

## CSN (CSNA3) & CSN Mineração (CMIN3): Resultado do 1T21

### Trimestre impressionante, superando nossas estimativas em 5%; Desalavancagem; Compra em CSN / CMIN

A CSN reportou um trimestre sólido, ficando ligeiramente acima das expectativas. O EBITDA ficou em R\$ 5,8 bilhões, + 23% t/t e + 336% a/a, cerca de 5% acima do que estávamos projetando. Os drivers que ajudaram a nos superar foram, principalmente: maiores preços realizados de aço e melhor geração de EBITDA em sua unidade de mineração (combinação de fatores). A conversão de EBITDA em FCFE foi notável em 60%, e a empresa já está operando com um FCF yield anualizado de 20%. Com os ventos continuando a soprar com força (preços mais altos de minério de ferro/aço dados para o 2T + volumes melhorando), acreditamos que os resultados devem continuar surpreendendo positivamente. Com isso em mente, a empresa deve trazer uma alavancagem bem abaixo de R\$ 15 bilhões até o final do ano (próximo a 0,5x), o que nós realmente apreciamos, especialmente depois do trabalho árduo durante os últimos anos. Agora a empresa está em condições de escrever um novo capítulo... e um IPO de sua unidade de cimento pode estar chegando em breve (aprovado pelo Conselho). Esperamos que os resultados sejam bem recebidos pelo mercado e recomendamos aos investidores a Compra em CSN (preço-alvo de R\$ 45) / CMIN (preço-alvo de R\$ 13) nos níveis atuais.

### CSN Mineração: Resultados sólidos, com forte desempenho de volumes

O EBITDA da CMIN ficou em R\$ 3,67 bilhões (+ 4% vs. projeção do BTG), um aumento de ~15% t/t (e + 300% a/a), o que representou ~ 62% do EBITDA geral da holding. O número acima de nossas estimativas foi explicado, em grande parte, pelos preços realizados mais altos do que estávamos traçando. A receita FOB/ton ficou em US\$ 121,8/wmt (+ 6% vs. expectativa do BTG), que é 26,5% maior t/t (vs. preços benchmark subindo + 24,8% t/t - fechando o gap). Em relação aos volumes, a CMIN registrou um sólido trimestre, com vendas de 8,2Mt (amplamente em linha com nossa projeção), o que representa um aumento de 47% a/a. O custo caixa C1 foi de US\$ 18,2/t no trimestre, um aumento de 11% t/t (mas -3% menor a/a).

### Aços e outros: preços médios do aço aumentaram + 26% t/t! Mais por vir...

O EBITDA da divisão de aço ficou em R\$ 1,8 bilhão (+ 8% vs. estimativa do BTG), o que se compara a um EBITDA de R\$ 300 milhões no 1T20 (e aumento de ~ 50% t/t). O total das vendas chegou a 1,3Mt (+ 10% vs. projeção do BTG), 15% maior a/a e + 7% t/t. No mercado doméstico, os volumes ficaram em 911 mil toneladas, também com alta de 17% a/a (+ 7% vs. nossa expectativa). A receita líquida doméstica/ton aumentou 26% t/t (+ 5% vs. estimativa do BTG), enquanto a receita líquida total/ton (incluindo exportações) aumentou 23% t/t. Os custos caixa das placas aumentaram 18% t/t, amplamente explicados pela

BTG Pactual – Equity Research:

**Leonardo Correa**

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

**Caio Greiner**

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

**Ricardo Cavalieri**

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

**Luiz Temporini**

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

inflação dos custos das matérias-primas. As margens EBITDA continuaram acelerando e agora estão em 27,4%, um ganho de 300 bps t/t, que esperamos continuar expandindo à medida que preços mais altos fluam para dos resultados. O EBITDA de cimento ficou em R\$ 103 milhões (vs. R\$ 14 milhões no 1T20), enquanto o EBITDA de logística ferroviária foi de R\$ 193 milhões, um aumento de 70% a/a - ambos vieram acima de nossas expectativas.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	11,2	17,5	54,0	37,7	34,4
EV/EBITDA	8,3	7,5	4,1	5,0	4,7
P/L	8,7	10,3	5,9	7,5	7,5
Dividend Yield %	9,3	0,0	1,5	4,3	3,3

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	25.436	30.065	46.990	41.722	42.965
EBITDA	5.408	8.993	21.092	16.970	17.250
Lucro Líquido	2.245	4.294	12.060	9.430	9.409
LPA (R\$)	1,62	3,09	8,69	6,80	6,78
DPA líquido (R\$)	1,31	0,00	0,77	2,17	1,70
Dívida Líquida/Caixa	-24.245	-21.543	-9.317	-8.155	-5.402

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 50,99, em 27 de Abril de 2021.

## Dívida líquida já em R\$ 20 bilhões... a alavancagem não é mais uma preocupação

A CSN conseguiu entregar uma redução da dívida líquida para R\$ 20 bilhões no trimestre, uma redução notável de R\$ 5 bilhões t/t - ajudada pelo IPO da CMIN (-R\$ 4,5 bilhões) e uma geração robusta de FCFE (-R\$ 3,5 bilhões), parcialmente compensado pela variação cambial (+ R\$ 2,3 bilhões). Esperamos que a dívida líquida caia para menos de R\$ 15 bilhões no final do ano (cerca de 0,5x dívida líquida/EBITDA) e vemos a CSN operando com indicadores de grau de investimento, o que deve se traduzir em um custo de capital mais baixo. Agora estamos curiosos para saber sobre o pensamento da administração sobre as próximas etapas já que a desalavancagem está bem abordada. A CMIN deve permanecer como a maior pagadora de dividendos do grupo, e vemos o potencial de pagamentos atingindo um yield de 17% em 2021 (um yield de 2,55% foi anunciado para o trimestre, mas definido para acelerar materialmente).

## Reiteramos nossos ratings de Compra na CSN e na CMIN por conta do valuation + momentum de lucros

Após o IPO da CMIN, a CSN levantou um total de ~R\$ 4,5 bilhões (primário + secundário) para acelerar seus planos de desalavancagem. Em nossas estimativas, vemos a CSN encerrando 2021 com uma alavancagem de ~0,5x, um potente catalisador para o desempenho de ações. A CMIN é uma tese pura de minério de ferro, exposta aos sólidos fundamentos da indústria e pronta para embarcar em uma fase de crescimento agressivo. A CMIN nasceu com dívida zero, então a administração está dando um guidance de pagamentos de dividendos agressivos (80-100% de payout) - esperamos um yield de ~17% para 2021. Vemos a CMIN negociando em ~ 4x EV/EBITDA 21 (um prêmio para a Vale, mas um desconto de 15-20% para os australianos), enquanto a CSN também é negociada a ~ 4x EV/EBITDA 21.

**Tabela 1: Resultados da CSN vs. estimativas do BTG Pactual**

DRE (R\$ milhões)	1T21 Reportado	Estimativas do BTG Pactual 1T21E	Reportado vs. Estimado (%)	4T20 Reportado	1T20 Reportado	t/t	a/a
<b>Vendas líquidas</b>	<b>11.913</b>	<b>11.679</b>	<b>2%</b>	<b>9.794</b>	<b>5.335</b>	<b>22%</b>	<b>123%</b>
(-) Custo de produtos vendidos	(6.179)	(6.064)	2%	(5.596)	(4.018)	10%	54%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>5.735</b>	<b>5.615</b>	<b>2%</b>	<b>4.198</b>	<b>1.317</b>	<b>37%</b>	<b>335%</b>
(-) Despesas de Vendas	(419)	(701)	-40%	(602)	(388)	-30%	8%
(-) Despesas gerais e administrativas	(128)	(128)	-1%	(128)	(111)	-0%	15%
Outras despesas (receitas) operacionais	1.976	0	n.m.	(562)	(723)		
<b>Lucro Operacional</b>	<b>7.164</b>	<b>4.786</b>	<b>50%</b>	<b>2.906</b>	<b>96</b>	<b>147%</b>	<b>7387%</b>
Receitas (despesas) financeiras líquidas	(202)	(2.036)	-90%	276	(1.201)	-173%	-83%
Receitas (despesas) não operacionais			n.m.				
Equivalência patrimonial de subsidiárias	13	0	n.m.	63	(45)		
<b>Lucro líquido antes do imposto de renda</b>	<b>6.976</b>	<b>2.750</b>	<b>154%</b>	<b>3.182</b>	<b>(1.105)</b>		
(-) Imposto de renda e contribuição social	(1.278)	(688)		715	(206)		
(-) Minoritários + distribuição de lucros			n.m.				
<b>Lucro líquido</b>	<b>5.698</b>	<b>2.063</b>	<b>176%</b>	<b>3.897</b>	<b>(1.312)</b>		
<b>LPA</b>	<b>4,20</b>	<b>1,52</b>		<b>2,87</b>	<b>(0,97)</b>		
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>5.806</b>	<b>5.524</b>	<b>5%</b>	<b>4.738</b>	<b>1.331</b>	<b>23%</b>	<b>336%</b>
EBITDA (R\$ milhões)	1T21 Reportado	Estimativas do BTG Pactual 1T21E	Reportado vs. Estimado (%)	4T20 Reportado	1T20 Reportado	t/t	a/a
CSN Mineração	3.665	3.527	4%	3.176	911	15%	303%
Aços	1.827	1.698	8%	1.237	298	48%	513%
Cimento	103	120	-14%	129	14	-20%	636%
Logística Ferroviária	193	130	48%	189	111	2%	74%
Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R\$ milhões)	1T21 Reportado	Estimativas do BTG Pactual 1T21E	Reportado vs. Estimado (%)	4T20 Reportado	1T20 Reportado	t/t	a/a
EBITDA	5.806	5.524	5%	4.738	1.331	23%	336%
Capex	(410)	(550)	-25%	(519)	(354)	-21%	16%
Resultados financeiros	(563)	(462)	22%	276	(604)	-304%	-7%
Imposto de renda e outros	(1.481)	(688)		(191)	(215)	-	589%
Receíveis	4.219	3.244	30%	2.867	2.206	47%	91%
Estoques	5.637	5.053	12%	4.818	5.465	17%	3%
Contas a pagar	6.156	5.222	18%	4.820	3.452	28%	78%
Capital de Giro	3.700	3.075	20%	2.865	4.219	29%	-12%
Varição no Capital de Giro	152						
<b>FCFE</b>	<b>3.504</b>						
Dívida Líquida	20.542	19.694	4%	25.513	32.678	-19%	-37%
<b>Dívida Líquida / EBITDA</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>		<b>2,2</b>	<b>4,8</b>		

Fonte: CSN, BTG Pactual

**Tabela 2: Resultados da CMIN vs. estimativas do BTG Pactual**

DRE (R\$ milhões)	1T21 Reportado	Estimativas do BTG Pactual 1T21E	Reportado vs. Estimado (%)	4T20 Reportado	1T20 Reportado	t/t	a/a
<b>Vendas líquidas</b>	<b>5.639</b>	<b>6.142</b>	<b>-8%</b>	<b>4.516</b>	<b>1.638</b>	<b>25%</b>	<b>244%</b>
(-) Custo de produtos vendidos	(1.907)	(2.356)	-19%	(2.018)	(828)	-6%	130%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>3.732</b>	<b>3.787</b>	<b>-1%</b>	<b>2.498</b>	<b>809</b>	<b>49%</b>	<b>361%</b>
(-) Despesas de Vendas, Gerais & Administrativas	(329)	(432)	-24%	(306)	(216)	7%	53%
<b>Lucro Operacional</b>	<b>3.402</b>	<b>3.355</b>	<b>1%</b>	<b>2.191</b>	<b>594</b>	<b>55%</b>	<b>473%</b>
Receitas (despesas) financeiras líquidas	76	(71)	-208%	(364)	34	-121%	124%
Receitas (despesas) não operacionais	0	0	n.m.	0	0		
Equivalência patrimonial de subsidiárias	7	0	n.m.	31	(20)		
<b>Lucro líquido antes do imposto de renda</b>	<b>3.485</b>	<b>3.285</b>	<b>6%</b>	<b>1.858</b>	<b>607</b>		
(-) Imposto de renda e contribuição social	(1.122)	(985)		(516)	(206)		
(-) Minoritários + distribuição de lucros			n.m.				
<b>Lucro líquido</b>	<b>2.363</b>	<b>2.299</b>	<b>3%</b>	<b>1.342</b>	<b>401</b>		
<b>LPA</b>	<b>0,42</b>	<b>0,41</b>		<b>0,24</b>	<b>0,07</b>		
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>3.665</b>	<b>3.527</b>	<b>4%</b>	<b>3.176</b>	<b>911</b>	<b>15%</b>	<b>303%</b>
<b>Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R\$ milhões)</b>	<b>1T21 Reportado</b>	<b>Estimativas do BTG Pactual 1T21E</b>	<b>Reportado vs. Estimado (%)</b>	<b>4T20 Reportado</b>	<b>1T20 Reportado</b>	<b>t/t</b>	<b>a/a</b>
EBITDA	3.665	3.527	4%	3.176	911	15%	303%
Capex	(133)	(400)	-67%	(186)	(132)	-28%	1%
Resultados financeiros	60	(71)		(324)	(60)	-119%	-200%
Imposto de renda e outros	(1.293)	(985)		(205)	(206)	-	528%
Recebíveis	2.693	3.412	-21%	2.826	1.476	-5%	82%
Estoques	609	523	16%	512	560	19%	9%
Contas a pagar	1.620	1.626	-0%	1.393	792	16%	105%
Capital de Giro	1.682	2.310	-27%	1.945	1.244	-14%	35%
Varição no Capital de Giro	166						
<b>FCFE</b>	<b>2.465</b>						
Dívida Líquida	(3.720)	(2.175)	71%	(1.649)	865	126%	-530%
<b>Dívida Líquida / EBITDA</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>		<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>		

Fonte: CMIN, BTG Pactual

## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

**Certificação dos analistas:** Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)