

SIDERURGIA E MINERAÇÃO

CSN / CSN Mineração

Preferências alteradas – CSN elevada, CMIN rebaixada

Melhor dinamismo para ações da CSN e potencialmente mais fraco para a CMIN. As ações da **CSN** foram negligenciadas devido às fracas perspectivas de FCL até 2029 (retorno médio de FCL de -35 % em 2026–2028E), mas vemos espaço para recuperação com avanço da desalavancagem. A desalavancagem de fato é incerta, mas vemos cronograma e prioridades mais claros. No entanto, uma recomendação de Compra só viria após a execução. As margens de aço podem melhorar em 2026, com a solidez dos segmentos de Cimento e Logística, e os riscos de liquidez podem diminuir com a venda da participação na MRS e o refinanciamento da dívida. Já **CMIN** se beneficiou dos preços do minério de ferro em 2025, que devem se estabilizar em 2026, reduzindo o EBITDA (-16 % a/a), enquanto juros aumentam com a aquisição da participação na MRS e o aumento do capex P15. Pode haver excesso de oferta de ações devido à revenda de ~53 mi de ações em tesouraria (cerca de 10 dias de negociação).

CSN: recomendação elevada para Neutra e preço-alvo de BRL 11,30/ação (de BRL 8,30) para 2026. O fraco FCL da CSN (-35% em média em 2026–2028) é claro, mas pode ganhar força com a desalavancagem. As margens do aço podem reverter em 2026 devido a preços mais altos – com base em informações de distribuidores (tentativa de aumento de 5%–10% em janeiro) e montadoras (0%–5% em janeiro e abril) –, medidas antidumping sobre aço plano e aumento das vendas no mercado interno. Logística e Cimento surpreenderam, com perspectiva sólida. O risco de liquidez deve diminuir com a venda da participação na MRS, criando uma reserva de BRL 3,8 bi para títulos que vencem em 2026–2027, possibilitando o refinanciamento da dívida (76% detida por bancos) e reduzindo o risco de rebaixamento do rating de crédito. Esse é o passo inicial para lidar com os BRL 8,1 bi em títulos com vencimento em 2028. Embora paliativo em relação à dívida líquida (BRL 37,5 bi no 3T25), a desalavancagem poderia acelerar via suspensão de dividendos, venda de ativos e IPOs de subsidiárias. Indenização do processo contra Ternium adiciona opcionalidade (BRL 3–4 bi). Execução no curto prazo é incerta, mas foco da gestão é claro.

CMIN: recomendação rebaixada para Venda e novo preço-alvo de BRL 5,80/ação (de BRL 5,30) para 2026. O rebaixamento reflete menor potencial de valorização pelo nosso FCD e pior desempenho das ações, já que a posição de caixa líquida deve se inverter em 2026 com EBITDA mais fraco, maior capex e aquisição da participação na MRS – ainda não incluída em nossas projeções atuais, já que a venda não foi concluída. A revenda de 53 mi de ações em tesouraria (cerca de BRL 300 mi) não seria suficiente para compensar essas saídas de caixa, pois estimamos a transação com a MRS, por si só, em BRL 2,5 bi a BRL 3 bi. O baixo free float e o volume médio de negociação diário da CMIN aumentarão o efeito da revenda de ações sobre seu preço e poderão levar os múltiplos a se aproximar dos de pares de minério de ferro (5,3x vs. 5,7x EV/EBITDA da CMIN em 2026). O excesso de oferta de ações da CMIN pode aumentar se a CSN vender participação adicional na subsidiária. A situação financeira da CMIN é muito mais sólida do que a da CSN, mas acreditamos que as ações da CSN terão desempenho melhor em função desses eventos marginais.

Números. Elevamos nossas projeções de EBITDA para a **CSN** para BRL 10,9 bi em 2026 (+20%; 2% abaixo do consenso da VA). A melhora nos resultados da CSN deve-se aos resultados mais altos de Mineração (+8%), Cimento (+39%) e Logística (+29%), que compensaram os números mais fracos de Energia (-20%). Mantivemos inalteradas as estimativas para Aço. Para a **CMIN**, elevamos nossa projeção de EBITDA para BRL 5,3 bi (+10%; 4% acima do consenso da VA) em 2026, devido principalmente a projeções mais altas para preços realizados (USD 53/t FOB, +9%), e mantivemos os volumes de vendas em 43 mi de toneladas.

Riscos. (i) Preços de minério de ferro e aço diferentes de nossas expectativas; (ii) alterações no cronograma de projetos de minério de ferro; (iii) decisões diferentes de alocação de capital; (iv) mudanças nas políticas, incluindo medidas antidumping e regulamentações ambientais.

Ricardo Monegaglia

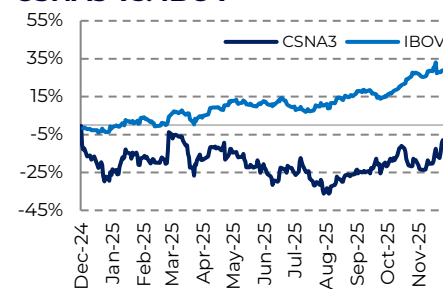
+55 11 3175 7855

ricardo.neto@safra.com.br

CSNA3

Recomendação	Neutra
Preço local	BRL 9,64
Preço-alvo	BRL 11,30
Potencial de valorização	17%
Retorno total	17%

Múltiplos	26E	27E	28E
VF/EBITDA	4,8x	5,0x	4,9x
P/L	n.s.	n.s.	12,3x
Rendimento FCL	-32%	-39%	-32%

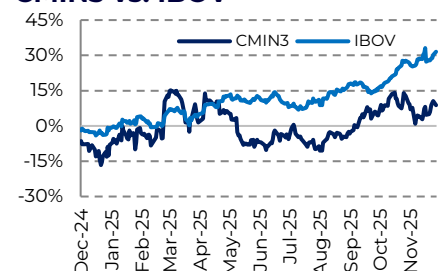
CSNA3 vs. IBOV


Fonte: Bloomberg e Safr.

CMIN3

Recomendação	Venda
Preço local	BRL 5,67
Preço-alvo	BRL 5,80
Potencial de valorização	2%
Retorno total	10%

Múltiplos	26E	27E	28E
VF/EBITDA	5,7x	6,9x	6,8x
P/L	10,6x	12,4x	11,3x
Rendimento FCF	-3,2%	7,4%	-6,5%

CMIN3 vs. IBOV


Fonte: Bloomberg e Safr.

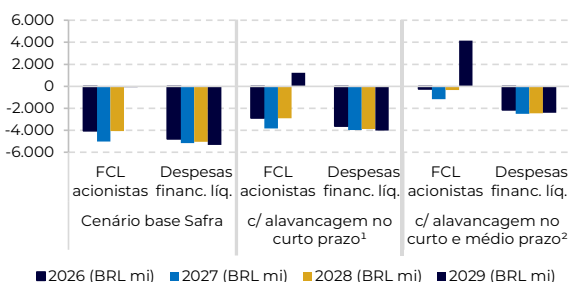
Tese de investimento

Figura 1. O caixa líquido da CMIN poderá reverter em 2026, à medida que a queima de FCL acelerar...

	Unidade	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA	BRL mi	6.085	5.273	5.329	6.262	9.280
(-/+ Variac. capital de giro	BRL mi	-240	14	-28	-60	-16
(-) Embarques para Glencore	BRL mi	-3.230	-3.931	-4.087	-2.688	-1.229
(-) Impostos	BRL mi	-669	-808	-1.010	-1.461	-2.563
(-) Investimentos	BRL mi	-2.297	-4.174	-5.248	-5.274	-2.757
FCL para a firma	BRL mi	-351	-3.627	-5.045	-3.221	2.715
(-/+ Despesas financeiras líquidas	BRL mi	-1.599	-1.286	-1.321	-1.459	-1.465
FCL para os acionistas	BRL mi	-1.950	-4.914	-6.367	-4.679	1.251
Rend. anualizado do FCL para acionistas	%	-6%	-16%	-21%	-15%	4%
Rend. anualizado do FCL para acionistas (ex pag. antecipados)	%	4%	-3%	-7%	-6%	8%
Dívida líquida	BRL mi	-3.538	1.459	8.297	13.981	15.261
Dívida líquida/EBITDA	x	-0,6	0,3	1,5	2,2	1,6

Fontes: Safrá.

Figura 3. A CSN possui mecanismos de curto e médio prazo^{1 2} para suavizar a queima de caixa...



Fontes: Safrá.

(1) Inclui a venda das ações da Usiminas, das ações da CMIN (19%) e sucesso na disputa judicial com a Ternium.

(2) Inclui alavancas de curto prazo, a venda de participação de 30% em Logística, o IPO da CSN Cimentos (participação de 30%) e a venda de uma participação de 50% no negócio de Energia.

Figura 5. A CSN poderia se beneficiar da imposição de medidas antidumping sobre aço plano¹, o que poderia começar a impactar os mercados no 2T26...

EBITDA 2026 (BRL mi)	Unidade	Rend. FCL em 2026 (%)	Unidade
Safrá - 2026 EBITDA c/ direitos antidumping	BRL mi 11.569	Safrá - Rend. FCL em 2026 c/ direitos antidumping	% -28,9%
Média da taxa de câmbio em 2026	USD/BRL 5,56	Média da taxa de câmbio em 2026	USD/BRL 5,56
Safrá - 2026 EBITDA	BRL mi 10.939	Safrá - Rend. FCL em 2026	% -31,6%
Média da taxa de câmbio em 2026	USD/BRL 5,56	Média da taxa de câmbio em 2026	USD/BRL 5,56
EBITDA Visível Alpha para 2026	BRL mi 11.186	Rend. FCL Visível Alpha em 2026	% -13,7%
Média da taxa de câmbio em 2026	USD/BRL 5,45	Média da taxa de câmbio em 2026	USD/BRL 5,45
Varição % vs. EBITDA Safrá para 2026	% 6%	Varição % vs. rend. FCL do Safrá em 2026	p.p. 3%
Varição % vs. consenso EBITDA para 2026	% 3%	Varição % vs. rend. FCL do consenso em 2026	p.p. -15%

Fontes: Safrá.

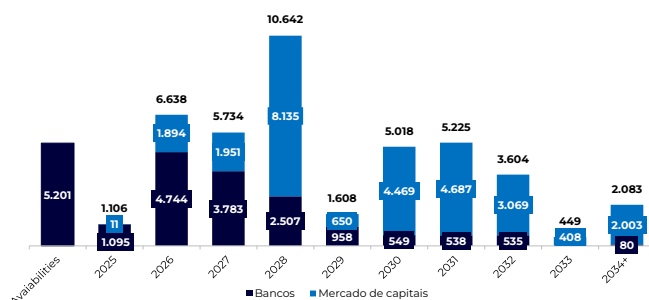
(1) Dumping de USD 100 (20% da margem nos estudos) em 46% das vendas domésticas de aço plano.

Figura 2. ... embora o fraco FCF da CSN, que é claro, possa ser menos negativo se forem implementadas iniciativas de desalavancagem.

	Unidade	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA ex joint ventures	BRL mi	9.373	9.120	10.224	11.697	15.235
(-/+ Variac. capital de giro	BRL mi	894	-178	-232	-418	-411
(-) Embarques para Glencore	BRL mi	-3.230	-3.931	-4.087	-2.688	-1.229
(-) Impostos	BRL mi	-934	-951	-1.362	-1.945	-3.311
(-) Investimentos	BRL mi	-5.659	-7.262	-8.494	-8.364	-6.268
FCL para a firma	BRL mi	443	-3.201	-3.951	-1.718	4.016
(-/+ Despesas financeiras líquidas	BRL mi	-4.451	-4.772	-5.162	-5.029	-5.322
FCL para os acionistas	BRL mi	-4.007	-7.974	-9.113	-6.747	-1.306
Rend. anualizado do FCL para acionistas	%	-31%	-62%	-71%	-53%	-10%
Rend. anualizado do FCL para acionistas (ex pag. antecipados)	%	-6%	-32%	-39%	-32%	-1%
Dívida líquida	BRL mi	35.918	42.840	50.606	56.353	57.312
Dívida líquida/EBITDA	x	3,2	3,9	4,2	4,2	3,4

Fontes: Safrá.

Figura 4. ... e tem um caminho para reduzir as preocupações com a liquidez reforçando sua posição de caixa e refinanciando a dívida com bancos¹.



Fontes: companhia e Safrá.

(1) CSN excluindo CMIN no 3T25.

Figura 6. ... enquanto os segmentos (excluindo Mineração) poderiam atenuar a fraqueza do preço de minério de ferro.

EBITDA 2026 a/a (%)		Média IODEX ferro 62% para 2026 (USD/t)						
		80	85	90	95	100	105	110
Média USD/BRL 2026	5,26	-27%	-22%	-17%	-13%	-8%	-3%	2%
	5,36	-24%	-19%	-14%	-10%	-5%	0%	5%
	5,46	-21%	-16%	-11%	-6%	-2%	3%	8%
	5,56	-18%	-13%	-8%	-3%	2%	7%	12%
	5,66	-16%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
	5,76	-13%	-8%	-2%	3%	8%	13%	18%
	5,86	-10%	-5%	1%	6%	11%	17%	22%

Fontes: Safrá.

Figura 7. As ações da CMIN, por outro lado, podem acompanhar a queda no preço do minério de ferro em 2026...



Fontes: Bloomberg e Safrá.

Figura 9. A CMIN é negociada a um preço implícito elevado do minério de ferro, com base no VF/EBITDA dos seus pares...

Câmbio médio projetado para 2026 de BRL 5,56/USD						
Valor da firma	BRL mi	29.831	29.831	29.831	29.831	29.831
Múltiplo justo	x	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0
EBITDA implícito	BRL mi	7.458	6.629	5.966	5.424	4.972
EBITDA implícito por tonelada	USD/t	31,0	27,6	24,8	22,6	20,7
Custo caixa de mercadorias vendidas por tonelada	USD/t	-32,8	-32,8	-32,8	-32,8	-32,8
Custo caixa de despesas de vendas, gerais e adm. por tonelada	USD/t	-11,4	-11,4	-11,4	-11,4	-11,4
Frete marítimo e seguros	USD/t	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
Preço implícito do minério de ferro em base FOB	USD/t	64,9	61,5	58,7	56,5	54,6
Frete marítimo e seguros	USD/t	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8
Logística interna e outras	USD/t	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Umidade	USD/t	8,2	7,8	7,5	7,2	6,9
(Prêmio)/desconto	USD/t	16,2	15,4	14,7	14,1	13,6
IODEX base 62% Fe CFR	USD/t	109,9	105,2	101,4	98,3	95,7
Projeção Safrá para 2026	USD/t	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0

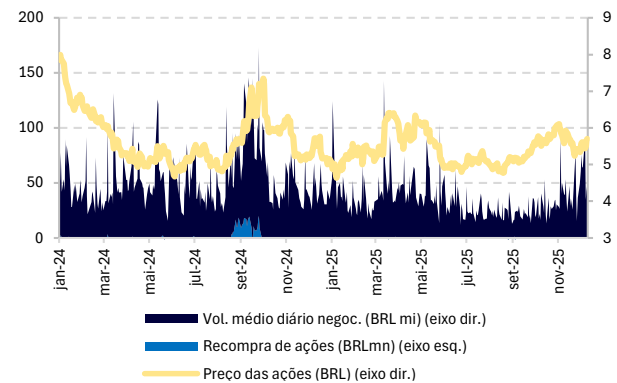
Fontes: Safrá.

Figura 8. ... e é mais provável que a empresa apresente resultados mais baixos na comparação anual.

EBITDA 2026 a/a (%)		Média IODEX ferro 62% para 2026 (USD/t)					
Média USD/BRL 2026		80	85	90	95	100	105
	5,26	-50%	-41%	-33%	-24%	-15%	-6%
	5,36	-48%	-39%	-30%	-21%	-12%	-3%
	5,46	-46%	-37%	-28%	-19%	-9%	0%
	5,56	-44%	-35%	-25%	-16%	-7%	3%
	5,66	-42%	-32%	-23%	-13%	-4%	6%
	5,76	-40%	-30%	-20%	-11%	-1%	9%
	5,86	-37%	-28%	-18%	-8%	2%	11%

Fontes: Safrá.

Figura 10. ... e uma revenda de ações em tesouraria poderia aumentar a liquidez, mas também contribuir para uma reprecificação em direção aos múltiplos dos pares.



Fontes: Bloomberg e Safrá.

Avaliação e projeções da CSN

Nosso preço-alvo de BRL 11,30/ação para o fim de 2026 deriva de uma avaliação por FCD, para a qual usamos uma taxa de crescimento (g) de 3,0% na perpetuidade e um custo médio ponderado de capital de 11,82% (de 12,07%), com base em um Ke de 16,0% (de 16,5%, devido a uma taxa livre de risco menor e risco-país reduzido) e um custo da dívida depois dos impostos de 7,6% (inalterado). Além disso, incorporamos um aumento em nossas projeções de EBITDA para BRL 10,9 bi (+20%) em 2026 e resultados mais elevados nos segmentos de Mineração (+8%), Cimento (+39%) e Logística (+29%), que compensaram os resultados mais fracos no segmento de Energia e um BRL mais forte, mas mantivemos inalteradas as estimativas para o segmento de Aço.

Figura 11. Premissas de avaliação

Premissas de taxa de desconto	
Taxa livre de risco	4,10%
Prêmio de risco de mercado	5,80%
Risco-país (p.b.)	240
Beta	1,3
Diferencial de inflação	2,00%
Ke (BRL)	16,0%
Alíquota de imposto de renda	34%
Custo da dívida antes dos impostos (BRL)	12%
Kd (BRL)	7,6%
Dívida total	50%
Patrimônio líquido	50%
Custo médio ponderado de capital (BRL)	11,8%
Resumo da avaliação	
Taxa de crescimento do valor terminal	3,00%
VP do fluxo de caixa	11.305
VP na perpetuidade	48.652
Valor da firma	59.957
Dívida líquida	(42.840)
Investimentos	7.741
Minoritários	(9.832)
Valor de mercado	15.026
Ações em circulação	1.326
Preço-alvo (BRL)	
Preço atual (BRL)	9,49
Preço-alvo (BRL)	11,30
Potencial de valorização %	19,1%
Retorno total %	19,1%
Recomendação	Neutra

Fonte: Safra.

Figura 12. Safra vs. estimativas anteriores

	Unidade	2026E			2027E		
		Atual	Anterior	Δ %	Atual	Anterior	Δ %
Receita líquida	BRL mi	43.995	43.003	2%	46.474	46.347	0%
EBITDA	BRL mi	10.939	9.116	20%	12.043	10.653	13%
Margem EBITDA	%	25%	21%	4 p.p.	26%	23%	3 p.p.
Lucro líquido	BRL mi	-1.759	-1.408	25%	-936	-892	5%
Preço-alvo em 12 meses	BRL/ação	11,3	8,3	36%			

Fonte: Safra.

Figura 13. Novas estimativas do Safra vs. estimativas de consenso

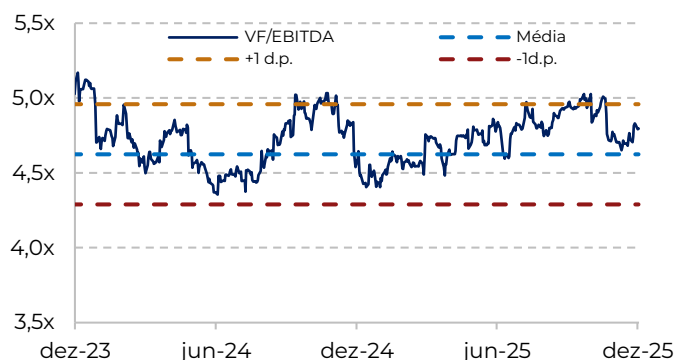
	Unidade	2026E			2027E		
		Safra	Cons.	Δ %	Safra	Cons.	Δ %
Receita líquida	BRL mi	43.995	44.294	-1%	46.474	45.773	2%
EBITDA	BRL mi	10.939	11.186	-2%	12.043	11.503	5%
Margem EBITDA	%	25%	25%	-0 p.p.	26%	25%	1 p.p.
Lucro líquido	BRL mi	-1.759	46	N/S	-936	-1	N/S
Preço-alvo em 12 meses	BRL/ação	11,3	9,6	18%			

Fonte: Visible Alpha e Safra.

Figura 14. Tabela de comparação

Companhia	Título	Último preço	Moeda	Valor de mercado (USD mi)	Vol. médio de negoc. diário (USD mi)	VF/EBITDA		P/L		Rend. dividendos	
						2026	2027	2026	2027	2026	2027
Gerdau - Safra	GGBR4 BZ Equity	20,67	BRL	7.158	34	3,9x	3,6x	10,3x	8,8x	3,4%	4,3%
Gerdau	GGBR4 BZ Equity	20,67	BRL	7.158	34	3,9x	3,5x	9,1x	8,3x	5,1%	5,6%
CSN - Safra	CSNA3 BZ Equity	9,60	BRL	2.332	14	4,8x	5,0x	-14,4x	n.m.	0,0%	0,0%
CSN	CSNA3 BZ Equity	9,60	BRL	2.332	14	4,8x	4,7x	19,4x	15,9x	3,6%	3,7%
Usiminas - Safra	USIM5 BZ Equity	6,00	BRL	1.364	13	4,6x	3,5x	13,8x	7,6x	1,8%	3,3%
Usiminas	USIM5 BZ Equity	6,00	BRL	1.364	13	4,9x	4,0x	12,9x	10,1x	1,6%	1,7%
ArcelorMittal	MT NA Equity	38,78	EUR	35.356	79	5,5x	5,0x	9,5x	8,1x	1,3%	1,4%
Ternium	TX US Equity	38,10	USD	7.638	7	5,1x	4,7x	8,2x	6,6x	6,4%	6,2%
Cleveland-Cliffs	CLF US Equity	12,92	USD	7.358	341	9,2x	7,2x	n.m.	27,9x	0,0%	0,0%
Nucor	NUE US Equity	161,61	USD	36.986	230	7,9x	7,0x	14,2x	12,5x	1,4%	1,4%
Steel Dynamics	STLD US Equity	168,36	USD	24.586	194	8,3x	7,4x	12,7x	11,2x	1,3%	1,3%
CMC	CMC US Equity	70,30	USD	7.806	70	7,6x	6,7x	11,7x	11,8x	1,0%	1,1%
Voestalpine	VOE AV Equity	38,56	EUR	8.099	13	6,0x	5,0x	16,5x	11,0x	1,9%	2,9%
Salzgitter	SZG GY Equity	40,28	EUR	2.848	9	5,4x	4,7x	10,2x	7,4x	0,8%	1,9%

Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 15. VF/EBITDA da CSN em 12 meses**Figura 16. Desconto/prêmio da CSN sobre Gerdau e Usiminas**

Fontes: Bloomberg Safrá.

Figura 17. Estimativas operacionais

	Unidade	2026E			2027E		
		Atual	Anterior	Δ %	Atual	Anterior	Δ %
EBITDA							
Consolidado	BRL mi	10.939	9.116	20%	12.043	10.653	13%
Aço	BRL mi	1.997	1.996	0%	2.795	2.547	10%
Mineração	BRL mi	5.114	4.742	8%	5.165	5.605	-8%
Logística	BRL mi	1.971	1.524	29%	2.072	1.609	29%
Cimento	BRL mi	1.581	1.137	39%	1.688	1.235	37%
Energia	BRL mi	273	339	-20%	314	303	4%
Corporativo/eliminações	BRL mi	-200	-200	0%	-200	-200	0%
Embarques							
Aço	Kt	4.620	4.734	-2%	4.693	4.842	-3%
Mercado interno	Kt	3.269	3.455	-5%	3.342	3.563	-6%
Mercado de exportação	Kt	1.351	1.278	6%	1.351	1.278	6%
Cimento	Kt	13.755	14.143	-3%	13.755	14.590	-6%
Preço realizado							
Aço							
Mercado interno	BRL/t	5.070	5.148	-2%	5.363	5.382	0%
Mercado de exportação	BRL/t	4.437	5.215	-15%	4.804	5.443	-12%
Cimento	BRL/t	381	360	6%	393	371	6%
CMV							
Aço - custo caixa de mercadorias vendidas/t	BRL/t	4.129	4.385	-6%	4.263	4.496	-5%

Fonte: Safrá.

Figura 18. Scorecard de Análise e Avaliação do Safra (SAVS) – BRL mi

DRE	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Receita líquida	43.687	44.314	43.995	46.474	49.600
CMV	-31.991	-32.529	-32.494	-33.956	-35.808
Lucro bruto	11.697	11.785	11.501	12.518	13.792
Margem bruta	27%	27%	26%	27%	28%
Despesas de vendas, gerais e adm.	-6.309	-5.778	-6.144	-6.470	-6.710
Despesas de vendas, gerais e adm./receita líq.	14%	13%	14%	14%	14%
EBITDA	10.230	11.322	10.939	12.043	13.516
Margem EBITDA	23%	26%	25%	26%	27%
EBIT	3.822	5.317	4.756	5.448	6.482
Margem EBIT	9%	12%	11%	12%	13%
Resultado financeiro	-5.813	-7.404	-6.326	-5.997	-5.539
Lucro antes dos impostos	-1.543	-1.583	-1.093	-33	1.487
Impostos	5	283	219	8	-446
Participação de minoritários	-1.054	-352	-884	-912	-939
Lucro líquido	-2.592	-1.653	-1.759	-936	102

Taxa de crescimento (a/a)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Receita líquida	-3,9%	1,4%	-0,7%	5,6%	6,7%
Lucro bruto	-2,2%	0,8%	-2,4%	8,8%	10,2%
Despesas de vendas, gerais e adm.	40,5%	-8,4%	6,3%	5,3%	3,7%
EBITDA	-14,1%	10,7%	-3,4%	10,1%	12,2%
EBIT	-21,0%	39,1%	-10,5%	14,5%	19,0%

Retorno e outros					
Retorno sobre capital investido (ROIC)	5%	9%	7%	7%	7%
Retorno sobre patrimônio líquido (ROE)	-15%	-10%	-11%	-6%	1%
Rendimento de dividendos	22%	0%	0%	0%	3%
Rend. FCL para acionistas ex pag. antecipados	-40%	-6%	-32%	-39%	-32%

Balanco patrimonial					
Caixa e equivalentes de caixa	24.222	17.046	11.677	4.746	2.506
Contas a receber	2.901	2.506	2.598	2.751	3.030
Outros ativos circulantes	12.663	12.114	12.623	13.097	13.923
Total de ativos circulantes	39.786	31.666	26.898	20.594	19.459
Realizável a longo prazo	64.121	68.819	72.193	76.427	80.120
Ativos permanentes	30.426	33.339	36.236	39.954	43.103
Ativos totais	103.907	100.485	99.091	97.021	99.579

Alavancagem					
Dívida líquida	32.693	35.918	42.840	50.606	56.357
Dívida líquida/patrimônio líquido	2,11	2,13	2,68	3,17	3,40
Dívida líquida/EBITDA	3,20	3,17	3,92	4,20	4,17
Dívida líquida/capital total	0,68	0,68	0,73	0,76	0,77
Dívida líquida/ativos totais	0,31	0,36	0,43	0,52	0,57

Fornecedores	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Fornecedores	7.031	6.690	7.041	7.368	7.939
Dívida de curto prazo	8.822	8.991	9.254	9.396	9.992
Exigível a curto prazo	9.264	8.800	8.872	8.939	9.056
Total de exigíveis a curto prazo	25.116	24.481	25.168	25.704	26.987
Dívida de longo prazo	48.093	43.973	45.263	45.956	48.871
Outros exigíveis a longo prazo	15.238	15.191	12.694	9.419	7.155
Total de exigíveis a longo prazo	63.331	59.164	57.957	55.375	56.026
Patrimônio líquido	15.459	16.841	15.966	15.941	16.566
Total do passivo + patrimônio líquido	103.907	100.485	99.091	97.021	99.579

Demonstração de fluxo de caixa livre					
Lucro operac. líq. após impostos ex embarques Glencore	2.521	4.384	3.805	4.086	4.537
Depreciação e amortização	3.691	4.055	4.364	4.776	5.215
Investimentos	-5.525	-5.659	-7.262	-8.494	-8.364
Variaç. capital de giro	-1.276	894	-178	-232	-418
FCL para a firma	-590	1.915	-2.332	-3.140	-939
Despesas financeiras líquidas	-4.052	-4.451	-4.772	-5.162	-5.029
Variaç. dívida	0	0	0	0	0
FCL para os acionistas	-4.642	-777	-4.043	-5.026	-4.059

Avaliação					
VF/EBITDA	4,1x	4,0x	4,8x	5,0x	4,9x
P/L	N/S	N/S	N/S	N/S	12,3x

Fontes: Safra.

Avaliação e projeções para CMIN

Nosso preço-alvo de BRL 5,80/ação para o fim de 2026 deriva de uma avaliação por FCD, para a qual usamos uma taxa de crescimento (g) de 3,0% na perpetuidade e um custo médio ponderado de capital de 13,61% (de 13,63%), com base em um K_e de 16,3% (de 16,4%, devido a uma taxa livre de risco menor e um risco-país mais baixo, que mais do que compensaram um beta mais alto) e um custo da dívida depois dos impostos de 7,3% (inalterado). Além disso, incorporamos um aumento em nossas projeções de EBITDA para BRL 5,1 bi (+8%) em 2026, impulsionado pela elevação nas projeções para preços realizados (USD 53/t FOB, +9%), o que mais do que compensou um BRL mais forte.

Figura 19. Premissas de avaliação

Premissas de taxa de desconto	
Taxa livre de risco	4,10%
Prêmio de risco de mercado	5,80%
Risco-país (p.b.)	240
Beta	1,4
Diferencial de inflação	2,00%
K_e (BRL)	16,3%
Alíquota de imposto de renda	34%
Custo da dívida antes dos impostos (BRL)	11%
K_d (BRL)	7,3%
Dívida total	30%
Patrimônio líquido	70%
Custo de capital médio ponderado (BRL)	13,6%
Resumo da avaliação	
Taxa de crescimento do valor terminal	3,00%
VP do fluxo de caixa	4.456
VP na perpetuidade	26.574
Valor da firma	31.031
Dívida líquida	(1.459)
Investimentos	2.155
Valor de mercado	31.727
Ações em circulação	5.432
Preço-alvo (BRL)	
Preço atual (BRL)	5,67
Preço-alvo (BRL)	5,80
Potencial de valorização %	2,3%
Retorno total %	9,9%
Recomendação	Venda

Fonte: Safra.

Figura 20. Safrá vs. estimativas anteriores

	Unidade	2026E			2027E		
		Safrá	Cons.	Δ %	Safrá	Cons.	Δ %
Receita líquida FOB	BRL mi	12.591	13.584	-7%	12.883	13.530	-5%
EBITDA	BRL mi	5.323	5.103	4%	5.380	4.731	14%
Margem EBITDA	%	42%	38%	5 p.p.	42%	35%	7 p.p.
Lucro líquido	BRL mi	2.912	1.982	47%	2.488	1.233	102%
Preço-alvo em 12 meses	BRL/ação	5,8	5,6	5%			

Fonte: Safrá.

Figura 21. Novas estimativas do Safrá vs. estimativas de consenso

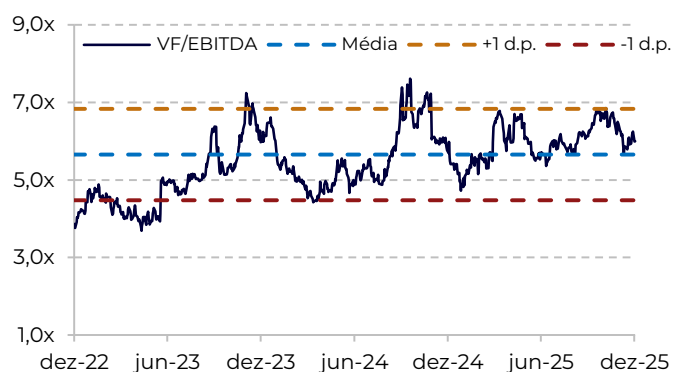
	Unidade	2026E			2027E		
		Atual	Anterior	Δ %	Atual	Anterior	Δ %
Receita líquida FOB	BRL mi	12.591	12.018	5%	12.883	13.312	-3%
EBITDA	BRL mi	5.323	4.836	10%	5.380	5.701	-6%
Margem EBITDA	%	42%	40%	2 p.p.	42%	43%	-1 p.p.
Lucro líquido	BRL mi	2.912	1.940	50%	2.488	2.105	18%
Preço-alvo em 12 meses	BRL/ação	5,80	5,3	9%			

Fonte: Visible Alpha e Safrá.

Figura 22. Tabela de comparação

Companhia	Título	Último preço	Moeda	Valor de mercado (USD mi)	Vol. médio de negoc. diário (USD mi)	VF/EBITDA		P/L		Rend. dividendos	
						2026	2027	2026	2027	2026	2027
Vale - Safrá	VALE US Equity	12,79	USD	58.031	401	4,0x	4,0x	7,7x	7,8x	8,6%	8,2%
Vale	VALE US Equity	12,79	USD	58.031	401	4,6x	4,5x	6,7x	6,8x	6,8%	6,8%
CSN Mineração - Safrá	CMIN3 BZ Equity	5,67	BRL	5.687	7	5,7x	6,9x	10,6x	12,4x	5,4%	5,8%
CSN Mineração	CMIN3 BZ Equity	5,67	BRL	5.687	7	6,0x	6,3x	16,1x	21,7x	5,7%	3,9%
BHP	BHP US Equity	58,69	USD	149.041	179	6,0x	6,2x	13,3x	14,1x	4,1%	3,9%
Rio Tinto	RIO US Equity	76,07	USD	129.949	225	5,8x	5,6x	10,8x	10,7x	5,3%	5,5%
Fortescue	FMG AU Equity	22,10	AUD	45.148	106	5,9x	6,7x	12,7x	16,0x	5,3%	4,1%
Glencore	GLEN LN Equity	373,30	GBp	58.882	129	5,2x	4,6x	14,5x	12,1x	2,5%	4,1%
Anglo American PLC	AAL LN Equity	2.838,00	GBp	44.881	89	8,3x	7,0x	23,1x	18,2x	1,8%	2,3%

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 23. VF/EBITDA da CMIN em 12 meses**Figura 24. Desconto/prêmio da CMIN sobre Vale**

Fontes: Bloomberg e Safrá.

Figura 25. Estimativas operacionais

	Unidade	2026E			2027E		
		Atual	Anterior	Δ %	Atual	Anterior	Δ %
Produção							
Total	Kt	43.005	42.514	1%	43.655	44.188	-1%
Produção própria	Kt	32.950	32.450	2%	33.600	34.350	-2%
Compra de terceiros	Kt	10.000	10.000	0%	10.000	10.000	0%
Volume vendido							
Total	Kt	43.005	42.514	1%	43.655	44.188	-1%
Mercado interno	Kt	4.300	4.251	1%	4.365	4.419	-1%
Mercado de exportações	Kt	38.704	38.263	1%	39.289	39.769	-1%
Preço realizado							
Minério de ferro	USD/t	53	48	9%	51	51	1%
CMV							
Custo caixa de mercadorias vendidas/t	BRL/t	163	163	0%	166	166	0%
CI	USD/t	22	21	1%	21	21	-1%
Câmbio							
USD/BRL		5,6	5,9	-5%	5,8	5,9	-3%

Fonte: Safrá.

Declarações gerais

1. Este relatório foi preparado e distribuído por Safr Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. ("Safr Corretora"), subsidiária do Banco Safr S.A., empresa regulada pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM").
2. Este relatório tem caráter meramente informativo e não constitui oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de quaisquer espécies ou de participação em qualquer estratégia de negociação. As informações expressas neste documento são obtidas de fontes públicas disponíveis até a data da sua elaboração pela equipe de Análise da Safr Corretora e são consideradas seguras.
3. A Safr Corretora ou quaisquer de suas afiliadas não garantem, expressa ou implicitamente, a completude, confiabilidade ou exatidão de tais informações, nem este relatório pretende ser uma base de dados e informações completa ou resumida sobre os títulos ou valores mobiliários, instrumentos financeiros, mercados ou produtos aqui referidos.
4. A Safr Corretora não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório, tampouco tem a obrigação de comunicar o leitor deste relatório a respeito de tais eventuais atualizações, modificações ou alterações, salvo quando deixar de cobrir quaisquer das empresas analisadas neste relatório.
5. As opiniões, estimativas, informações e projeções aqui expressas constituem a opinião do analista no momento em que emitiu o presente relatório e podem ser alteradas sem qualquer aviso. Preços e disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações, independentemente de qualquer aviso.
6. Os instrumentos discutidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não considera objetivos de investimento, situação financeira e patrimonial ou interesses particulares de qualquer investidor. Os investidores devem obter ou realizar uma análise independente, considerando sua situação financeira e seus objetivos de investimento antes de tomar uma decisão de investimento. Investimentos em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, razão pela qual não há garantia de rentabilidade ou lucratividade de qualquer espécie.
7. Os resultados obtidos com investimento em instrumentos financeiros podem variar, e seu preço ou valor pode subir ou descer, direta ou indiretamente.
8. Desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. A Safr Corretora ou qualquer empresa do Grupo Safr não pode ser responsabilizada por danos diretos, indiretos, consequentes, reivindicações, custos, perdas ou despesas decorrentes da decisão de investimento em títulos e valores mobiliários, esteja tal decisão lastreada ou não nas recomendações expressas neste relatório. Os riscos em investimentos dessa natureza podem implicar, conforme o caso, a perda integral do capital investido ou, ainda, a necessidade de aporte suplementar de recursos.
9. Nenhuma parte deste documento poderá ser reproduzida, distribuída ou copiada, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o prévio consentimento por escrito da Safr Corretora. Informações adicionais relativas às companhias ora analisadas neste relatório poderão ser prestadas mediante solicitação.

Declarações do analista

1. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração do presente relatório declara(m) que as opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal a respeito de todos os emissores e valores mobiliários aqui analisados e que este relatório foi produzido de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Safr Corretora e/ou ao Banco Safr. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safr Corretora e/ou o Banco Safr e/ou quaisquer de suas afiliadas podem ter publicado ou vir a publicar outros relatórios que cheguem a conclusões diferentes das aqui contidas.
2. A remuneração do(s) analista(s) de valores mobiliários é baseada na receita total da Safr Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safr Corretora, de suas subsidiárias e afiliadas, a remuneração dos analistas é impactada pela rentabilidade global dessas empresas e pode estar indiretamente relacionada a este relatório. No entanto, o(s) analista(s) responsável(is) por este relatório declara(m) que nenhuma parte de sua remuneração esteve, está ou estará direta ou indiretamente relacionada a qualquer recomendação ou opinião específica contida aqui ou vinculada à precificação de quaisquer dos ativos aqui discutidos.

Declarações adicionais

Analistas	1	2	3	4

1. O(s) analista(s) de valores mobiliários envolvido(s) na preparação deste relatório possui(em) vínculo com pessoa natural que trabalha para os emissores mencionados no relatório.
2. O(a) cônjuge ou parceiro(a) do(s) analista(s) de valores mobiliários detém, direta ou indiretamente, por conta própria ou de terceiros, títulos ou valores mobiliários objeto do relatório.
3. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) cônjuge ou companheiro(a) estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários discutidos neste relatório.
4. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) respectivo(a) cônjuge ou companheiro(a) possui, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação aos emitentes dos valores mobiliários analisados.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES SOBRE A SAFRA

A Safrá Corretora, suas controladas, seus controladores ou suas sociedades sob controle comum declaram que têm interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou recebem remuneração por serviços prestados às empresas ou aos fundos:

Agropecuária Maggi Ltda., Alfa Holdings S.A., Alianza Trust Renda Imobiliária FII - 7ª Emissão, Amaggi Exportação e Importação Ltda., Ambiental Metrosul Concessionária de Saneamento SPE S.A., Antônio Venâncio da Silva Empreendimentos Imobiliários Ltda., Armarinhos Fernando Ltda., Ártemis FII - 2ª Emissão, ARX Dover Recebíveis FII - 3ª Emissão, Atacadão S.A., AZ Quest Panorama Log FII - 2ª Emissão, B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Alfa de Investimento S.A., Banco CNH Industrial Capital S.A., Banco GM S.A., Bocaina Infra FIC FI Infra RF CP - 5ª Emissão, BPG Av Mofarrej Empreendimentos e Participações S.A., BRF S.A., BRZ Infra FIC FI - 1ª Emissão, Banco BTG Pactual, Caixa Seguridade Participações S.A., Cantu Store S.A., Carrefour Comércio e Indústria Ltda. , CashMe S.A., CCR AutoBan, Cemig Distribuição S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras, Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A., Cereal Comércio Exportação e Representação Agropecuária S.A., Cerradinho Bioenergia S.A., Cimed & CO. S.A., Cloudwalk Instituição de Pagamento e Serviços Ltda., Companhia Catarinense de Águas e Saneamento – CASAN, Companhia de Saneamento Básico de São Paulo - SABESP, Companhia de Saneamento de Minas Gerais, Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista - CTEEP, Companhia Hidro Elétrica São Francisco, Companhia Pernambucana de Gás - COPERGÁS, Companhia Riograndense de Saneamento, Concessionária do VLT Carioca S.A., Consórcio Alfa de Administração S.A., Construtora Baggio Ltda., Cooperativa Regional de Cafeicultores em Guaxupé Ltda. Cooxupé, Copel Distribuição S.A., Copel Geração e Transmissão S.A., Copérnico Comercializadora de Energia Ltda., Copérnico Energias Renováveis S.A., Cordeiro Fios e Cabos Elétricos Ltda., Companhia Piratininga de Força e Luz S.A., CPV Energia FII Responsabilidade Limitada - 2ª Emissão, Cruzeiro do Sul Educacional S.A., Cury Construtora e Incorporadora S.A., Cyrela Brazil Realty S.A. , Cyrela Crédito Fundo de Investimento Imobiliário, Diagnósticos da América S.A., Direcional Engenharia S.A., EDP São Paulo Distribuição de Energia S.A., Eletronorte, Eletrozema S.A., Empresa Brasileira de Loteamentos Ltda. - EMBRALOT, Energisa S.A., Engie Brasil Energia S.A., Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Participações e Investimentos IV S.A., ETF Buena Vista Neos Bitcoin High Income - 1ª Emissão, ETF II Buena Vista, ETF Investo Bitcoin, ETF Investo Renda Fixa, ETF QR CME CF Solana Dollar Reference Rate, Eucatex Indústria e Comércio Ltda., Exes FII - 4ª Emissão, Fazenda Pioneira Empreendimentos Agrícolas S.A., FII Capitânia Shoppings - 4ª Emissão, FII Invista Brazilian Business Park - 2ª Emissão, FII REC Fundo de CRI Cotas Amortizáveis - 1ª Emissão, Financeira Alfa S.A., Forma Certa Soluções Gráficas Ltda., Frigol S.A., GDM Genética S.A., Gestora de Inteligência de Crédito S.A., GLP Capital Partners Gestão de Recursos e Administração Imobiliária Ltda., Grupo Cereal S.A., Guardian Real Estate FII - 6ª Emissão, Hashdex Momentum ETF, Hedge Brasil Logístico Industrial - 5ª Emissão, Hedge Recebíveis - 6ª Emissão, HSI Malls FII - 4ª Emissão, Huma Capital Ltda., Icatu Vanguarda GRU Logístico FII - 1ª emissão, Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A., In-Haus Serviços Industriais e Logística S.A., Inter Amerra Fiagro Imobiliário - 2ª Emissão, Inter Infra FIC Renda Fixa - 3ª Emissão, Inter Oportunidade Imobiliária FII - 1ª Emissão, JBS S.A., JHSF Participações S.A., JiveMauá Bossanova FIC FI-Infra - 1ª Emissão, JS Crédito Estruturado, Kinea Agro Income USD FIAGRO - 1ª Emissão, Kinea Rendimentos Imobiliários - 11ª Emissão, Kinea Securities FII - 5ª Emissão, Lar Cooperativa Agroindustrial, Lavvi Empreendimentos Imobiliários S.A., Life Capital Partners FII - 6ª Emissão, Localiza Rent a Car S.A., Log Commercial Properties e Participações S.A., LOGCP Inter FII - 4ª Emissão, Lojas Belian Moda Ltda., Lucca Incorporações e Participações S.A., Maha Energy Finance SARL, Manati

Capital Hedge Fund FII - 5ª Emissão, Marfrig Global Foods S.A., Maxi Renda FII - 10ª Emissão, Melnick Desenvolvimento Imobiliário S.A., Minas Mineração Ltda. , Moura Dubeux Engenharia e Empreendimentos Ltda., MRS Logística S.A., MRV Engenharia e Participações S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Navi Infra FIP IE - 1ª Emissão, Nex Crédito Fiagro Imobiliário - 2ª Emissão, Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Open K Ativos e Recebíveis Imobiliários FII - 7ª Emissão, Oryx Bonds Conversíveis EUA ETF, Parsan S.A., Parshop Participações Ltda., Patria Crédito Infra Renda FIC FI- Infra - 1ª Emissão, Patria Recebíveis Imobiliários FII - 10ª Emissão, Patria Renda Urbana FII RL Unica - 5ª Emissão, Paulista Praia Hotel S.A., Petróleo Brasileiro S.A., Plano & Plano Desenvolvimento Imobiliário S.A., Prati, Donaduzzi & Cia Ltda., Quartzo Real Estate Development Mult FII - 1ª Emissão, RB Capital Infraestrutura FIC FI-Infra - 1ª Emissão, RB Investimentos Multiestratégia - 1ª Emissão, Rec Master CRI FII - 1ª Emissão, REC Multiestratégia Fundo de Investimento Imobiliário - 1ª Emissão, RIFF FIC FI - Infra - 1ª emissão, Rio Bravo ESG IS FIC FI Infra RF CP - 3ª Emissão, Rojemac Importação e Exportação Ltda., Santos Brasil Participações S.A., São Martinho S.A., Seara Alimentos LTDA, Sendas Distribuidora S.A., SLC Agrícola S.A., SLC Máquinas Ltda., Smart Real Estate FII - 2ª Emissão, Sociedade Beneficiária Israelita Brasileira Hospital Albert Einstein, Sparta FIAGRO - 3ª Emissão, Sparta Fiagro - 4ª Emissão, Sparta Infra CDI FI FIC Infra - 5ª Emissão, Suno Energias Limpas - 3ª Emissão, Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. - TAESA, Tanac S.A., Tenax RFA Incentivado - 1ª Emissão, TG Renda Urbana FII - 1ª Emissão, Tigre S.A. Participações, TJK Renda Imobiliária FII - 2ª Emissão, TRX Hedge Fund FII - 1ª Emissão, TRX Real Estate FII - 11ª Emissão, Union Agro S.A., Usina Vale do Tijuco, V.Tal - Rede Neutra de Telecomunicações S.A., Vale S.A., Valora CRI CDI FII - 8ª Emissão, Valora CRI CDI FII - 9ª Emissão, Valora Debêntures INC FIC FI-Infra - 1ª Emissão, Vectis Gestão de Recursos Ltda., Vectis Securities FII - 1ª Emissão, Vera Cruz Agropecuária Ltda., Vera Cruz CRI Residencial High Grade - 1ª Emissão, Viação Piracicabana S.A., WHG Real Estate - 3ª Emissão, YVY Capital FIC Infra RF - 1ª Emissão, Zagros Multiestratégia FII - 2ª Emissão.