

CSN**Melhora operacional ainda não reduz alavancagem****Francisco Lobo**

Analista de Crédito | Santander Credit Research

francisco.lobo@santander.com.br

Em poucas linhas: os resultados do 2T26 da CSN mostraram melhora operacional e normalização do capital de giro, com crescimento de receita e Ebitda ajustado e recuperação da geração de caixa operacional. Ainda assim, o elevado volume de investimentos manteve o fluxo de caixa livre negativo, e a Dívida líquida ajustada aumentou para R\$ 42,1 bilhões, com alavancagem próxima de 3,5x. A posição de liquidez permanece adequada para os vencimentos de curto prazo, enquanto a recente oferta de troca reduziu a concentração de amortizações em 2028, em contrapartida a um desembolso de caixa e ao maior custo da dívida refinanciada. Nesse contexto, a venda da CSN Cimentos segue como o principal vetor para uma redução mais efetiva da dívida e uma melhora do perfil de crédito, ainda condicionada aos termos e à conclusão da transação

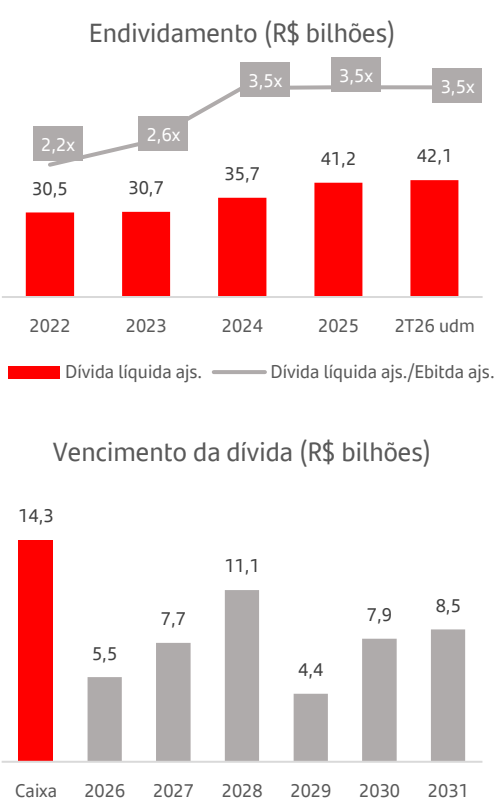
- A CSN apresentou ontem (12) os resultados do 2T26. A receita líquida somou R\$ 11,3 bilhões, alta de 7% em relação ao trimestre anterior e de 6% na comparação anual, enquanto o Ebitda ajustado alcançou R\$ 2,8 bilhões, avanço de 5% em ambas as bases de comparação. Houve crescimento dos volumes em todos os segmentos de atuação, com destaque para os resultados das divisões de siderurgia, energia e logística ferroviária, que compensaram o desempenho mais fraco da mineração. O segmento foi afetado pelo aumento dos custos logísticos associado ao conflito no Oriente Médio e pelo efeito da apreciação cambial sobre o preço realizado.
- A geração de caixa operacional aumentou para R\$ 1,2 bilhão, ante R\$ 10 milhões no 1T26, beneficiada pela normalização do capital de giro após o consumo de R\$ 828 milhões no trimestre anterior. No 2T26, a redução dos estoques, especialmente de produtos siderúrgicos, contribuiu para uma liberação de R\$ 95 milhões, e a administração indicou que essa dinâmica favorável deverá continuar no próximo trimestre. Ainda assim, os investimentos em caixa somaram R\$ 1,9 bilhão e mantiveram o fluxo de caixa livre negativo em R\$ 736 milhões. A melhora operacional e do capital de giro, portanto, ainda foi insuficiente para financiar integralmente o volume de investimentos da companhia.
- O consumo de caixa, somado à atualização monetária e aos juros acumulados sobre a dívida, levou a Dívida líquida ajustada a R\$ 42,1 bilhões ao fim de junho, aumento de R\$ 1,6 bilhão, ou 4%, em relação ao trimestre anterior. A relação entre Dívida líquida ajustada e Ebitda ajustado permaneceu próxima de 3,5x, uma vez que o crescimento do Ebitda ajustado acumulado em 12 meses, de R\$ 11,8 bilhões para R\$ 12,1 bilhões, foi absorvido pelo aumento do endividamento. A evolução do trimestre reforça a dificuldade de promover uma desalavancagem orgânica mais consistente enquanto os investimentos permanecerem elevados e a geração de caixa livre continuar negativa.
- A posição de liquidez segue oferecendo cobertura para as obrigações mais imediatas. Ao fim de junho, a CSN mantinha R\$ 14,3 bilhões em caixa, ante R\$ 8,2 bilhões em vencimentos no curto prazo. Em abril, a companhia contratou um empréstimo-ponte de US\$ 1,2 bilhão, com prazo de cinco anos, destinado à amortização de dívidas de curto e médio prazos e ao alongamento do cronograma. Os vencimentos de 2026 e 2027 são compostos majoritariamente por dívidas bancárias, enquanto mais da metade das amortizações previstas para 2028 estava associada ao *bond* com remuneração de 6,75% ao ano, principal vencimento da CSN no mercado internacional de capitais.
- Em 12/ago, após o encerramento do trimestre, a CSN liquidou uma oferta de troca referente a esse passivo, com adesão equivalente a 77,5% das notas então em circulação. A operação resultou no cancelamento de US\$ 1,0 bilhão do principal originalmente emitido de US\$ 1,3 bilhão, mediante pagamento de US\$ 255,7 milhões em caixa e emissão de US\$ 698,3 milhões em novas notas com vencimento em 2030 e remuneração de 11,0% ao ano. A transação reduziu a concentração de amortizações em 2028 e alongou parte relevante do passivo para 2030, em contrapartida a um desembolso de caixa e a um custo nominal substancialmente superior sobre a parcela refinanciada. O reperfilamento reduz a pressão de liquidez

- associada ao principal vencimento internacional da companhia, mas tende a manter elevada a despesa financeira e reforça a necessidade de redução da dívida bruta.
- O plano de desinvestimentos permanece como o principal vetor para uma redução mais efetiva da dívida, tendo a CSN Cimentos como o ativo central dessa estratégia. Em 10/ago, o jornal Valor Econômico informou¹ que o grupo havia recebido três ofertas vinculantes pelo negócio, cuja venda era esperada por ao menos R\$ 12 bilhões. Caso concluída em condições próximas às mencionadas e acompanhada da destinação dos recursos à amortização de dívida, a transação teria potencial para produzir uma redução mais relevante da alavancagem. Até que haja maior visibilidade sobre valores, estrutura, prazo e conclusão da venda, o perfil de crédito continua condicionado à execução do plano de desinvestimentos e à capacidade da CSN de melhorar a conversão de Ebitda em caixa.

Tabela 1 e Gráficos 1 e 2. Demonstrações financeiras resumidas

R\$ bilhões	2023	2024	2025	2T26 udm
DRE				
Receita líquida	45,4	43,7	44,8	45,1
Ebitda ajs.	11,9	10,2	11,8	12,1
Margem Ebitda	26%	23%	26%	27%
Lucro líquido	-0,3	-2,6	-2,0	-2,6
Balanço patrimonial				
Dívida bruta	44,9	56,9	52,9	53,4
Caixa e aplicações	17,8	24,4	15,1	14,3
Dívida líquida	27,0	32,5	37,8	39,1
Dívida líquida ajs.	30,7	35,7	41,2	42,1
Fluxo de caixa				
Operacional ²	10,5	12,4	2,9	3,5
Investimentos ³	-4,7	-1,2	-6,3	-6,1
Financiamento ⁴	-1,9	-3,8	-5,7	-2,4
Outras variações	0,3	-0,8	-0,3	0,1
Variação de caixa e aplicações	4,2	6,6	-9,3	-4,9
Volumes de vendas (mm t)				
Aço	4,2	4,6	4,2	4,4
Minério de ferro	42,7	42,6	45,8	45,9
Indicadores financeiros				
Dívida CP/Dívida total	17%	15%	20%	16%
Caixa/Dívida CP	2,3x	2,8x	1,4x	1,7x
Dívida líquida/PL	1,4x	2,1x	2,4x	2,6x
Dívida líquida ajs./Ebitda ajs.	2,6x	3,5x	3,5x	3,5x

Fontes: CSN e Santander.



¹Notícia em [Link](#). ²Exclui pagamento de juros e inclui pagamento de arrendamento. ³Exclui movimentação de aplicações financeiras. ⁴Exclui pagamento de juros e inclui pagamento de arrendamento.

Comunicado importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem a opinião e análises pessoais dos analistas do Santander, que foram produzidas de forma independente na data de sua emissão, e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando suas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório. Os analistas do Santander estão sujeitos às regras previstas no Código de Conduta da APIMEC, bem como à Política de Conduta para atividade de Research estabelecida para o Grupo Santander.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Eu, **Francisco Lobo, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritor e responsável por este relatório**, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente minha opinião pessoal, e foi elaborada de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;
- (iv) Sua remuneração não é, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo Santander.

O Banco Santander (Brasil) S.A. suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.

Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.

Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) que tem como risco final a companhia objeto do presente relatório de análise.

Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.

Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

A(s) companhia(s) citada(s) no presente relatório, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum não têm participações relevantes no Santander, nem em suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

As informações apresentadas podem não ser adequadas para todos os perfis de suitability. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.