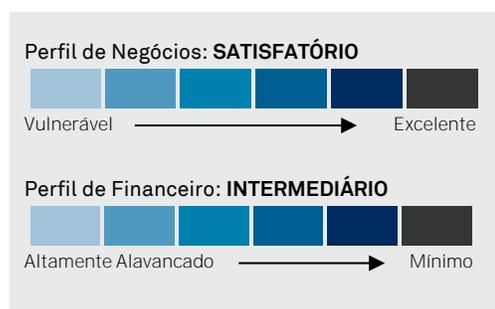


Análise Detalhada

Gerdau S.A.

20 de outubro de 2020



ANALISTA PRINCIPAL

Bruno Matelli
São Paulo
55 (11) 3039-9762
bruno.matelli
@spglobal.com

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

Diego Ocampo
Buenos Aires
54 (11) 4891-2116
diego.ocampo
@spglobal.com

Rating de Crédito de Emissor

Gerdau S.A.

Escala Global

BBB-/Estável/--

Escala Nacional Brasil

brAAA/Estável/--

Destaques da Análise de Crédito

Principais pontos fortes	Principais riscos
<i>Um dos maiores produtores mundiais de aços longos, com presença considerável nos Estados Unidos e Brasil;</i>	<i>Tendências cíclicas da indústria e maior exposição a commodities pressionando as margens;</i>
<i>Capacidade comprovada de ajustar rapidamente as operações em meio a desacelerações econômicas; e</i>	<i>Recuperação sustentada da demanda por aço no Brasil em meio aos riscos de uma segunda onda de COVID-19; e</i>
<i>Administração comprometida em preservar a qualidade do crédito e manter uma forte liquidez ao longo dos ciclos do setor</i>	<i>Concorrência acirrada em aços longos nos EUA, bem como lenta recuperação da demanda por aços especiais.</i>

Recuperação em V da demanda de aços longos no Brasil. A forte demanda doméstica por aços longos no Brasil, principalmente devido à força do setor de construção residencial em função de medidas de estímulo do governo e ofertas de moradias mais baratas, deve aumentar os volumes de vendas no mercado doméstico, ante nossa expectativa de uma queda significativa no início da pandemia. As margens saudáveis das operações da empresa nos Estados Unidos e uma recuperação nas operações na América do Sul (excluindo o Brasil) também contribuem para um EBITDA sólido, embora a recuperação da divisão de aços especiais continue mais fraca.

Métricas de crédito resilientes. O aumento nos lucros, combinado com menores investimentos (capex) e liberações de capital de giro, deve resultar em um robusto fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) de mais de R\$ 2 bilhões. No entanto, o efeito da desvalorização do real sobre a dívida em dólares da Gerdau (85% da dívida total) compensará esses ganhos em termos de alavancagem, resultando em um índice de dívida ajustada sobre EBITDA de cerca de 2,6x no final de 2020, mas diminuindo nos anos subsequentes.

A forte flexibilidade financeira continua a dar suporte ao rating. A empresa detinha uma sólida posição de caixa de cerca de R\$ 6,5 bilhões em 30 de junho de 2020 e acesso a uma linha de crédito rotativa comprometida de US\$ 800 milhões (US\$ 440 milhões ainda não utilizados em junho). Isso, combinado com um perfil de vencimento da dívida suave, continua proporcionando uma folga confortável se a recuperação esperada demorar mais para se concretizar.

Perspectiva

A perspectiva estável reflete a recuperação mais rápida do que o esperado na demanda de aços longos no Brasil, bem como impactos mais brandos nas outras principais divisões da Gerdau, exceto no segmento de aços especiais. Isso, somado à resiliência da Gerdau e às medidas anticíclicas, deve resultar apenas em um ligeiro aumento da alavancagem no ano fiscal de 2020, reduzindo nos anos subsequentes, enquanto a empresa mantém sua forte liquidez. Esperamos que o índice de dívida ajustada sobre EBITDA aumente para cerca de 2,6x em 2020 e caia para 2,1x em 2021.

Cenário de rebaixamento

Uma ação de rating negativa poderia resultar de uma segunda onda da pandemia, levando a interrupções das operações por um período prolongado, especialmente no Brasil e nos Estados Unidos. Nesse cenário, o índice da Gerdau de dívida ajustada sobre EBITDA permaneceria bem acima de 3x, em base consistente. Também poderíamos rebaixar os ratings da Gerdau se, em tal cenário, as fontes de caixa em moeda forte não fossem suficientes para cobrir os usos, impedindo a empresa de passar no teste de estresse para ser avaliada acima da avaliação de transferência e conversibilidade (T&C) 'BB+' do Brasil. Nesse caso, seus ratings seriam limitados a esse nível.

Cenário de elevação

Embora improvável no curto prazo, uma ação de rating positiva decorreria de uma contínua recuperação da demanda de aços longos no Brasil, permitindo à empresa continuar ajustando os preços no mercado interno devido à desvalorização do real, enquanto o metal spread nos EUA permanece saudável. Nesse cenário, a Gerdau retomaria sua desalavancagem, apresentando dívida ajustada sobre EBITDA abaixo de 2x, geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida acima de 45% e FOCF sobre dívida de mais de 15% em base consistente. A Gerdau também teria que passar no teste de estresse para ser avaliada acima da média ponderada dos ratings soberanos do Brasil e dos Estados Unidos, que é atualmente 'BBB-', e continuar passando no teste de estresse T&C também.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- Contração no PIB real do Brasil de 5,8% em 2020 e crescimento de 3,5% em 2021 e 3,0% em 2022.
- Taxa de inflação no Brasil de 2,7% em 2020, 3,0% em 2021 e 3,5% em 2022, afetando os custos trabalhistas.
- Contração do PIB real dos EUA de 4,0% em 2020 e crescimento de 3,9% em 2021 e 2,4% em 2022.
- Taxa de inflação nos EUA de 1,4% em 2020, 1,9% em 2021 e 1,4% em 2022, afetando os custos trabalhistas.
- Taxa de câmbio média de R\$ 5,12/US\$1,00 em 2020, R\$ 5,10/US\$1,00 em 2021 e R\$ 5,02/US\$1,00 em 2022.
- Crescimento da receita líquida de cerca de 5% em 2020 principalmente devido à desvalorização do real, e de 8% em 2021 devido ao aumento de volumes.
- Investimentos (capex) de cerca de R\$ 1,6 bilhão em 2020, devido aos cortes após a pandemia, mas crescendo para R\$ 2,6 bilhões-R\$ 3,0 bilhões em 2021 e 2022, embora sujeito a melhorias nas condições de mercado.
- Distribuição de dividendos de 30% do lucro líquido do ano fiscal anterior.

Principais Métricas

- Margens EBITDA entre 13%-14% nos próximos três anos, versus 13,6% em 2019;
- Dívida sobre EBITDA entre 2,5x-3,0x em 2020 e diminuindo para 2,0x-2,5x em 2021 e 2022, em comparação com 2,3x no final de 2019;
- FFO sobre dívida entre 30%-35% em 2020 e 2021, e 35%-40% em 2022, em comparação com 33,7% no final de 2019; e
- FOCF sobre dívida entre 15%-20% em 2020, e 10%-15% em 2021 e 2022, versus 17,8% em 2019.

Projeções de caso-base

Mercado doméstico compensando a queda nas exportações. No acumulado do ano, a partir de agosto de 2020, as vendas de aços longos já haviam ultrapassado o nível de 2019, e a diferença

deve aumentar até o final do ano. Em resposta, a Gerdau reabriu seu alto-forno 2 em Ouro Branco, que havia sido desligado no início da pandemia. No entanto, os volumes de exportação devem cair em 2020, assim como os volumes do segmento de aços especiais, cuja recuperação é bem mais lenta por depender da indústria automobilística.

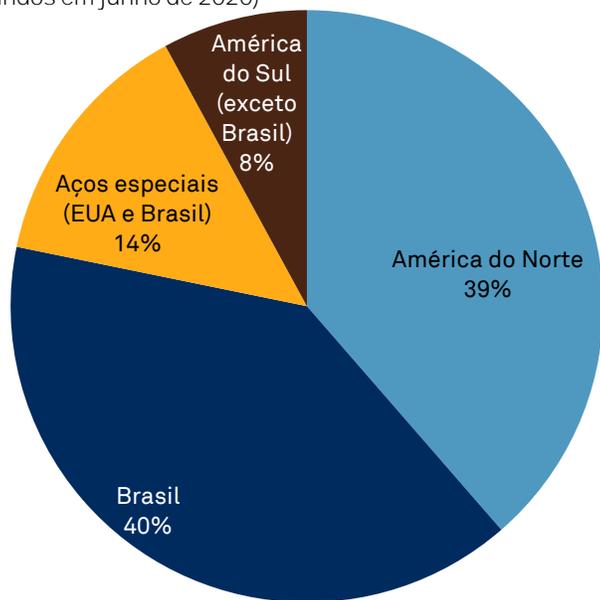
Menores investimentos em 2020. A empresa reduziu o capex em 2020 para cerca de R\$ 1,6 bilhão, ante a projeção de R\$ 2,6 bilhões antes da pandemia como parte de seu considerável plano de investimento para 2020-2022. Embora a empresa mantenha os investimentos para 2021 e 2022, entendemos que dependeriam em grande parte da recuperação da demanda.

Não consideramos potenciais passivos ou ativos de créditos fiscais. Não os incluímos em nossas projeções de caso-base, pois acreditamos que podem levar muito tempo para serem resolvidos.

Descrição da Empresa

A Gerdau é uma das maiores produtoras de aços longos das Américas, com capacidade total de produção de aço bruto de cerca de 20 milhões de toneladas. A empresa atua principalmente nos Estados Unidos e no Brasil, mas também possui ativos de produção em outros países da América Latina. Além de aços longos, a empresa produz aços planos, aços especiais e minério de ferro, basicamente para uso próprio.

Gráfico 1 - Divisão de receitas por divisão de negócio
(Últimos 12 meses findos em junho de 2020)



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2020 por S&P Global Ratings. Todos os direitos reservados.

Consideramos a Metalúrgica Gerdau (MG; não avaliada) a controladora em última instância da Gerdau, com 36,5% de participação. Analisamos a Gerdau como uma subsidiária *core* da MG, por ser a única subsidiária ativa e operacional da empresa, gerando todo seu EBITDA. A Gerdau é uma holding abaixo da MG que controla suas diversas operações de aço, incluindo a Gerdau Ameristeel Corp. (BBB-/Estável/--) e as subsidiárias financeiras.

Perfil de Risco de Negócios

A posição competitiva da Gerdau é suportada por sua posição de liderança em várias regiões, flexibilidade operacional de mini mills e altos-fornos integrados de minério de ferro em vários

estados dos EUA e do Brasil, e seu portfólio diversificado de produtos, que abrangem de aços longos a aços planos e especiais. A Gerdau controla cerca de 40% do mercado de aços longos no Brasil e uma pequena parcela do mercado de aços planos, de forma que pode entregar um portfólio completo de produtos siderúrgicos aos clientes. O mercado de aços planos é controlado principalmente por dois concorrentes domésticos da Gerdau, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. (Usiminas) e Companhia Siderúrgica Nacional (CSN). Nos Estados Unidos, a Gerdau é a segunda maior produtora de aço por meio de mini mills, apesar das vendas de ativos nos últimos anos, com capacidade anual de cerca de 6,7 milhões de toneladas de aço bruto.

Embora as margens tenham sido afetadas em meio ao surto de COVID-19, uma rápida recuperação está em andamento. Esperamos que a rentabilidade da Gerdau permaneça saudável nos próximos dois anos, superior a 13% em base consolidada. Isso reflete os seguintes fatores:

- Diversificação de ativos;
- Uma vantagem competitiva de custo nos EUA, com mini mills próximas aos locais de terceirização de sucata; e
- Um dos principais fornecedores de aços longos no Brasil, com o real mais desvalorizado garantindo espaço para continuar ajustando os preços em meio ao forte aumento da demanda por construção residencial.

No entanto, a continuidade da recuperação em 2021 e a fraca demanda por aços especiais continuam representando riscos para a rentabilidade.

Comparação com os pares

Selecionamos a Usiminas, CSN, Nucor Corp., Steel Dynamics Inc. e ArcelorMittal (Arcelor) como pares mais próximos da Gerdau. A Gerdau é mais diversificada geograficamente e possui um balanço patrimonial mais forte do que seus concorrentes domésticos, a CSN e Usiminas, que estão muito mais focados em aços planos, embora ambas as empresas estejam se beneficiando da alta contribuição de EBITDA dos ativos de mineração, especialmente a CSN.

A Gerdau é uma empresa que oferece todos os serviços de aço no Brasil, com menor escala das operações de aços planos do que as de seus pares, mas um portfólio de produtos mais amplo. A Gerdau concorre diretamente com a Arcelor em aços longos no Brasil, onde cada empresa detém cerca de 40% do mercado. A Arcelor é mais diversificada geograficamente e com operações de mineração, enquanto a Gerdau atua nas Américas e tem uma pequena produção de minério de ferro para o consumo do alto-forno. Além disso, a escala da Arcelor é significativamente maior do que a da Gerdau, embora esta tenha apresentado margens menos voláteis e melhores indicadores de crédito, com capacidade de reduzir a dívida, apesar de anos de fracas condições da indústria global.

A Nucor e a Steel Dynamics estão mais concentradas nos Estados Unidos e se beneficiam de mais produtos de alto valor em suas carteiras e menos exposição a economias emergentes mais voláteis do que a Gerdau.

Tabela 1 - Comparação com os pares

Setor: Metais						
	Gerdau S.A.	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.	Companhia Siderúrgica Nacional	Nucor Corp.	Steel Dynamics Inc.	ArcelorMittal
Ratings (15 de outubro de 2020)	BBB-/Estável/--	B+/Estável/--	B-/Positiva/--	A-/Estável/A-1	BBB-/Estável/--	BBB-/Negativa/A-3
Ano fiscal terminado em 31 de dezembro de 2019						
(Milhões de \$)						
Receita	9.862,6	3.718,9	6.328,0	22.588,9	10.465,0	72.367,0
EBITDA	1.342,9	456,8	1.411,4	2.820,1	1.375,7	4.856,0
FFO	1.038,3	339,9	584,5	2.118,8	1.077,1	3.626,0
Despesa de juros	248,7	101,3	525,8	160,9	135,6	973,0
Despesa de juros caixa	241,2	90,7	536,4	176,1	143,0	746,0
Fluxo de caixa operacional (CFO)	1.208,3	434,6	554,7	2.829,4	1.407,9	6.707,0
Investimentos	428,4	169,5	522,1	1.477,3	446,4	3.804,0
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	779,9	265,1	32,6	1.352,1	961,5	2.903,0
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	659,5	201,5	(445,1)	460,1	412,6	2.481,0
Caixa e equivalentes de caixa	1.566,0	477,9	280,1	1.834,6	1.643,6	4.867,0
Dívida	3.084,6	1.489,9	8.625,7	2.662,2	1.166,1	26.775,8
Patrimônio líquido	6.760,1	3.872,4	2.826,6	10.791,2	4.064,9	39.682,0
Índices ajustados						
Margem EBITDA (%)	13,6	12,3	22,3	12,5	13,1	6,7
Retorno sobre o capital (%)	8,7	4,0	10,4	14,3	19,1	2,7
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	5,4	4,5	2,7	17,5	10,1	5,0
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	5,3	4,7	2,1	13,0	8,5	5,9
Dívida/EBITDA (x)	2,3	3,3	6,1	0,9	0,8	5,5
FFO/Dívida (%)	33,7	22,8	6,8	79,6	92,4	13,5
CFO/Dívida (%)	39,2	29,2	6,4	106,3	120,7	25,0
FOCF/Dívida (%)	25,3	17,8	0,4	50,8	82,4	10,8
DCF/Dívida (%)	21,4	13,5	(5,2)	17,3	35,4	9,3

Perfil de Risco Financeiro

A Gerdau tem reduzido significativamente a alavancagem desde 2017 por meio da venda de ativos, gestão eficiente do capital de giro e economia de capex. Esperamos que o índice de dívida sobre EBITDA da Gerdau supere 2,5x em 2020, ante 2,3x em 2019, principalmente devido ao efeito do real mais depreciado sobre a dívida denominada em dólares da empresa. No entanto, a Gerdau deve retomar a desalavancagem, que deve se aproximar de 2,0x em 2021 e um pouco abaixo desse nível em 2022. Em nossa opinião, o compromisso de manter a dívida sobre EBITDA abaixo de 2,0x fornecerá certa folga às métricas durante os ciclos de queda. À medida que as operações se recuperam, esperamos que a Gerdau retome seu considerável plano de investimentos para 2021 e 2022, com foco na melhoria da eficiência dos principais ativos, mas isso dependeria da consistência da recuperação da demanda nos próximos anos.

Resumo financeiro

Tabela 2 - Resumo financeiro

Setor: Metais	Jun-2020	Mar-2020	Dez-2019	Set-2019	Jun-2019
(Milhões de R\$)					
Receita	8.744,8	9.227,5	9.533,5	9.930,8	10.154,1
EBITDA	1.426,5	1.034,4	1.135,7	1.265,5	1.519,9
FFO	976,5	875,5	824,3	1.067,4	1.006,6
Despesa de juros	325,4	237,7	116,7	377,7	267,2
Despesa de juros caixa	421,0	138,6	277,7	161,0	353,8
Fluxo de caixa operacional (CFO)	455,7	(373,3)	2.344,2	2.366,3	405,2
Investimentos	264,8	470,2	470,2	530,8	421,6
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	190,9	(843,5)	1.874,0	1.835,5	(16,4)
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	190,9	(914,0)	1.806,1	1.716,9	(147,6)
Caixa e investimentos de curto prazo	6.548,5	5.978,9	6.294,6	3.431,6	2.141,5
Caixa disponível bruto	6.548,5	5.978,9	6.294,6	3.431,6	2.141,5
Dívida	17.072,4	16.728,5	12.300,9	14.393,4	14.971,4
Patrimônio líquido	30.261,4	29.324,7	27.173,1	27.498,3	26.568,4
Índices ajustados					
Margem EBITDA (%)	12,8	12,7	13,6	13,7	14,5
Retorno sobre o capital (%)	5,9	6,8	8,4	8,9	10,7
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	4,8	5,1	5,4	4,6	5,4
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	4,7	5,0	5,3	5,0	5,3
Dívida/EBITDA (x)	3,6	3,4	2,3	2,6	2,4
FFO/Dívida (%)	21,6	22,4	33,8	29,6	32,7
CFO/Dívida (%)	28,1	28,3	39,5	27,9	13,9
FOCF/Dívida (%)	17,9	17,0	25,5	16,8	4,6
DCF/Dívida (%)	16,4	14,7	21,5	11,7	(0,8)

Liquidez

Continuamos avaliando a liquidez da Gerdau como forte. As fontes sobre os usos de caixa nos próximos 24 meses serão cerca de 2x, e as fontes seriam maiores do que os usos, mesmo se o EBITDA diminuísse 30% em relação às nossas projeções de caso-base. Esperamos que a empresa utilize sua forte posição de caixa e sua linha de crédito rotativo para cobrir suas necessidades de curto prazo.

Acreditamos que a Gerdau mantém um bom relacionamento com os bancos e uma expressiva posição nos mercados de crédito devido à sua grande escala e sólida operação. Em nossa visão, a empresa apresenta uma gestão de risco geral prudente, conforme demonstrado pelas medidas anticíclicas tomadas para lidar com a pandemia.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de R\$ 6,5 bilhões em 30 de junho de 2020;

- Disponibilidade da parcela não utilizada de sua linha de crédito comprometida com vencimento em 2024 de US\$440 milhões (cerca de R\$ 2,5 bilhões) em 30 de junho de 2020; e
- FFO de R\$ 4,6 bilhões nos próximos 12 meses.

Principais usos de liquidez:

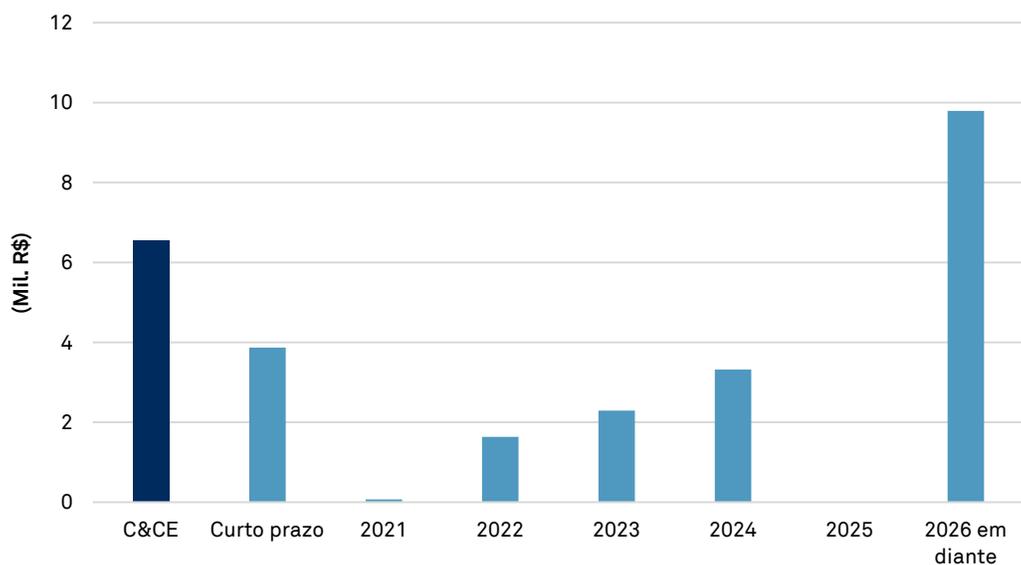
- Vencimentos de dívidas de curto prazo de cerca de R\$ 3,8 bilhões em 30 de junho de 2020;
- Saída de capital de giro de R\$ 450 milhões nos próximos 12 meses;
- Capex de cerca de R\$ 2,2 bilhões nos próximos 12 meses; e
- Pagamento de dividendos da ordem de R\$ 300 milhões nos próximos 12 meses.

Vencimentos de dívida

Os gráficos abaixo mostram os vencimentos e a composição da dívida da Gerdau em 30 de junho de 2020:

Gráfico 2 – Perfil de vencimento de dívida

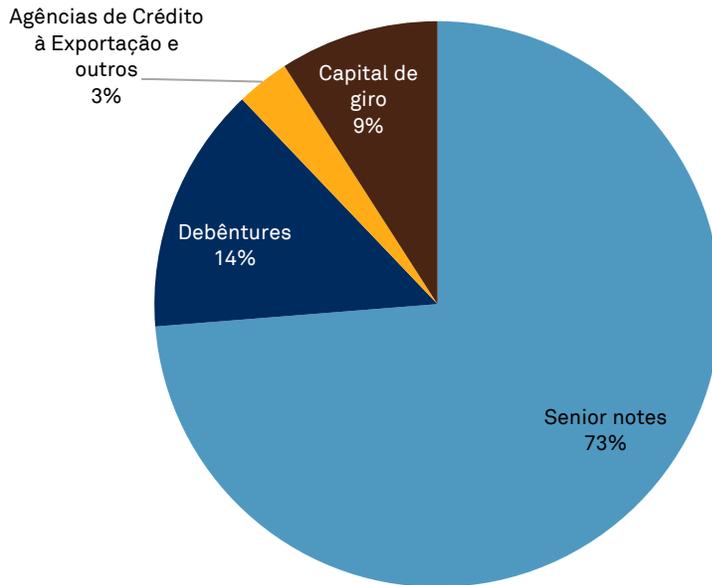
Em junho de 2020



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2020 por S&P Global Ratings. Todos os direitos reservados.

Gráfico 3 – Composição da dívida

Em junho de 2020



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2020 por S&P Global Ratings. Todos os direitos reservados.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Expectativa de cumprimento

De acordo com nossas projeções, a Gerdau manterá uma folga confortável, de mais de 50%, para esses *covenants* nos próximos anos.

Requisitos/Exigências

A empresa possui *covenants* apenas para os empréstimos do BNDES de uma de suas *joint ventures*, que totalizam R\$ 34 milhões. Esses *covenants* exigem a manutenção do índice de dívida líquida sobre EBITDA abaixo de 4x, e são medidos anualmente.

Fatores Ambientais, Sociais e de Governança (ESG – *Environmental, Social, and Governance*)

Acreditamos que a exposição ao risco ambiental da Gerdau é comparável à do setor como um todo. Por um lado, a empresa está exposta à desativação de uma barragem de rejeito a montante em Minas Gerais. Esses tipos de barragens apresentam um risco maior de colapso do que outros tipos devido à forma como são projetadas. Por outro lado, a Gerdau produz cerca de 70% de seu aço em Forno Elétrico a Arco (EAF), que poluem bem menos que os altos-fornos e são alimentados com sucata. Uma política de sustentabilidade - elaborada em 2019 e aprovada no início de 2020 por seu conselho - norteia as decisões estratégicas, incluindo questões de ESG.

Além disso, questões de governança vieram à tona em 2016, uma vez que as denúncias de evasão fiscal afetaram a reputação da empresa, levando-nos a revisar nossa classificação de administração e governança de satisfatória para regular, mas sem alteração nos ratings. Embora as investigações estejam em andamento, acreditamos que a Gerdau melhorou consideravelmente o compliance e os controles internos. A empresa fez a transição para uma equipe executiva totalmente profissionalizada, transferindo familiares para o nível de conselho.

Influência do Grupo

Analisamos números e operações consolidadas no nível da Metalúrgica Gerdau (MG), o que não muda nossa visão dos perfis de risco financeiro e de negócios do grupo, pois a Gerdau é o único ativo relevante da MG e, portanto, uma subsidiária core, com influência na qualidade de crédito do grupo. Com os recursos da venda das ações da Gerdau, bem como a conversão de sua quinta debêntures em ações preferenciais, a MG amortizou todas as suas debêntures; portanto, os balanços patrimoniais consolidados da Gerdau e da MG passaram a ter o mesmo montante de dívida.

Ratings Acima do Soberano

Nosso rating de crédito de emissor em escala global de longo prazo da Gerdau está atualmente três degraus acima de nosso rating em moeda estrangeira 'BB-' do Brasil, refletindo nossa visão de que há uma probabilidade considerável de que a empresa não entraria em default em um cenário de estresse soberano.

Utilizamos uma média ponderada de risco-país para nosso rating da Gerdau, devido à relevância de suas operações nos Estados Unidos. Considerando que cerca de 55% de seu EBITDA é gerado no Brasil e 35% nos Estados Unidos, o rating médio do soberano é 'BBB', que reduzimos um degrau porque o país de domicílio da Gerdau é o Brasil. Portanto, o rating de referência da Gerdau é superior ao rating em moeda estrangeira do Brasil devido à sua exposição aos Estados Unidos, que é avaliado com um rating em moeda estrangeira 'AA+'. Acreditamos que a Gerdau opera em um setor altamente sensível à economia doméstica, pois o setor siderúrgico é basicamente não exportador.

Em um cenário hipotético de default soberano, esperaríamos ver:

- Contração de 10% no PIB brasileiro, afetando volumes domésticos e não permitindo aumento de preços;
- Inflação mais alta prejudicando despesas com vendas, gerais e administrativas e outros custos;
- Taxa de câmbio dobrando, aumentando os juros, custos e principal da dívida em dólares;
- Taxas básicas de juros dobrando, aumentando as despesas com juros sobre a dívida à taxa flutuante da Gerdau;
- Capex nos níveis de manutenção, mas com uma parcela maior (cerca de um terço do capex total) denominada em dólares;
- Níveis estressados de capital de giro;
- Nenhum pagamento de dividendos; e
- *Haircut* de 10% sobre os depósitos bancários da empresa (em reais) e de 70% sobre as aplicações financeiras em reais, e o dobro de nossas premissas para a exposição ao dólar, dada a desvalorização cambial.

Mesmo nesse cenário hipotético, acreditamos que as fontes de caixa da empresa seriam suficientes para cobrir os usos de curto prazo, dado seu perfil de amortização de dívida suave e flexibilidade para reduzir dividendos e capex.

Também analisamos a capacidade da Gerdau de honrar suas necessidades operacionais e financeiras em moeda estrangeira, um risco que surgiria se o Brasil impusesse controles de capital. Nossa avaliação de T&C do Brasil é 'BB+', e o rating da Gerdau seria limitado a dois degraus acima desse nível, ou 'BBB'.

Em nossa opinião, em um cenário de restrições de T&C, o caixa disponível da Gerdau e a geração de caixa fora do Brasil e 25% das exportações atuais do Brasil seriam suficientes para cobrir a dívida de curto prazo da empresa e os pagamentos de juros em moeda forte devido a seu caixa e linha de crédito rotativo, bem como suas operações consideráveis nos Estados Unidos.

Ratings de Emissão - Análise do Risco de Subordinação

Em junho de 2020, a estrutura de capital da Gerdau consistia principalmente em:

- R\$ 15,6 bilhões em *bonds* internacionais *senior unsecured* com vencimento em 2021, 2023, 2024, 2027, 2030 e 2044;
- R\$ 700 milhões de financiamento de investimentos, incluindo um empréstimo garantido de valor relativamente baixo do BNDES;
- R\$ 2 bilhões em linhas de capital de giro, compostas principalmente pela parcela utilizada do crédito rotativo; e
- R\$ 2,9 bilhões em debêntures *senior unsecured*.

Estrutura de capital

- A estrutura de capital da Gerdau consiste principalmente em dívida *senior unsecured* garantida ou emitida pela empresa. A dívida das subsidiárias representa menos de 20% da dívida total. Consideramos as notas como dívidas da Gerdau, visto que a empresa atua como garantidora incondicional das notas.

Conclusões analíticas

- Avaliamos a dívida *senior unsecured* da Gerdau no mesmo nível de seu rating de emissor, pois a dívida garantida da empresa é limitada. Mesmo que a dívida *senior unsecured* esteja posicionada abaixo da dívida das subsidiárias na estrutura de capital, acreditamos que o risco de subordinação é mitigado por um índice de dívida prioritária muito inferior a 50%.

Reconciliação

Tabela 4 - Reconciliação dos montantes reportados pela Gerdau S.A.com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ milhões)

Últimos 12 meses findos em 30 de junho de 2020

Montantes reportados pela Gerdau S.A.	Dívida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	Lucro operacional	Despesas com juros	EBITDA ajustado pelo S&P Global Ratings	Fluxo de caixa operacional	Dividendos	Capex
Ajustado	20.977,1	30.051,6	37.436,7	4.727,8	2.518,0	941,9	4.798,1	4.817,6	257,0	1.760,6
Ajustes da S&P Global Ratings										
Impostos caixa pagos	--	--	--	--	--	--	(120,0)	--	--	--
Juros caixa pagos	--	--	--	--	--	--	(973,7)	--	--	--
Passivos de arrendamento reportadas	853,2	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Obrigações de benefícios pós-emprego /remuneração diferida	740,1	--	--	20,2	20,2	33,9	--	--	--	--
Caixa disponível e investimentos líquidos	(6.548,5)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Juros capitalizados	--	--	--	--	--	24,6	(24,6)	(24,6)	--	(24,6)
Despesa com remuneração em ações	--	--	--	43,8	--	--	--	--	--	--
Dividendos recebidos dos investimentos em ações	--	--	--	33,1	--	--	--	--	--	--
Receita (despesa) de empresas não consolidadas	--	--	--	(13,7)	--	--	--	--	--	--
Receita (despesa) não operacional	--	--	--	--	216,4	--	--	--	--	--
Participação não controladora/ participação minoritária	--	209,8	--	--	--	--	--	--	--	--
Dívida: Outros	1.050,5	--	--	--	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Ganhos/(perda) com venda de Imobilizado	--	--	--	(13,1)	(13,1)	--	--	--	--	--
Ajustes totais	(3.904,7)	209,8	0,0	70,3	223,5	58,5	(1.118,3)	(24,6)	0,0	(24,6)
Montantes ajustados pela S&P Global Ratings	Dívida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	EBIT	Despesas com juros	FFO	Fluxo de caixa operacional	Dividendos	Capex
Ajustado	17.072,4	30.261,4	37.436,7	4.798,1	2.741,5	1.000,4	3.679,8	4.793,0	257,0	1.736,0

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Global	BBB-/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de negócios	Satisfatório
Risco-país	Intermediário
Risco da indústria	Moderadamente alto
Posição competitiva	Forte
Risco financeiro	Intermediário
Fluxo de caixa/Alavancagem	Intermediário
Âncora	bbb-
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutro (sem impacto)
Estrutura de capital	Neutra (sem impacto)
Liquidez	Forte (sem impacto)
Política financeira	Neutra (sem impacto)
Administração e governança	Regular (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis	Neutra (sem impacto)

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos Critérios e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site www.capitaliq.com. Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em www.standardandpoors.com. Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [Critério Geral: Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Refletindo o risco de subordinação em ratings de emissão de entidades corporativas](#), 28 de março de 2018
- [Critério de avaliação de garantias](#), 21 de outubro de 2016
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011

Artigo

- [Perspectiva dos ratings da Gerdau alterada para estável por recuperação da demanda mais rápida que o esperado: ratings 'BBB-' e 'brAAA' reafirmados](#), 9 de outubro de 2020

Matriz de Risco de Negócios e Risco Financeiro

Perfil de Risco de Negócios	Perfil de Risco Financeiro					
	Mínimo	Modesto	Intermediário	Significativo	Agressivo	Altamente Alavancado
Excelente	aaa/aa+	Aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
Forte	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	Bbb	bb+	bb
Satisfatório	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
Regular	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
Fraco	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
Vulnerável	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

Tabela Detalhada de Ratings (Ratings em 20 de outubro de 2020)**Gerdau S.A.**

Rating de Crédito de Emissor

Escala Global BBB-/Estável/--

Escala Nacional Brasil brAAA/Estável/--

Rating de Emissão *Senior Unsecured*

Escala Nacional Brasil brAAA

Histórico do Rating de Crédito de Emissor*Escala Global*

09-Out-2020 BBB-/Estável/--

22-Abr-2020 BBB-/Negativa/--

25-Mar-2020 BBB-/Estável/--

31-Jan-2019 BBB-/Positiva/--

27-Mar-2018 BBB-/Estável/--

16-Ago-2017 BBB-/Negativa/--

23-Mai-2017 BBB-/CW Neg./--

21-Jan-2016 BBB-/Negativa/--

Escala Nacional Brasil

16-Ago-2017 brAAA/Estável/--

23-Mai-2017 brAAA/CW Neg./--

21-Jan-2016 brAAA/Negativa/--

Entidades Relacionadas**Gerdau Ameristeel Corp.**

Rating de Crédito de Emissor

Escala Global BBB-/Estável/--

*A menos que observado em contrário, os ratings neste relatório referem-se a ratings na escala global. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings na escala global são comparáveis entre países. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings em escala nacional referem-se a devedores ou obrigações de um país específico. Ratings de emissão ou de dívidas podem incluir dívidas garantidas por outra entidade e dívidas avaliadas garantidas por uma entidade.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completitude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZABILIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus sites na www.standardandpoors.com (gratuito), e www.ratingsdirect.com e www.globalcreditportal.com (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em www.standardandpoors.com/usratingsfees.

Austrália

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).