

CSN

Está na hora de ficar otimista com CSN...também.

Raio-X

A CSN é uma multinacional com negócios em siderurgia, mineração, cimento, logística e energia. A Companhia atua em toda a cadeia produtiva do aço, desde a extração do minério de ferro, até a produção e comercialização de uma diversificada linha de produtos siderúrgicos de alto valor agregado, incluindo aços planos revestidos galvanizados e folhas metálicas. Sempre quando falamos de CSN associamos a alguns principais setores da economia, como o automotivo, construção civil, embalagens e linha branca. Portanto, as atividades da CSN estão diretamente relacionadas com a atividade local (PIB), sobretudo o consumo.

O que aconteceu

Sabemos e reconhecemos que a companhia sofreu drasticamente os efeitos da recessão pela qual atravessou o país. Com isso, uma empresa que rodava na casa dos R\$ 6 bilhões de geração de caixa operacional (EBITDA) em 2011, sofreu o impacto, despencando o indicador para menos de R\$ 2 bi em 2015. A dívida bruta da companhia sempre foi considerada elevada e rodou no patamar próximo de R\$ 30 bilhões nos últimos anos. No entanto, os indicadores de alavancagem relativos à geração de caixa simplesmente explodiram (este indicador passou de 2x para o patamar preocupante de 15x no pico da alavancagem). Com isso, as ações em bolsa saíram do patamar acima de R\$ 20/ação em 2010 para a casa dos R\$ 3/ação ao longo de 2015. Esta preocupação ainda existe, mas parece estar ficando menor. Vamos ver o que está acontecendo agora.

Resultados recentes e perspectivas

Os últimos resultados da CSN já mostraram que a recuperação está em curso e reforçaram a característica de alavancagem operacional. A receita líquida somou R\$ 4,8 bilhões no 3T17, apresentando expansão de 12% em relação ao período anterior. Contudo, o EBITDA ficou 35% maior. Com isso, alavancagem, passou de 7,4x para 5,5x na comparação anual. Sabemos que a recuperação operacional já começou e deve continuar ao longo de 2018, contudo, a incerteza será a velocidade e a intensidade. Após o anúncio de aumento da ordem de 23% dos preços de aços para as montadoras no início do ano, acreditamos que poderemos ter surpresas positivas ao longo do ano. Uma delas já aconteceu que foi mais um aumento da ordem de 12%, agora para a rede de distribuição. Portanto, não descartamos que os números atuais sejam revistos para cima.

Redução da alavancagem

Alguns eventos podem acontecer num futuro próximo que deverão impulsionar as ações em bolsa. Antes de elencar, lembramos que alguns deles já aconteceram no histórico da cia, levando as ações à forte valorização. Vamos aos principais (possíveis) eventos: venda da participação da CSN na Usiminas (este valor poderia somar mais de R\$ 2 bilhões); renegociação de dívidas com os principais bancos (isso traria alívio para os vencimentos de curto prazo) e venda adicional de ativos (a companhia possui participação em bons ativos que não são o "core" de mineração/ siderurgia).

Avaliação e recomendação

Se olharmos para a expectativa de retomada da geração de caixa (EBITDA) na casa dos R\$ 5 bilhões este ano, com capex rodando na casa dos R\$ 1,2 bilhão, além da possível redução da alavancagem, teremos uma companhia não só voltando a gerar caixa líquido, mas de uma maneira relativamente forte. Em termos de free cash flow yield, o valor poderá se aproximar de 10%. Portanto, acreditamos que o momento é bastante positivo para a Indústria, e as ações da CSN tornaram-se uma das melhores opções para "surfear" esta

Positivo

Preço Atual: R\$ 10,74
15-jan-18

Celson Plácido, CNPI
(11) 3526-1866
celson.placido@xpi.com.br

Marco Saravalle, CNPI
(11) 3027-2285
marco.saravalle@xpi.com.br

Bruna Pezzin, CNPI
(11) 3526-1452
bruna.pezzin@xpi.com.br

Evolução EV/EBITDA Est - CSNA3



Cenários de Preço

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	8,1x	R\$ 10,74	-
Base	8,4x	R\$ 13,25	23% ↑
Ótimo	8,8x	R\$ 14,90	39% ↑
Stress	7,5x	R\$ 9,75	-9% ↓

Fontes: XP Investimentos

Principais Múltiplos

	2018E	2019E
P/E	20,9x	15,4x
EV/EBITDA	8,9x	8,0x
P/B	1,9x	1,8x
Dividend Yield*	-	-
Dívida Líq/EBITDA**	5,5x	-

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *2018. **3T17

Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

CENÁRIO BASE

R\$ 13,25 (+23%)

Nosso cenário base contempla expansão da geração de caixa e melhores condições para sua alavancagem (renegociação de dívidas, venda de ativos, etc).

CENÁRIO ÓTIMO

R\$ 14,90 (+39%)

Em nosso cenário otimista, esperamos a melhora da alavancagem e forte expansão das operações, com relevante geração de caixa no fim do período.

CENÁRIO STRESS

R\$ 9,75 (-9%)

As ações podem sofrer em bolsa caso a companhia não tenha sucesso em seu processo de redução e renegociação de dívidas, além de um possível crescimento operacional mais lento que o esperado.

Tabela 1. Consenso Bloomberg

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
Receita Líquida	15.262	17.149	18.593	19.474
Crescimento A/A		12%	8%	5%
EBITDA	3.522	4.075	4.582	5.094
Crescimento A/A		16%	12%	11%
Margem EBITDA	23,1%	23,8%	24,6%	26,2%
Lucro Líquido	-1.215	-853	49	740
Crescimento A/A		-30%	-106%	1417%
Margem Líquida	-8,0%	-5,0%	0,3%	3,8%

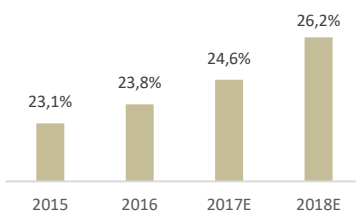
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

Tabela 2. Outras Informações

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquido	24.809
Ações em Circulação	1.357
Market Capitalization	14.666
Performance da Ação	
Últ. Semana	2%
Últ. Mês	-10%
Acumulada Ano	-1%
Últimos 12 Meses	-13%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

CATALISADORES

1. Melhora operacional. Quando nós olhamos para o volume de vendas de aço, cerca de 62% fica concentrada no país. Portanto, no cenário de recuperação da atividade local, a CSN tende a ser uma das companhias que mais se beneficiará do mesmo.

2. Desalavancagem. A companhia possui diversas ferramentas para reduzir seu endividamento e caso eles ocorram as ações em bolsa poderão apresentar forte valorização pela menor percepção de risco. Entre as principais alternativas, elencamos: venda de ações da Usiminas, venda de ativos e renegociação de financiamento com os bancos.

3. Crescimento global. Este é o fator menos relevante no curto prazo, contudo, é mais um indicador positivo. Esperamos que o crescimento mundial continue sustentando os preços de commodities no mercado internacional, podendo até justificar novos aumentos de preços localmente.

RISCOS

1. Cenário econômico de longo prazo. Leituras de menor crescimento econômico local no longo prazo podem trazer incertezas em relação a geração de caixa da cia e, consequentemente, trazer volatilidade para as ações em bolsa.

2. Redução da alavancagem. O atraso na venda de ativos e/ou redução do endividamento pode trazer novas preocupações em relação à liquidez financeira da companhia.

3. Movimentos próprios e de concorrentes. Não acreditamos em grandes movimentos no setor em 2018. Contudo, sinalização de consolidação e/ou aumento de concorrência podem trazer volatilidade para as ações em bolsa.

Disclaimer

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- 7) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) *O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.*
- 15) *O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.*
- 16) *O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.*
- 17) *O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.*
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.