

**Francisco Lobo**

Analista de Crédito | Santander Credit Research

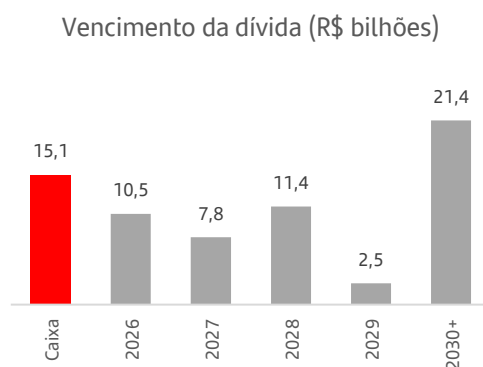
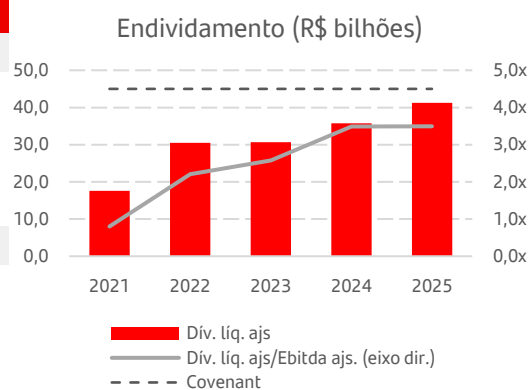
francisco.lope@santander.com.br

**Em poucas linhas:** a CSN passou por uma sequência de eventos ao longo dos últimos dias que evidenciou maior pressão sobre seu perfil de crédito, iniciando com a divulgação de resultados com queima de caixa, seguida por ações de *rating* e, por fim, medidas de reforço de liquidez. Em conjunto, os eventos apontam para um perfil de crédito mais pressionado no curto prazo, com geração de caixa ainda insuficiente para fazer frente ao elevado nível de investimentos e ao serviço da dívida. O *bridge loan* contribui para mitigar riscos de liquidez no curto prazo e alongar o perfil da dívida, mas não altera, por si só, o quadro estrutural, de modo que a estabilização do crédito segue condicionada à execução bem-sucedida do plano de desinvestimentos e à melhora consistente da geração operacional de caixa.

- No último dia 12/mar, a CSN reportou seus resultados referentes ao quarto trimestre de 2025. A receita líquida somou R\$ 11,4 bilhões, retração de 5,2% na comparação anual, explicada pela base de comparação mais forte, em função da valorização do preço do minério no período, e 3,3% inferior na comparação trimestral, refletindo a sazonalidade mais fraca do fim de ano. O Ebitda ajustado permaneceu relativamente estável, tanto em base anual quanto trimestral, em R\$ 3,3 bilhões. A geração de caixa operacional foi positiva em apenas R\$ 33 milhões no trimestre, enquanto os investimentos somaram R\$ 2,1 bilhões, resultando em fluxo de caixa livre negativo. A dívida líquida ajustada avançou de R\$ 37,6 bilhões para R\$ 41,2 bilhões, explicada pelo elevado nível de investimentos e pelo serviço da dívida. Já a relação Dívida líquida/Ebitda ajustado passou de 3,14x no 3T25 para 3,47x no 4T25, permanecendo abaixo do *covenant* de 4,5x, mas acima do *guidance* gerencial de 3,0x. Destaca-se, ainda, a necessidade de rolagem de dívidas, com disponibilidades de R\$ 15,1 bilhões frente a R\$ 10,5 bilhões em vencimentos em 2026.
- No *release* de resultados, a companhia reforçou o plano de desinvestimentos de ativos, originalmente anunciado em 15/jan, com o objetivo de levantar entre R\$ 15 bilhões e R\$ 18 bilhões, incluindo a alienação do controle no segmento de cimentos, a venda de participação minoritária no segmento de infraestrutura e a busca por parcerias estratégicas em siderurgia. Tais iniciativas podem contribuir para uma redução relevante da alavancagem, ainda que haja incertezas quanto ao seu *timing* e execução.
- Em 18/mar, a S&P rebaixou os ratings da CSN nas escalas nacional e global. Na escala local, o rating foi reduzido de 'brAA-' para 'brA-', com Perspectiva Negativa, refletindo o desempenho ainda pressionado das operações de siderurgia, em um contexto de desaceleração econômica doméstica e incertezas no cenário externo. Em função dos investimentos elevados e das altas despesas financeiras, a agência projeta manutenção da alavancagem em níveis elevados e indica que a geração de caixa livre deve se tornar positiva apenas a partir de 2028. Diante das incertezas relacionadas ao *timing* e ao *valuation* dos desinvestimentos, tais iniciativas não foram incorporadas às projeções. Na mesma data, o *rating* global foi rebaixado de 'B+' para 'B'.
- Na sexta-feira (20/mar), a Fitch também rebaixou os ratings da CSN, de 'AA-(bra)' para 'BBB-(bra)' na escala nacional e de 'BB-' para 'B' na escala global, mantendo-os em Observação Negativa, o que indica possibilidade de novo *downgrade* no curto prazo. Em linha com a S&P, a agência destacou a combinação de elevado endividamento, fluxo de caixa livre negativo e riscos crescentes de refinanciamento, além da dependência de eventos de desalavancagem, como venda de ativos, para estabilização das métricas de crédito.
- Ainda em 20 de março, após o fechamento de mercado, a companhia anunciou a contratação de um *bridge loan* com algumas instituições financeiras no montante de US\$ 1,2 bilhão (com possibilidade de aumento para até US\$ 1,4 bilhão) e prazo de cinco anos, com o objetivo de reforçar a liquidez e endereçar vencimentos de curto prazo. A operação contribui para mitigar o risco imediato de refinanciamento, especialmente em um ambiente de maior restrição no mercado de crédito, mas possui caráter tático e transitório, sem alterar estruturalmente o quadro de alavancagem elevada.

Tabela 1 e Gráficos 1 e 2. Demonstrações financeiras resumidas

R\$ bilhões	2022	2023	2024	2025
<b>DRE</b>				
Receita líquida	44,4	45,4	43,7	44,8
Ebitda ajs.	13,8	11,9	10,2	11,8
Margem Ebitda	31,1%	26,2%	23,4%	26,3%
Lucro líquido	1,6	-0,3	-2,6	-2,0
<b>Balanco patrimonial</b>				
Dívida bruta	40,9	44,9	56,9	52,9
Caixa e aplicações	13,4	17,6	24,2	15,1
Dívida líquida	27,5	27,3	32,7	37,9
Dívida líquida ajs.	30,5	30,7	35,7	41,2
<b>Fluxo de caixa</b>				
Operacional	2,0	7,3	8,7	-1,0
Investimentos	-11,5	-4,7	-1,2	-6,3
Financiamento	4,7	1,3	-0,1	-1,8
Variação cambial	0,0	0,0	-0,2	0,0
Variação de caixa e aplicações	-4,7	3,9	7,2	-9,1
<b>Indicadores financeiros</b>				
Caixa/Dívida CP	2,6x	2,3x	2,7x	1,4x
Dívida CP/Dívida total	13%	17%	15%	20%
Dívida líquida/PL	1,3x	1,4x	2,1x	2,4x
Dívida líquida ajs./Ebitda ajs.	2,2x	2,6x	3,5x	3,5x
Covenant	4,5x	4,5x	4,5x	4,5x



Fontes: CSN e Santander.

# 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.