

## Vale (VALE3): Potencial dividend yield de 15% em 2021?

### Forte geração de caixa a frente; Reiteramos nossa recomendação de Compra

Acreditamos que as ações da Vale estão significativamente atrás da recente melhoria nos fundamentos. Em nossa opinião, a escassez no mercado de minério de ferro continuará a ser uma história de médio prazo, já que a oferta pode levar (alguns) anos para acompanhar a sólida demanda, impulsionada pelas tendências da China (“viciados” em infraestrutura). Assim, a geração de fluxo de caixa permanecerá forte, mesmo assumindo preços moderados em relação aos picos atuais de US\$ 125-130/t, que continua sendo nosso caso base. Continuamos defendendo que importantes efeitos de base estão em jogo - mesmo se os preços corrigirem 20% do nível atual, ainda estaríamos vivendo em um mundo de US\$ 100/t, o que é altamente favorável para a tese da Vale. O resultado disso é que acreditamos que um cenário de dividend yield (em dólares) de 15% para a Vale em 2021 é provável, e ainda não precificado. A Vale permanece subvalorizada sob qualquer métrica de valuation e reiteramos nossa recomendação de Compra.

### Alocação de capital: para onde irá todo esse caixa?

Durante anos, os investidores debateram a alocação de capital no setor de mineração, como resultado das más decisões de investimento que queimaram bilhões de dólares no passado. M&As caros e projetos pouco atraentes diluíram os retornos ao longo do ciclo. Simplificando, acreditamos que a maioria das decisões de investimento da Vale em minério de ferro se provaram questionáveis e acreditamos que, desta vez, a atual equipe de gestão está claramente ciente da história da indústria e comprometida com uma abordagem mais disciplinada. Dito isso, a Vale aprovou recentemente a expansão de sua mina Serra Sul (+20Mtpa, atingindo 120Mtpa) e foi muito clara sobre a mensagem - os projetos serão significativamente menores e a intensidade de capital está em declínio. Portanto, mesmo assumindo que o investimento anual da Vale suba para ~US\$ 6 bilhões nos próximos anos (de US\$ 4,5-5 bilhões), ainda haverá muito capital excedente a ser distribuído aos acionistas. Afinal, com os atuais preços do minério de ferro, a Vale poderia gerar mais de US\$ 20 bilhões de EBITDA em 2021 (vs. capex de “apenas” US\$ 6 bilhões e dívida líquida contábil próxima de 0).

#### 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)

Vale	
Data	20/08/2020
Ticker	VALE3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	70,0
Preço (R\$)	63,0
Listagem	Novo Mercado

Trading Data:	
Market Cap (R\$ mn)	322.927,90
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1.297,82

Múltiplos:	2020E	2021E
P/L	6,2x	5,8x
EV/EBITDA	3,5x	4,0x

Stock Performance:	
Agosto (%)	3,7%
LTM (%)	47,4%



Fonte: BTGPactual 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	3,5	4,0	4,4
P/L	9,3	-40,8	6,2	5,8	7,5
Dividend Yield %	5,0	0,0	5,0	6,1	5,3

Resumo Financeiro (US\$ 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\$ 62,39, em 18 de agosto de 2020.

## O dilema do dividendo mínimo

A Vale anunciou recentemente a retomada de sua política de dividendos anterior: 30% \* (EBITDA – Capex de manutenção). Em nossos cálculos, isso assume amplamente que a Vale deve distribuir 50% de seu FCFE. Portanto, sob esta metodologia de distribuição de dividendos, a Vale continuaria a cortar seus níveis de dívida após o pagamento de dividendos. Assim, o pagamento de dividendos não “estabiliza” a dívida líquida da empresa. Dito isso, o dilema é: se a Vale pagar apenas o mínimo, sua estrutura de capital se tornaria ineficiente, pois a dívida líquida poderia chegar a zero (ou caixa líquido) em breve. Portanto, argumentaríamos que seria prudente calibrar o dividendo extraordinário com base em sua meta de dívida líquida, declarada publicamente, de US\$ 10 bilhões (metodologia expandida, que considera as provisões de Brumadinho, Refis etc.). A análise agora é “simples”: a Vale paga grandes dividendos extraordinários ou sua estrutura de capital se tornará ineficiente.

## O que um minério de ferro a US\$ 100/t sugere = ~15% de dividend yield potencial!

Os analistas claramente não são bons em projetar os preços do minério de ferro. Ninguém é. No entanto, a única coisa que estamos discutindo aqui é que se os preços do minério de ferro corrigirem 20-25% do patamar atual, a Vale ainda poderia pagar um dividend yield substancial de 15% em USD. Acreditamos que isso não está precificado. Com o minério de ferro a US\$ 100/t, veríamos a Vale gerando um EBITDA acima de US\$ 22 bilhões e negociando abaixo de 3x o EBITDA 21. Isso não faz muito sentido para nós e acreditamos que a Vale poderia pagar um dividendo na faixa de US\$ 9 bilhões para o ano inteiro.

## Reiteramos a Compra e como Top Pick; Potencial de dividendos não precificado

Embora as ações da Vale estejam inegavelmente baratas sob qualquer métrica, acreditamos que a redução na percepção de risco na tese da companhia será um processo gradual baseado em três pilares: (i) geração de caixa; (ii) uma recuperação acentuada nos volumes e custos em declínio; e (iii) uma percepção ESG que vem melhorando marginalmente (longo prazo). Vemos as ações negociando a ~3,5x EBITDA 20 (gap relevante para os pares) e reiteramos nossa Compra na Vale, pois ainda vemos potencial de valorização, mesmo punindo as ações por vários ângulos.

**Tabela 1: Análise de sensibilidade a dividendos**

	2021	2021	2021	2021	2021
Preço do minério de ferro US\$/t - 62% Fe	80	90	100	110	120
EBITDA consolidado - US\$ milhões	16.056	19.356	22.656	25.956	29.256
Capex de manutenção - US\$ milhões	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000
(A) Dívida Líquida Expandida + Compromissos 2021- US\$ milhões	9.000	7.680	6.360	5.040	3.720
(B) Meta de dívida líquida - US\$ milhões	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Dividendos mínimos - US\$ milhões	3.617	4.607	5.597	6.587	7.577
Yield (%)	6%	8%	9%	11%	12%
Dividendos extraordinários - US\$ milhões	0	2.320	3.640	4.960	6.280
Yield (%)	0%	4%	6%	8%	10%
<b>Total potencial de yield (%)</b>	<b>5,9%</b>	<b>11,4%</b>	<b>15,2%</b>	<b>19,0%</b>	<b>22,8%</b>

30% \* (EBITDA - Capex de manutenção)

Diferença entre a dívida líquida expandida e a dívida líquida alvo. Basicamente, assume que a Vale irá calibrar os dividendos extras para entregar uma dívida líquida de US\$ 10 bilhões.

Fonte: BTG Pactual. Aviso importante: Este é um modelo e exercício teórico muito simplificado. No final do dia, o pagamento de dividendos precisa ser aprovado pelo Conselho e pode levar em consideração outros fatores. Assim, os níveis de dívida líquida poderiam oscilar da meta de US\$ 10 bilhões e alterar essa análise.

## 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)*