

# CSN

# Revisão de Preço

05 de setembro de 2022

Por **Mary Silva, CNPI**





# CSN

## Revisão de Preço

Apresentamos nosso novo **preço-alvo para 2023** para CSNA3, de **R\$ 20,00**, após revisarmos o *valuation* da CSN para incorporar os [resultados do 2T22](#) e atualizar as premissas setoriais e macroeconômicas. Apesar do potencial de valorização, as incertezas relacionadas ao crescimento econômico mundial, a expectativa de resultados mais fracos do que os anteriormente projetados e a consequente redução da perspectiva de dividendos à frente deverão continuar pressionando as cotações do papel no curto prazo, motivo pelo qual rebaixamos nossa recomendação para **Neutra**.

No 1S22, a rentabilidade operacional da CSN foi impactada pela forte elevação dos custos de produção, refletindo a disparada de preços de carvão, coque, combustíveis e fretes marítimos. Além disso, a volatilidade dos preços de minério de ferro gerou ajustes pela diferença entre preços efetivos e provisionados referentes às vendas de trimestres anteriores, elevando a volatilidade dos resultados da CSN Mineração.

Para o 2S22, o cenário segue desafiador, com a permanência de parte desses fatores e ainda mais dúvidas quanto ao nível de demanda global de aço no curto e médio prazos, principalmente pela possibilidade de recessão nos Estados Unidos e Europa, e de um crescimento mais lento na China.

Vale destacar que a diversificação de negócios da CSN tem contribuído para equilibrar seus resultados consolidados, o que enxergamos como um diferencial relevante em períodos de alta volatilidade como o atual, já que os segmentos com dinâmica mais favorável compensam aqueles mais pressionados, ainda que parcialmente.

<b>Ticker</b>	<b>CSNA3</b>	<b>Recomendação</b>	<b>Neutra</b>
Variação 30 dias	-6,5%	Preço em 02-set-2022	R\$ 13,42
Variação em 2022	-44,1%	<b>Preço-alvo 31-dez-2023</b>	<b>R\$ 20,00</b>
Variação 12 meses	-59,2%	<b>Potencial de Valorização</b>	<b>49%</b>
Mínimo 12 meses	R\$ 13,18		
Máximo 12 meses	R\$ 35,40		

Fonte: Bloomberg e BB Investimentos.



# CSN

## Perspectivas por segmento

No segmento de **siderurgia**, após o resultado recorde apresentado em 2021, os números reportados pela CSN no 1S22 mostraram uma desaceleração, mas com margens ainda superiores à média histórica. Apesar da queda de quase 10% no volume de produção em relação ao 1S21, em função de paradas para manutenção e das fortes chuvas, os estoques de produtos acabados continuaram elevados, pois, segundo a companhia, foi adotada a estratégia de priorização de preços em vez de volumes. Para o 2S22, a empresa pretende focar em volumes, já que espera que os preços de aço se mantenham estáveis. Assim, ainda mantém o *guidance* (estimativa) de volume de vendas de 5,1 kt em 2022 (foram vendidas ~2,2 kt no 1S22), o qual consideramos bastante arrojado, dado o cenário mais desafiador para a demanda. Do lado de custos, a empresa já adquiriu carvão, coque e placas de terceiros a preços mais baixos, o que deverá contribuir para uma queda relevante do custo de placas, fazendo com que se mantenha confiante na entrega de bons números no segmento nesta segunda metade do ano.

Já a **CSN Mineração** teve queda de mais de 20% no volume de produção em relação ao primeiro semestre do ano anterior, com as operações bastante impactadas pelas fortes chuvas, o que levou a companhia a revisar seu *guidance* de produção de minério de ferro para 2022, para 36-38 Mt (antes 39-41 Mt). Além disso, a disparada dos custos na primeira metade do ano fez com que elevasse sua estimativa para o custo caixa médio C1 em 2022, para US\$ 20-22/t (antes em US\$ 18/t), embora espere uma melhora no ambiente para custos no 2S22, com a queda nos preços dos combustíveis favorecendo os gastos com transporte e os fretes marítimos – vale lembrar que este ponto é especialmente sensível no resultado da companhia, já que a empresa não possuiu contratos de longo prazo e, portanto, é substancialmente exposta à modalidade *spot*, cujos preços têm tido fortes oscilações desde 2021. Além disso, o cenário para o setor tem se mostrado mais difícil neste início do 2S22, diante da desaceleração da economia chinesa e, consequentemente, queda do consumo da commodity, o que tem se refletido no enfraquecimento de suas cotações. Assim, recentemente, **revisamos nosso preço-alvo para CMIN3 para R\$ 5,70 para o final de 2023**, e rebaixamos a recomendação para **Neutra**, conforme comentamos no [relatório sobre a empresa](#).

Por fim, a **CSN Cimentos** também sofreu os impactos das chuvas acima do esperado no início do ano, mas conseguiu recuperar volumes e margens no 2T22. A empresa está bastante otimista com o 2S22, já que espera um incremento da demanda pelo Auxílio Brasil, que poderá voltar a impulsionar o setor de materiais de construção, sustentando volumes e margens em patamares elevados. Adicionalmente, a recente aprovação da aquisição da LafargeHolcim pelo CADE e sua provável integração ainda em 2022 fazem com que a empresa esteja mais preparada para capturar esse cenário favorável no curto prazo.

Fonte: Bloomberg, CSN e BB Investimentos



# CSN

## Alocação de capital

A companhia encerrou o 1S22 com uma posição de caixa robusta, de R\$ 15 bilhões (ante R\$ 16,6 bilhões no final de 2021), mas diante do avanço da dívida bruta, as metas de **alavancagem** foram extrapoladas, conforme comentamos no [relatório de resultados do 2T22](#) – a dívida líquida atingiu R\$ 21 bilhões (meta de R\$ 15 bilhões) e representa 1,31x EBITDA (meta de 1,0x). A empresa informou que está revendo suas projeções e deverá divulgar posteriormente sua nova estimativa de alavancagem, ajustando-a ao cenário atual (possivelmente entre 1,4–1,5x para o final de 2022), considerando também o desembolso que deverá ocorrer com a conclusão da aquisição da LafargeHolcim. Apesar disso, a companhia assegura que esse será um ajuste temporário, pois buscará retornar à meta atual no longo prazo, e que manter uma estrutura de capital conservadora continua sendo sua prioridade de alocação de capital.

Nesse contexto, a companhia está mais cautelosa em relação aos novos **investimentos**, especialmente o projeto de internacionalização (siderurgia), também considerando o cenário de potencial recessão nos EUA e Europa, mas que seguem no radar para quando o cenário for mais favorável à sua implementação. Cabe mencionar que, desde o ano passado, a companhia deu passos importantes em direção à estratégia de expansão de seu negócio de cimentos (aquisição da Elizabeth Cimentos, que já está plenamente consolidada pela CSN Cimentos, e a recente aquisição da LafargeHolcim, que, quando incorporada, posicionará a CSN Cimentos entre os três maiores *players* do segmento no Brasil – antes, a companhia ocupava a sétima posição). Além disso, recentemente, a CSN anunciou avanços em sua estratégia de busca da autossuficiência energética e aumento de competitividade de custos, com a aquisição de ativos de geração de energia renovável (PCHs Sacre e Santa Ana, cuja energia será alocada na CSN Cimentos, e Usina Hidrelétrica de Quebra-Queixo, com geração destinada à CSN Mineração). Por outro lado, o projeto de expansão da CSN Mineração continua com ritmo de desembolsos lento e a empresa antecipou que deverá apresentar um novo cronograma no evento CSN Mineração Day 2022, previsto para ocorrer no final deste ano, embora ressalte que não há risco de execução.

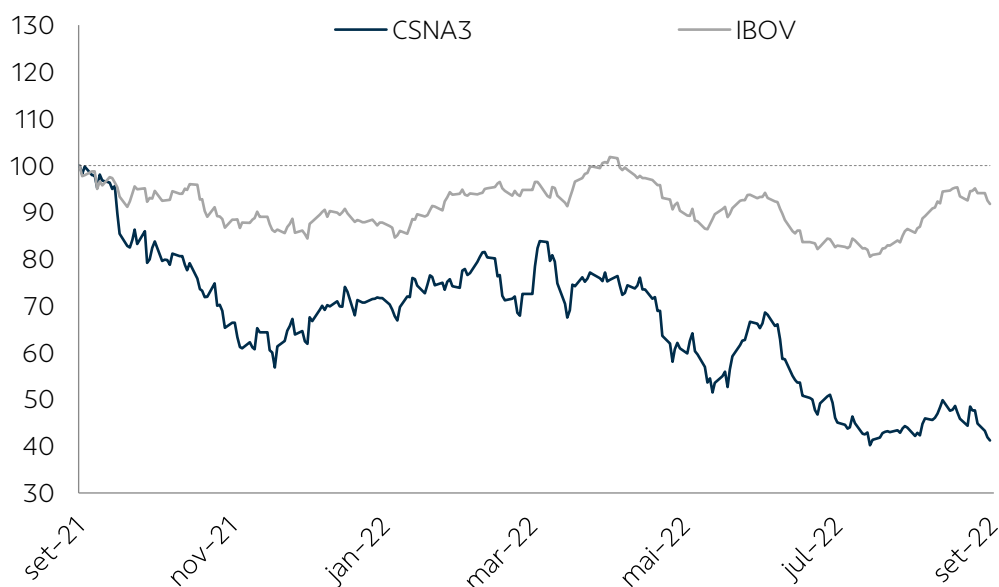
Já com relação aos **dividendos**, a companhia pretende manter a política de distribuição de 25% do lucro, e as **recompras** de ações poderão continuar ocorrendo oportunamente, mas possivelmente em um ritmo mais lento.

Fonte: Bloomberg, CSN e BB Investimentos



# CSN

## Desempenho da ação



A performance dos papéis da CSN segue se deteriorando e estes já acumulam queda de 44,1% em 2022 (ante valorização de 5,8% do Ibovespa até dia 02/09). Ao nosso ver, as perdas têm se intensificado em função do aumento de preocupações do mercado com o crescimento econômico global mais fraco e, consequentemente, com a dinâmica de demanda, preços e margens para os segmentos de siderurgia e mineração, já que a pressão de custos ainda persiste.

Entendemos que, no curto prazo, as ações da CSN deverão continuar sofrendo pressão deste cenário mais desafiador para seus setores de atuação. Em nossa opinião, há limitado espaço para incremento de volumes de vendas de minério de ferro e aço e expansão de margens, o que implica na expectativa de resultados mais fracos do que os anteriormente projetados e na consequente redução da perspectiva de dividendos à frente.

Além disso, após a revisão de nosso modelo financeiro, conforme detalhado nas próximas páginas, observamos que o papel está sendo negociado próximo ao seu múltiplo histórico<sup>1</sup>, o que pode limitar os ganhos do papel no curto prazo.

Assim, apresentamos nosso novo **preço-alvo** para **CSNA3** de **R\$ 20,00** para o final de 2023, e, diante dos motivos elencados, rebaixamos nossas recomendação para **Neutra**.

Fonte: Bloomberg, CSN e BB Investimentos. 1) EV/EBITDA 2023e BB Investimentos de 5,3x, ante média de 5 anos 5,7x.



# CSN

## Revisão de Preço

**Tese de investimento:** (i) demanda global de aço moderada no curto prazo, com balanço entre oferta e demanda equilibrado no médio e longo prazo; (ii) preços de aço em patamares que proporcionam rentabilidade satisfatória para as siderúrgicas, compensando a pressão de custos no curto prazo; (iii) boas perspectivas para o segmento de cimento, com a empresa fortalecida pelas aquisições para capturar o potencial de crescimento do setor; (iv) investimentos e iniciativas para a perpetuidade dos negócios; (v) controle da alavancagem financeira.

**Riscos:** dentre os principais riscos que podem afetar nossas projeções, destacamos: (i) deterioração do cenário macroeconômico brasileiro, afetando a atividade econômica e industrial; (ii) crescimento mundial aquém do esperado; (iii) prolongamento ou intensificação do conflito entre Rússia e Ucrânia; (iv) queda abrupta de preços de aço ou incapacidade de repasse de custos; (v) novas políticas ambientais na China com impacto direto ou indireto na indústria siderúrgica e, conseqüentemente, nos preços de minério de ferro; (vi) interrupção da recuperação do mercado brasileiro de cimento; e (vii) aumento de importações de aço no Brasil.

**Valuation.** Diante das novas premissas e dos resultados recentes apresentados, revisamos nosso modelo, e apresentamos o **novo preço-alvo 2023e** para **CSNA3** de **R\$ 20,00**, com recomendação **Neutra**.

Estimativas (R\$ milhões)		Destaques	
Valor da Firma (EV)	50.150	WACC	13,0%
Dívida Líquida e ajustes	-23.935	Perpetuidade (g)	2,5%
Valor para o acionista	26.215	EV/EBITDA 2023E	5,3x
Nº de ações (milhões)	1.326	P/L 2023E	4,2x
Preço-alvo 2023e <b>CSNA3</b> (R\$)	<b>20,00</b>	Dividend Yield 2023E (%)	6,7%

Fonte: CSN e BB Investimentos



# CSN

## DRE Sintética

R\$ milhões	2021	2022E	2023E	2024E
Receita líquida	47.912	45.370	40.742	41.863
(-) CPV	-25.837	-30.933	-27.140	-28.090
Lucro bruto	22.075	14.436	13.602	13.773
(-) SG&A	1.535	4.935	4.840	5.089
EBIT	19.115	11.779	10.803	10.673
(+/-) Resultado Financeiro	-1.944	-3.264	-3.013	-2.767
Lucro antes de IR	18.596	6.238	5.750	5.916
(-) IR	-5.000	-2.121	-1.552	-1.597
Resultado Líquido	13.596	4.117	4.197	4.319

## Balanço Patrimonial Sintético

R\$ milhões	2021	2022E	2023E	2024E
Ativos	79.379	76.076	78.202	82.370
Ativo Circulante	34.972	28.611	26.560	26.082
Ativo Não Circulante	11.207	11.993	12.621	13.000
Investimentos, Imobilizado, Intangível	33.200	35.472	39.020	43.288
Passivo e Patrimônio Líquido	79.379	76.076	78.202	82.370
Passivo Circulante	24.542	17.756	16.304	16.708
Passivo Não Circulante	31.463	32.003	32.579	33.254
Patrimônio Líquido	23.374	26.318	29.319	32.407

Fonte: CSN e BB Investimentos



# CSN

## Endividamento

R\$ milhões	2021	2022E	2023E	2024E
Dívida Bruta	34.370	32.431	32.820	33.446
Dívida Líquida	16.772	20.886	21.342	22.932
Dívida Líquida/EBITDA	0,76x	1,46x	1,57x	1,65x

## Múltiplos

	2022E	2023E	2024E
EV / EBITDA	5,1x	5,3x	5,2x
Lucro por Ação (R\$)	3,10	3,17	3,26
P / L	4,3x	4,2x	4,1x
P / BV	0,7x	0,6x	0,5x
Dividend Yield <sup>1</sup>	6,6%	6,7%	6,9%

## Sensibilidade Preço-alvo 2023e


R\$/ação	WACC				
	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
2,00%	22,8	20,8	19,0	17,3	15,8
2,25%	23,3	21,2	19,4	17,7	16,1
g 2,50%	23,8	21,7	20,0	18,0	16,4
2,75%	24,4	22,2	20,2	18,4	16,8
3,00%	25,0	22,7	20,7	18,8	17,1

Fonte: CSN e BB Investimentos. (1) Considerando o preço do último fechamento (R\$ 13,42).





# Siga os conteúdos do **BB Investimentos** nas redes sociais.

Clique em cada ícone para acessar. 



Playlist  
BB I Economia e Mercado



Canal Podcast  
BB I Empreendedorismo e Negócios



[bb.com.br/analises](https://bb.com.br/analises)



[bb.com.br/carteirasugerida](https://bb.com.br/carteirasugerida)





# Disclaimer

## Informações Relevantes

---

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da Resolução CVM 20/2021, o BB-Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A ("Grupo") pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB-Banco de Investimento S.A.

---



# Disclaimer

Informações Relevantes: **analistas de valores mobiliários.**

## Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 – As recomendações 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 ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens					
	1	2	3	4	5	6
Mary Silva	X	X	-	-	-	-

3 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

## RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.



# Disclaimer

## Mercado de Capitais | Equipe Research

Diretor	Gerente Executivo	Gerentes da Equipe de Pesquisa	
Francisco Augusto Lassalvia	Alfredo Savarego	Wesley Bernabé, CFA	Victor Penna
<a href="mailto:lassalvia@bb.com.br">lassalvia@bb.com.br</a>	<a href="mailto:alfredosavarego@bb.com.br">alfredosavarego@bb.com.br</a>	<a href="mailto:wesley.bernabe@bb.com.br">wesley.bernabe@bb.com.br</a>	<a href="mailto:victor.penna@bb.com.br">victor.penna@bb.com.br</a>

Estratégia de Renda Variável e Renda Fixa	Renda Variável		Equipe de Vendas	BB Securities - London
<b>Especialista:</b> Leonardo Nitta <a href="mailto:leonardo.nitta@bb.com.br">leonardo.nitta@bb.com.br</a>	<b>Agronegócios, Alimentos e Bebidas</b> Mary Silva <a href="mailto:mary.silva@bb.com.br">mary.silva@bb.com.br</a>	<b>Sid. e Min, Papel e Celulose</b> Mary Silva <a href="mailto:mary.silva@bb.com.br">mary.silva@bb.com.br</a>	<b>Contatos</b> <a href="mailto:bb.distribuicao@bb.com.br">bb.distribuicao@bb.com.br</a> <a href="mailto:acoes@bb.com.br">acoes@bb.com.br</a>	<b>Managing Director –</b> Tiago Alexandre Cruz Henrique Catarino Bruno Fantasia Gianpaolo Rivas Niklas Stenberg
Catherine Kiselar <a href="mailto:ckiselar@bb.com.br">ckiselar@bb.com.br</a>	Melina Constantino <a href="mailto:mconstantino@bb.com.br">mconstantino@bb.com.br</a>	<b>Transporte e Logística</b> Renato Hallgren <a href="mailto:renatoh@bb.com.br">renatoh@bb.com.br</a>	<b>Gerente –</b> Henrique Reis <a href="mailto:henrique.reis@bb.com.br">henrique.reis@bb.com.br</a>	
Hamilton Moreira Alves <a href="mailto:hmoreira@bb.com.br">hmoreira@bb.com.br</a>	<b>Bancos</b> Rafael Reis <a href="mailto:rafael.reis@bb.com.br">rafael.reis@bb.com.br</a>	<b>Utilities</b> Rafael Dias <a href="mailto:rafaeldias@bb.com.br">rafaeldias@bb.com.br</a>	Denise Rédua de Oliveira Eliza Mitiko Abe	<b>Banco do Brasil Securities LLC - New York</b> <b>Managing Director –</b> Andre Haui
José Roberto dos Anjos <a href="mailto:robertodosanjos@bb.com.br">robertodosanjos@bb.com.br</a>	<b>Educação e Saúde</b> Melina Constantino <a href="mailto:mconstantino@bb.com.br">mconstantino@bb.com.br</a>	<b>Varejo</b> Georgja Jorge <a href="mailto:georgiadaj@bb.com.br">georgiadaj@bb.com.br</a>	Fábio Caponi Bertoluci Marcela Andressa Pereira Sandra Regina Saran	Marco Aurélio de Sá Leonardo Jafet
Renato Odo <a href="mailto:renato.odo@bb.com.br">renato.odo@bb.com.br</a>	<b>Imobiliário</b> André Oliveira <a href="mailto:andre.oliveira@bb.com.br">andre.oliveira@bb.com.br</a>			
<b>Fundos Imobiliários</b>	<b>Óleo e Gás</b> Daniel Cobucci <a href="mailto:cobucci@bb.com.br">cobucci@bb.com.br</a>			
Richardí Ferreira <a href="mailto:richardi@bb.com.br">richardi@bb.com.br</a>	<b>Serviços Financeiros</b> Luan Calimerio <a href="mailto:luan.calimerio@bb.com.br">luan.calimerio@bb.com.br</a>			