Vale (VALE3): O plano para o "re-rating"

Feedback encorajador após reuniões com a administração; Rating de Compra e Top Pick

Na semana passada, tivemos a oportunidade de organizar uma reunião com a administração da Vale (CEO, CFO, Diretor de Ferrosos e RI). Ficamos muito encorajados com o que ouvimos e consideramos as mensagens bastante construtivas em várias frentes: estabilidade operacional e histórico de crescimento, retomada de dividendos, segurança, resiliência do minério de ferro, o foco em ESG e endereçamento das perdas de fluxo de caixa. É inegável que a principal preocupação dos investidores envolve a retomada dos volumes da Vale no 2S, e a gerência parecia altamente otimista de que o guidance mais baixo de 310Mt é alcançável. Além disso, devemos esperar uma forte história de crescimento no 2S20, que deve reduzir o risco do caso e recuperar o apetite do investidor. Sobre dividendos, nossa impressão é de que existe uma alta probabilidade de retomada em 2020, e nossa análise é de que eles retornem em algum momento do 3T20. A Vale continua sendo a nossa Top Pick (catalisadores: crescimento, dividendos, redução de riscos operacionais, mudança gradual para um foco ESG e normalização das perdas de fluxos de caixa na faixa de US$ 3-4 bilhões).

Dividendos: muito próximo; pode ser em 2-3 meses

Nossa impressão ao ouvir a gerência é que a empresa já recuperou a licença da sociedade para retomar o pagamento de dividendos. E isso decorre do fato de a Vale ter sido altamente comprometida e eficaz no processo de reparação de Brumadinho, uma vez que a empresa tem se concentrado no controle de danos do ocorrido nos últimos dois anos. Nosso senso é que agora os dividendos são apenas uma questão de obter um pouco mais de clareza sobre a evolução do COVID e de reembolsar linhas de crédito rotativo sacadas no início do ano (seguro barato). Em nossa opinião, a antiga política (30%*[EBITDA - capex de manutenção]) poderia ser retomada no 3T20, mas a administração se absteve de fornecer guidance específicos sobre o cronograma. Acreditamos que este é um evento importante para a história da ação e atrairia uma nova classe de compradores marginais para o caso (estrangeiros e locais).

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

Vale	
Data	03/07/2020
Ticker	VALE3
Rating	Compra
Preço Alvo (R$)	60,0
Preço (R$)	55,5
Listagem	Novo Mercado

Trading Data:	
Market Cap (R$ mn)	284.658,76
Vol. Médio 12M (R$ mn)	1.176,26

Múltiplos:	2020E	2021E
P/L	5,5x	5,1x
EV/EBITDA	3,6x	3,5x

Stock Performance:

Julho (%)	-0,8%
LTM (%)	7,3%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	19.9	2.6	29.6	29.8	23.2
EV/EBITDA	5.3	4.3	3.6	3.5	3.9
P/L	9.3	-40.8	5.5	5.1	6.6
Dividend Yield %	5.0	0.0	5.7	6.9	6.0

Resumo Financeiro (R$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	36.575	37.570	32.981	35.707	34.960
EBITDA	15.694	18.133	16.373	16.318	14.482
Lucro Líquido	7.347	-1.683	9.655	10.444	8.033
LPA (R$)	1.41	-0.32	1.86	2.01	1.55
DPA líquido (R$)	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66
Dívida Líquida/Caixa	-14.031	-8.787	-5.754	-4.269	-3.135

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$ 55,63, em 29 de junho de 2020.

Vale é um caso de crescimento, mas há muitos que duvidam

Se estivermos certos e a Vale executar um pouco menos de 310Mt de embarques em 2020 (estimativa do BTG), isso implica que há ~90Mt de crescimento potencial a partir da base atual (perto de 30%!). Portanto, a Vale é a única das principais empresas que possui esse potencial de crescimento, o que pode levar a vários trimestres consecutivos de crescimento assim que a produção se normalizar em 400Mt (a administração está planejando para 2022). Vemos esse retorno de capacidade como crítico para a Vale atingir suas metas de custo caixa C1 de longo prazo de US$ 10-12/t (vs. a alta base de US$ 16/t atualmente; assumindo um câmbio acima de 5 e com capacidade total), particularmente colhendo os ganhos de diluição de custos fixos e uma base de custos mais otimizada nos sistemas do Sul/Sudeste (acreditamos que Carajás já está rodando perto de US$ 10/t ou menos). Isso também atenuaria o caso de uma eventual moderação nos preços do minério de ferro, o que acreditamos que agrega à história da ação. Alguns outros pontos: (1) os volumes de Carajás em junho parecem muito fortes, de acordo com dados dos portos que o BTG monitora; (2) A empresa está construindo novas barragens de rejeitos em Brucutu, Vargem Grande e Timpobeba (usando um poço empobrecido neste local), o que ajudará a empresa a recuperar a tonelagem perdida à frente.

Minério de ferro: vemos um pouso suave nos preços à frente, sem quedas

Embora acreditemos que o minério de ferro pareça um pouco sobrervalorizado e insustentávelmente superior a mais de US$ 100/t, acreditamos que as ações já precificam um preço (improvável) de pouso forçado na curva de custos (em torno dos US$ 60s). Consideramos isso uma possibilidade remota, pois o aperto do mercado deve justificar apenas um pouso suave à frente. Embora uma boa parte da oferta perdida desde o início do ano deva ser recuperada até o final do ano, os problemas estruturais da Vale (principalmente relacionados a Brumadinho) devem persistir até 2021 (favoráveis aos preços). Do lado da demanda, a China continua operando seus altos-fornos perto da capacidade total e não vemos uma desvantagem relevante em relação aos níveis atuais - estímulos à infraestrutura do governo devem acelerar a demanda de aço daqui para frente. Em outras palavras, continuamos vendo mercados de minério de ferro fortemente equilibrados, o que deve impedir que os preços caiam à frente.

ESG: trabalhando para se tornar uma referência

Durante as reuniões, a gerência destacou uma série de iniciativas para melhorar o foco de ESG na empresa. A lista é enorme, mas gostaríamos de destacar alguns. (i) Meio Ambiente: Uma série de metas (ambiciosas) foram anunciadas durante o Vale Day em dezembro, como "conduzir a transição para uma empresa de emissão líquida zero até 2050" (acordo de Paris) e investimentos significativos em energia renovável; (ii) Social: como declarado pela administração, a Vale não deseja ser uma empresa "tolerada pela sociedade", mas ser vista como um parceiro consciente. Em nossa opinião, as ações da empresa durante a pandemia no Brasil (construção de hospitais, ajuda em kits de teste e equipamentos de proteção) ilustram essa nova fase; (iii) Governança/Segurança: Já vimos progressos relevantes nas diversas linhas de defesa das operações implementadas pela empresa. Além disso, houve um progresso tangível no conselho/governança, incluindo a remuneração da administração. Acreditamos que a empresa está avançando e também aprimorando a comunicação, com um nível muito alto de transparência com o mercado, que acreditamos que deve ser melhor entendido ao longo do tempo.

Mantemos nossa Compra; O gap será ajustado gradualmente à frente

Embora as ações da Vale sejam inegavelmente baratas em qualquer métrica, acreditamos que a redução do risco da teses da ação será um processo gradual. Com a China se recuperando mais cedo e seu balanço pouco alavancado, estamos confiantes de que a Vale poderá ter um desempenho superior no curto prazo. Vemos a negociação das ações um pouco abaixo de 4x EBITDA 2020. Embora os riscos para a reintegração de seus dividendos tenham aumentado em 2020, nosso caso base ainda é que a Vale retome a política até o final do ano. Classificamos a Vale como Compra, visto que ainda vemos potencial de valorização, até punindo as ações em vários ângulos.

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 pessoas 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 filiadas 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, consequentemente, 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