

Resultados trimestrais

CSN
1T19: números mistos de mineração e siderurgia; em linha

Na noite passada (08), a CSN apresentou os resultados do 1T19, bem em linha com nossas expectativas. Os resultados foram impulsionados por um desempenho melhor que o esperado na mineração, embora parcialmente apagados por piores números na siderurgia. A empresa foi afetada negativamente por maiores custos nas operações de aço, principalmente em razão de menor eficiência no alto forno 3, a qual prejudicou fortemente o EBITDA do trimestre neste segmento.

Como mencionamos em nosso relatório de prévias, estávamos esperando melhores resultados em ambos os segmentos, mineração e siderurgia, espelhando o momento positivo em que a companhia está. A queda na produtividade da siderurgia veio como um retrocesso, sem dúvidas. Entretanto, a empresa conseguiu compensar os efeitos negativos desta divisão e trouxe um EBITDA apenas 0,6% abaixo das nossas estimativas, em R\$ 1.724 mm. A margem EBITDA também veio em linha, em 28,7% (ante 29% do BB-BI). Dado que após a parada para manutenção a ser feita em junho as margens no segmento deverão voltar aos níveis normais e que o negócio de mineração deve continuar a desempenhar bem, reforçamos nosso rating em **Outperform** para **CSNA3**, mantendo nosso preço-alvo 19E em **R\$ 18,50**/ação.

Resultados consolidados. A receita líquida somou R\$ 6.005 mm no trimestre, em linha com o BB-BI e 0,8% menor t/t (+19% maior a/a), refletindo (i) menores preços de aço no trimestre, versus (ii) resultados excelentes da mineração. O CPV veio abaixo das nossas estimativas, em R\$ 4.021 mm, impactado por (i) maiores custos na siderurgia devido ao fim das operações no AF#3, embora parcialmente compensado por (ii) menores custos na mineração devido a menores volumes vendidos. As despesas VG&A tiveram impacto do frete maior de MF; entretanto, G&A mantiveram a tendência de queda, representando 2% da ROL. Assim, o EBITDA no período, como mencionado, ficou em R\$ 1.724 mm, em linha com nossas estimativas e 10,4% acima do trimestre anterior (+40% a/a). O FCL foi negativo em R\$ 493 mm no período, resultado principalmente de um efeito negativo do capital de giro de R\$ 1.177 mm. Durante o trimestre, houve um aumento temporário (i) nos estoques (+R\$ 559 mm) devido ao acúmulo de estoques para o período de parada de manutenção no 2T19, e (ii) contas a receber (+R\$ 689 mm) em razão de vendas de MF efetuadas no fim do trimestre. Contas a receber deverão ser normalizadas já no 2T19, ao passo que os estoques devem voltar aos níveis normais ao longo do ano.

Siderurgia: baixa produtividade prejudica margens. Após desempenhar acima do mercado no trimestre passado, a siderurgia desapontou com um EBITDA aquém do esperado, mesmo com os volumes estáveis t/t. As receitas somaram R\$ 3.605 mm, queda de 4% t/t, refletindo os menores preços no período. Apesar da queda nas receitas, o CPV subiu 5,3% t/t, para R\$ 3.222 mm em razão da menor produtividade no AF#3. O custo de produção de placas chegou a R\$ 2.061/t no trimestre, uma alta de 14% t/t, espelhando também os altos preços de MF nos mercados internacionais. O EBITDA ajustado, assim, totalizou R\$ 344 mm, 42% menor que o 4T18 e abaixo da média trimestral em 2018 de R\$ 650 mm. Devemos observar comportamento similar em termos de custos no 2T19 devido a parada para manutenção ocorrendo no período. Entretanto, devemos ver melhorias a partir do 3T19, com a margem bruta voltando aos patamares de 20% até o fim do ano.

Mineração: excelente. A produção de MF no trimestre chegou a 8.190 kton, 11% maior t/t, refletindo remoção de gargalos com o início das operações de filtragem. Com o cenário mais desafiador no trimestre, a compra de terceiros reduziu 38% t/t, para 1.530 kton e deve se manter neste nível até o fim do ano. Já para vendas, estas somaram 8.859 kton, 10% menor t/t, embora 19% maior a/a. Espera-se que as vendas subam consideravelmente dado o aumento na produção e os altos níveis de estoques da CSN nas minas e nos portos. De acordo com a empresa, é apenas uma questão de escoar a produção e para 2019 as vendas devem chegar a 38 Mt (35Mt em 2018). Convergindo os preços mais altos, produção maior e menores custos, o EBITDA ajustado somou R\$ 1.259 mm, alta de 51% t/t.

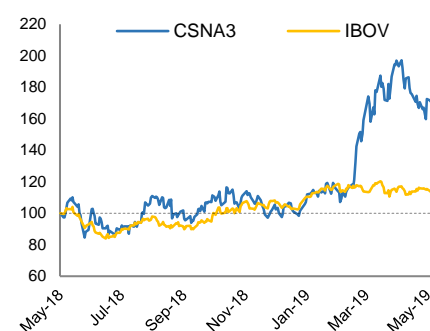
Endividamento e Resultado financeiro. O resultado financeiro fechou negativo em R\$ 635 mm no trimestre. A receita financeira somou R\$ 111 mm, ao passo que as despesas ficaram em R\$ 633 mm. A variação cambial totalizou negativos R\$ 114 mm. Em relação ao endividamento, a dívida bruta ficou em R\$ 29.373 mm, queda de 2% comparada ao tri anterior, e a dívida líquida fechou o tri em R\$ 25.772 mm (-3,2% t/t). Como resultado, a DL/EBITDA chegou a 4,07x, contra 4,55x no 4T18. Finalmente, o lucro líquido fechou o trimestre em R\$ 87 mm comparado aos R\$ 1.772 mm no 4T18.

CSNA3

Rating	Outperform
Preço-alvo 12/2018 (BRL)	18.50
Preço em 07/11/2018 (BRL)	14.27
Upside	30%

Trading data

Em 20/02/2019		
Valor de Mercado (BRL milhões)	R\$ million	19,694
Variação 1 mês	%	-12.7%
Variação UDM	%	76.8%
Variação 2018	%	69.4%
Min. 52 sem (BRL)	R\$	7.00
Máx. 52 sem. (BRL)	R\$	16.67


Multiples

		2019e	2020e	2021e
EV/EBITDA		6.5	6.2	5.9
LPA	R\$	1.43	1.50	1.62
P/L		10.5	10.0	9.2

Gabriela E Cortez
Senior Analyst
gabrielaecortez@bb.com.br

Anunciado x Estimado

R\$ milhões	1T19a	1T19e	A/E	t/t	a/a
Receita Líquida	6,005	5,985	0.3%	-0.8%	18.5%
(-) COGS	(4,021)	(4,352)	-7.6%	0.6%	9.1%
Lucro Bruto	1,984	1,633	21.5%	-3.3%	43.6%
SG&A	(804)	(650)	23.6%	8.4%	-163.9%
(-) Vendas	(573)	(495)	15.9%	-25.1%	26.0%
(-) Gerais e Adm	(114)	(119)	-3.8%	-26.3%	11.3%
(-) Depreciação alocada a despesas	(8)	(7)	6.6%	-19.9%	9.8%
(-) Outras	(109)	(30)	264.2%	-157.9%	-106.0%
EBIT	1,181	983	20.1%	-10.0%	-55.3%
(+) Resultado Financeiro	(635)	(303)	109.3%	-224.3%	7.0%
EBT	546	679	-19.7%	-70.1%	-73.3%
(-) IR	(459)	(231)	98.8%	-25.9%	-17.8%
Resultado Líquido	87	448	-80.6%	-92.8%	-94.1%
EBITDA	1,724	1,734	-0.6%	10.4%	38.9%
Margem EBITDA (%)	28.7%	29.0%	-0.3 p.p.	2.9 p.p.	4.2 p.p.

Vendas de Aço

kton	1T19a	1T19e	A/E	t/t	a/a
Volume Total (Kton)	1,175	1,239	-5.2%	-0.4%	-8.1%
Placas	-	-	-	-	-
Laminados a quente	303	263	15.2%	2.4%	-1.0%
Laminados a frio	161	140	15.2%	-3.0%	-7.5%
Zincados	340	447	-24.0%	-7.6%	-21.5%
Folhas metálicas	94	141	-33.5%	-16.8%	-9.6%
Perfis metálicos	277	248	11.9%	16.9%	6.1%
Mercado Doméstico	69.0%	64.8%	4.2 p.p.	-1.7 p.p.	7.8 p.p.

Mineração

Kton	1T19a	1T19e	A/E	t/t	a/a
Produção d eMF	8,190	7,745	5.7%	10.9%	33.6%
Compras de terceiros	1,530	1,716	-10.9%	-38.3%	2.9%
Total (Produção/Compra)	9,719	9,461	2.7%	-1.4%	27.6%
Vendas totais	8,859	9,344	-5.2%	-10.4%	18.5%

Debt Indicators

US\$ million	1T19a	t/t	a/a
Dívida Bruta	29,373	-1.7%	-0.7%
Dívida Líquida	25,772	-3.2%	-2.8%
Dívida Líquida / EBITDA	4.07x	-0.5 p.p.	-1.8 p.p.

Fonte: Company e BB Investimentos

INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. 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 uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, 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 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 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.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste 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 o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Gabriela E Cortez			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

6 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

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

Av. Paulista, 1.230 - 9º andar

São Paulo (SP) - Brasil

+55 (11) 4298 7000

Diretor	Gerente Executivo
Fernando Campos	Denisio Augusto Liberato
Gerentes da Equipe de Pesquisa	
Estratégia - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Análise de Empresas - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Renda Variável	
Açúcar e Etanol	Imobiliário
Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Agronegócios	Kamila Oliveira kamila@bb.com.br
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Óleo e Gás
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
Alimentos e Bebidas	Papel e Celulose
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Bancos e Serviços Financeiros	Siderurgia e Mineração
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Vinícius Soares vinicius.soares@bb.com.br	Transporte e Logística
Bens de Capital	Renato Hallgren renato@bb.com.br
Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	Utilities
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br
	Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br
	Varejo
	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Macroeconomia e Estratégia de Mercado	
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	
Henrique Tomaz htomaz@bb.com.br	
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	
Richardí Ferreira richardi@bb.com.br	
	Renda Fixa
	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
Equipe de Vendas	
Investidor Institucional	bb.distribuicao@bb.com.br
Varejo	acoes@bb.com.br
Head - Antonio Emilio Ruiz	Henrique Reis
Antonio de Lima Junior	Marcela Andressa Pereira
Bruno Finotello	Pedro Gonçalves
Daniel Frazatti Gallina	Rafael Reis
Denise Rédua de Oliveira	Renata Simões
Fábio Caponi Bertoluci	Sandra Regina Saran
Fernando Leite	

BB Securities - London

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

Managing Director

Admilson Monteiro Garcia +44 (20) 7367 5801

Deputy Managing Director

João Domingos Cicarini Junior +44 (20) 7367 5802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (20) 7367 5831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (20) 7367 5832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (20) 7367 5853

Melton Plummer +44 (20) 7367 5843

Trading

Bruno Fantasia +44 (20) 7367 5852

Gianpaolo Rivas +44 (20) 7367 5842

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Deputy Managing Director

Gabriel Cambui Mesquita Santos +1 (646) 845 3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845 3714

Institutional Sales - Fixed Income

Fabio Frazão +1 (646) 845 3716

Fernando Ocana +1 (646) 845 3718

Helio Hashimoto +1 (646) 845 3713

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

DCM

João Kloster +1 (646) 845 3717

Syndicate

Shinichiro Fukui +1 (646) 845 3865

BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

Managing Director

Marcelo Sobreira +65 6420 6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420 6570

Institutional Sales

Zhao Hao, CFA +65 6420 6582

Li Jing Ting +65 6420 6578