

## Gerdau (GGBR4): resultado 1T20

### Resultados amplamente em linha com as estimativas; As coisas irão se deteriorar acentuadamente; Mantemos a Compra

A Gerdau divulgou um conjunto de resultados do 1T20 alinhado com as estimativas, e que começou a mostrar alguma fraqueza relacionada ao Covid. O EBITDA ficou em R\$ 1,17 bilhão, ficando 3% abaixo de nossa projeção e -24% a/a, mas amplamente alinhado com as expectativas gerais, em nossa opinião. A variação, em relação aos nossos números, foi explicada, principalmente, por menores remessas e receita líquida por tonelada de sua unidade brasileira. Pelo lado positivo, sua unidade nos EUA apresentou níveis de lucratividade mais fortes, com margens EBITDA chegando a 10,7% (~250bps acima de nossa expectativa), e esperamos que essa unidade permaneça mais resistente do que outras durante a crise (a depreciação do BRL ajuda; efeitos da conversão). Embora o FCF e as métricas de alavancagem tenham se deteriorado (para 2,55x, saindo de 1.7x) estamos menos preocupados aqui e acreditamos que a empresa está bem posicionada para enfrentar a tempestade (perfil de dívida saudável; classificação de grau de investimento ajuda). Ficamos satisfeitos ao ver a administração reduzir o *guidance* de *capex* para 2020 para R\$ 1,6 bilhão e vemos espaço para ainda menos. O setor carece de catalisadores e o momentum dos lucros deve permanecer pressionado nesse momento, mas vemos valor de longo prazo na Gerdau.

### Melhorando no Brasil e nos EUA, mas ainda abaixo do potencial; Margens dos EUA voltaram para acima de 10%

(1) A unidade mais importante, do Brasil, continua com desempenho abaixo do esperado, embora tenha mostrado alguma melhora em relação ao trimestre anterior. O EBITDA ficou em R\$ 537 milhões (t/t estável, mas ainda -21% menor a/a), com margem de até 15,7% (superior aos 13,3% reportados no 4T19). A receita/tonelada no mercado doméstico foi mais fraca que o esperado, com os preços aumentando apenas 1% t/t. Os embarques totais ficaram -7% abaixo da nossa previsão, o que representa uma queda de -18% no ano – impulsionada, principalmente, por exportações muito mais fracas (-64% t/t). Os volumes domésticos permaneceram um pouco intocados, com desempenho estável na comparação anual (mas com queda de -6% t/t).

(2) Na divisão dos EUA, as margens recuperaram o território de dois dígitos e ficaram em 10,7%, acima de 7,6% no 4T19 (e bem acima da nossa previsão), enquanto o EBITDA ficou em R\$ 425 milhões (~60% maior t/t, mas ainda -16% menor a/a). A empresa atribuiu o aumento do EBITDA e margens à maior produção (+27% t/t) e números de vendas (+7% t/t / e +4% a/a). Observamos

#### 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](mailto:fundamentalista@btgpactual.com)

Gerdau	
Data	06/05/2020
Ticker	GGBR4
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	16,0
Preço (R\$)	11,6
Listagem	Nível 1

Trading Data:	
Market Cap (R\$ mn)	18.926,14
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	204,98

Múltiplos:	2020E	2021E
P/L	20,9x	21,0x
EV/EBITDA	5,3x	5,3x
P/VP	0,8x	0,8x

Stock Performance:	
Maior (%)	-0,9%
LTM (%)	37,7%



Fonte: BTGPactual e Economática

uma maior Receita/ton (aumento de 1% t/t, 4% acima de nossa projeção), que não continha a queda nos spreads de metálicos (US\$ 410/st, queda de US\$ 16/st).

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	9.4	5.9	4.5
P/L	10.8	28.0	-12.8	11.3	8.8
Dividend Yield %	2.4	1.4	0.1	0.0	2.2

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\$ 11,51, em 05 maio de 2020.

### As unidades da América Latina continuam fortes, apesar dos duros bloqueios; Especiais pressionadas

(3) A unidade de especiais reportou um EBITDA de R\$ 119 milhões (aumento de 4% t/t, mas ainda -50% a/a) e margem de 8,3% (estável em relação ao ano anterior), abaixo da nossa projeção. Os preços realizados caíram -1% t/t, com volumes medíocres no Brasil, devido à fraca demanda do setor automobilístico brasileiro (início dos bloqueios). No geral, as remessas caíram -4% t/t e -24% a/a.

(4) O segmento de negócios na América Latina registrou um EBITDA resiliente de R\$ 164 milhões (queda de 10% t/t), enquanto as margens permanecem elevadas em 23,5% (acima de 20% no 4T19). Os volumes caíram -26% t/t, enquanto os preços caíram -4% t/t. A unidade da América Latina foi impactada por severos bloqueios adotados pelos governos peruano e argentino.

### Corte no capex; Vencimento de dívida favorável; FCF negativo no trimestre

Dado que a empresa possui mais de 84% de sua dívida em dólares, a forte depreciação do real impactou as métricas de alavancagem neste trimestre, como esperado. A dívida líquida aumentou para R\$ 14 bilhões no trimestre, 15% acima de nossa estimativa, impactada negativamente pela variação cambial. É bom ver um cronograma favorável de vencimento da dívida, sem saídas relevantes em 2020 e apenas R\$ 1,4 bilhão com vencimento no início de 2021 (vs. quase R\$ 6 bilhões em caixa). O FCF também foi um destaque negativo no trimestre, com um consumo de caixa de R\$ 441 milhões, impactado em grande parte por um desembolso significativo de capital de giro de R\$ 1 bilhão (impactado pela variação cambial; precisa de mais clareza nas tendências). O capex para 2020 foi revisado para R\$ 1,6 bilhão, com a empresa rebaixando seu orçamento de capex de três anos para R\$ 6 bilhões (saindo de R\$ 7 bilhões) – ainda vemos espaço para números menores.

### Os lucros devem sofrer no curto prazo, mas, em nossa opinião, isso já está precificado; Rating de Compra

Esperamos que a Gerdau seja relativamente menos impactada no curto prazo devido à sua flexibilidade/diversificação operacional, tecnologia de mini-mills, exposição cambial (ativos em USD), exposição à construção no Brasil (resiliente), resiliência das operações nos EUA, forte balanço patrimonial e altos níveis de liquidez. Acreditamos que as ações já estão precificando um cenário um tanto caótico (perpetuando os níveis de EBITDA da crise), que consideramos excessivos. Após a liquidação em bolsa, agora vemos um bom ponto de entrada nas ações, sendo negociadas a 0,8x P/B e 5,9x EBITDA 2021. A Gerdau continua sendo nossa Top Pick em aço, mas carece de catalisadores.

**Tabela 1: Resultados da Gerdau x estimativas do BTGPactual**

DRE (R\$ milhões)	1T20A	Estimativ. BTGPactual 1T20E	Realizado vs. Estimativa (%)	4T19A	1T19A	t/t	a/a
<b>Receita Líquida</b>	<b>9.228</b>	<b>9.415</b>	<b>-2%</b>	<b>9.533</b>	<b>10.026</b>	<b>-3%</b>	<b>-8%</b>
(-) CPV	8.372	8.487	-1%	8.857	8.757	-5%	-4%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>855</b>	<b>927</b>	<b>-8%</b>	<b>676</b>	<b>1.269</b>	<b>27%</b>	<b>-33%</b>
(-) Despesas de vendas	120	110	9%	118	129	2%	-7%
(-) Despesas Gerais & Administrativas	250	219	14%	235	239	7%	5%
(+) Outras Receitas (Despesas) Operacionais	-22	0	n.a.	246	74	-109%	-130%
<b>Lucro Operacional</b>	<b>463</b>	<b>599</b>	<b>-23%</b>	<b>569</b>	<b>976</b>	<b>-19%</b>	<b>-53%</b>
Receitas Financeiras (despesas) líquida	-231	-3.111	-93%	-272	-375	-15%	-38%
Receitas não-operacionais (despesas)	0	0		0	0		
Equivalência Patrimonial	10	0	n.a.	-2	14	-541%	-26.000%
<b>Lucro antes do imposto</b>	<b>242</b>	<b>-2.512</b>		<b>295</b>	<b>615</b>		
(-) IR e Contrib. Social	-21	0		-193	-163		
(-) Partic. Dos Minoritários + distrib. de lucros	0	0		0	0		
<b>Lucro Líquido</b>	<b>221</b>	<b>-2.512</b>		<b>102</b>	<b>453</b>		
LPA	0.13	-1.48		0.06	0.27		
<b>EBITDA</b>	<b>1.177</b>	<b>1.211</b>	<b>-3%</b>	<b>1.133</b>	<b>1.552</b>		

  

Métricas Operacionais	1T20A	Estimativ. BTGPactual 1T20E	Realizado vs. Estimativa (%)	4T19A	1T19A	t/t	a/a
<b>Volumes (mil ton)</b>							
Brasil - Doméstico	940	954	-1%	1.004	939	-6%	0%
Brasil - Exportação	178	250	-29%	490	418	-64%	-57%
<b>Total - Brasil</b>	<b>1.118</b>	<b>1.204</b>	<b>-7%</b>	<b>1.494</b>	<b>1.357</b>	<b>-25%</b>	<b>-18%</b>
América do Norte	1.122	998	12%	1.050	1.076	7%	4%
América Latina	202	247	-18%	274	244	-26%	-17%
Aços Especiais	329	309	7%	343	430	-4%	-23%
<b>Volume Total de Aço</b>	<b>2.691</b>	<b>2.825</b>	<b>-5%</b>	<b>3.078</b>	<b>2.985</b>	<b>-13%</b>	<b>-10%</b>
<b>Preços</b>							
Brasil - Doméstico (R\$/t)	3.200	3.375	-5%	3.162	3.206	1%	0%
Brasil - Exportação (R\$/t)	2.281	1.945	17%	1.8	2.007	27%	14%
América do Norte (US\$/t)	793	765	4%	781	948	1%	-16%
América Latina (US\$/t)	776	781	-1%	805	804	-4%	-4%
Aços Especiais (US\$/t)	979	1.019	-4%	990	1.136	-1%	-14%
<b>Margem EBITDA</b>							
Brasil	15.7%	15.6%	9 bps	13.4%	17.5%	232 bps	-181 bps
América do Norte	10.7%	7.9%	278 bps	7.6%	13.2%	309 bps	-247 bps
América Latina	23.4%	19.6%	375 bps	20.0%	21.2%	336 bps	216 bps
Aços Especiais	8.2%	10.2%	-197bps	8.1%	12.9%	11 bps	-473 bps

  

Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R\$ milhões)	1T20A	Estimativ. BTGPactual 1T20E	Realizado vs. Estimativa (%)	4T19A	1T19A	t/t	a/a
EBITDA	1.177	1.211	-3%	1.133	1.552	4%	-24%
Capex	-472	-500	-6%	-486	-305	-3%	55%
Resultados Financeiros	-106	-3.111	-97%	-272	-375	-61%	-72%
Imposto de Renda e outros	-20	0		-193	-163		
Recebíveis	3.360	2.639	27%	2.672	3.977	26%	-16%
Estoque	9.513	7.34	30%	7.66	9.377	24%	1%
Contas a pagar	4.314	3.606	20%	3.763	4.067	15%	6%
Capital de Giro	8.559	6.374	34%	6.569	9.287	30%	-8%
Varição de Capital de Giro	-1.020						
<b>FCFE</b>	<b>-441</b>						
Dívida Líquida	14.051	12.057	17%	9.755	12.561	44%	13%
<b>Dívida Líquida/EBITDA</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>		<b>1.7</b>	<b>1.9</b>		

Fonte: Gerdau / BTGPactual

## 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)*