

## CSN: Resultados crescentes, mas ação bem precificada

Luiz Francisco Caetano, CNPI\*

[lcaetano@plannercorretora.com.br](mailto:lcaetano@plannercorretora.com.br)

+55 11 2172-2563

A crise na siderurgia mundial, a recessão no Brasil, a alta dos juros e os baixos preços do minério de ferro impactaram em muito os resultados da CSN até o 3T16. No entanto, a empresa conseguiu manter margens operacionais bastante razoáveis neste período onde sua concorrente direta teve até prejuízo bruto. Porém, o custo do elevado endividamento levou a empresa ter seguidos prejuízos.

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

Os principais pontos a se observar para a CSN nos próximos meses são os seguintes:

- A melhoria dos preços do aço e do minério já levaram a CSN a uma forte alta na rentabilidade da operação no 3T16, fato que esperamos se repita no 4T16 e durante 2017;
- A CSN tem uma dívida elevada (total de R\$ 30,4 bilhões - 52% denominada em reais) e será muito beneficiada pela queda na taxa de juros interna, o que vai permitir uma redução expressiva em seus custos financeiros;
- A empresa vai também se beneficiar com a alta de 91,7% nos últimos doze meses do minério de ferro. Em 2017, a CSN espera exportar 35,5 milhões de toneladas, número que pode ser 10% maior que em 2016;
- A diretoria da CSN tem prometido se concentrar na redução da dívida e uma das possibilidades para isso seria a venda de ativos. A imprensa tem noticiado que poderia ser negociada uma participação na empresa de mineração do grupo (Congonhas Minérios). Se isso ocorrer, haverá um impacto muito positivo no balanço e, certamente, nas ações da CSN;
- Com as boas perspectivas para os preços e a demanda de aço no mercado interno e externo, além da alta nas cotações do minério de ferro, elevamos o Preço Justo para CSNA3 de R\$ 3,80 para R\$ 6,30 por ação, mas mantivemos nossa recomendação de Venda. Vale lembrar que esta ação subiu 182,8% nos últimos doze meses, enquanto o Ibovespa teve alta de 65,6%.

**Resultados do 4T16 - Crescimento das vendas e dos preços:** O desempenho da empresa no 4T16 foi positivamente impactado pela volta do Alto Forno 2 à operação e pelo aumento da capacidade de produção de cimento, o que deve elevar os volumes produzidos destes produtos. Vale lembrar que o Alto-Forno 2 é responsável por aproximadamente 30% da capacidade de produção de ferro gusa da siderúrgica e estava parado desde o final de janeiro/2016.

No entanto, a recessão e a sazonalidade limitam o crescimento das vendas no Brasil, fazendo com que o aumento da produção de aço seja direcionado para o mercado externo. Assim, na siderurgia estimamos que a CSN eleve seu volume de vendas totais, mantendo os embarques para o mercado interno, mas aumentando as exportações, o que leva a uma rentabilidade menor. No 4T16, a CSN deve ter se beneficiado dos cinco aumentos de preços promovidos pelas siderúrgicas durante o ano, o que seguramente impacta de forma positiva as margens operacionais.

Na mineração, a CSN certamente se beneficiou do forte aumento de preços no período, dado que a cotação média do minério de ferro colocado na China no 4T16 foi 21,6% maior que trimestre

Código		CSNA3
Recomendação		VENDA
Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	12,51
Preço justo	R\$ /ação	6,30
Potencial	%	-49,6
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	4,42 - 14,12

Dados da Ação		
Total de ações	milhões	1.387,5
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	43,3
Vol. Méd, diário (1 mês)	R\$ milhões	53,07
Valor de Mercado	R\$ milhões	17.358

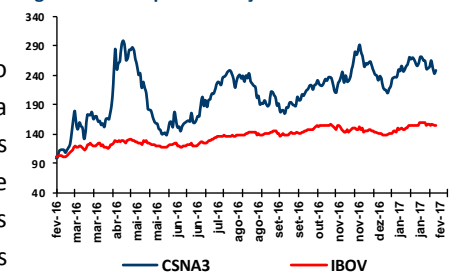
Desempenho da Ação	Dia	Ano	52 Sem.
CSNA3	-0,2%	15,3%	174,9%
Ibovespa	-0,1%	12,5%	62,7%

Cotação de 17/02/2017

Principais Múltiplos	2015	2016E	2017E
P/L (x)	3,4	-	-
VE/EBITDA (x)	9,6	11,8	9,4
ROE (%)	-5,3	-15,9	2,5
Div. Liq./EBITDA (12m) (x)	7,7	7,0	5,7
Receita Líquida (R\$ mm)	15.332	16.524	19.804
Lucro Líquido (R\$ mm)	1.616	-1.089	177
Margem Bruta (%)	20,3	23,0	24,6
Margem EBITDA (%)	21,2	21,7	23,2
Margem Líquida (%)	10,5	-6,6	0,9
Payout (%)	25,0	25,0	25,0
Retorno Dividendo (%)	2,3	-1,6	0,3
Cotação/VPA (x)	2,3	2,5	2,5

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M

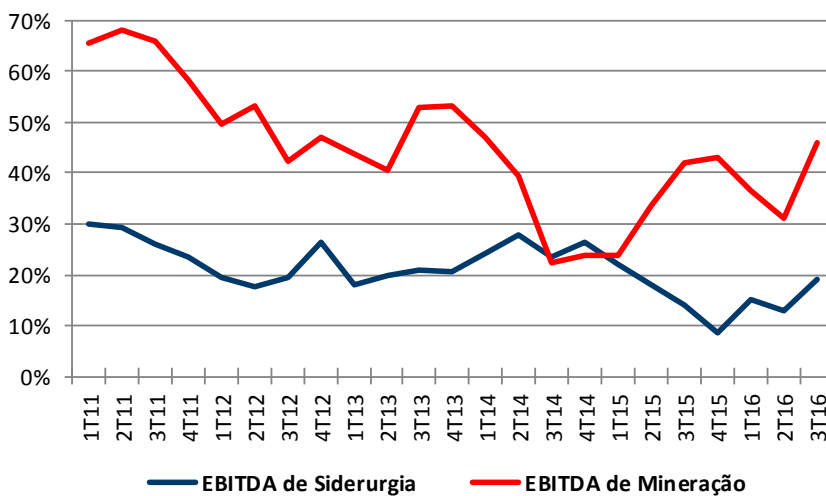


Fonte: Economática.

anterior. Com isso, estimamos que as margens da mineração mostrem crescimento no 4T16. No entanto, a produção no quarto trimestre é sempre limitada pelas chuvas, o que restringe a quantidade disponível para vendas a terceiros.

Em cimento, o novo forno na unidade de Arcos, permitiu que a empresa possa ter atingido níveis recordes de vendas em 2016. Com isso, o segmento de cimento deve retomar o crescimento da geração de EBITDA, que vinha em queda nos últimos trimestres.

**Figura 2: Margens EBITDA Trimestrais da Siderurgia e Mineração**



Fonte: CSN

O resultado financeiro é sempre muito importante para determinar o número final da CSN, isso devido ao elevado endividamento da empresa. Quando temos grandes variações no valor do dólar, o resultado financeiro da empresa é significativamente afetado, como ocorreu no 4T15, por exemplo. No 4T16, a taxa de câmbio ficou praticamente estável (desvalorização de 0,4%), fazendo com que os números da operação não tenham sido comprometidos por uma elevação do resultado financeiro negativo.

Assim, estimamos que a CSN feche o ano com um prejuízo de R\$ 1,1 bilhão (R\$ 0,78 por ação), contra um lucro de R\$ 1,6 bilhão em 2015. A empresa ainda não confirmou a data da publicação destes resultados.

**Otimismo para 2017:** A diretoria da CSN está muito otimista para este ano. A empresa espera vender em torno de 6,0 milhões de toneladas de produtos de aço no ano, sendo 3,6 milhões de t. no mercado interno e 2,4 milhões de toneladas no exterior. Na mineração, as expectativas são de embarques de 35,5 milhões de toneladas, sendo 32 milhões de produção própria e o restante adquiridos de terceiros. Estes números nos parecem otimistas demais, significando crescimentos próximos de 14% nas vendas de aço e 10% nos embarques de minério. Porém, se a empresa chegar perto destes valores, já haverá um salto significativo nas receitas, contanto que os bons preços atuais para o aço e o minério permaneçam por todo o ano.

Outro fato positivo previsto para o ano na CSN é a forte redução dos investimentos, em função do encerramento dos gastos nas plantas de cimento, no projeto de aços longos e na reforma do Alto Forno 2. Com isso, os investimentos em 2017 devem totalizar R\$ 750 milhões, uma redução de 42,3% em relação ao de R\$ 1,3 bilhão que foi previsto para 2016.

A CSN tem um endividamento elevado, que pesa muito nos resultados. Ao final do 3T16 o endividamento líquido da CSN era de R\$ 25,1 bilhões, praticamente estável em relação ao trimestre anterior, mas 5,6% menor que no 3T15. A melhor geração de caixa permitiu uma redução da relação dívida líquida/EBITDA de 8,3x no 2T16 para 7,4% no 3T16 (6,6x no 3T15). A empresa precisa muito reduzir seus indicadores de alavancagem financeira e seria perfeito para isso uma venda expressiva de ativos. No final do ano passado, a imprensa especulou que a empresa poderia vender 30% da Congonhas (ativos de mineração e logística) para a companhia chinesa CBSeel. Ainda segundo informações veiculadas pela imprensa, o negócio poderia render à CSN até US\$ 7 bilhões (R\$ 22,4 bilhões), valor equivalente a 87% do seu endividamento líquido. Vemos estes números com extremamente altos, mas a venda de uma parcela do capital da Congonhas Minérios seria muito positiva, com impactos fortes em CSNA3.

#### CSN - Endividamento

R\$ milhões	3T16	2T16	Var.	3T15	Var.
Moeda Estrangeira	14.634	14.611	0,2%	18.737	-21,9%
Curto Prazo	824	867	-5,0%	440	87,3%
Longo Prazo	13.810	13.744	0,5%	18.297	-24,5%
Moeda Nacional	15.797	15.844	-0,3%	15.680	0,7%
Curto Prazo	1.044	509	105,2%	523	99,6%
Longo Prazo	14.753	15.335	-3,8%	15.157	-2,7%
<b>Dívida Bruta</b>	<b>30.431</b>	<b>30.455</b>	<b>-0,1%</b>	<b>34.417</b>	<b>-11,6%</b>
Custos e Prêmios	102	112	-9,1%	110	-7,2%
Caixa	5.127	5.249	-2,3%	7.599	-32,5%
<b>Dívida Líquida</b>	<b>25.202</b>	<b>25.094</b>	<b>0,4%</b>	<b>26.708</b>	<b>-5,6%</b>

Fonte: CSN

**CSN - Resumo dos Resultados Projetados**

R\$ milhões	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Receita Líquida</b>	<b>16.126</b>	<b>15.332</b>	<b>16.524</b>	<b>19.804</b>	<b>22.569</b>
Lucro Bruto	4.534	3.532	4.069	5.793	6.619
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>-2.047</b>	<b>485</b>	<b>-2.448</b>	<b>-2.749</b>	<b>-2.784</b>
Desps. Gerais, Administrativas e com Vendas	-1.458	-1.883	-2.124	-2.463	-2.580
Outras Rec. (Desps) Operacionais	-589	2.368	-324	-286	-204
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>2.487</b>	<b>4.017</b>	<b>1.621</b>	<b>3.044</b>	<b>3.835</b>
Result. Financ. Líquido	-3.081	-3.373	-2.528	-2.825	-1.729
Equivalência Patrimonial	331	1.160	115	116	130
<b>Resultado Antes do I. R e C. Social</b>	<b>-263</b>	<b>1.805</b>	<b>-793</b>	<b>334</b>	<b>2.237</b>
I.R e Contr. Social	151	-189	-316	-114	-447
<b>Resultado Líquido</b>	<b>-112</b>	<b>1.616</b>	<b>-1.089</b>	<b>177</b>	<b>1.496</b>
Lucro por Ação	-0,08	1,11	-0,75	0,12	1,03
<b>EBITDA</b>	<b>4.730</b>	<b>3.251</b>	<b>3.590</b>	<b>4.589</b>	<b>5.463</b>
Margem Bruta	28,1%	23,0%	24,6%	29,2%	29,3%
Margem EBITDA	29,3%	21,2%	21,7%	23,2%	24,2%
Margem Líquida	-0,7%	10,5%	-6,6%	0,9%	6,6%

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

Cristiano de Barros Caris  
ccaris@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.

(\*) Conforme o artigo 16, parágrafo único, da ICVM 483, declaro ser inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise.

#### **Declaração do(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento), nos termos do art. 17 da ICVM 483**

O(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que as recomendações contidas neste refletem exclusivamente sua(s) opinião (ões) pessoal(is) 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.

#### **Declaração do empregador do analista, nos termos do art. 18 da ICVM 483**

A Planner Corretora e demais empresas do Grupo declaram que podem ser remuneradas por serviços prestados à(s) companhia(s) analisada(s) neste relatório.