

## CSN (CSNA3) & CSN Mineração (CMIN3): Resultado do 2T21

### Um excelente trimestre; Reiteramos a Compra

A CSN reportou um excelente conjunto de resultados, superando nossas expectativas por uma margem razoável. O EBITDA ficou em R\$ 8,17 bilhões, 7% acima de nossa projeção (+ 324% a/a e + 41% t/t), impulsionado pelos múltiplos ventos favoráveis de receita em todas as unidades de negócios. Os números acima das estimativas foram impulsionados, principalmente, pela divisão de aço, com preços mais altos levando as margens EBITDA para 33%, de 27% no 1T21. A CSN reportou sólida geração de FCF no trimestre (anualizando um yield acima de 30%), o que levou a uma redução substancial da dívida líquida para R\$ 13,2 bilhões (0,6x). Em nossa opinião, seu processo de desalavancagem está concluído, com a empresa pronta para buscar alternativas de crescimento mais agressivas ou retornos de caixa mais fortes. A CMIN reportou resultados amplamente em linha com as projeções (EBITDA de ~R\$ 5 bilhões; 2% acima de nossa expectativa), com a empresa anunciando aproximadamente R\$ 2 bilhões em dividendos, totalizando um yield trimestral de 3,5%. Classificamos a CSN e CMIN com rating de Compra.

### CSN Mineração: Ótimo trimestre impulsionado pelos preços do minério de ferro em US\$ 200/t

O EBITDA da CMIN ficou em R\$ 4,96 bilhões (+ 2% vs. BTG), um aumento de 42% t/t (e + 250% a/a), o que representou 61% do EBITDA geral da holding. Os números um pouco acima de nossas estimativas são explicados, em grande parte, por preços realizados mais altos do que estávamos traçando. A receita FOB/ton ficou em US\$ 152,1/t (em nossos cálculos; + 3% vs. BTG), que é 25% maior t/t (vs. preços benchmark subindo + 20% t/t - fechando o gap). Em relação aos volumes, a CMIN registrou um sólido trimestre, com vendas de 9,1Mt (amplamente em linha com nossas projeções), o que representa um aumento de 18% a/a (+ 10% t/t). Os números de produção (que também incluem compras de terceiros) foram ainda mais fortes, chegando a 10,6Mt, um aumento de 42% a/a. O custo caixa de C1 foi de US\$ 19,9/t no trimestre, um aumento de 9% t/t, principalmente devido aos custos vinculados aos preços benchmark do minério de ferro (movimentação portuária, leasing variável) + valorização do BRL.

### Aços e outros: +26% de aumento de receita/ton no trimestre... vemos espaço para mais

O EBITDA da divisão de aço ficou em R\$ 2,7 bilhões (+ 8% vs. BTG), que se compara a um EBITDA de R\$ 325 milhões no 2T20 (+ 48% t/t). O total de vendas ficou em 1,28Mt (-3% vs. BTG), 28% maior a/a, mas -3% menor t/t. No mercado doméstico, os volumes ficaram em 895kt, 45% superior a/a (+ 4% vs. BTG). A receita líquida doméstica/ton aumentou 26% t/t (+ 2% vs. BTG), enquanto a receita líquida total/ton (incluindo exportações) aumentou 25% t/t (+ 3% vs. BTG). Os custos caixa das placas aumentaram 25% t/t, amplamente explicados pela inflação dos custos das matérias-primas. As margens EBITDA continuaram

BTG Pactual – Equity Research:

**Leonardo Correa**

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

**Caio Greiner**

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

**Bruno Lima**

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

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

acelerando e agora estão em 33,1%, um ganho de 580 bps t/t, que esperamos continuar expandindo à medida que preços mais altos fluam através dos resultados. O EBITDA de cimento ficou em R\$ 147 milhões (vs. R\$ 27 milhões no 2T20), enquanto o EBITDA ferroviário foi de R\$ 252, um aumento de 25% a/a - ambos vieram acima de nossas expectativas.

### **Reiteramos nossas Compras na CSN e na CMIN devido ao valuation + momentum de lucros**

Nos últimos anos, a CSN conseguiu passar de quase 8x Dívida Líquida/EBITDA, para o que hoje é uma das histórias de desalavancagem de maior sucesso em nossa cobertura (dívida líquida abaixo de R\$ 5 bilhões alguns trimestres à frente?). Continuamos a ver valor no nome - a CSN está bem posicionada para se beneficiar de fortes ventos favoráveis em seus negócios de aço e minério de ferro, negociando a um atraente 3x EV/EBITDA 2022. A CMIN, por outro lado, é uma tese de minério de ferro puro, exposta a sólidos fundamentos do setor e pronta para iniciar uma fase de crescimento. A CMIN nasceu com dívida zero, então a administração está dando guidance de pagamentos agressivos de dividendos adiante (payout de 80-100% mantido). Vemos o CMIN sendo negociado a ~ 4x EV/EBITDA 2022 (um prêmio para a Vale, mas um desconto de 15-20% para os australianos).

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

DRE (R\$ milhões)	2T21 Reportado	Estimativas do BTG Pactual 2T21E	Reportado vs. Estimado (%)	1T21 Reportado	2T20 Reportado	t/t	a/a
<b>Vendas líquidas</b>	<b>15.392</b>	<b>15.562</b>	<b>-1%</b>	<b>11.913</b>	<b>6.221</b>	<b>29%</b>	<b>147%</b>
(-) Custo de produtos vendidos	(7.111)	(7.940)	-10%	(6.179)	(4.378)	15%	62%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>8.281</b>	<b>7.623</b>	<b>9%</b>	<b>5.735</b>	<b>1.843</b>	<b>44%</b>	<b>349%</b>
(-) Despesas de Vendas	(678)	(545)	24%	(419)	(397)	62%	71%
(-) Despesas gerais e administrativas	(139)	(167)	-17%	(128)	(118)	9%	18%
Outras despesas (receitas) operacionais	(410)	0	n.m.	1.990	(775)		
<b>Lucro Operacional</b>	<b>7.054</b>	<b>6.911</b>	<b>2%</b>	<b>7.177</b>	<b>554</b>	<b>-2%</b>	<b>1174%</b>
Receitas (despesas) financeiras líquidas	(339)	1.738	-120%	(201)	285	69%	-219%
Receitas (despesas) não operacionais	0		n.m.				
Equivalência patrimonial de subsidiárias	55	0	n.m.	63	(45)		
<b>Lucro líquido antes do imposto de renda</b>	<b>6.770</b>	<b>8.649</b>	<b>-22%</b>	<b>6.976</b>	<b>839</b>		
(-) Imposto de renda e contribuição social	(1.257)	(2.162)		(1.278)	(392)		
(-) Minoritários + distribuição de lucros	0		n.m.				
<b>Lucro líquido</b>	<b>5.513</b>	<b>6.487</b>	<b>-15%</b>	<b>5.698</b>	<b>446</b>		
<b>LPA</b>	<b>3,97</b>	<b>4,68</b>		<b>4,11</b>	<b>0,32</b>		
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>8.174</b>	<b>7.656</b>	<b>7%</b>	<b>5.806</b>	<b>1.925</b>	<b>41%</b>	<b>325%</b>

  

EBITDA (R\$ milhões)	2T21 Reportado	Estimativas do BTG Pactual 2T21E	Reportado vs. Estimado (%)	1T21 Reportado	2T20 Reportado	t/t	a/a
CSN Mineração	4.956	4.862	2%	3.500	1.391	42%	256%
Aços	2.699	2.494	8%	1.827	325	48%	730%
Cimento	147	120	23%	129	14	14%	950%
Logística Ferroviária	252	197	28%	189	111	33%	127%

  

Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R\$ milhões)	2T21 Reportado	Estimativas do BTG Pactual 2T21E	Reportado vs. Estimado (%)	1T21 Reportado	2T20 Reportado	t/t	a/a
<b>EBITDA</b>	<b>8.174</b>	<b>7.656</b>	<b>7%</b>	<b>5.806</b>	<b>1.925</b>	<b>41%</b>	<b>325%</b>
Capex	(759)	(500)	52%	(410)	(367)	85%	107%
Resultados financeiros	(847)	(501)	69%	(145)	303	484%	-380%
Imposto de renda e outros	(496)	(2.162)		(1.308)	0	-	-
Recebíveis	5.308	5.511	-4%	4.219	1.813	26%	193%
Estoques	7.050	7.290	-3%	5.673	5.958	24%	18%
Contas a pagar	7.001	7.911	-11%	6.156	3.964	14%	77%
Capital de Giro	5.357	4.891	10%	3.736	3.806	43%	41%
Varição no Capital de Giro	(727)						
<b>FCFE</b>	<b>5.345</b>						
Dívida Líquida	13.230	16.338	-19%	20.440	32.994	-35%	-60%
Dívida Líquida / EBITDA	0,6	0,6		1,3	5,2		

Fonte: Empresa e BTG Pactual

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

DRE (R\$ milhões)	2T21 Reportado	Estimativas do BTG Pactual 2T21E	Reportado vs. Estimado (%)	1T21 Reportado	2T20 Reportado	t/t	a/a
<b>Vendas líquidas</b>	<b>7.693</b>	<b>7.685</b>	<b>0%</b>	<b>5.474</b>	<b>2.673</b>	<b>41%</b>	<b>188%</b>
(-) Custo de produtos vendidos	(2.428)	(2.426)	0%	(1.907)	(1.383)	27%	76%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>5.266</b>	<b>5.259</b>	<b>0%</b>	<b>3.566</b>	<b>1.290</b>	<b>48%</b>	<b>308%</b>
(-) Despesas de Vendas, Gerais & Administrativas	(819)	(545)	50%	(329)	(110)	149%	643%
<b>Lucro Operacional</b>	<b>4.447</b>	<b>4.714</b>	<b>-6%</b>	<b>3.237</b>	<b>1.180</b>	<b>37%</b>	<b>277%</b>
Receitas (despesas) financeiras líquidas	(639)	29	-2281%	76	(87)	-940%	632%
Receitas (despesas) não operacionais	0	0	n.m.	0	0		
Equivalência patrimonial de subsidiárias	27	0	n.m.	7	20		
<b>Lucro líquido antes do imposto de renda</b>	<b>3.835</b>	<b>4.743</b>	<b>-19%</b>	<b>3.320</b>	<b>1.113</b>		
(-) Imposto de renda e contribuição social	(1.334)	(1.603)		(1.122)	(293)		
(-) Minoritários + distribuição de lucros	0		n.m.				
<b>Lucro líquido</b>	<b>2.501</b>	<b>3.140</b>	<b>-20%</b>	<b>2.198</b>	<b>820</b>		
<b>LPA</b>	<b>0,45</b>	<b>0,56</b>		<b>0,39</b>	<b>0,15</b>		
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>4.956</b>	<b>4.862</b>	<b>2%</b>	<b>3.500</b>	<b>1.391</b>	<b>42%</b>	<b>256%</b>
<b>Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R\$ milhões)</b>	<b>2T21 Reportado</b>	<b>Estimativas do BTG Pactual 2T21E</b>	<b>Reportado vs. Estimado (%)</b>	<b>1T21 Reportado</b>	<b>2T20 Reportado</b>	<b>t/t</b>	<b>a/a</b>
EBITDA	4.956	4.862	2%	3.500	1.391	42%	256%
Capex	(467)	(250)	87%	(133)	(171)	251%	173%
Resultados financeiros	(297)	29		60	(55)	-595%	443%
Imposto de renda e outros	(280)	(1.603)		(1.293)	(293)	-	-4%
Recebíveis	3.629	3.781	-4%	2.693	1.276	35%	184%
Estoques	949	774	23%	609	543	56%	75%
Contas a pagar	1.959	2.060	-5%	1.620	974	21%	101%
Capital de Giro	2.620	2.495	5%	1.682	845	56%	210%
Variação no Capital de Giro	(1.026)						
<b>FCFE</b>	<b>2.886</b>						
Dívida Líquida	(5.900)	(5.697)	4%	(3.723)	(463)	58%	1175%
<b>Dívida Líquida / EBITDA</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>		<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>		

Fonte: Empresa e 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)