

CSN (CSNA3 – Venda)

Mudando a recomendação após a alta

Atualizamos nossas projeções da CSN, incorporando melhores perspectivas para as vendas e os preços de aço e minério. Com isso, elevamos o Preço Justo de CSNA3 para R\$ 15,50 por ação, vindo de R\$ 11,40. No entanto, alteramos nossa recomendação de Compra para Venda para esta ação, após sua forte alta de 93,8% no ano. Temos expectativas positivas para a empresa em 2019, porém, o lucro líquido neste ano deve ficar menor, porque em 2018 a empresa obteve elevados ganhos não recorrentes. No 1T19, esperamos um desempenho mais modesto da CSN, em função de aumentos dos custos e um mercado interno retraído no período, que apresentou queda no volume de aço vendido até fevereiro.

Siderurgia deve crescer também em 2019: O segmento de siderurgia da CSN teve um bom desempenho em 2018 e isso deve continuar este ano. Em 2018, a siderurgia obteve um crescimento de 3,0% em volume de vendas e 25,0% no EBITDA, mesmo com a venda da CSN LLC.

Para 2019, a expectativa da empresa é de um incremento em 6% nas vendas totais de aço, sendo que no mercado interno o aumento deve ficar acima de 10%. Não imputamos um crescimento tão expressivo em nossas projeções.

O comportamento do mercado de aço no Brasil no primeiro bimestre do ano não foi positivo para os laminados. Comparadas ao mesmo período de 2018, as vendas de aços planos no mercado interno caíram 0,5%, segundo os dados do Instituto Aço Brasil (IABr). Em aços longos a queda foi de 2,2%.

A CSN vai parar para manutenção seu Alto Forno 3 por 60 dias em meados do ano. Isso irá determinar um aumento dos investimentos e a compra de placas. Assim, os investimentos totais devem atingir R\$ 1,5 bilhão em 2019, valor 13,7% superior ao ano anterior. Estimamos que a CSN tenha de comprar 650 mil toneladas de placas, o que leva a um dispêndio próximo de US\$ 350 milhões. Vale destacar que esta compra eleva o custo de produção do aço.

Uma boa notícia para a empresa são os aumentos de preços. Em janeiro, o setor repassou para a indústria automobilística aumentos entre 20%-25% e mais 5% para a indústria. No dia 25 de março, foram efetivados aumentos médios de 12% para o segmento industrial e a distribuição. Vemos como riscos para os preços no mercado interno a expectativa de valorização do real (projeções do Boletim Focus) e a demanda ainda fraca.

Mineração também crescendo: O segmento de mineração da CSN sempre contribuiu fortemente para o resultado e esta participação cresceu em 2018. O EBITDA da mineração evoluiu de 41,9% do total em 2017 para 44,8% em 2018.

Luiz Francisco Caetano, CNPI

lcaetano@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2563

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Dados da Ação

		VENDA
Recomendação		
Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	17,13
Preço justo	R\$ /ação	15,50
Potencial	%	-9,5
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	7,35 - 17,42
Total de ações	milhões	1.387,5
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	45,4
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	301,6
Valor de Mercado	R\$ milhões	23.768

Desempenho da Ação

	Dia	Ano	52 Sem.
CSNA3	1,5%	93,8%	94,9%
Ibovespa	-0,9%	7,5%	11,7%

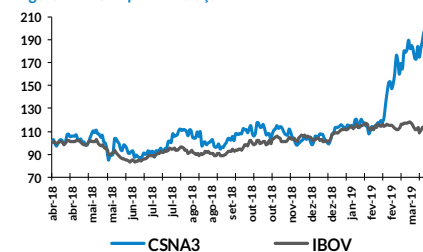
Cotação de 03/04/2019

Principais Múltiplos

	2018	2019E	2020E
P/L (x)	2,4	9,2	9,1
VE/EBITDA (x)	5,9	7,5	6,9
ROE (%)	58,3	24,4	20,8
Div. Liq./EBITDA (12m) (x)	4,6	3,8	3,4
Receita Líquida (R\$ mm)	22.969	24.611	24.998
Lucro Líquido (R\$ mm)	5.074	2.593	2.618
Margem Bruta (%)	29,9	29,1	29,8
Margem EBITDA (%)	25,5	23,9	24,2
Margem Líquida (%)	22,1	10,5	10,5
Payout (%)	17,7	25,0	25,0
Retorno Dividendo (%)	3,4	2,7	2,8
Cotação/VPA (x)	1,4	2,2	1,9

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M

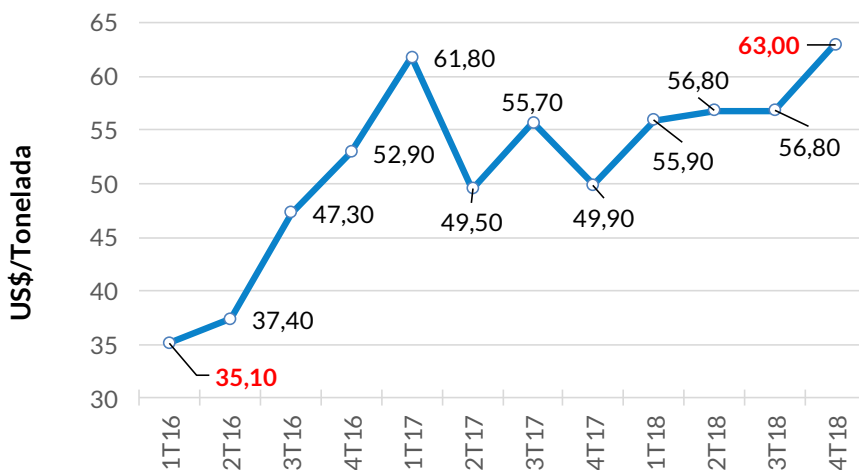


Fonte: Economática.

Em 2018, o volume total vendido de 34,8 milhões de toneladas de minério, foi 6,8% maior que no ano anterior. Este aumento veio de maiores compras de terceiros, que aumentaram em 3,8 milhões de toneladas, mais que compensando a redução de 2,0 milhões na produção própria. Com isso, o volume vendido a terceiro subiu 8,1% (2,2 milhões de t.).

Ainda mais importante que o aumento do volume vendido, a elevação dos preços contribuiu para o bom resultado da mineração em 2018. O preço médio do minério entregue na China pela CSN subiu 8,6% em 2018 para US\$ 58,4 por tonelada seca. Além do incremento absoluto do preço, no ano passado a CSN se beneficiou com o aumento da qualidade do minério vendido. Em 2017, a empresa teve uma redução de US\$ 5,4 por tonelada vendida por questões de qualidade, enquanto em 2018 houve um ganho de US\$ 0,9/t. A venda de minério com qualidade mais elevada (maior percentual de ferro com menor teor de contaminantes como alumina e sílica), levou em 2018 a uma queda na diferença entre o preço de venda e o IODEX para 16,0% (em 2017 foi 24,4%).

Figura 1: CSN - Preço de Venda do Minério (CFR na China)



Fonte: CSN

A CSN está se beneficiando da recente alta do minério. No 1T19, o preço médio na China (código Bloomberg ISIX62IU), subiu 12,9% em relação ao trimestre anterior, fechando o período em US\$ 82,06 por tonelada.

Em 2019, a empresa espera vender entre 35 e 36 milhões de toneladas, volume próximo do ano anterior. Porém, deve ocorrer uma redução nas compras de terceiros, com aumento da produção própria.

No acumulado do 1T19, a receita das exportações brasileiras com minério de ferro somou US\$ 4,6 bilhões, 3,5% maior que no mesmo período de 2018. Isso indica um bom faturamento para o segmento de mineração da CSN no trimestre.

Endividamento continua muito elevado: A CSN tem um problema antigo, seu alto endividamento, que prejudica a rentabilidade e eleva o risco. A diretoria da empresa tem

04 de abril de 2019

prometido repetidamente que vai reduzi-lo, com a venda de ativos, mas isso ainda não aconteceu em maior medida.

A dívida líquida ao final de dezembro/2018 era de R\$ 26,6 bilhões, que caiu 1,7% no trimestre, mas aumentou 1,3% nos últimos doze meses. A relação dívida líquida/EBITDA no 4T18 ficou em 4,6x, vindo de 4,9x no trimestre anterior e 5,7x no 4T17. Foi importante para manter o endividamento controlado a forte geração de caixa do ano. O fluxo de caixa livre em 2018 atingiu R\$ 3,9 bilhões, muito impactado pela venda da CSN LLC (R\$ 1,7 bilhão), contra um número negativo (R\$ 170 milhões) em 2017.

Nos últimos meses, a empresa avançou na administração da sua dívida renegociando com seus maiores credores nacionais, vendendo um ativo e realizando uma operação de pré-pagamento. Em julho do ano passado, a CSN concluiu a venda de sua subsidiária nos Estados Unidos (CSN LLC) para a siderúrgica americana Steel Dynamics por US\$ 400 milhões. Nesta semana, a CSN concluiu uma operação para o pré-pagamento de uma venda de 22 milhões de toneladas de minério com a Glencore. O valor da operação é de US\$ 500 milhões. A CSN estimou que após o recebimento deste valor, sua relação Dívida Líquida/EBITDA caiu para 4,1x. Finalmente, a CSN alongou por três anos o pagamento de uma dívida (US\$ 148 milhões), que venceria em março/2020.

CSN - Endividamento

R\$ milhões	4T17	3T18	4T18	3T17/2T17	3T17/3T16
Moeda Estrangeira	14.781	17.312	16.238	-6,2%	9,9%
Curto Prazo	1.566	4.611	3.688	-20,0%	135,5%
Longo Prazo	13.215	12.701	12.550	-1,2%	-5,0%
Moeda Nacional	14.788	12.882	12.705	-1,4%	-14,1%
Curto Prazo	4.985	1.828	1.994	9,1%	-60,0%
Longo Prazo	9.803	11.054	10.711	-3,1%	9,3%
Dívida Bruta	29.570	30.195	28.943	-4,1%	-2,1%
Custos e Prêmios	59	119	116	-2,5%	96,5%
Caixa	3.412	3.898	2.248	-42,3%	-34,1%
Dívida Líquida	26.099	26.178	26.579	1,5%	1,8%

Dívida Líquida/EBITDA	5,7x	4,9x	4,6x
------------------------------	-------------	-------------	-------------

Fonte: CSN

A empresa prometeu que ao final de 2019 a relação dívida líquida/EBITDA será de 3,5x, o que seria muito positivo. Para isso, a CSN tem as ações da Usiminas para vender, mais o terminal de contêineres no Porto de Itaguaí (RJ), a Lusosider (produtora de laminados a frio e galvanizados em Portugal), a SWT (perfis metálicos na Alemanha) e até uma participação na CSN Mineração (mina de Casa de Pedra como principal ativo).

Além destas operações possíveis, a CSN confirmou no início do mês passado, que contratou um assessor financeiro para definir uma operação de venda antecipada de minério, que pode chegar a US\$ 1 bilhão.

Dividendos podem gerar um bom retorno: A CSN não anunciou o valor a ser distribuído aos acionistas referente ao exercício de 2018. No entanto, observamos que a empresa

04 de abril de 2019

provisionou R\$ 898 milhões (R\$ 0,65 por ação) para o pagamento de proventos. A Assembleia Geral Ordinária será realizada no dia 26 de abril, quando esperamos que este valor seja aprovado para distribuição aos acionistas. Considerando a última cotação de CSNA3, este provento permitirá um retorno de 3,8%.

Um ano de recuperação: Os resultados da CSN no 4T18 mostraram números muito positivos, beneficiados pelo aumento dos preços do aço e do minério, além de ganhos não recorrentes.

No 4T18, a CSN obteve um lucro líquido de R\$ 1.720 milhões (R\$ 1,24 por ação), muito maior que os números do trimestre anterior (+138,4%) e do 4T17 (+381,1%).

CSN - Resultados Trimestrais

R\$ milhões	4T17	3T18	4T18	4T18/3T18	4T18/4T17
Receita Líquida	4.993	6.165	6.051	-1,9%	21,2%
Lucro Bruto	1.413	1.866	2.052	10,0%	45,3%
Margem bruta	28,3%	30,3%	33,9%	-3,6 pp	5,6 pp
EBITDA	1.203	1.627	1.560	-4,1%	29,7%
Margem EBITDA	24,1%	26,4%	25,8%	0,6 pp	1,7 pp
Resultado Financeiro	-860	-423	510	-220,6%	-159,3%
Lucro Líquido	358	722	1.720	138,4%	381,1%

Fonte: CSN

Em 2018, a CSN obteve aumento nas vendas de minério (6,8%) e de aço (3,0%). As vendas de aço cresceram forte no mercado interno (17,1%), mas houve uma expressiva queda nas exportações (27,2%) e redução de 14,4% nas subsidiárias no exterior, por conta da venda da unidade nos Estados Unidos. As vendas maiores com os melhores preços vigentes no ano não garantiram a elevação na margem bruta, que caiu 3,3 pontos percentuais, em função de aumentos de custos. Porém, o resultado do ano teve forte aumento devido a contabilização de fatores não recorrentes (venda da CSN LLC, exclusão do ICMS no cálculo do PIS/Cofins e a atualização no valor das ações da Usiminas). Assim, o lucro líquido de 2018 atingiu R\$ 5,1 bilhões (R\$ 3,66/ação).

CSN - Resultados Anuais

R\$ milhões	2017	2018	Var.
Receita Líquida	18.525	22.969	24,0%
Lucro Bruto	4.928	6.863	39,3%
Margem bruta	26,6%	29,9%	-3,3 pp
EBITDA	4.645	5.849	25,9%
Margem EBITDA	25,1%	25,5%	-0,4 pp
Resultado Financeiro	-2.464	-1.496	-39,3%
Lucro Líquido	10	5.074	-

Fonte: CSN

As vendas de aço da CSN no 4T18 foram de 1.181 mil toneladas, volume 5,7% menor que no 4T17. Esta queda decorreu principalmente da redução dos volumes nas subsidiárias no exterior (-25,4%), pela venda da unidade instalada em Terre Haute (EUA). Vale ressaltar

04 de abril de 2019

que no mercado interno, houve um aumento de 8,4% no volume vendido do 4T18, comparado ao mesmo trimestre do ano anterior.

As vendas de minério no 4T18 aumentaram 3,4%, com as elevações de 2,2% no volume comercializado no mercado externo e 10,5% no Brasil.

CSN - Resultados dos Segmentos

R\$ milhões	4T17	3T18	4T18	4T18/3T18	4T18/4T17
Vendas de Aço Merc. Interno - mil t.	770	912	835	-8,4%	8,4%
Vendas das Subsidiárias no Exterior - r	401	329	299	-9,1%	-25,4%
Exportações - mil t.	82	48	46	-4,2%	-43,9%
Vendas de Aço TOTAL - mil t.	1.253	1.290	1.181	-8,4%	-5,7%
Preço Médio Aço - Merc. Int.- R\$/t.	2.788	3.179	3.255	2,4%	16,7%
Preço Médio Aço - Merc. Ext. - R\$/t.	2.665	3.183	3.043	-4,4%	14,2%
EBITDA Siderurgia	713	652	594	-8,9%	-16,7%
Margem EBITDA Siderurgia	20,8%	19,0%	17,3%	1,7 pp	3,5 pp
EBITDA Siderurgia - R\$/t	569	505	503	-0,5%	-11,6%
Vendas de Minério de Ferro - mil t.	9.561	9.288	9.889	6,5%	3,4%
Preço Médio do Minério - R\$/t	123	179	186	4,3%	51,6%
EBITDA Mineração	351	811	835	3,0%	1,3789174
Margem EBITDA Mineração	29,9%	69,0%	71,1%	-2,0 pp	-41,2 pp
EBITDA Mineração - R\$/t	37	87	84	-3,3%	130,0%

Fonte: CSN

No 4T18, o custo de produção da placa de aço (produto básico da siderurgia) foi de R\$ 1.806 por tonelada, 39,5% superior ao 4T17, refletindo os aumentos de custos das matérias-primas e de manutenção.

Foi determinante para o resultado positivo do trimestre e do ano, a contabilização de itens não recorrentes. O mais importante deles foi referente à não inclusão do ICMS na base de cálculo do PIS/Cofins, no valor de R\$ 2,2 bilhões, valor dividido de forma praticamente igual em "Outras Receitas/Despesas Operacionais" (impactando o EBITDA) e no resultado financeiro.

CSN - Resumo dos Resultados Projetados

R\$ milhões	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Receita Líquida	18.525	22.969	24.611	24.998	25.596
Lucro Bruto	4.928	6.863	7.154	7.447	7.490
Despesas Operacionais	-2.054	-52	-2.570	-2.761	-2.673
Desps. Gerais, Administrativas e com Vendas	-2.199	-2.728	-2.770	-2.761	-2.673
Outras Rec. (Desps) Operacionais	145	2.676	200	0	0
Resultado Operacional (EBIT)	2.875	6.811	4.584	4.686	4.818
Result. Financ. Líquido	-2.464	-1.496	-1.782	-1.877	-1.841
Equivalência Patrimonial	109	136	171	193	217
Resultado Antes do I. R e C. Social	520	5.451	2.973	3.002	3.204
I.R e Contr. Social	-409	-250	-297	-300	-320
Resultado Líquido	10	5.074	2.593	2.618	2.794
Lucro por Ação	0,01	3,66	1,87	1,89	2,01
EBITDA	4.645	5.849	5.875	6.057	6.272
Margem Bruta	26,6%	29,9%	29,1%	29,8%	29,3%
Margem EBITDA	25,1%	25,5%	23,9%	24,2%	24,5%
Margem Líquida	0,1%	22,1%	10,5%	10,5%	10,9%

Fonte: CSN e Planner Corretora

04 de abril de 2019

Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

Compra: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Neutro: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Venda: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI*
mmariante@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins, CNPI
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI
rmartins@planner.com.br

DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Planner Corretora.

As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:

O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões 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 à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.