

## CSN (CSNA3 – Compra)

### O 2T21 foi bom, mas o 3T21 será melhor?

Os resultados da CSN no 2T21 superaram as nossas expectativas. As altas nos preços do aço e do minério de ferro foram os principais responsáveis pela maior geração de caixa e lucro. Porém, as elevações de custos não permitiram margens ainda mais remuneradoras. Com preços recordes, há uma grande dúvida no mercado quanto à manutenção destes bons resultados. No entanto, segundo o presidente da empresa, os números do 3T21 serão ainda melhores, devido a preços e volumes ainda mais elevados. Isto é possível, considerando que o terceiro trimestre é sazonalmente melhor na siderurgia e mineração, sendo que reajustes de preços realizados no trimestre passado terão reflexos no 3T21. Assim, mantemos nossa recomendação de Compra para CSNA3 com Preço Justo de R\$ 54,00 (potencial de alta em 18%).

Os principais assuntos discutidos na teleconferência de resultados da CSN foram os seguintes;

- **Siderurgia:** A demanda continua forte e sem concentração em qualquer setor. Os preços médios devem subir entre 13% e 17% no 3T21, em consequência de correções feitas no trimestre passado. O objetivo de rentabilidade em US\$ 100 de EBITDA/tonelada vendida foi largamente superado. No 2T21, este número chegou a US\$ 398/t e deverá superar os US\$ 500/t no 3T21, segundo a empresa. As expectativas são de que os custos não pressionem as margens no terceiro trimestre;
- **Mineração:** Mesmo com todas as perspectivas de redução nas compras da China, a demanda e os preços do minério de ferro continuam altos. No entanto, vários clientes da CSN já alertaram que produzirão menos aço no segundo semestre/2021, por conta das exigências do governo chinês. Com isso, esperamos um declínio nas cotações do minério durante o 3T21;
- **Cimento:** No 2T21, a CSN realizou a compra da Elizabeth Cimentos S/A e da Elizabeth Mineração Ltda por R\$ 1,08 bilhão, incluindo pagamento em dinheiro, aporte de capital e assunção de dívidas. As adquiridas atuam na região Nordeste, especialmente na Paraíba e Pernambuco, tendo uma capacidade para produzir 1,3 milhão de toneladas ao ano de cimento e dispõem de reservas de calcário. Com esta aquisição, a CSN Cimentos terá uma capacidade anual de 6 milhões de toneladas. Uma preocupação de muitos na teleconferência, era com a demora no fechamento do IPO da CSN Cimentos. Segundo a diretoria, o processo continua e deve ser fechado em breve;
- **Declínio da dívida:** No 2T21, o endividamento líquido caiu R\$ 7,3 bilhões (-35,6%) e a relação dívida líquida/EBITDA chegou a 0,6x, menos que a meta de 1,0x estabelecida para o final do ano. Isso ocorreu, principalmente, pela melhor geração operacional. Segundo a diretoria, este indicador pode chegar a zero ao final do ano, considerando o ritmo atual de rentabilidade. A empresa também deve fazer várias operações de recompra de títulos nos próximos meses, sendo que a primeira delas de US\$ 1 bilhão (7.00% guaranteed perpetual notes), já está em curso. Assim, a expectativa é de obter o "investment grade" até o final de 2021;

Luiz Francisco Caetano, CNPI

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

+55 11 2172-2563

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

#### Dados da Ação

Cotação atual (R\$)	R\$/ação	45,57
Preço justo	R\$/ação	54,00
Potencial	%	18
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$/ação	11,85 - 53,90
Total de ações	milhões	1.387,5
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	46,7
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	504
Valor de Mercado	R\$ milhões	63.229

#### Desempenho da Ação

	Dia	Ano	52 Sem.
CSNA3	-2,8%	45,0%	275,5%
Ibovespa	1,3%	6,1%	21,3%

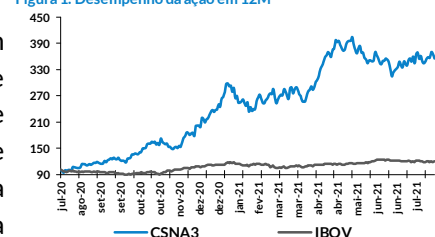
Cotação de 28/07/2021

#### Principais Múltiplos

	2020	2021E	2022E
P/L (x)	11,6	4,3	7,6
VE/EBITDA (x)	5,8	3,8	4,9
ROE (%)	38,3	75,4	33,0
Div. Líq./EBITDA (12m) (x)	2,0	0,7	0,5
Receita Líquida (R\$ mm)	30.064	49.218	43.177
Lucro Líquido (R\$ mm)	3.794	14.611	8.318
Margem Bruta (%)	36,4	46,5	38,2
Margem EBITDA (%)	38,3	41,7	33,8
Margem Líquida (%)	12,6	29,7	19,3
Payout (%)	30,0	30,0	30,0
Retorno Dividendo (%)	2,6	6,9	3,9
Cotação/VPA (x)	4,4	3,3	2,5

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economática.

- **Investimentos:** Em termos consolidados, o *capex* deve crescer muito nos próximos anos devido ao projeto de expansão da mineração. A CSN Mineração pretende expandir sua capacidade de produção dos atuais 33 milhões de toneladas para um pico de 108 milhões de t. em 2032. Os gastos necessários serão de R\$ 31,3 bilhões. Na siderurgia, os gastos serão concentrados em aumento da produtividade.

**Bons números:** O resultado da CSN no 2T21 apresentou um bom desempenho de todos os segmentos, em relação ao mesmo trimestre do ano passado. No entanto, na comparação com o 1T21, na siderurgia as vendas foram menores, o que não é normal em termos sazonais, com a diminuição também do lucro líquido consolidado, devido aos ganhos não recorrentes contabilizados no trimestre passado com a abertura do capital da CSN Mineração (R\$ 2,5 bilhões).

### CSN - Resultados Trimestrais

R\$ milhões	2T20	1T21	2T21	2T21/1T21	2T21/2T20
Receita Líquida	6.221	11.913	15.392	29,2%	147,4%
Lucro Bruto	1.843	5.735	8.280	44,4%	349,4%
Margem bruta	29,6%	48,1%	53,8%	5,7 pp	24,2 pp
EBITDA Ajustado	1.925	5.806	8.174	40,8%	324,6%
Margem EBITDA	30,9%	48,7%	53,1%	4,4 pp	22,2 pp
Resultado Financeiro	285	-202	-339	68,3%	-
Lucro Líquido	446	5.697	5.513	-3,2%	1136,3%

Fonte: CSN

No segmento de siderurgia, a CSN vendeu 1.281 mil toneladas de aço no 2T21, com crescimento de 27,7%, sempre comparando ao 2T20. No entanto, em relação ao 1T21, houve decréscimo de 2,7% no total vendido, com redução de 5,2% nas exportações e 1,6% no mercado interno. O preço médio da siderurgia atingiu R\$ 6,4 mil/t, com aumento de 85,4%, garantindo um salto de 733,0% no EBITDA deste segmento, que somou R\$ 2,7 bilhões. A siderurgia sofreu no trimestre com a elevação dos custos das matérias-primas (minério de ferro e carvão) e com a manutenção preventiva do alto forno 3, que reduziu a produção de placas, determinando o aumento na compra de terceiros.

### CSN - Resultados da Siderurgia

	2T20	1T21	2T21	2T21/1T21	2T21/2T20
Vendas de Aço Merc. Interno - mil t.	614	911	896	-1,6%	45,9%
Exportações - mil t.	389	406	385	-5,2%	-1,0%
Vendas de Aço TOTAL - mil t.	1.003	1.317	1.281	-2,7%	27,7%
Receita Líquida Siderurgia - R\$ milhões	3.440	6.673	8.144	22,0%	136,7%
Preço Médio Aço - R\$/t.	3.430	5.067	6.358	25,5%	85,4%
EBITDA Siderurgia	324	1.827	2.699	47,7%	733,0%
Margem EBITDA Siderurgia	9,4%	27,4%	33,1%	5,8 pp	23,7 pp
EBITDA Siderurgia - R\$/t	324	1.387	2.107	51,9%	550,3%

Fonte: CSN

Na mineração, a combinação de preços elevados com volumes crescentes, determinou novos recordes de rentabilidade. O volume de minério vendido no 2T21 (9,1 milhões de toneladas) foi 17,7% maior que no 2T20 e 10,8% acima do trimestre anterior. Com isso, o EBITDA da

mineração atingiu R\$ 5,1 bilhões, 3,5 vezes maior que no 2T20. O segmento também sofreu com o aumento dos custos devido às maiores compras de terceiros, o incremento das despesas portuárias (paradas não programadas e elevação do arrendamento variável) e da alta no preço do frete.

#### CSN - Resultados da Mineração

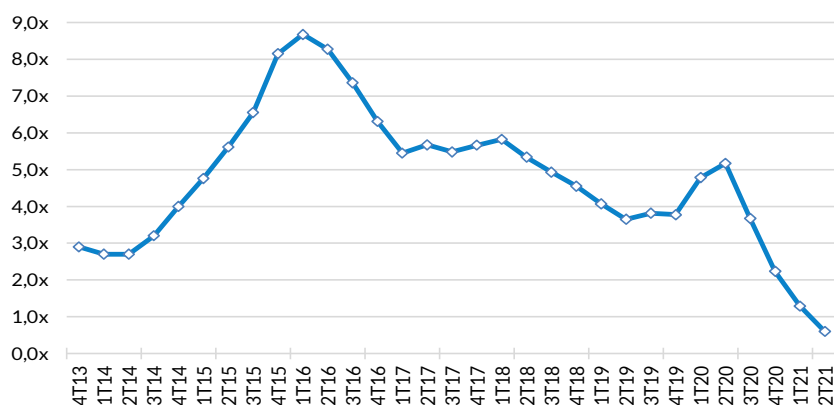
	2T20	1T21	2T21	2T21/1T21	2T21/2T20
Mercado Interno - mil t.	1.084	1.286	1.174	-8,7%	8,3%
Mercado Externo- mil t.	6.659	6.939	7.936	14,4%	19,2%
Total Vendas de Minério - mil t.	7.743	8.225	9.110	10,8%	17,7%
Receita Líquida Mineração - R\$ milhões	2.688	5.481	7.357	34,2%	173,7%
Preço Médio do Minério - R\$/t	347	666	808	21,2%	132,6%
Preço Médio do Minério - US\$/t	64	122	153	25,6%	136,8%
EBITDA Mineração - R\$ milhões	1.418	3.736	5.080	36,0%	258,3%
Margem EBITDA Mineração	52,8%	68,2%	69,0%	0,9 pp	16,3 pp
EBITDA Mineração - R\$/t	1.418	454	558	-18,5%	-60,7%

Fonte: CSN

Em Cimento, vendas maiores com preços mais elevados permitiram um bom resultado. A receita líquida do segmento foi de R\$ 343 milhões, valor 98,8% maior que no 2T20. O EBITDA desta área foi de R\$ 147 milhões (margem de 42,9%), 444,4% acima do ano passado.

**Dívida em queda acelerada:** Uma das melhores notícias deste resultado, foi a expressiva redução do endividamento, um ponto que era sempre negativo na CSN. Isso é consequência de várias ações da empresa, mas principalmente da maior geração de caixa operacional. Ao final do 2T21, a dívida líquida era de R\$ 13,2 bilhões, valor 60,1% abaixo do 2T20 e que caiu 35,6% durante o trimestre. A relação dívida líquida/EBITDA no 2T21 foi de apenas 0,6x, vindo de 1,3x no trimestre anterior e 5,2x no 1T20.

Figura 1: CSN - Relação Dívida Líquida/EBITDA



Fonte: CSN

**CSN - Resumo dos Resultados Projetados**

R\$ milhões	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Receita Líquida</b>	<b>25.436</b>	<b>30.064</b>	<b>49.218</b>	<b>43.177</b>	<b>42.503</b>
Lucro Bruto	8.173	10.939	22.890	16.498	15.427
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>-4.757</b>	<b>-5.296</b>	<b>-2.565</b>	<b>-4.698</b>	<b>-4.585</b>
Desps. Gerais, Administrativas e com Vendas	-2.817	-2.461	-2.670	-2.427	-2.300
Outras Rec. (Desps) Operacionais	-1.939	-2.835	105	-2.271	-2.285
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>3.416</b>	<b>5.643</b>	<b>20.325</b>	<b>11.799</b>	<b>10.842</b>
Result. Financ. Líquido	-2.131	-796	-934	-798	-398
Equivalência Patrimonial	126	72	59	72	81
<b>Resultado Antes do I. R e C. Social</b>	<b>1.411</b>	<b>4.918</b>	<b>19.450</b>	<b>11.073</b>	<b>10.525</b>
I.R e Contr. Social	834	-626	-3.564	-2.029	-1.929
<b>Resultado Líquido</b>	<b>1.789</b>	<b>3.794</b>	<b>14.611</b>	<b>8.318</b>	<b>7.907</b>
Lucro por Ação	1,29	2,73	10,53	5,99	5,70
<b>EBITDA</b>	<b>7.015</b>	<b>11.500</b>	<b>20.527</b>	<b>14.579</b>	<b>13.543</b>
Margem Bruta	32,1%	36,4%	46,5%	38,2%	36,3%
Margem EBITDA	27,6%	38,3%	41,7%	33,8%	31,9%
Margem Líquida	7,0%	12,6%	29,7%	19,3%	18,6%

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

Karoline Borges, CNPI  
kborges@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.

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.

Declarções 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.