

## CSN (CSNA3) / CSN Mineração (CMIN3): Resultado do 3T21

### Resultados decepcionantes; Expectativa de uma reação negativa...

A CSN/CMIN reportou um conjunto muito fraco de resultados do 3T21, marcado por resultados ruins em sua divisão de mineração. O EBITDA da CSN ficou em R\$ 4,29 bilhões (20% abaixo de nossa estimativa), enquanto a CMIN reportou apenas R\$ 911 milhões (61% abaixo do nosso número e do consenso). Não podemos lembrar de um resultado trimestral em que erramos por uma margem tão ampla. Se fôssemos limitar o erro a um ponto, seria: preço médio do minério de ferro realizado, que veio 32% abaixo de nossa projeção (-56% t/t; impactado por ajustes de provisões). Este relatório é uma história de dois lados: mostrando resultados de aço ainda resilientes (5% acima devido a implementação de preços de aço mais altos) e resultados de minério de ferro abaixo da média (controlados por alguns elementos não recorrentes, para ser justo). A geração de fluxo de caixa para ambos os nomes foi o destaque no trimestre, dada a forte liberação de capital de giro, e a alavancagem permanece altamente contida para o grupo. A falta de uma história de retorno caixa mais forte também representa um obstáculo em relação a outros nomes de nossa cobertura. Esperamos uma reação negativa a esses resultados e preferimos exposição em CSN vs. CMIN (aço ao invés de minério de ferro).

### Destaques operacionais da CSN Mineração: Ajustes de preços provisórios impulsionam a perda

O EBITDA da CMIN ficou em R\$ 911 milhões (-61% vs. BTGe), queda de -82% t/t (e -66% a/a). Os principais destaques do trimestre foram: (i) Os preços realizados caíram para US\$ 65/dmt (comparados aos Platts de US\$ 163/dmt e -32% vs. BTGe), ante US\$ 153/wmt no 2T21. Os ajustes anteriores do mecanismo provisório de preços trimestrais foram os principais culpados, levando a uma redução de US\$ 33,7/t nos preços realizados; (ii) As vendas totalizaram 8,2Mt (-1% vs. BTGe), queda de -10% t/t (e -11% a/a). A produção + compras de terceiros ficaram em 10,3Mt, o que sugere um aumento de estoque de ~ 2,1Mt. A empresa também revisou seu guidance para baixo, agora em 36-37Mt de produção + compras de terceiros para 2021 (em linha com nossa estimativa atual, e anteriormente em 38-40Mt); (iii) O custo caixa C1 foi de US\$ 18,8/t (+ 3% vs. BTGe), queda de -6% t/t. A empresa elevou sua projeção de C1, agora em US\$ 18/t para o ano fiscal de 2021.

### Aços e outros: estratégia de valor sobre volume do aço em vigor

O EBITDA da divisão de aço ficou em R\$ 2,85 bilhões (+ 5% vs. BTGe), alta de 6% t/t (e + 400% a/a). Os principais destaques do trimestre foram: (i) Vendas de aço caíram -23% t/t (-18% vs. BTGe), explicado pela estratégia comercial da administração para preservar preços; (ii) Os preços realizados aumentaram 22% t/t (+ 13% vs. BTGe), enquanto a receita líquida doméstica aumentou 20% t/t, o que foi capaz de compensar os menores volumes de vendas no trimestre; (iii) Os custos com placas aumentaram 5% no trimestre, devido aos maiores custos

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)

com carvão, coque e gás natural. O EBITDA de cimento ficou em R\$ 143 milhões (-3% t/t, + 43% a/a), enquanto o EBITDA ferroviário ficou em R\$ 260 milhões (+ 3% t/t, + 19% a/a).

### **Fluxo de caixa sendo gerado apesar da queda de EBITDA**

CSN e CMIN continuam reportando geração sólida de caixa e estão operando com balanços pouco alavancados. São tempos diferentes em relação ao passado no que diz respeito à estrutura de capital. A CSN está operando com dívida líquida sobre EBITDA de cerca de 0,5x, e a CMIN atualmente está operando com uma posição de caixa líquido. Portanto, continuamos a ver quaisquer questões de balanço como injustificadas e esperamos que o grupo continue operando com estruturas de balanço conservadoras no futuro. Calculamos um fluxo de caixa gerado pela CSN de R\$ 4 bilhões, que foi influenciado por uma liberação considerável e provavelmente não recorrente de capital de giro de R\$ 1,8 bilhão (contas a receber caindo bem).

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

DRE (R\$ milhões)	3T21 Reportado	Estimativas do BTG Pactual 3T21E	Reportado vs. Estimado (%)	2T21 Reportado	3T20 Reportado	t/t	a/a
<b>Vendas líquidas</b>	<b>10.246</b>	<b>12.067</b>	<b>-15%</b>	<b>15.392</b>	<b>8.715</b>	<b>-33%</b>	<b>18%</b>
(-) Custo de produtos vendidos	(5.942)	(6.531)	-9%	(7.111)	(5.133)	-16%	16%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>4.305</b>	<b>5.536</b>	<b>-22%</b>	<b>8.280</b>	<b>3.582</b>	<b>-48%</b>	<b>20%</b>
(-) Despesas de Vendas	(601)	(664)	-9%	(677)	(604)	-11%	-0%
(-) Despesas gerais e administrativas	(152)	(121)	26%	(139)	(115)	9%	32%
Outras despesas (receitas) operacionais	33	0	n.m.	(346)	(704)		
<b>Lucro Operacional</b>	<b>3.584</b>	<b>4.752</b>	<b>-25%</b>	<b>7.118</b>	<b>2.160</b>	<b>-50%</b>	<b>66%</b>
Receitas (despesas) financeiras líquidas	(943)	(1.632)	-42%	(340)	(156)	177%	506%
Receitas (despesas) não operacionais	0		n.m.				
Equivalência patrimonial de subsidiárias	95	0	n.m.	55	26		
<b>Lucro líquido antes do imposto de renda</b>	<b>2.736</b>	<b>3.120</b>	<b>-12%</b>	<b>6.778</b>	<b>2.004</b>		
(-) Imposto de renda e contribuição social	(1.411)	(780)		(1.257)	(742)		
(-) Minoritários + distribuição de lucros	0		n.m.				
<b>Lucro líquido</b>	<b>1.325</b>	<b>2.340</b>	<b>-43%</b>	<b>5.521</b>	<b>1.262</b>		
<b>LPA</b>	<b>0,95</b>	<b>1,69</b>		<b>3,98</b>	<b>0,91</b>		
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>4.296</b>	<b>5.344</b>	<b>-20%</b>	<b>8.174</b>	<b>3.506</b>	<b>-47%</b>	<b>23%</b>

  

EBITDA (R\$ milhões)	3T21 Reportado	Estimativas do BTG Pactual 3T21E	Reportado vs. Estimado (%)	2T21 Reportado	3T20 Reportado	t/t	a/a
CSN Mineração	911	2.317	-61%	4.956	2.663	-82%	-66%
Aços	2.854	2.727	5%	2.699	551	6%	418%
Cimento	143	150	-5%	147	100	-3%	43%
Logística Ferroviária	260	270	-4%	252	219	3%	19%

  

Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R\$ milhões)	3T21 Reportado	Estimativas do BTG Pactual 3T21E	Reportado vs. Estimado (%)	2T21 Reportado	3T20 Reportado	t/t	a/a
<b>EBITDA</b>	<b>4.296</b>	<b>5.344</b>	<b>-20%</b>	<b>8.174</b>	<b>3.506</b>	<b>-47%</b>	<b>23%</b>
<b>Capex</b>	<b>(800)</b>	<b>(700)</b>	<b>14%</b>	<b>(759)</b>	<b>(459)</b>	<b>5%</b>	<b>74%</b>
Resultados financeiros	(662)	289	-329%	(10)	(86)	6520%	670%
Imposto de renda e outros	(669)	(780)		(279)	(104)	-	543%
Recebíveis	3.242	4.693	-31%	5.308	2.668	-39%	22%
Estoques	10.039	7.982	26%	7.050	5.035	42%	99%
Contas a pagar	6.568	6.430	2%	7.001	4.560	-6%	44%
Capital de Giro	6.713	6.245	7%	5.357	3.143	25%	114%
Varição no Capital de Giro	1.858						
<b>FCFE</b>	<b>4.023</b>						
<b>Dívida Líquida</b>	<b>14.775</b>	<b>13.998</b>	<b>6%</b>	<b>13.017</b>	<b>30.470</b>	<b>14%</b>	<b>-52%</b>
<b>Dívida Líquida / EBITDA</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>		<b>0,5</b>	<b>3,7</b>		

Fonte: Empresa e BTG Pactual

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

DRE (R\$ milhões)	3T21 Reportado	Estimativas do BTG Pactual 3T21E	Reportado vs. Estimado (%)	2T21 Reportado	3T20 Reportado	t/t	a/a
<b>Vendas líquidas</b>	<b>3.058</b>	<b>4.320</b>	<b>-29%</b>	<b>7.693</b>	<b>3.852</b>	<b>-60%</b>	<b>-21%</b>
(-) Custo de produtos vendidos	(1.998)	(1.807)	11%	(2.428)	(1.316)	-18%	52%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>1.059</b>	<b>2.513</b>	<b>-58%</b>	<b>5.266</b>	<b>2.536</b>	<b>-80%</b>	<b>-58%</b>
(-) Despesas de Vendas, Gerais & Administrativas	(84)	(378)	-78%	(819)	(247)	-90%	-66%
<b>Lucro Operacional</b>	<b>975</b>	<b>2.136</b>	<b>-54%</b>	<b>4.447</b>	<b>2.289</b>	<b>-78%</b>	<b>-57%</b>
Receitas (despesas) financeiras líquidas	138	(163)	-185%	(638)	(96)	-122%	-244%
Receitas (despesas) não operacionais	0	0	n.m.	0	0		
Equivalência patrimonial de subsidiárias	52	0	n.m.	27	18		
<b>Lucro líquido antes do imposto de renda</b>	<b>1.166</b>	<b>1.973</b>	<b>-41%</b>	<b>3.836</b>	<b>2.212</b>		
(-) Imposto de renda e contribuição social	(362)	(671)		(1.334)	(744)		
(-) Minoritários + distribuição de lucros	0		n.m.				
<b>Lucro líquido</b>	<b>804</b>	<b>1.302</b>	<b>-38%</b>	<b>2.502</b>	<b>1.467</b>		
<b>LPA</b>	<b>0,14</b>	<b>0,23</b>		<b>0,45</b>	<b>0,26</b>		
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>911</b>	<b>2.317</b>	<b>-61%</b>	<b>4.956</b>	<b>2.663</b>	<b>-82%</b>	<b>-66%</b>
<b>Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R\$ milhões)</b>	<b>3T21 Reportado</b>	<b>Estimativas do BTG Pactual 3T21E</b>	<b>Reportado vs. Estimado (%)</b>	<b>2T21 Reportado</b>	<b>3T20 Reportado</b>	<b>t/t</b>	<b>a/a</b>
EBITDA	911	2.317	-61%	4.956	2.663	-82%	-66%
Capex	(344)	(450)	-24%	(467)	(217)	-26%	59%
Resultados financeiros	81	(163)		(297)	(71)	-127%	-213%
Imposto de renda e outros	(346)	(671)		(280)	(744)	-	-54%
Recebíveis	895	2.400	-63%	3.629	2.291	-75%	-61%
Estoques	1.253	1.205	4%	949	562	32%	123%
Contas a pagar	1.497	1.478	1%	1.986	1.302	-25%	15%
Capital de Giro	651	2.127	-69%	2.593	1.551	-75%	-58%
Varição no Capital de Giro	3.623						
<b>FCFE</b>	<b>3.925</b>						
Dívida Líquida	(7.180)	(5.013)	43%	(5.897)	(1.295)	22%	454%
<b>Dívida Líquida / EBITDA</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>		<b>-0,3</b>	<b>-0,1</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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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)