

Gerdau (GGBR4): Resultado 2T20

Que crise? EBITDA 19% acima de nossa expectativa; Continua sendo a nossa Top Pick em aços

A Gerdau apresentou um sólido conjunto de resultados de cima a baixo, principalmente nessas circunstâncias altamente adversas. Acreditamos que é justo ajustar o EBITDA indicado com custos de parada (R\$ 119 milhões), o que levaria a um EBITDA de R\$ 1,2 bilhão. Assim, o EBITDA ficou em R\$ 1,2 bilhão, 19% acima da nossa projeção e amplamente em linha t/t. Quem imaginaria um trimestre estável em meio ao surto? Também é notável que a empresa tenha gerado FCF positivo em um trimestre tão adverso, o que apreciamos. Também ficamos surpresos com o desempenho de suas principais unidades de negócios (observação: detalhes de ajustes não recorrentes não foram fornecidos): margens de EBITDA no Brasil em 18,6% (+ 290bps t/t), EUA em 10,5% (aproximadamente estável t/t) e LatAm a 26,2% (+280bps t/t). Esperamos uma reação positiva a esses números e reiteramos a Gerdau como nossa Top Pick em aços.

Divisões do Brasil e dos EUA resilientes no trimestre; estabilidade da margem foi um destaque

(1) A unidade brasileira apresentou resultados sólidos no trimestre (considerando tudo), superando as projeções do BTGP. O EBITDA ficou em R\$ 663 milhões (20% maior t/t e apenas -8% inferior a/a), com margens atingindo 18,6% (superior aos 15,7% reportados no 1T20, embora os números do 2T sejam menores, incluindo efeitos de parada). A receita/ton no mercado interno foi 1% maior que o esperado, com os preços expandindo também 1% t/t. As remessas totais foram 5% mais altas do que o projetado, o que representa “apenas” uma queda de -13% a/a (e 5% maior t/t devido a maiores exportações). Os volumes domésticos permaneceram de alguma forma intocados, com desempenho estável no trimestre e -6% menor a/a, na esteira da demanda de construção resiliente.

(2) Na divisão dos EUA, os resultados relativamente estáveis foram explicados pela forte depreciação do real e pela (leve) expansão dos spreads metálicos. As margens permaneceram em território de dois dígitos, ficando em 10,5% (em linha com nossas estimativas), um pouco abaixo dos 10,7% no 1T20, enquanto o EBITDA ficou em R\$ 418 milhões (estável t/t e a/a). As remessas caíram -10% a/a e foram 4% mais altas do que estávamos projetando. A Receita/ton contraiu -3% t/t, o que foi mais do que compensado pelos menores custos de sucata, levando os spreads metálicos a uma ligeira expansão (em US\$ 415/st, aumentando US\$ 4/st).

BTG Pactual – Equity Research:

Leonardo Correa
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Caio Greiner
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

BTG Pactual Digital – Equity Research & Strategy:

Ricardo Cavalieri
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.
fundamentalista@btgpactual.com

Gerdau

| | |
|------------------|------------|
| Data | 05/08/2020 |
| Ticker | GGBR4 |
| Rating | Compra |
| Preço Alvo (R\$) | 16,0 |
| Preço (R\$) | 17,5 |
| Listagem | Nível 1 |

Trading Data:

| | |
|-------------------------|-----------|
| Market Cap (R\$ mn) | 28.248,85 |
| Vol. Médio 12M (R\$ mn) | 232,15 |

Múltiplos:

| | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|
| P/L | N/A | 17,1x |
| EV/EBITDA | 12,6x | 8,0x |

Stock Performance:

| | |
|------------|-------|
| Agosto (%) | 0,2% |
| LTM (%) | 30,1% |



Fonte: BTGPactual e Economática

| Valuation | 12/2018 | 12/2019 | 12/2020E | 12/2021E | 12/2022E |
|------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| RoIC (EBIT) % | 11,2 | 9,0 | 2,9 | 7,4 | 10,9 |
| EV/EBITDA | 6,0 | 8,0 | 12,6 | 8,0 | 6,2 |
| P/L | 10,8 | 28,0 | -19,4 | 17,1 | 13,3 |
| Dividend Yield % | 2,4 | 1,4 | 0,1 | 0,0 | 1,5 |

| Resumo Financeiro (R\$ milhões) | 12/2018 | 12/2019 | 12/2020E | 12/2021E | 12/2022E |
|---------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| Receita | 46.160 | 39.644 | 34.389 | 39.390 | 43.974 |
| EBITDA | 5.939 | 5.258 | 3.161 | 4.720 | 5.992 |
| Lucro Líquido | 2.326 | 1.216 | -1.530 | 1.739 | 2.238 |
| LPA (R\$) | 1,37 | 0,71 | -0,90 | 1,02 | 1,32 |
| DPA líquido (R\$) | 0,35 | 0,28 | 0,01 | 0,00 | 0,26 |
| Dívida Líquida/Caixa | -11.557 | -9.755 | -11.756 | -9.815 | -9.190 |

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 17,48, em 04 de agosto de 2020.

Operações de Especiais e LatAm são, sem dúvida, as mais impactadas, embora menos do que imaginado

(3) A unidade de especiais reportou um EBITDA de R\$ 105 milhões (queda de -10% t/t, mas ainda -56% menor a/a) e margem de 11,9% (alta de 350bps). Os resultados permanecem pressionados, mas devemos admitir que buscamos um trimestre próximo do ponto de equilíbrio, dados os fortes impactos nos setores automotivo brasileiro e norte-americano. A superação em relação aos nossos números foi explicado em grande parte pelas iniciativas de controle de custos em vigor no 2T. Os preços realizados caíram -4% t/t, com os embarques caindo -47% t/t e -59% a/a.

(4) O segmento de negócios da América Latina registrou um EBITDA bastante resiliente de R\$ 145 milhões (queda de -14% a/a), após o ajuste para paradas. Provavelmente, esse é um ajuste relevante para a unidade da América Latina, devido ao prolongado tempo de inatividade na planta peruana da Gerdau (um bloqueio rigoroso no país durante o trimestre). Excluindo os efeitos de paralisação, as margens continuaram elevadas em 26,2% (acima de 23,4% no 1T20). Os volumes caíram -50% a/a, enquanto os preços subiram 4% t/t.

Algum FCF no trimestre é bem-vindo

A Gerdau entregou FCFE no trimestre de ~R\$ 100 milhões, face às nossas expectativas de uma pequena queima de caixa. Esse resultado foi alcançado mesmo com um desembolso significativo de capital de giro de R\$ 450 milhões, com o ciclo de conversão de caixa expandindo para 95 dias (de 83 dias). A dívida líquida expandiu-se marginalmente para R\$ 14,4 bilhões, em linha com a nossa projeção, e permanece altamente gerenciável. A Gerdau mantém as melhores métricas de crédito do setor.

A crise não é tão ruim quanto temido; Números com revisão pendente; Compra

Esperamos que a Gerdau seja relativamente menos impactada no curto prazo devido à sua flexibilidade/diversificação operacional, tecnologia de mini-mill, exposição cambial (ativos em USD), exposição à construção no Brasil (resiliente), resiliência das operações nos EUA, forte balanço patrimonial e altos níveis de liquidez. Nossa preferência pelo mercado de aços longos provou ser bem-sucedida (até agora), pois os volumes continuam sendo sustentados pelo setor de

construção. Acreditamos que a empresa é uma vencedora a longo prazo, enquanto o upgrade dos ganhos de curto prazo também é uma realidade. Reiteramos nossa Compra pelo nome e esperamos revisar nossos números em breve.

Tabela 1: Resultados da Gerdau vs. estimativas do BTG Pactual

| DRE (R\$ milhões) | 2T20A | Estimativ. BTG Pactual 2T20E | Realizado vs. Estimativa (%) | 1T20A | 2T19A | t/t | a/a |
|---|--------------|------------------------------|------------------------------|--------------|---------------|-------------|-------------|
| Receita Líquida | 8.745 | 8.579 | 2% | 9.228 | 10.154 | -5% | -14% |
| (-) CPV | 8.027 | 7.831 | 2% | 8.372 | 8.881 | -4% | -10% |
| Lucro Bruto | 718 | 748 | -4% | 856 | 1.273 | -16% | -44% |
| (-) Despesas de vendas | 97 | 119 | -19% | 120 | 120 | -19% | -19% |
| (-) Despesas Gerais & Administrativas | 209 | 249 | -16% | 250 | 232 | -16% | -10% |
| (+) Outras Receitas (Despesas) Operacionais | 125 | 0 | n.a. | -22 | 43 | -662% | 189% |
| Lucro Operacional | 536 | 380 | 41% | 463 | 964 | 16% | -44% |
| Receitas Financeiras (despesas) líquida | -330 | -715 | -54% | -231 | -300 | 43% | 10% |
| Receitas não-operacionais (despesas) | 0 | 0 | | 0 | 0 | | |
| Equivalência Patrimonial | -4 | -4 | n.a. | 10 | -39 | -139% | -90,000% |
| Lucro antes do imposto | 202 | -339 | | 243 | 625 | | |
| (-) IR e Contrib. Social | -131 | 0 | | -21 | -252 | | |
| (-) Partic. Dos Minoritários + distrib. de lucros | 0 | 0 | | 0 | 0 | | |
| Lucro Líquido | 72 | -339 | | 222 | 373 | | |
| LPA | 0,04 | -0,2 | | 0,13 | 0,22 | | |
| EBITDA | 1.199 | 1.002 | | 1.177 | 1.572 | 2% | -24% |

| Métricas Operacionais | 2T20A | Estimativ. BTG Pactual 2T20E | Realizado vs. Estimativa (%) | 1T20A | 2T19A | t/t | a/a |
|-----------------------------|--------------|------------------------------|------------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| Volumes (mil ton) | | | | | | | |
| Brasil - Doméstico | 930 | 874 | 6% | 940 | 985 | -1% | -6% |
| Brasil - Exportação | 239 | 244 | -2% | 178 | 359 | 34% | -33% |
| Total - Brasil | 1.169 | 1.118 | 5% | 1.118 | 1.343 | 5% | -13% |
| América do Norte | 960 | 920 | 4% | 1.122 | 1.066 | -14% | -10% |
| América Latina | 128 | 121 | 6% | 202 | 262 | -37% | -51% |
| Aços Especiais | 176 | 181 | -3% | 329 | 426 | -47% | -59% |
| Volume Total de Aço | 2.365 | 2.273 | 4% | 2.691 | 2.972 | -12% | -20% |
| Preços | | | | | | | |
| Brasil - Doméstico (R\$/t) | 3.219 | 3.200 | 1% | 3.200 | 3.331 | 1% | -3% |
| Brasil - Exportação (R\$/t) | 2.372 | 2.737 | -13% | 2.281 | 2.054 | 4% | 16% |
| América do Norte (US\$/t) | 770 | 793 | -3% | 793 | 910 | -3% | -15% |
| América Latina (US\$/t) | 804 | 776 | 4% | 776 | 816 | 4% | -1% |
| Aços Especiais (US\$/t) | 943 | 979 | -4% | 979 | 1.100 | -4% | -14% |
| Margem EBITDA | | | | | | | |
| Brasil | 18,6% | 14,0% | 464 bps | 15,7% | 17,8% | 287 bps | 78 bps |
| América do Norte | 10,5% | 10,2% | 34 bps | 10,7% | 11,1% | -22 bps | -65 bps |
| América Latina | 26,2% | 16,8% | 935 bps | 23,5% | 20,0% | 274 bps | 620 bps |
| Aços Especiais | 11,9% | 4,0% | 792 bps | 8,3% | 13,1% | 362 bps | -117 bps |

| Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R\$ milhões) | 2T20A | Estimativ. BTG Pactual 2T20E | Realizado vs. Estimativa (%) | 1T20A | 2T19A | t/t | a/a |
|--|------------|------------------------------|------------------------------|------------|------------|------|------|
| EBITDA | 1.199 | 1.002 | 20% | 1.177 | 1.572 | 2% | -24% |
| Capex | -271 | -300 | -10% | -472 | -424 | -43% | -36% |
| Resultados Financeiros | -362 | -243 | 49% | -231 | -300 | 57% | 21% |
| Imposto de Renda e outros | -29 | 0 | | -21 | -252 | | |
| Recebíveis | 3.612 | 3.813 | -5% | 3.360 | 3.732 | 8% | -3% |
| Estoque | 9.515 | 8.005 | 19% | 9.513 | 9.532 | 0% | 0% |
| Contas a pagar | 3.908 | 3.045 | 28% | 4.314 | 3.822 | -9% | 2% |
| Capital de Giro | 9.219 | 8.773 | 5% | 8.559 | 9.432 | 8% | -2% |
| Variação de Capital de Giro | -451 | | | | | | |
| FCFE | 86 | | | | | | |
| Dívida Líquida | 14.429 | 14.402 | 0% | 14.051 | 12.532 | 3% | 15% |
| Dívida Líquida/EBITDA | 2,9 | 3,0 | | 2,6 | 1,9 | | |

Fonte: Gerdau / BTG Pactual

Informações Importantes:

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Padrão:

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: *Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.*

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx