

Revisão de Preço

CSN

2019: nova estrutura, melhor cenário

Em razão dos resultados acima das expectativas apresentados no 4T18, somados à importantes iniciativas em termos de redução da alavancagem e melhor estrutura de capital, revisitamos nosso modelo de *valuation* da CSN a fim de refletir a nova fase da empresa. A CSN apresentou um ano surpreendente, desempenhando acima dos seus pares, e tornou-se o nosso nome favorito no setor.

Como mencionamos em nossos relatórios anteriores, 2018 foi um “ano de entregas”. Muitos foram os tópicos endereçados, porém ressaltamos: (i) a rolagem da dívida, que prorrogou em torno de R\$ 8 bi para pós-2023, (ii) a renegociação de *bonds*, (iii) a venda da LLC nos EUA, pelo valor de US\$ 400 mm, e (iv) agora, em 2019, o acordo de pré-pagamento com a Glencore para o fornecimento de aproximadamente 22 mt de minério de ferro pelos próximos 5 anos, na quantia de US\$ 500 mm. Incluímos também, parcialmente, os aumentos de preços anunciados este mês para alguns produtos de aço e que deverão ser implementados a partir desta semana. Estes acontecimentos e a melhora no desempenho operacional reforçam o balanço da empresa e levam a uma geração de caixa mais robusta, que se traduzirá em uma melhor remuneração aos acionistas e maior criação de valor.

Assim, ajustamos nosso preço-alvo 19E para a CSNA3 para **R\$ 18,50**/ação (antes R\$ 13,00), reafirmando a recomendação de **Outperform**.

Siderurgia: superando a indústria. Vale destacar que, ano passado, os volumes totais deste segmento foram afetados pela venda da LLC. Contudo, as vendas da CSN no mercado doméstico subiram 17% na comparação anual, enquanto o mercado, de acordo com o IABR, avançou ~7%. Recentemente, a companhia anunciou aumentos de preços de 15% para BQ, 13% para laminados a frio e 10% para zincados, os quais devem passar a valer a partir desta semana. Este aumento de preços deverá também compensar os avanços nos preços de matérias-primas que afetaram negativamente as margens no último trimestre do ano. Assim, enxergamos melhores margens a partir do 2T19. O EBITDA do segmento somou R\$ 2.645 mm em 2018, 25% acima dos valores de 2017, enquanto a margem EBITDA ficou estável em 16,9% (ante 16,3% em 2017), apesar dos aumentos nos custos dos insumos.

Mineração: avançando. Desde o ano passado, a empresa tem focado em melhorar seu negócio de mineração, investindo em importantes projetos a fim de melhorar a qualidade e reduzir seus custos de produção. Os projetos ‘CMAI I’ e de ‘Filtragem I’ foram concluídos e acabaram responsáveis por trazer o MF da CSN de um produto com desconto no 2T18 (vs o produto padrão de mercado) para um produto *premium* no trimestre passado. Outros projetos, tais como o ‘CMAI II’ (4T18) e ‘Filtragem II’ (esperado para este ano) deverão também aumentar a capacidade de produção e qualidade do minério da empresa. Como mencionamos, a CSN anunciou um acordo de pré-pagamento com a Glencore, por meio do qual a CSN deverá prover 22 mt de minério de ferro ao longo de cinco anos. Para este ano, a empresa espera que sua produção de MF alcance 31 mt após os investimentos feitos. Os volumes de terceiros devem chegar a 4 mt devido aos impactos da produção da Vale, com vendas totais ficando no mesmo nível de 2018 (36 mt) ou, no melhor cenário, chegando a 37 mt, com compras de terceiros chegando a 5 mt.

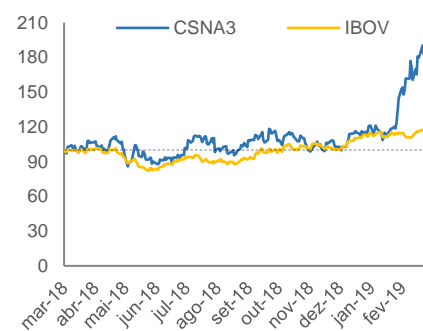
Endividamento. Em 2018, a CSN encerrou com dívida líquida/EBITDA em 4,55x, -1,1 pts quando comparado aos níveis de 2017. A empresa espera que sua alavancagem (DL/EBITDA) fique em 3,0x no fim deste ano, embora estejamos considerando esta métrica em 4,1x, pois não incluímos no modelo os recursos de outros ativos que possam ser vendidos este ano.

CSNA3

Rating	Outperform
Preço-alvo 12/2019 (BRL)	18,50
Preço em 22/03/2019 (BRL)	14,96
Upside	24%

Trading data

Em 22/03/2019		
Valor de Mercado	R\$ milhões	20.646
Varição 1 mês	%	13,6%
Varição UDM	%	73,6%
Varição 2018	%	68,3%
Min. 52 sem (BRL)	R\$	7,35
Máx. 52 sem. (BRL)	R\$	17,42


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
gabrielacortez@bb.com.br

CSN (CSNA3) – Novas Estimativas

Nós trazemos nosso preço alvo de 2019 para a CSNA3 a **R\$ 18,50**, previamente em R\$ 13,00, reafirmando o rating **Outperform**. Em nossas novas estimativas, nós estamos incorporando o incremento de preço anunciado, o resultado melhor que o esperado em 2018 e os recursos do acordo com a Glencore. Nosso EBITDA estimado, diferentemente das estimativas anteriores, está líquido de outras receitas/despesas operacionais, portanto, mais preciso em relação a performance operacional da companhia. Estamos considerando agora um WACC de 12,3% para a companhia e receitas esperadas para 2019E 7% superiores quando comparadas com nossa estimativa anterior, em virtude de um cenário de melhor preço. No que se refere ao EBITDA 2019E, esperamos que o mesmo fique em torno de R\$ 7 bi, 19% maior que antes. Dentre os riscos que poderiam afetar a tese de investimento, destacamos: (i) recuperação mais longa do que o esperado para a economia brasileira; (ii) desaceleração da economia chinesa, que pode reduzir o consumo de aço e aumentar as exportações, retomando a ameaça de excesso de oferta no mundo; (iii) queda nos preços de produtos MF, que pode afetar as receitas do segmento de mineração; e (iv) um mal sucedido plano de desinvestimento.

Indic. Econômicos	2018	2019e			2020e			2021e
		Anterior	Atual	% Variação	Anterior	Atual	% Variação	
Receita Líquida	22,969	23,068	24,715	7.14%	23,980	25,358	5.74%	26,574
Lucro Bruto	6,863	6,385	7,570	18.55%	7,085	7,825	10.44%	8,222
EBIT	1,536	4,052	5,112	26.15%	4,914	5,341	8.69%	5,620
EBITDA	5,849	5,905	7,007	18.67%	6,925	7,395	6.79%	7,802
Lucro Líquido	-209	1,290	1,971	52.77%	1,832	2,072	13.12%	2,241
Margem Bruta (%)	29.9%	27.7%	30.6%	2.9 p.p.	29.5%	30.9%	1.4 p.p.	30.9%
Margem EBITDA (%)	25.5%	25.6%	28.4%	2.8 p.p.	28.9%	29.2%	0.3 p.p.	29.4%
Margem Líquida (%)	-0.9%	5.6%	8.0%	2.4 p.p.	7.6%	8.2%	0.6 p.p.	8.4%

Indicadores de Endividamento

	2018	2019e	2020e	2021e
Dívida Curto Prazo/Dívida Total (%)	20%	20%	20%	20%
D / D+E	74%	71%	69%	66%
Dívida Líquida / EBITDA	4.6	3.6	3.2	2.9
Dívida Bruta / EBITDA	4.9	4.1	3.8	3.6

DRE

R\$ milhões	2018	2019e	2020e	2021e
Receita líquida	22,969	24,715	25,358	26,574
(-) COGS	(16,106)	(17,145)	(17,533)	(18,352)
Lucro Bruto	6,863	7,570	7,825	8,222
SG&A				
(-) Vendas	(2,258)	(2,704)	(2,736)	(2,868)
(-) Gerais e Administrativas	(471)	(528)	(542)	(568)
(-) Depreciação alocada ao SG&A	(29)	(32)	(33)	(34)
(-) Outras	(2,705)	754	774	811
EBIT	1,536	5,112	5,341	5,620
(+) Resultado Financeiro	(1,495)	(2,126)	(2,201)	(2,225)
EBT	41	2,986	3,140	3,395
(-) Impostos	(250)	(1,015)	(1,068)	(1,154)
Lucro Líquido	(209)	1,971	2,072	2,241

Fonte: Companhia e BB Investimentos

Balço Patrimonial

R\$ milhões	2018	2019e	2020e	2021e
Ativos	47,328	48,384	49,894	51,093
Ativo Circulante	12,014	12,630	13,709	14,877
Caixa e Equivalente de Caixa	3,144	3,375	4,302	5,099
Contas a receber	2,078	2,274	2,263	2,297
Estoques	5,040	5,297	5,417	5,670
Impostos a Recuperar	0	0	0	0
Outros	1,753	1,684	1,727	1,810
Ativos não-circulantes	4,382	4,558	4,731	4,911
Investimentos	30,931	31,197	31,454	31,305
Investimentos	5,631	5,631	5,631	5,631
Propriedades, plantas e equipamentos	18,047	18,313	18,570	18,421
Ativos Intangíveis	7,253	7,253	7,253	7,253
Passivo	47,328	48,384	49,894	51,093
Passivo Circulante	11,439	11,268	11,428	11,697
Salários a Pagar e impostos relacionados	248	269	276	290
Fornecedores	3,474	3,193	3,276	3,433
Impostos a pagar	252	278	285	298
Empréstimos e Financiamentos	5,653	5,583	5,525	5,437
Outros	1,705	1,831	1,949	2,116
Provisão para Impostos, Seguro Social, Trabalho e Riscos Cíveis	107	114	117	123
Passivo Não Circulante	25,871	25,689	25,557	25,310
Empréstimos e Financiamentos	23,174	22,884	22,646	22,288
Outros LP	2,697	2,805	2,911	3,022
Acionistas não controladores	10,018	11,428	12,909	14,086

Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA	5,849	7,007	7,395	7,802
(-) Capex	(1,318)	(1,542)	(1,639)	(1,319)
(-) Juros	(2,272)	(2,262)	(2,424)	(2,477)
(-) Impostos	(250)	(1,015)	(1,068)	(1,154)
(-/+)WK	636	(734)	(25)	(130)
(=) Total	2,645	1,454	2,239	2,721

Multiplos

	2019e	2020e	2021e
EV / EBITDA	6.5	6.2	5.9
LPA	1.43	1.50	1.62
P / L	10.5	10.0	9.2
P / BV	1.8	1.6	1.5
ROE	17.2%	16.1%	15.9%

Fonte: Companhia e BB Investimentos

Estimativas

Valor da Empresa (R\$ milhões)	50,692
PV do FCFE	31,034
PV do Valor Terminal	19,658
Dívida Líquida	25,092
Valor Patrimônio	25,600
Número de Ações	1,380
Valor da Ação	18.5

Premissas Valuation

Beta	v
D/(D+E) alvo	50%
CMPC	12.5%
Risk Free	5.0%
Prêmio de Mercado	4.6%
Perpetuidade	3.0%

Análise de Sensibilidade

g/WACC	Preço Alvo YE19				
	11.3%	11.8%	12.3%	12.8%	13.3%
2.0%	20.6	18.7	17.0	15.5	14.1
2.5%	21.6	19.6	17.8	16.1	14.6
3.0%	22.7	20.5	18.5	16.8	15.2
2.5%	21.6	19.6	17.8	16.1	14.6
3.0%	22.7	20.5	18.5	16.8	15.2

Análise de Sensibilidade

g/WACC	EV/EBITDA YE19				
	11.3%	11.8%	12.3%	12.8%	13.3%
2.0%	7.6	7.3	6.9	6.6	6.4
2.5%	7.8	7.4	7.1	6.8	6.5
3.0%	8.0	7.6	7.2	6.9	6.6
2.5%	7.8	7.4	7.1	6.8	6.5
3.0%	8.0	7.6	7.2	6.9	6.6

Fonte: Companhia 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 renatoh@bb.com.br
Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	Utilities
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br
Macroeconomia e Estratégia de Mercado	Varejo
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Henrique Tomaz htomaz@bb.com.br	Renda Fixa
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Richardí Ferreira richardi@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