

CSN (CSNA3 - Compra)

Uma compra de risco

Atualizamos nossas projeções para a CSN, elevando o Preço Justo de CSNA3 para R\$ 11,40 ação, vindo de R\$ 11,00, alterando ainda a recomendação de Manutenção para Compra. Acreditamos que o aumento das vendas de aço no mercado brasileiro, conjugado com os preços remuneradores do minério de ferro, permitam que os lucros da CSN cresçam nos próximos anos. Porém, o elevado endividamento da empresa ainda é um risco significativo. A diretoria prometeu vender ativos no valor de R\$ 5 bilhões ainda este ano, reduzindo a relação dívida líquida/EBITDA para 3,5x (no 1T18 era 5,8x). No entanto, até o momento, a empresa só negociou sua subsidiária nos Estados Unidos por R\$ 1,5 bilhão. Vale destacar que CSNA3 subiu 11,9% nos últimos doze meses, enquanto o Ibovespa teve uma valorização de 22,2% neste período.

O que esperar: A seguir discutimos as principais questões que vão influenciar a CSN e suas ações nos próximos meses:

Demanda brasileira de aço: A CSN destina a maioria de suas vendas de aço para o mercado interno (61,2% no 1T18). As vendas no mercado brasileiro vêm em forte recuperação, mesmo que comprometidas no mês de maio pela greve dos caminhoneiros. Em junho, o volume total de aço vendido no mercado interno cresceu 19,1%, comparado ao mesmo mês de 2017, com destaque para alta de 20,5% em aços planos (especialidade da CSN). No 2T18, as vendas de planos no mercado brasileiro cresceram 7,7%, comparado ao mesmo período do ano passado, o que é um bom indicativo para os resultados da empresa neste período. A divulgação dos números da CSN no 2T18 será no dia 7 de agosto.

A CSN espera que neste ano suas vendas de aço, que foram de 4,9 milhões de toneladas em 2017, cresçam 10%. Acreditamos que este número é otimista e não o consideramos em nossas projeções.

Vendas de minério: No 1T18, as vendas de minério da CSN cresceram 3,2% em volume, mas caíram 1,9% em receita, devido à queda do preço médio de venda (4,9% em reais). A empresa tem sofrido com os descontos imputados no mercado internacional ao minério que contenha altos teores de sílica. Porém, para o 2T18, este desconto deve diminuir, em função da menor oferta deste tipo de minério. Vale lembrar que o preço médio do minério na China no 2T18 (US\$ 62,56/t) foi 12,1% menor que no trimestre anterior. Por outro lado, a taxa de câmbio média subiu 11,1% no 2T18, o que compensa em parte a redução no preço do minério.

A estimativa das vendas de minério da CSN em 2018 é de 33 milhões de toneladas, que inclui produto próprio e o adquirido de terceiros.

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

Recomendação		COMPRA
Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	8,75
Preço justo	R\$ /ação	11,40
Potencial	%	30,3
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	7,16 - 11,35
Total de ações	milhões	1.387,5
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	45,4
Vol. Méd, diário (1 mês)	R\$ milhões	67,9
Valor de Mercado	R\$ milhões	12.141

Desempenho da Ação

	Dia	Ano	52 Sem.
CSNA3	0,5%	4,4%	11,9%
Ibovespa	1,3%	5,0%	22,2%

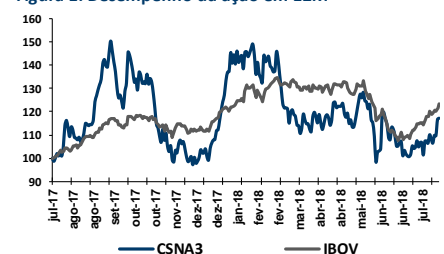
Cotação de 25/07/2018

Principais Múltiplos

	2017	2018E	2019E
P/L (x)	-	9,9	8,0
VE/EBITDA (x)	8,1	8,0	5,4
ROE (%)	1,0	10,1	12,5
Div. Líq./EBITDA (12m) (x)	5,8	5,4	3,4
Receita Líquida (R\$ mm)	18.525	21.268	23.293
Lucro Líquido (R\$ mm)	111	1.227	1.516
Margem Bruta (%)	26,6	26,5	30,6
Margem EBITDA (%)	25,1	22,0	26,0
Margem Líquida (%)	0,6	5,8	6,5
Payout (%)	-	30,0	30,0
Retorno Dividendo (%)	-	3,0	3,7
Cotação/VPA (x)	1,6	1,9	1,6

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economática.

O comportamento de preços do minério de ferro: As cotações do minério têm variado fortemente nos últimos meses. O preço fechou em 2017 a US\$ 70,78 por tonelada e começou este ano em alta, atingindo uma máxima de US\$ 76,88/t no final de fevereiro. Depois disso, os preços tiveram uma expressiva queda, fluando em torno dos US\$ 60/t por três meses e então caindo para pouco abaixo deste patamar em julho (US\$ 54,93/t em 24/julho - Bloomberg - ISIX62IU).

A Austrália é o maior produtor e exportador mundial de minério de ferro. O Department of Industry, Innovation and Science (DIIS na sigla em inglês), órgão do governo da Austrália, publica estudos trimestrais sobre *commodities*, contendo projeções para o mercado do minério de ferro que são muito respeitadas. Em seu último estudo (junho/2018), o DIIS projetou que o preço médio do minério deve cair 7,2% em 2018 e 14,0% no ano seguinte. Esta queda deve ocorrer em função da expectativa de redução na produção chinesa de aço e ao mercado transoceânico estar muito bem suprido. É importante destacar que os preços projetados pelo DIIS são FOB Austrália. Dessa forma, para os preços serem comparáveis com as cotações na China é necessário somar US\$ 10 por tonelada relativo ao frete.

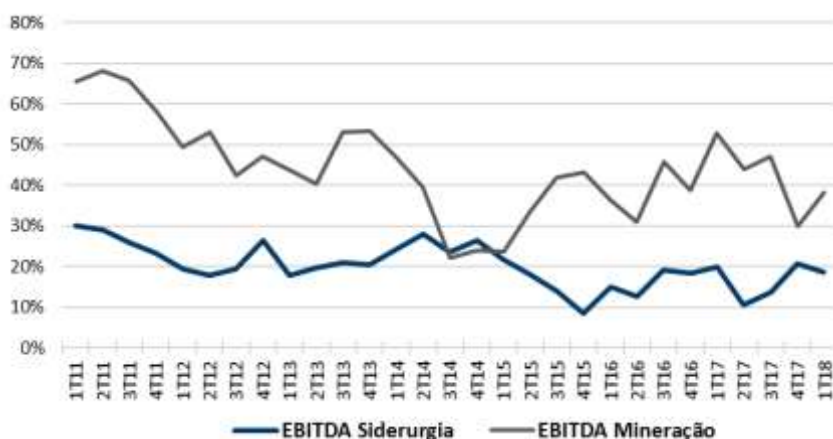
Minério de Ferro - Projeções Anuais

milhões de toneladas	2016	2017	Var.	2018E	Var.	2019E	Var.	2020E	Var.
Preços- US\$/t.	53,50	64,00	19,6%	59,40	-7,2%	51,10	-14,0%	51,00	-0,2%
Exportações Brasileiras	374	384	2,7%	399	3,9%	430	7,8%	437	1,6%
Exportações Australianas	808	827	2,4%	860	4,0%	880	2,3%	891	1,3%
Importações Chinesas	1.025	1.075	4,9%	1.093	1,7%	1.075	-1,6%	1.068	-0,7%

Fonte: Australia Department of Industry, Innovation and Science - Junho/2018

Custos: A CSN teve uma alta expressiva de custos operacionais no 1T18. No trimestre, o custo da produção de placas foi 13,8% maior na comparação com o trimestre anterior e +7,8% em relação ao 1T18. Isso se deveu ao aumento nos preços das matérias-primas (minério de ferro, carvão, coque e pelotas) e a manutenções não programadas. Na teleconferência dos resultados do 1T18, a empresa assegurou que os custos voltariam a cair, porém, a desvalorização do real no período deve novamente ter elevado os preços das matérias-primas, que são cotadas em US\$.

Figura 1: CSN - Margens EBITDA Trimestrais dos Segmentos de Siderurgia e Mineração



Fonte: CSN

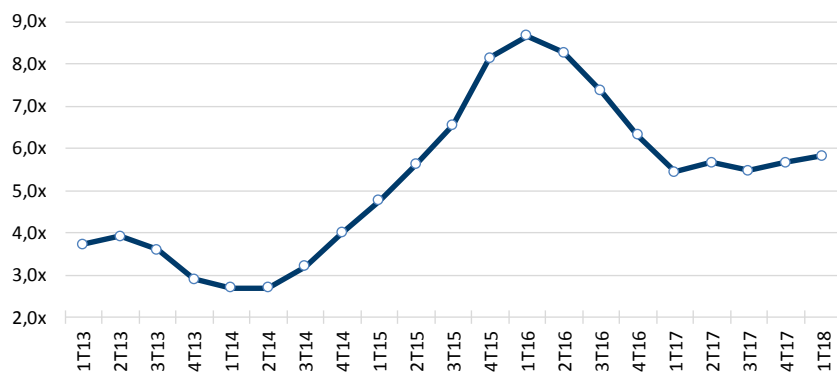
Venda da subsidiária: No dia 2 de julho, a CSN que concluiu a venda de sua subsidiária nos Estados Unidos (CSN LLC) para a siderúrgica americana Steel Dynamics. O preço foi US\$ 400 milhões (R\$ 1,5 bilhão). A empresa estima que após os ajustes no capital de giro, o valor da venda possa chegar a R\$ 1,8 bilhão, equivalente a 6,8% da dívida líquida no 1T18. Esta operação impactará os números do 2T18.

Dívida: A CSN tem um grande risco que é sua dívida elevada, tornando-a muito vulnerável às variações das taxas de juros e câmbio.

Ao final do 1T18, a CSN tinha uma dívida bruta de R\$ 29,6 bilhões, que caiu 3,2% nos doze meses anteriores, principalmente por conta da valorização do real no período. Esta dívida é em sua maioria denominada em moeda estrangeira (51% do total), com maiores vencimentos no longo prazo (82%). A dívida líquida em março/2018 era de R\$ 26,5 bilhões, que subiu 1,0% no trimestre e 4,0% em doze meses.

A dívida bruta e a líquida devem apresentar crescimento no 2T18, mesmo com o recebimento dos recursos relativos à venda da CSN LLC, em função da forte desvalorização do real no trimestre (16,0%).

Figura 2: CSN - Evolução da Relação Dívida Líquida/EBITDA



Fonte: CSN

A diretoria da CSN tem prometido nos últimos trimestres que irá reduzir o endividamento, principalmente vendendo ativos, mas isso ainda não ocorreu. Na teleconferência de resultados do 1T18, a promessa foi de realizar vendas no valor de R\$ 5 bilhões este ano. Os ativos que podem ser negociados são: ações preferenciais da Usiminas, TECON (terminal de contêineres do porto de Itaguaí - RJ) e algumas minas de minério de ferro. Se as vendas forem efetivadas, se espera que a relação dívida líquida/EBITDA caia para 3,5x até o final de 2018.

Os maiores credores da CSN são o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, que respondem por quase a metade do endividamento total da empresa. Em fevereiro deste ano, a CSN anunciou que fechou um acordo com o Banco do Brasil, para o alongamento no prazo do pagamento de suas dívidas com esta instituição. As dívidas que foram negociadas somam R\$ 14,3 bilhões e o prazo médio de pagamento será estendido de 26 para 45 meses. Desde a época

do fechamento deste acordo com o BB, a CSN vem negociação com a Caixa, mas não concluiu ainda um acordo.

Um ativo importante detido pela CSN são ações da Usiminas (15,2% das ordinárias e 20,3% das preferenciais). Considerando o valor atual destas ações em bolsa, sua venda poderia render R\$ 2,3 bilhões, equivalente a 9,1% do endividamento líquido em março/2018.

No 2T18, a CSN vendeu ações de sua emissão que estavam em tesouraria, que somou R\$ 213 milhões, ajudando na composição do Caixa.

CSN - Resumo dos Resultados Projetados

R\$ milhões	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Receita Líquida	17.149	18.525	21.268	23.293	25.003
Lucro Bruto	4.509	4.928	5.645	7.137	8.322
Despesas Operacionais	-2.628	-2.054	-713	-2.648	-2.587
Desps. Gerais, Administrativas e com Vendas	-2.178	-2.199	-2.303	-2.398	-2.427
Outras Rec. (Desps) Operacionais	-451	145	1.590	-250	-159
Resultado Operacional (EBIT)	1.881	2.875	4.932	4.489	5.735
Result. Financ. Líquido	-2.522	-2.464	-3.348	-2.521	-3.211
Equivalência Patrimonial	65	109	104	117	132
Resultado Antes do I. R e C. Social	-587	520	1.689	2.085	2.656
I.R e Contr. Social	-267	-409	-461	-570	-726
Resultado Líquido	-853	111	1.227	1.516	1.930
Lucro por Ação	-0,59	0,08	0,84	1,04	1,32
EBITDA	4.075	4.645	4.686	6.061	7.391
Margem Bruta	26,3%	26,6%	26,5%	30,6%	33,3%
Margem EBITDA	23,8%	25,1%	22,0%	26,0%	29,6%
Margem Líquida	-5,0%	0,6%	5,8%	6,5%	7,7%

Fonte: CSN e Planner Corretora

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
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 à 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.