Bobina a Quente ficou na faixa de US\$ 450/tonelada, contra uma média de US\$ 500/tonelada no trimestre anterior. Nossa expectativa é de que este possa ter sido o piso mais baixo do ano e que deva voltar para a casa dos US\$ 500/tonelada no 3T09.

No caso da Usiminas, como 75% das vendas físicas foram realizadas no mercado interno, o seu preço médio não ficou tão baixo como o verificado no exterior. Em nossa projeção, o preço médio da Bobina a Quente ficou em US\$ 774/tonelada por conta deste fator, já que por aqui este produto foi vendido a R\$ 1.650/tonelada, ou convertido a um dólar de R\$ 1,95 seria equivalente a um preço em dólar de US\$ 845/tonelada.

Expectativas de preços praticados no 2T09

Preços Médio Praticados US\$/Tonelada	1T08	2T08	3T08	4T08	1T09	2T09p
Chapas Grossas	1.081	1.328	1.299	1.281	1.069	962
Laminados a Quente	827	1.020	1.019	942	860	774
Laminados a Frio	958	1.155	1.124	1.023	889	800
Eletro-Galvanizados	1.182	1.407	1.253	1.092	1.105	994
Galvanizados por Imersão a Quente	1.283	1.464	1.319	1.205	1.111	1.000
Produtos Processados	1.093	1.231	1.162	1.094	1.031	928
Placas	486	567	754	664	406	365

Fonte: Empresa/ projeções da SLW Corretora

Por conta da queda de vendas físicas e preços médios inferiores, aguardamos que a Usiminas venha a divulgar vendas líquidas de R\$ 2,4 bilhões, inferior em 39% e 9%, respectivamente sobre o 2T08 e 1T09.

Utilização de estoques de carvão a preços antigos será o vilão do resultado operacional do 2T09.

Em relação ao custo de produção e despesas operacionais, mesmo com os esforços de redução esperados e mudança no mix de insumos consumidos, não aguardamos que a empresa registre melhora na geração operacional de caixa. Neste sentido, vale citar o vilão da história, que foi o estoque de carvão adquirido a US\$ 300/tonelada e cujo valor é irreal para a realidade de preços de produtos finais de siderurgia. Com isto, aguardamos que a Usiminas venha a registrar um saldo Ebitda de R\$ 226 milhões, -84% sobre o 2T08 e de -32% sobre o 1T09. Com certeza será o pior resultado operacional da história da Usiminas. Para termos uma idéia do que será isto, a Usiminas tem conseguido apresentar uma margem Ebitda na faixa de 35% antes da crise e no 1T09 esta margem já tinha caído para 12% e agora no 2T09 esperamos que venha a se reduzir ainda mais, se posicionando em 9%. Para obter um saldo Ebitda deste porte, ao nível da depreciação do trimestre, significa que a Usiminas venha a registrar um saldo Ebit muito baixo ou até que o valor seja negativo, o que demonstra o quanto a empresa foi afetada com as seqüelas da crise.

Ganho com variação cambial será o fator determinante para a empresa reportar lucro líquido no 2T09.

Com isto, o resultado final só não será negativo, por conta de ganhos extraordinários com a apreciação do Real sobre o Dólar em 16%, que irá gerar um saldo adicional no resultado financeiro que a levará a registrar lucro líquido de R\$ 429 milhões, que mesmo assim ainda será 50% inferior ao do mesmo trimestre de 2008, mas não um prejuízo como apresentado no 1T09 de R\$ 112 milhões.

Vale lembrar que a Usiminas não é uma empresa com alta alavancagem financeira por capital de terceiros, mas optou em captar recursos desde meados do ano passado para fazer frente ao forte programa de investimentos traçado, que gerou este efeito no trimestre em evidência.

Resultados projetados – 2T09

Resultados Projetados R\$ Milhões	1T08	2T08	3T08	4T08	1T09	2T09p	2T09p/ 2T08	2T09p/ 1T09
Vendas Líquidas	3.554	3.973	4.451	3.729	2.670	2.441	-39%	-9%
Ebitda	1.254	1.458	1.894	1.508	332	226	-84%	-32%
Lucro Líquido	646	860	880	837	-112	429	-50%	-
Margem Ebitda %	35%	37%	43%	40%	12%	9%		
Margem Líquida %	18%	22%	20%	22%	-4%	18%		

Fonte: Empresa/ projeções da SLW Corretora

Recuperação de vendas é aguardada para os próximos dois trimestres.

A expectativa continua apontando para uma recuperação da demanda por aços planos ao longo do 3T09, o que poderá viabilizar a volta de operações dos equipamentos paralisados para manutenção para o início do 4T09, que promete ser um trimestre de boa recuperação para as empresas do setor.

Mesmo com este cenário não favorável de curto prazo, entendemos que a Usiminas é uma empresa que terá forte recuperação nos próximos trimestres e isto certamente será traduzido no comportamento de preços de suas ações. Sendo assim, continuamos mantendo nossa recomendação de Compra para as ações PNA da Usiminas, com preço justo de R\$ 53,33/ação, representando upside de 35%.

SLW CORRETORA DE VALORES E CÂMBIO LTDA

Rua Dr. Renato Paes de Barros, 717 10º Andar
Itaim Bibi São Paulo – SP CEP 04530-001
Tel.: (0xx11) 3048-9900 Fax: (0xx11) 3048-9888

Departamento de Análise de Investimentos

Kelly Cristina Neander Trentin - CNPI (0XX11) 3048-9963 kelly.trentin@slw.com.br

Head - Telecom, Bancos, Transporte Aéreo, Logística

Cauê de Campos Pinheiro (0XX11) 3048-9784 caue@slw.com.br

Alimentos, Bebidas, Fumo e Varejo

Erick Scott Hood (0XX11) 3048-9754 erick@slw.com.br

Petróleo&Gás, Saneamento, Açúcar e Álcool

Rosângela Alves Nogueira Ribeiro - CNPI (0XX11) 3048-9896 rosangela.ribeiro@slw.com.br

Energia Elétrica

Pedro Roberto Galdi - CNPI (0XX11) 3048-9904 pedro.galdi@slw.com.br

Siderurgia, Mineração, Papel e Celulose e Implementos Automotivos

Comercial / Mesa de Operações

Diretoria Comercial

Robson Domingues de Queiroz (0XX11) 3048-9928 robson@slw.com.br

Gerência Operacional Bovespa

César Alberto Lopes (0XX11) 3048-9800 cesar@slw.com.br

Gerência Comercial

Daniel Torrano Hannun (0XX11) 3048-9796 daniel.hannun@slw.com.br

Gerência de Renda Fixa

João Roberto Fargetti (0XX11) 3048-9800 rfixa@slw.com.br

Este material foi elaborado em nome da SLW CVC Ltda., para uso exclusivo no mercado brasileiro, sendo destinado a pessoas físicas e jurídicas residentes no país, e está sujeito às regras e supervisão da Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil. Em conformidade aos Aspectos regulatórios contidos na Instrução da CVM nº 388, de 30 de Abril de 2.003, declaramos que:

- a) *As recomendações são dadas de acordo com as informações tornadas públicas pelas cias que afetem as perspectivas de desempenho de suas ações no mercado. Os preços alvos indicados foram obtidos por nossas projeções de resultados (ver Stock Guide SLW no Relatório Diário), sendo que as empresas ainda sem projeção oficial nossa tem preços-alvo indicados em nossos relatórios Diário, Semanal e Mensal referenciados pelos da empresa de consultoria Lopes&Filho Associados e consenso de mercado.*
- b) *O Analista responsável pela elaboração deste relatório declara que: (i) Não possui qualquer vínculo com pessoa natural que atue no âmbito das companhias cujos valores mobiliários foram analisadas neste relatório.(ii) Não é titular, de valores mobiliários de emissão da companhia analisada, que representem 5% (cinco por cento) ou mais do seu patrimônio pessoal, e não está envolvido em operações de tais valores mobiliários no mercado.(iii) Não recebeu e nem recebe, incluso a SLW CVC Ltda., remuneração por serviços prestados, ou mantém quaisquer relações comerciais com as companhias alvo de análise, ou com pessoa natural ou jurídica, que atue representando o mesmo interesse dessas companhias, e (iv) Que sua remuneração esta atrelada ao desempenho da SLW CVC Ltda. em suas operações financeiras e desempenho em geral, não estando vinculada a desempenho de valores mobiliários aqui recomendados.*
- c) *A SLW CVC Ltda. e seus analistas declaram também não possuir participação acionaria direta ou indireta, igual ou superior a 1% (um por cento) do capital social de quaisquer dos valores mobiliários emitidos pelas companhias analisadas no presente relatório.*
- d) *As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes confiáveis, porém a SLW CVC Ltda. não garante sua exatidão. Qualquer estimativa refere-se a esta data e pode sofrer alterações sem prévio aviso. O propósito é meramente informativo e não nos responsabilizamos por qualquer estratégia de investimento a ser adotada.*
- e) *O presente relatório foi produzido de forma independente e autônoma, inclusive em relação a SLW CVC Ltda, instituição de vínculo com o Analista, e reflete única e exclusivamente as opiniões pessoais do Analista.*