

Vale (VALE3): Copo meio cheio ou meio vazio?

Relatório de produção; Um trimestre com duas histórias; Uma perda nos embarques de minério de ferro, mas ainda uma Compra

Em nossa opinião, este é um relatório de produção um tanto misto. É inegável que os embarques totais de minério de ferro ficaram atrás de nossas expectativas já bastante cautelosas, chegando a 74,2Mt (5% abaixo de nossas projeções e do consenso). No entanto, a Vale relatou números de produção de minério de ferro muito fortes, em 88,7Mt (+ 31% t/t), com Carajás registrando um trimestre recorde (se aproximando de 60Mt!). Assim, a Vale construiu estoques em sua cadeia de suprimentos de forma mais agressiva do que imaginávamos, mas o cenário futuro para o 4T parece muito robusto. Da maneira que vemos a Vale continuará trabalhando para preservar as margens (melhores realizações de preços e especificações de produtos), mas esperamos que a diferença entre a produção e os embarques diminua acentuadamente à frente. Embora pareça haver alguma variação para baixo em relação as nossas projeções de EBITDA para o 3T, não acreditamos que essa diferença nas remessas desvie da história do fluxo de caixa. Os lucros continuarão sendo revisados para cima e mantemos nossa classificação de Compra no nome.

Minério de ferro: A produção continua rodando em ~1Mt por dia

A Vale reportou números mistos para o 3T, com embarques saindo ligeiramente abaixo de nossas expectativas de 74,2Mt (21% maior t/t, embora ainda -13% menor no ano). Este número é explicado por 65,8Mt de embarques de finos + 8,4Mt de embarques de pelotas. Pelo lado positivo, a produção de minério de ferro ficou em 88,7Mt (finos + pelotas), alta de 31% em relação ao 2T e + 2% maior a/a (preservando uma taxa de execução de 1Mt por dia desde julho). O gap entre a produção e as vendas pode ser explicada pelo “lead time logístico entre a produção e as vendas CFR”, com aumento de estoque em toda a cadeia de abastecimento. O estoque acumulado está agora em 21Mt no acumulado do ano (14Mt somente no 3T), o que compensa parcialmente a redução no estoque de 14Mt em 2019 - vemos espaço para uma reversão à frente. Os maiores números de produção podem ser explicados por (i) melhor desempenho no Sistema Norte, adicionando ~14Mtt/t; (ii) maiores níveis de produção no Sistema Sudeste e Sul, adicionando 3,6Mt e 3,2Mt t/t (sem paralisações relacionadas a Covid + reinício de Timbopeba + reinício de Fazendão + retomada parcial de processamento úmido em Vargem Grande).

BTG Pactual – Equity Research:

Leonardo Correa

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Caio Greiner

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Vale (VALE3)

Data	20/10/2020
Ticker	VALE3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	70,0
Preço (R\$)	62,0
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	317.797,99
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1421,07

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	6,0x	5,5x
EV/EBITDA	3,9x	3,8x

Stock Performance:

Outubro (%)	4,8%
LTM (%)	43,9%



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

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	0,00	0,59	0,71	0,62
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\$ 61,95, em 19 de Outubro de 2020.

Metais Básicos / Carvão: Embarques de níquel vão muito bem devido a melhores condições de mercado

Os embarques de níquel ficaram em 58,2 kt, bem acima de nossas expectativas (+29%) e 37% acima t/t. A produção ficou em 47,1 kt, queda de -20% t/t, principalmente devido às obras de manutenção remarcadas do 1S20 para o 3T20 nas operações do Atlântico Norte. A redução do estoque (construído no 2T20) pode ser atribuído a “melhores preços no trimestre e condições de mercado mais estáveis”. Por outro lado, os embarques de cobre ficaram -10% abaixo de nossa projeção de 80,6 kt (queda de -3% t/t). Os volumes de produção ficaram em 87,6 kt, um aumento de 4% t/t. Os embarques de carvão permaneceram moderados, desta vez em 1,4Mt (estável t/t), enquanto a produção foi de 1,4Mt, alta de 10% t/t. A empresa espera que a “reformulação” da unidade de carvão comece em novembro de 2020, com o objetivo de atingir um run-rate de 15 Mtpa à frente.

Reiteramos a Compra e como Top Pick; A diferença está definida para fechar gradualmente à frente

Embora as ações da Vale estejam inegavelmente baratas sob qualquer métrica, acreditamos que a redução do risco da história da ação será um processo gradual baseado em três pilares: (i) retornos de caixa (eles estão aqui!); (ii) uma forte recuperação dos volumes e redução dos custos futuros; e (iii) uma percepção ESG que melhora marginalmente (longo prazo). Vemos as ações sendo negociadas em ~3,5x o EBITDA 21 (gap relevante para os pares) e reiteramos nossa compra na Vale, visto que ainda vemos um potencial de valorização, mesmo punindo as ações por vários ângulos.

Tabela 1: Relatório de produção do 3T20: Embarques (real vs. nossas projeções)

000 toneladas métricas	3T20	2T20	3T19	t/t	a/a	BTG Pactual	Variância (%)
Finos de minério de ferro	65.769	54.615	74.039	20%	-11%	71.000	-7%
Pelotas	8.464	6.950	11.077	22%	-24%	7.000	21%
Níquel	58,2	42,4	50,9	37%	14%	45	29%
Cobre	80,6	83,5	92	-3%	-12%	90	-10%
Carvão	1.381	1.385	2.255	0%	-39%	1.300	6%

Fonte: Vale e BTG Pactual

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 Global

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 fatos 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 o 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