

**CSN (CSNA3) | Venda da CSN Cimentos**

Analista: Luca Vello | Metais & Mineração | 8/Jun/26

Recomendação: **EM REVISÃO** | Preço-Alvo: **R\$9,00** | Upside: **+50%** | Horizonte: **12M**

**TESE**

A venda da CSN Cimentos resolve o principal problema estrutural da CSN: despesas financeiras de R\$5,2b LTM que consomem 45% do EBITDA consolidado e mantêm o FCL ajustado cronicamente negativo. Com proceeds líquidos de **R\$8-11,5b Est.**, a desalavancagem pode levar o indicador para o intervalo de **2,8-3,1x** (de 3,4x no 1T26), patamar suficiente para reabrir o espaço de crescimento do grupo. A operação deve ser **FCL-positiva em todos os cenários viáveis**, desde que a companhia priorize a amortização de dívida BRL (15.5%). O custo é a perda permanente de R\$1,4b LTM, mas a economia financeira mais do que deve compensar em qualquer múltiplo >5,0x LTM.

**MÉTRICAS-CHAVE**

EBITDA Cim. 2025  
**R\$1,3b**  
EBITDA LTM Cim.  
**R\$1,4b**  
Alavancagem Atual  
**3,4x EBITDA**  
Range de Valuation  
**R\$9,4-13,7b**

**Conclusão**

A venda da CSN Cimentos **deve ser a operação certa**. O segmento entrega EBITDA real, mas o grupo não captura esse caixa por conta do custo de carregamento da dívida. Em qualquer múltiplo acima de 5x LTM com amortização de dívida BRL, o **FCL ajustado do grupo deve melhorar** em regime permanente.

Além disso, acredito que o verdadeiro prêmio deve estar além do FCL: com alavancagem caindo para o intervalo de **2,8-3,2x Est.** (de 3,4x), a CSN deverá desbloquear capital para acelerar a expansão do segmento de mineração (P15), onde as perspectivas de retorno são superiores. O **processo está avançado**. O risco não é mais se a venda vai acontecer, é **a que preço e com que dívida o caixa entra**.

Dessa forma, acredito que em decorrência de qualquer "faísca" para com a alienação da divisão de cimentos, alterarei minha recomendação para Compra **orientada a catalisador específico**, e não em virtude de alteração de tese estrutural. O racional de compra é a assimetria de risco/retorno criada pela venda da CSN Cimentos, uma vez que o **mercado precifica o papel como se o processo não existisse**, e o catalisador tem data definida (propostas vinculantes em 7/Ago).

Pontuo aqui, também, que a saída da **J&F** e **Suzano** do processo não deve ser compreendido como de grande relevância dado que, principalmente a Suzano, nunca esteve entre os potenciais compradores a ser considerado em nosso cenário base.

**1. A divisão: O que está à venda?**

A CSN Cimentos é o maior ativo não-core do grupo. Com **R\$4,9b** de receita líquida e **R\$1,3b** de EBITDA em 2025 — ambos recordes históricos —, a divisão representa **11%** do EBITDA consolidado e opera com capacidade instalada (15Mt/ano) em 13 plantas concentradas no Nordeste, Sudeste e Sul do Brasil. A margem EBITDA fechou 2025 em 26,3%, com forte recuperação no 2S25 após um 1S25 pressionado por custos de matéria-prima e ambiente competitivo hostil.

O EBITDA LTM, base mais adequada para a transação, soma **R\$1,4b** (2T25-1T26), com 1T26 entregando R\$392m — o maior EBITDA trimestral da história da divisão (+62,7% a.a.), e margem de 31,2%. Isso valida a trajetória de melhora de rentabilidade e justifica uma base forward mais alta na precificação.

| Período     | Vol. (kt)     | Receita (R\$MM) | EBITDA (R\$MM) | Margem (%)   | Obs.                     |
|-------------|---------------|-----------------|----------------|--------------|--------------------------|
| 1T25        | 3.204         | 1.102           | 241            | 21,9%        | 1S25 fraco               |
| 2T25        | 3.465         | 1.213           | 293            | 24,2%        | ↑ vs 1T25                |
| 3T25        | 3.623         | 1.333           | 388            | 29,1%        | Recorde histórico        |
| 4T25        | 3.101         | 1.258           | 368            | 29,2%        | Sazonalidade             |
| <b>2025</b> | <b>13.393</b> | <b>4.906</b>    | <b>1.290</b>   | <b>26,3%</b> | <b>Recorde receita</b>   |
| <b>LTM*</b> | <b>—</b>      | <b>—</b>        | <b>1.441</b>   | <b>28%</b>   | <b>Base da transação</b> |

Fonte: Apresentações de Resultados CSN 1T26; \* LTM = 2T25 + 3T25 + 4T25 + 1T26 (R\$392m).

## 2. O processo: Compradores e cronograma

A CSN avançou para a 2ª fase do processo competitivo em Abr/26. As fontes indicam que **Votorantim Cimentos, Polimix** e pelo menos **dois conglomerados chineses** (Anhui Conch e Huaxin) mantêm interesse ativo. A J&F e Suzano teriam saído do processo – o prazo para propostas vinculantes é **7/Ago**. O fechamento depende de aprovação do CADE e pode ocorrer até o final de 2026. A operação é parte do plano estratégico da CSN de levantar **+R\$15-18b** em desinvestimentos para reposicionar o balanço.

A estrutura mais provável envolve a **venda do controle** da CSN Cimentos S.A. (que já tem estrutura societária separada), não a venda dos ativos diretamente. Isso tende a reduzir a carga tributária na saída e simplifica o processo de aprovação regulatória — embora a concentração de mercado no Nordeste, onde a CSN detém forte participação, torne o escrutínio do CADE relevante.

## 3. Cenários de valuation

Usamos o EBITDA LTM (**R\$1,4b**) como base de precificação — menos conservador que o 2025 em função da aceleração recente do 1T26. O múltiplo forward de referência do mercado aponta para **6,7x** no cenário piso (10b/1,5b EBITDA 26E). A transação da Cemex Panama em Ago/25 ocorreu a **12x EBITDA**, mas em contexto muito diferente (mercado menor, comprador estratégico). Para o **Brasil**, acredito que o range razoável é **6,5-9,5x LTM** dado o porte da operação, liquidez do mercado e perfil dos compradores.

| Métrica                                    | Bear (6,5x LTM) | Base (7,5x LTM) | Bull (9,5x LTM) |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|
| Proceeds Brutos (R\$MM)                    | 9.369           | 10.810          | 13.692          |
| Proceeds Líquidos (R\$MM)                  | 7.823           | 9.026           | 11.433          |
| Nova Dívida Líquida (R\$MM)                | 32.682          | 31.479          | 29.072          |
| Novo EBITDA Consolidado s/ Cimento         | 10.491          | 10.491          | 10.491          |
| <b>Nova Alavancagem (x)</b>                | <b>3,1x</b>     | <b>3,0x</b>     | <b>2,8x</b>     |
| Economia Financeira (a.a.) * (R\$MM)       | +1.190          | +1.424          | +1.804          |
| Economia Capex Est. (a.a.) (R\$MM)         | +350 (6% total) | +350 (6% total) | +350 (6% total) |
| <b>Impacto Bruto no FCL (a.a.) (R\$MM)</b> | <b>+100</b>     | <b>+330</b>     | <b>+710</b>     |

Fonte: Apresentações de Resultados CSN 1T26; \* Economia financeira assume amortização prioritária de dívida BRL a custo CDI 107,55% (15,5% ao ano); Proceeds líquidos após 15-18% de leakage fiscal/transação; Capex de cimentos: R\$350m/ano Est.

## 4. O que muda no FCL ajustado

O FCL Ajustado da CSN ficou negativo em todos os trimestres de 2025. No 4T25, o EBITDA de **R\$3,3b** foi destruído pelo resultado financeiro de **-R\$1,4b** (R\$5,1b no ano, **44%** do EBITDA), isso sem antes contabilizar o Capex de R\$5,9b no ano. A divisão de cimentos contribuiu com R\$1,3b de EBITDA em 2025, mas gerou uma carga financeira proporcionalmente menor do que o endividamento que financia.

O break-even financeiro da venda ocorrerá **se a economia de juros superar o EBITDA perdido líquido de Capex**. Com custo da dívida BRL (15,5% a.a.), isso retira mínima de R\$8b de dívida cara, o que acontece em qualquer cenário acima de 5,0x LTM. Em cenários abaixo disso (improvável), ou com amortização de USD bonds (6,4% a.a.), menos provável dado o custo diferencial, o FCL pode piorar.

O ponto central, dessa forma, é sobre substituir EBITDA LTM de cimento (**R\$1,4b**) por economia financeira anual (**R\$1,2-1,8b**), um swap que geraria FCL real e, ainda, reduziria o risco de crédito. No cenário base considerado, o FCL ajustado deve melhorar em **+R\$330m/ano Est.** em regime permanente, mesmo sem considerar qualquer alteração da taxa de juros paga pela companhia.

## 5. Alavancagem: O verdadeiro catalisador

A CSN encerrou 2025 com **3,5x EBITDA** — acima da meta comunicada e do patamar que o mercado considera confortável para o perfil de ativos do grupo. O plano de **R\$15-18b** em desinvestimentos tem a CSN Cimentos como âncora, com potencial de representar **R\$8-12b** dos proceeds líquidos totais.

No cenário base (7,5x LTM, R\$9,0b líquidos), a alavancagem deve cair para **3,1x**, muito próximo do piso (3,0x). No cenário bull (9,5x, R\$11,4b líquidos), o grupo alcançaria **2,8x**, abrindo espaço para retomada de crescimento por exemplo, em aço e mineração, segmento onde a CSN já entregou recordes operacionais consecutivos em 2025 (EBITDA de R\$6,3b e margem de 41%).

A queda na alavancagem também deve ter efeito sobre o custo da dívida (como dito anteriormente): a dívida BRL da CSN está indexada a CDI, e o rebaixamento de um nível de rating (ou a ameaça disso — a Moody's já sinalizou preocupação) pode elevar o spread. Um balanço mais limpo, de fato, derrubaria esse risco.

## 6. Riscos e considerações

**CADE:** A CSN Cimentos tem posição dominante em algumas regiões, especialmente no Nordeste. O processo pode exigir remédios (desinvestimento de plantas específicas), reduzindo o valor efetivo da transação;

**Tipo de dívida amortizada:** Se a CSN usar os proceeds para amortizar USD bonds (custo de 6,4%) em vez de debentures BRL (custo de 15,5%), a economia financeira despenca. A eficácia da operação depende da priorização correta;

**Timing de fechamento:** Aprovação do CADE pode se estender para 2027. No intervalo, a CSN acumula mais despesa financeira sem os proceeds. Qualquer atraso piora o FCL do grupo;

**Cenário macro de juros:** Se a Selic cair, o custo da dívida BRL diminui — e a atratividade relativa da venda (economia financeira vs. EBITDA perdido) se reduz. Ao contrário, Selic mais alta acelera o racional;

**Valuation de exit:** A CSN reportou o 1T26 com o maior EBITDA trimestral de cimentos da história. Vender agora, mesmo com a divisão em máxima operacional, pode não capturar o valor pleno do ativo, considerando múltiplos comprimidos. Pelo contrário, esperar prolonga o desconforto financeiro do grupo.