

Gerdau: Um futuro melhor

Atualizamos nossas projeções para Gerdau, considerando uma expectativa de melhora nos resultados da operação do Brasil já em 2017, e esperando que as outras unidades continuem apresentando bom desempenho, principalmente na América do Norte. Assim, elevamos o Preço Justo para GGBR4 de R\$ 8,50 para R\$ 13,00 por ação, alterando nossa recomendação de Venda para Manutenção. A Gerdau tem hoje a maior parte de sua receita advinda das operações na América Norte (41,0% do faturamento em 2016), mercado onde se espera um forte crescimento da demanda e dos preços, devido às promessas do novo governo dos Estados Unidos de investir fortemente em infraestrutura. Além disso, a política protecionista do novo presidente americano, conjugado com os pedidos de ações *antidumping* das empresas locais, deve abrir espaço para uma alta expressiva dos preços. No Brasil, esperamos um início de ano fraco, mas a nova realidade macroeconômica do país deve permitir um aumento na demanda por aços longos. Com isso, vemos a empresa começando a reverter em 2017 os fracos resultados dos últimos dois anos e apresentando números interessantes em 2018. Porém, não podemos deixar de insistir que o mercado já precificou as ações da Gerdau para uma forte melhoria dos resultados e, portanto, não vemos um espaço expressivo para sua valorização. Vale ainda destacar que no dia 8/março, a Metalúrgica Gerdau anunciou permutas de ações que vão aumentar o número de GGBR4 no mercado, o que pode levar a uma pressão vendedora na ação.

Em 2017 as coisas podem ser melhores: O ano de 2016 foi muito difícil para a Gerdau, com a empresa apresentando fracos resultados operacionais em seus dois maiores mercados. Porém, acreditamos que os números da Gerdau possam ser melhores no Brasil e nos outros mercados em 2017.

No Brasil, a melhoria da produção industrial, redução da inflação, novos projetos de infraestrutura e a continuação do processo de queda dos juros, além de mais contratações do Programa Minha Casa Minha Vida, podem ajudar a demanda da construção civil voltar a crescer. Segundo o Sindicato da Indústria da Construção Civil do Estado de São Paulo (Sinduscon-SP), o PIB do setor deve crescer 0,5% este ano. Vale lembrar que 65% das vendas da Gerdau no mercado interno são para a construção civil. Com isso, a Gerdau poderá elevar suas vendas no mercado interno.

Apesar de esperarmos um incremento na demanda por aço no Brasil, a competição deve continuar feroz, restringindo o espaço para maiores elevações de preços. A Gerdau anunciou aumentos em janeiro e fevereiro, que estimamos tenham um impacto de 5% nos preços médios no mercado interno.

Acreditamos que o recente acordo para a união dos negócios de aços longos da Votorantim e da ArcelorMittal Brasil não vai trazer mais disciplina de preços ao setor ou aliviar a competição. Esta fusão resultará numa empresa muito grande, com capacidade anual de produção de 5,6 milhões de toneladas de aço bruto e de 5,4 milhões de toneladas de laminados em oito unidades, tornando-se uma forte competidora para a Gerdau.

Luiz Francisco Caetano, CNPI*

lcaetano@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2563

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Código	GGBR4	
Recomendação	MANUTENÇÃO	
Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	11,95
Preço justo	R\$ /ação	13,00
Potencial	%	8,8
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	4,50 - 14,64

Dados da Ação		
Total de ações	milhões	1.719,7
Ações Ordinárias	%	33,5
Free Float	%	54,8
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	149,9
Valor de Mercado	R\$ milhões	20.550

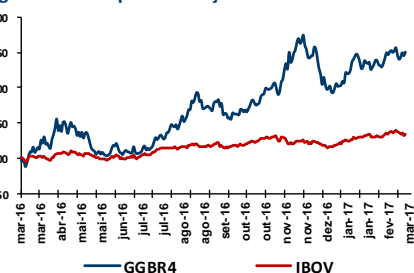
Desempenho da Ação	Dia	Ano	52 Sem.
GGBR4	-1,6%	10,6%	145,0%
Ibovespa	-0,2%	7,2%	32,7%

Cotação de 09/03/2017

Principais Múltiplos	2016	2017E	2018E
P/L (x)	-	45,6	34,9
VE/EBITDA (x)	7,7	7,3	5,8
ROE (%)	5,2	1,8	2,4
Div. Liq./EBITDA (12m) (x)	3,6	3,1	2,4
Receita Líquida (R\$ mm)	37.652	39.913	43.303
Lucro Líquido (R\$ mm)	-2.886	450	590
Margem Bruta (%)	9,2	9,8	0,1
Margem EBITDA (%)	10,8	11,4	12,1
Margem Líquida (%)	-35,7	1,1	1,4
Payout (%)	-	30,0	30,0
Retorno Dividendo (%)	2,2	0,7	0,9
Cotação/VPA (x)	1,1	0,8	0,8

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economática.

Por outro lado, os novos produtos da Gerdau no Brasil em aços planos (laminados a quente e chapas grossas), continuam com a produção em crescimento e buscando seus espaços no mercado.

No exterior, as maiores expectativas estão no mercado dos Estados Unidos. A promessa do novo governo de investir pesado na infraestrutura, conjugada com o protecionismo, deve ter um impacto altamente positivo na siderurgia local e a Gerdau vai se aproveitar muito disso. Além disso, medidas *antidumping*, como aquelas que foram recentemente tomadas, destinadas a reduzir as importações de vergalhões provenientes do Japão, Taiwan e Turquia, devem reduzir a competição externa e elevar os preços no mercado interno americano. Com isso, as maiores contribuições positivas para o resultado devem vir da unidade de negócios da América do Norte em 2017.

Na América do Sul, acreditamos em resultados positivos, em função da expectativa de crescimento do PIB na maioria dos países da região.

Em Aços Especiais, os mercados dos Estados Unidos e Índia devem continuar em franco crescimento, ajudados pela retomada no crescimento da produção da indústria automobilística brasileira. No primeiro bimestre de 2017, a produção de veículos no Brasil cresceu 28,1%, impulsionada pelo forte aumento das exportações, cujas receitas subiram 46,4% no período.

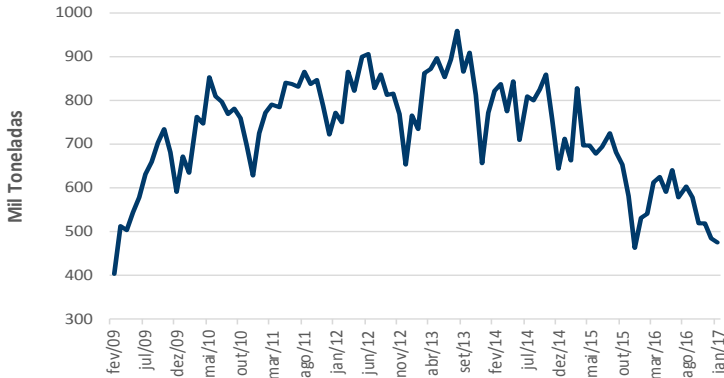
Além da possível elevação na geração de caixa, a empresa deve manter contidos os investimentos, trabalhando forte também para a redução do capital de giro. Com isso, também devemos ter redução no endividamento e queda dos custos financeiros nos próximos anos.

Apesar de esperarmos resultados melhores no ano, os números do 1T17 ainda devem ser fracos. Isso se deve à expectativa de vendas ainda menores que no ano passado no Brasil, um baixo *metal spread* (diferença entre os preços da sucata e do aço) na América do Norte e um desempenho modesto do segmento de Aços Especiais.

Mercado nacional de aços longos ainda em queda: Apesar dos pequenos sinais e grandes expectativas de melhoria da economia brasileira, o setor de aços longos ainda está mergulhado na crise. As vendas de aços longos no Brasil caíram 6,2% em 2014, 14,6% durante 2015 e tiveram outra forte queda no ano passado (15,5%), segundo dados do Instituto Aço Brasil. Em janeiro/2017, o volume vendido no país continuou recuando (10,8%), comparado ao mesmo mês de 2016 ou em relação ao dezembro/2016 (2,5%).

Este panorama reflete a redução da demanda dos maiores consumidores de aços longos, principalmente a construção civil, que está mergulhada em forte crise. Em 2016, o PIB da construção caiu 5,2% e a atividade das construtoras formais despencou 18,2%, sendo que não há sinais de melhora neste início de ano.

Figura 1: Vendas de Aços Longos no Brasil



Fonte: IABr

Uma mostra da difícil situação dos aços longos no Brasil pode ser vista na evolução dos preços do vergalhão. Além da crise na economia, nos últimos anos entraram novos produtores no mercado brasileiro de vergalhões. Esta entrada ocorreu no pior momento do mercado, afetando os preços.

Segundo os cálculos do Sindicato da Indústria da Construção Civil (Sinduscon) e da Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC), os preços médios no Brasil do vergalhão mais usado na construção civil (CA-50) caiu 3,8% em 2016, comparado ao ano anterior. Em janeiro/2017, o preço médio do CA-50 era 1,8% menor que no mesmo mês do ano passado. Isso mostra as dificuldades do setor em repassar para o mercado nacional os aumentos de preços verificados no exterior. Na China, por exemplo, o preço médio do vergalhão subiu 60,5% em 2016 e mais 23,6% neste ano até o dia 9/março.

Figura 2: Preço do Vergalhão (CA-50) - Média do Brasil



Fonte: Sinduscon/CBIC

Permuta de ações da Gerdau: A controladora da Gerdau (Metalúrgica Gerdau) anunciou no dia 8 de março que realizou uma permuta de ações com o Banco BTG Pactual. O negócio envolveu a troca de 34.209.522 ações ordinárias da Gerdau (GGBR3) detidas pelo BTG Pactual por

33.358.668 GGBR4 de propriedade da Metalúrgica Gerdau. A relação de troca foi de uma ação ordinária (GGBR3) para cada 0,9751 preferencial (GGBR4).

Originalmente estas ações eram detidas pela BNDESpar, empresa de participações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que tinha uma opção de venda com a Metalúrgica Gerdau. Em dezembro de 2014, a subsidiária do BNDES exerceu a opção, mas o comprador foi o BTG Pactual, que firmou também uma opção de venda com a Metalúrgica, que agora foi extinta com a permuta das ações.

Devido ao aumento de participação da Metalúrgica Gerdau no capital votante da Gerdau, a empresa irá submeter à CVM em até 30 dias um pedido de “oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação”. Nesta oferta, os detentores de GGBR3 poderão trocar suas ações por GGBR4, numa razão de 1 para 1. Segundo o comunicado, considerando a média ponderada dos preços dos últimos 60 dias, o prêmio para aqueles que aderirem à permuta será de 40%. No dia anterior ao anúncio da permuta (7/março), GGBR3 fechou cotada a R\$ 9,60 e GGBR4 a R\$ 13,02 por ação, numa diferença de 35,6%.

Esta operação é positiva para a Metalúrgica Gerdau, por mitigar riscos que podiam ser atribuídos à operação com o banco. Para a Gerdau, não vemos impacto na empresa, mas apenas na negociação de suas ações. É natural que os acionistas de GGBR3, que fizerem a troca por GGBR4 e ganharem um expressivo prêmio, venham a monetizar este ganho, vendendo suas ações. Com isso poderemos ter uma pressão vendedora em GGBR4. Além disso, o Banco BTG Pactual passará a deter uma grande quantidade de GGBR4 (2,9% do total de ações deste tipo) após a permuta e poderá vender quando quiser está posição, também exercendo uma pressão baixista na ação.

No primeiro dia após o anúncio destas operações (8/março) GGBR4 já caiu forte (6,8%), em consequência da preocupação do mercado quanto a vendedores futuros da ação.

Resultados de um ano difícil: A crise econômica no Brasil e a forte entrada de aço importado nos EUA, fizeram com que 2016 fosse bastante desafiador para a Gerdau. Além disso, foram contabilizadas elevadas perdas pela redução do valor recuperável dos ativos (*impairment*), assim como foi feito no ano anterior.

As vendas consolidadas em 2016 mostraram queda expressiva (8,3%), principalmente em função da retração dos volumes vendidos no mercado interno brasileiro, que caíram 13,5%. Com isso, a receita líquida de R\$ 37,6 bilhões foi 13,6% menor que em 2015. Porém, cortes de custos e despesas permitiram uma ligeira alta na margem EBITDA (+0,4 ponto percentual), mas o EBITDA total de R\$ 4,0 bilhões no ano foi 10,0% menor que em 2015.

O lucro líquido acumulado da Gerdau (sem *impairment*) em 2016 atingiu R\$ 90 milhões (R\$ 0,05 por ação), sendo 86,8% menor que o resultado ajustado do mesmo período em 2015. Considerando o *impairment*, o prejuízo em 2016 foi de R\$ 2,9 bilhões, que ficou 37,2% menor que no ano anterior.

O prejuízo líquido ajustado (sem *impairment*) no 4T16 foi de R\$ 203 milhões (R\$ 0,12 por ação), 397,7% maior que o resultado do mesmo período de 2015. Sem ajustes, o prejuízo foi de R\$ 3,1 bilhões, que foi 3% menor que 4T15.

Acreditamos que estes números reflitam “o fundo do poço”, com a empresa podendo ter melhores resultados em 2017 com a retomada da economia brasileira e o esperado *boom* no mercado dos Estados Unidos.

Gerdau - Resultados Trimestrais

R\$ milhões	4T15	3T16	4T16	4T16/3T16	4T16/4T15
Receita Líquida	10.449	8.699	8.620	-0,9%	-17,5%
Lucro Bruto	787	1.046	521	-50,2%	-33,7%
<i>margem bruta</i>	7,5%	12,0%	6,0%	-6,0 pp	-1,5 pp
EBITDA	911	1.200	716	-40,3%	-21,4%
<i>margem EBITDA</i>	8,7%	13,8%	8,3%	-5,5 pp	-0,4 pp
Resultado Financeiro	-392	-561	-464	-17,3%	18,4%
Lucro Líquido Ajustado	-41	95	-203	-313,8%	397,7%

Vendas - mil t.

Brasil	1.394	1.482	1.536	3,6%	10,2%
América do Norte	1.433	1.372	1.428	4,1%	-0,3%
América do Sul	550	516	535	3,7%	-2,7%
Aços Especiais	608	437	439	0,5%	-27,8%
Total	3.887	3.668	3.799	3,6%	-2,3%

EBITDA

Brasil	186	585	264	-54,9%	41,9%
América do Norte	396	274	127	-53,6%	-67,9%
América do Sul	206	157	132	-15,9%	-35,9%
Aços Especiais	151	233	230	-1,3%	52,3%

Dívida Líquida - R\$ bilhões	19,5	15,8	14,5	-8,5%	-25,8%
Dívida Líquida/EBITDA 12m	4,2x	3,6x	3,5x	-	-

Fonte: Gerdau

As vendas consolidadas de aço da Gerdau foram até razoáveis no 4T16. O volume total vendido de 3.799 mil toneladas, ficou 2,3% menor que no 4T15, mas foi 3,6% maior que no trimestre anterior.

No Brasil, volume total vendido aumentou 10,2%, sempre comparando com o 4T15, em função do crescimento de 7,6% das vendas no mercado interno e 13,8% nas exportações. No entanto, houve um incremento de apenas 0,4% no preço médio expresso em reais, o que levou a receita líquida a crescer somente 9,1%. Como o custo de produção teve uma elevação maior que a receita (9,5%) o lucro bruto aumentou somente 2,1% e esta margem teve queda de 0,3 ponto percentual. Porém, uma substancial redução de despesas operacionais permitiu um salto de 41,9% no EBITDA. Comparado ao trimestre anterior, o EBITDA caiu 54,9% por conta da contabilização de perdas (R\$ 100 milhões) com paradas programadas.

Na América do Norte, os volumes vendidos ficaram praticamente estáveis, comparados ao 4T15, mas a forte queda no preço médio expresso em reais (21,5%) e também em dólares, levaram a uma expressiva diminuição da receita (21,8%) e da rentabilidade desta unidade. Além disso, a empresa teve aumentos importantes nas despesas operacionais, que determinaram uma redução de 67,9% no EBITDA e queda da margem EBITDA para um nível bastante baixo (3,8%).

A unidade de negócios da América do Sul sofreu com a queda nas vendas (2,7%) e dos preços médios medidos em reais (16,0%), o que levou a uma redução de 18,3% na receita líquida,

comparado a 4T15. Com uma redução dos custos de produção menor que aquela verificada na receita, além de aumentos de custos operacionais, o EBITDA desta unidade caiu 35,9%.

Gerdau - Resultados Trimestrais

	4T15	3T16	4T16	4T16/3T16	4T16/4T15
Receita líquida - R\$ milhões					
Brasil	2.678	2.971	2.923	-1,6%	9,1%
América do Norte	4.311	3.470	3.373	-2,8%	-21,8%
América do Sul	1.481	1.120	1.210	8,0%	-18,3%
Aços Especiais	2.185	1.386	1.366	-1,4%	-37,5%
Preço médio - R\$/tonelada					
Brasil	1.921	2.005	1.903	-5,1%	-0,9%
América do Norte	3.008	2.529	2.362	-6,6%	-21,5%
América do Sul	2.693	2.171	2.262	4,2%	-16,0%
Aços Especiais	3.594	3.172	3.112	-1,9%	-13,4%

Fonte: Gerdau

Em aços especiais houve uma expressiva redução das vendas (27,8%), principalmente causada pela venda da Sidenor na Espanha. Porém, ganhos com redução de custos e despesas operacionais permitiram que esta unidade apresentasse um forte ganho na margem bruta (10 pp) e na margem EBITDA (9,9%). Com isso, o EBITDA chegou a R\$ 230 milhões, ficando 52,3% acima do 4T15.

O resultado financeiro da Gerdau no 4T16 foi negativo em R\$ 465 milhões, valor 18,6% maior que no 4T15, mas 6,4% inferior ao trimestre anterior. Isso foi reflexo da queda dos juros no mercado interno e dos movimentos do câmbio.

Ao final do 4T16, a dívida líquida da Gerdau era de R\$ 14,5 bilhões, menor em 25,8% que no 4T15 e 8,5% em relação ao trimestre anterior. A relação dívida líquida/EBITDA no 4T16 ficou em 3,5x, inferior aos 3,6x do 3T16 e 4,2x do mesmo trimestre de 2015. O custo médio da dívida total em dezembro/2016 era de 7,2% (4T15 = 6,8%), com um prazo médio de pagamento de 5,7 anos (4T15 = 6,5 anos).

Gerdau - Resumo dos Resultados Projetados

R\$ milhões	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Receita Líquida	43.581	37.652	39.913	43.303	44.958
Lucro Bruto	4.291	3.464	3.775	4.222	5.088
Despesas Operacionais	-2.485	-2.064	-1.930	-1.916	-1.993
Desps. Gerais, Administrativas e com Vendas	-2.582	-2.239	-2.210	-2.196	-2.273
Outras Rec. (Desps) Operacionais	97	175	280	280	280
Resultado Operacional (EBIT)	1.805	1.399	1.845	2.306	3.094
Result. Financ. Líquido	-2.879	-945	-1.285	-1.560	-1.519
Equivalência Patrimonial	-25	-13	40	40	40
Resultado Antes do I. R e C. Social	-6.094	-2.582	600	786	1.615
I.R e Contr. Social	1.498	-304	-150	-197	-404
Resultado Líquido	-4.596	-2.886	450	590	1.211
Lucro por Ação	-3,67	-2,30	0,36	0,47	0,97
EBITDA	4.501	4.049	4.541	5.224	6.253
Margem Bruta	9,8%	9,2%	9,5%	9,8%	11,3%
Margem EBITDA	10,3%	10,8%	11,4%	12,1%	13,9%
Margem Líquida	-10,5%	-7,7%	1,1%	1,4%	2,7%

Fonte: Gerdau e Planner Corretora

Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

Compra: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Neutro: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Venda: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI
mmariante@plannercorretora.com.br

Cristiano de Barros Caris
ccaris@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins, CNPI
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI
rmartins@planner.com.br

DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia, expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

(*) Conforme o artigo 16, parágrafo único, da ICVM 483, declaro ser inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise.

Declaração do(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento), nos termos do art. 17 da ICVM 483

O(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que as recomendações contidas neste refletem exclusivamente sua(s) opinião (ões) pessoal(is) sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.

Declaração do empregador do analista, nos termos do art. 18 da ICVM 483

A Planner Corretora e demais empresas do Grupo declaram que podem ser remuneradas por serviços prestados à(s) companhia(s) analisada(s) neste relatório.