



CSN (CSNA3)

OUTPERFORM

Cotação – R\$ 23,20
Preço Justo – R\$ 78,79
Upside – 239,6%

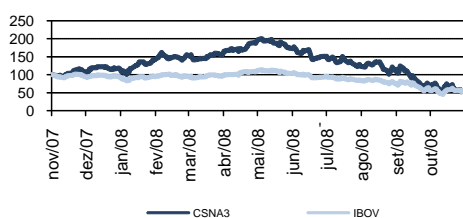
Resultados do 3T08

17 de novembro de 2008

Cotação de fechamento (R\$)	23,20
Máxima 52 sem. (R\$)	85,97
Mínima 52 sem. (R\$)	21,20
Volume médio diário - 21d (R\$ mil)	101.868
Número de ações	804
Valor de mercado (R\$ mi)	18.658
Enterprise value (R\$ mi)	21.444
Free-Float	45,6%
Payout Ratio	66,0%

R\$ milhões	2007	2008e	2009e
Receita Líquida	11.441	13.933	19.243
EBITDA	4.870	6.061	10.226
Margem EBITDA	42,6%	43,5%	53,1%
Lucro Líquido	2.922	3.105	4.586
EV / EBITDA (x)	11,3	3,5	2,1
Preço / Lucro (x)	16,7	5,7	3,9
Dív. Líq. / EBITDA (x)	1,0	0,6	0,5
Dividend Yield (%)	3,2%	6,7%	9,9%

CSNA3 x IBOV (12 meses)



Rodrigo Ferraz, CNPI

55 21 3231-3171

rferraz@brascanctv.com.br

FATO: A CSN divulgou na última sexta-feira à noite os resultados referentes ao 3T08. Destacamos os principais pontos abaixo:

R\$ Milhões	3T08	3T08 E	R/E	2T08	3T07	3T08/2T08	3T08/3T07
Receita Líquida	4.029	3.731	8,0%	3.555	2.969	13%	36%
EBITDA	2.090	1.781	17,3%	1.702	1.307	23%	60%
Margem EBITDA ¹	51,9%	47,7%	8,7%	47,9%	44,0%	4,0 p.p.	7,9 p.p.
Lucro Líquido	40	413	-90,3%	1.031	699	-96%	-94%
Volume de Vendas ²	1.265	1.321	-4,3%	1.327	1.349	-5%	-6%

¹ Refere-se ao ganho/perda de pontos de margem

² Volume em Mil toneladas

Volume e Receita

Siderurgia

No 3T08 o volume de vendas apresentou queda de 5% em relação ao volume registrado no trimestre anterior, saindo de 1.327 mil toneladas para 1.265 mil toneladas. O mercado interno absorveu 88% deste total, com ganho de 5 p.p. sobre a parcela registrada no 2T08.

Em relação ao *market share* no Brasil, as vendas da CSN alcançaram 39% do total, 1 p.p. a mais do que o percentual verificado no 2T08. Na tabela abaixo disponibilizamos a participação de mercado por linha de produto.

Linha de Produtos *	3T07	2T08	3T08
Laminados a Quente	34%	32%	25%
Laminados a Frio	23%	26%	26%
Zincadas	45%	49%	48%
Folhas Metálicas	96%	99%	98%
Total	36%	38%	39%

* Participação de Mercado

Fonte: CSN e elaboração Brascan Research



Mineração

O volume de minério de ferro produzido no terceiro trimestre de 2008 atingiu 7,4 milhões (4,5 milhões de toneladas através de Casa de Pedra e 1,3 milhão de toneladas provenientes da Namisa). Além disso, 1,6 milhão de toneladas foram incorporadas a partir de compras de terceiros.

As vendas do 3T08 alcançaram 5,4 milhões toneladas, sendo 21% para o mercado interno e o restante para as exportações. Além disso, ao final do terceiro trimestre de 2008 os estoques permaneceram no patamar de 14 milhões de toneladas.

Minério de Ferro	1T08	2T08	3T08	9M08
Venda (Em mi ton)	3.632	4.099	5.414	13.145
MI	853	790	1.075	2.718
ME	2.780	3.309	4.339	10.428
Receita Líquida (Em R\$ mi)	254	448	625	1.327
MI	46	72	103	221
ME	208	376	522	1.106

Fonte: CSN e elaboração Brascan Research

Receita

Como resultado dos aumentos nos volumes comercializados de minério e aço, a receita líquida atingiu R\$ 4.029 milhões, subindo 13% em relação ao trimestre anterior.

Resultado operacional

O CPV alcançou R\$ 1.911 milhões contra R\$ 1.849 milhões do 2T08, com alta de 3%.

As despesas operacionais subiram 9% em relação ao trimestre anterior, alcançando R\$ 344 milhões. Este aumento pode se atribuído a maiores despesas com vendas no mercado interno.

As variações mencionadas acima levaram a um aumento de 23% no EBITDA da companhia, atingindo R\$ 2.090 milhões, ante R\$ 1.702 milhões do 2T08. Além disso, a margem EBITDA ganhou 4,0 p.p., saindo de 47,9% no 2T08 para 51,9% no 3T08.



Lucro Líquido

O resultado financeiro líquido obtido no trimestre foi negativo em R\$ 1.715 milhões, contra R\$ 208 milhões positivos do trimestre anterior.

Os principais fatores responsáveis por estas variações foram:

- Perda de R\$ 1,3 bilhão com a operação *Total Return Swap* referenciada à cotação das ADRs da CSN. A operação, que vem sendo realizada desde 2003, envolve o *swap* de taxa de juros contra a variação das cotações das ADRs da empresa. Vale ressaltar que, segundo a empresa, desde o início do uso desta ferramenta, seus ganhos somam R\$ 1,8 bilhão.
- Provisões com encargos de empréstimos, com R\$ 183 milhões.
- Atualização monetária da SELIC, com R\$ 112 milhões.

Com isso, apesar do forte resultado operacional, o lucro líquido apresentou expressiva queda de 96% em relação ao 2T08, alcançando R\$ 40 milhões.

Investimentos

Os investimentos da CSN no 3T08 totalizaram R\$ 639 milhões, sendo direcionados da seguinte forma:

- Expansão de Casa de Pedra: R\$ 147 milhões
- Manutenção e reparos: R\$ 83 milhões
- Capitalização de encargos financeiros: R\$ 62 milhões
- Porto de Itaguaí: R\$ 20 milhões
- Plano de Obras: R\$ 18 milhões
- MRS: R\$ 113 milhões
- Planta de Cimento: R\$ 61 milhões
- Transnordestina (CFN): R\$ 56 milhões

NOSSA OPINIÃO: Os números apresentados pela CSN vieram acima de nossas projeções. Em relação ao 2T08, os números operacionais tiveram alta expressiva, com ganhos de 13% e 23% para a receita



líquida e para o EBITDA, respectivamente, além de um ganho de 4,0 p.p. na margem EBITDA.

Em contrapartida, o lucro líquido foi negativamente impactado pela operação de *swap*, custando R\$ 1,3 bilhão ao resultado final do trimestre. Além disso, a relação Dívida Líquida teve uma leve piora, saindo de 0,75 x para 0,84 x.

No segmento de mineração a CSN obteve um aumento de 32% no volume vendido de minério de ferro sobre o 2T08, fazendo com que no acumulado do ano tenha alcançado 13,1 mi ton, o que faz com que a meta de vendas de 28 mi ton em 2008 não seja mais exequível.

Apesar do crescimento nas vendas mencionada acima, destacamos que a produção a partir de Casa de Pedra apresentou queda; com 4,5 mi ton, contra 4,9 mi ton do 2T08, enquanto a NAMISA chegou a 1,3 mi ton, contra 1,4 mi ton do trimestre anterior.

Ressaltamos que ainda que tenhamos observado um bom desempenho da empresa no 3T08, as maiores questões se referem à sua performance no médio prazo, com destaque para os próximos dois trimestres.

Em reunião com analistas em outubro deste ano, o CEO da CSN Benjamim Steinbruch, havia dito que a companhia não havia observado redução nos pedidos por parte do setor automobilístico, o mais impactado até agora desde o início da crise de crédito.

Apesar disso, acreditamos que os volumes de vendas da empresa no 4T08 e 1T09 tendem a ser influenciados pelo enfraquecimento da demanda no Brasil e no exterior, tanto para aço quanto para minério de ferro.

Acreditamos na retomada da demanda, pelo menos no mercado doméstico, a partir do segundo trimestre de 2009, tão logo as medidas de socorro promovidas pelo Governo Federal surtam efeito.

Para o ano de 2009 como um todo, nossa estimativa é de que haja um crescimento marginal na demanda de aços planos, o que pode favorecer siderúrgicas como CSN e Usiminas, que vêm trabalhando muito próximo a seus limites de capacidade e que, por vezes, se viram forçadas a importar produtos para atender pedidos de seus clientes.

Efetuaremos ajustes em nosso modelo de CSN a fim de incorporar os últimos números da empresa, bem como um novo cenário



macroeconômico. Por enquanto indicamos nossa recomendação de OUTPERFORM para a CSN, com preço justo de R\$ 78,79 por ação, correspondendo a um *upside* de 239,6% sobre o preço de fechamento de 14.11.08.





Rio de Janeiro

Av. Almirante Barroso, 52 - 30º andar. 20031-000
Rio de Janeiro, RJ – Brasil (21) 3231-3192

São Paulo

Rua Joaquim Floriano, 466 – Conj. 1002. 04534-002
São Paulo, SP – Brasil (11) 3707-6722

Equity Research Team

Analistas

Siderurgia, Mineração & Logística

Rodrigo Ferraz, Head of Research, CNPI

55 21 3231.3171

rferraz@brascanctv.com.br

Varejo

Rodrigo Ferraz, Head of Research, CNPI

55 21 3231.3171

rferraz@brascanctv.com.br

Telecomunicações

Beatriz Battelli, CNPI

55 21 3231.3146

bbattelli@brascanctv.com.br

Alimentos, Bebidas e Agronegócios

Denise Messer, CNPI

55 21 3231.3135

dmesser@brascanctv.com.br

Small Caps

Beatriz Battelli, CNPI

55 21 3231.3146

bbattelli@brascanctv.com.br

Assistentes

Elcio Guedes Junior

55 21 3231.3128

eguedes@brascanctv.com.br

Júlia Duarte

55 21 3231.3147

jduarte@brascanctv.com.br

Pedro Montenegro

55 21 3231.3136

pmontenegro@brascanctv.com.br





Disclaimer

Recomendação	Parâmetros
Outperform	Retorno esperado da ação excede em 5 p.p. o retorno projetado para o Ibovespa.
Marketperform	Retorno esperado da ação situado no intervalo de 5 p.p. acima ou abaixo do retorno projetado para o Ibovespa.
Underperform	Retorno esperado da ação a partir de 5 p.p. inferior (exclusive) ao retorno projetado para o Ibovespa.

As recomendações produzidas pela área de análise da Brascan Corretora estão baseadas no retorno total esperado, que compreende tanto a apreciação esperada para a ação como o dividend yield.

O profissional responsável pela presente análise e/ou recomendação, declara, nos termos do art. 5º da Instrução CVM n.º 388/03 que: (i) suas recomendações refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais e que foram elaboradas de forma independente e autônoma; (ii) que não mantém vínculo com qualquer pessoa natural que atue no âmbito das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise; (iii) que a instituição à qual está vinculado, bem como os fundos, carteiras e clubes de investimentos em valores mobiliários por ela administrados não possui participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% (um por cento) do capital social de quaisquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise, ou esteja envolvida na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado; (iv) que não é titular, direta ou indiretamente, de valores mobiliários de emissão da companhia objeto de sua análise, que representem 5% (cinco por cento) ou mais de seu patrimônio pessoal, ou esteja envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado; (v) que, tanto o analista como a instituição a que está vinculado, não recebem remuneração por serviços prestados ou apresentam relações comerciais com qualquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise, ou pessoa natural ou pessoa jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse desta companhia; e (vi) que sua remuneração não está atrelada à precificação de quaisquer dos valores mobiliários emitidos por companhias analisadas ou às receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela instituição a qual está vinculado.

