

Vale (VALE3): Verificação de valuation - Fundamentos ultrapassando as ações

Mercado em alta. Temos respondido uma série de perguntas sobre a Vale: qual é o múltiplo justo? Pico do Ciclo? Sobrou algum potencial de valorização após o rali? Nossa análise sugere que as ações da Vale estão substancialmente atrasadas em relação à melhoria nos fundamentos do minério de ferro (próxima parada US\$ 180/t?). Então, para colocar as coisas em contexto: o preço das ações da Vale subiu 33% em dólares vs. os preços do minério de ferro +65% no acumulado do ano. Outra maneira de pensar nisso é que as ações da Vale estão atualmente mais baratas do que há alguns meses, mesmo depois de uma valorização impressionante nas últimas semanas. Recomendamos aos investidores que aumentem as posições. Reiteramos a Vale como nossa Top Pick.

Abaixo, vários argumentos de valuation sobre o motivo pelo qual acreditamos que ainda há um potencial de valorização significativo:

- Exercício de marcação a mercado? Pelos parâmetros spot atuais, calculamos que a Vale estaria operando com níveis de EBITDA de US\$ 38 bilhões em 2021. Isso geraria um FCF yield de quase 25% e um EV/EBITDA para 2021 de apenas 2,5x. Portanto, conforme o tempo passa e os fluxos de caixa continuam se acumulando, acreditamos que as ações devem continuar subindo.

- Mesmo com um múltiplo baixo, há potencial de valorização? Mesmo se você considerar um múltiplo alvo de EBITDA de 4x (vs. um ciclo médio de 5-6x), ainda podemos ver um potencial de valorização significativo. Assumindo um EBITDA de US\$ 28 bilhões para 2021 (@ preço médio de Minério de Ferro de US\$ 120/t), veríamos um EV alvo de US\$ 112 bilhões e um potencial de valorização de 20%. Portanto, argumentaríamos que você não precisa de um re-rating material para ver o preço das ações da Vale se valorizar.

- Potencial de valorização para o consenso em 2021? A diferença de um exercício de marcação a mercado em relação às nossas estimativas é significativa. Estimamos um EBITDA de US\$ 22 bilhões para 2021, e os preços spot estão apontando para níveis de EBITDA de US\$ 38 bilhões (uma diferença de US\$ 16 bilhões; 70% acima do nosso caso base!). Isso significa que devemos ver aumentos agressivos do consenso nas próximas semanas/meses, o que deve continuar sustentando o desempenho do preço das ações.

- Qual curva de minério de ferro é precificada em ações? Calculamos que as ações da Vale estão atualmente descontando uma curva de minério de ferro de US\$ 69-70/t a partir de agora para a "perpetuidade". Dada uma perspectiva de médio prazo muito mais restritiva, poderíamos argumentar que essa curva parece excessivamente baixa.

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	11/12/2020
Ticker	VALE3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	90,0
Preço (R\$)	85,0
Listagem	Novo Mercado

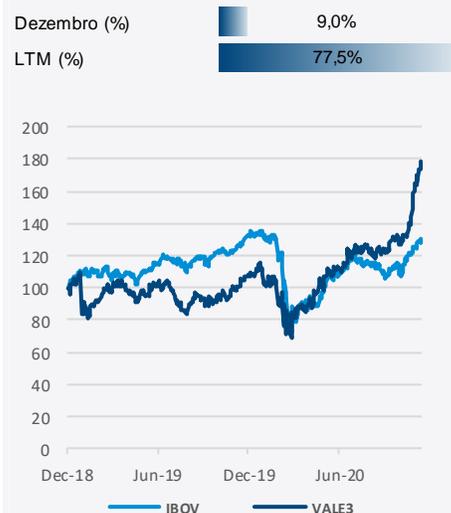
Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	436.042,44
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1659,87

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	8,7x	5,9x
EV/EBITDA	4,5x	4,3x

Stock Performance:



- Dividend yield potencial em 2021? Assumindo um preço de minério de ferro de US\$ 120/t em 2021 (24% abaixo do spot), acreditamos que a Vale poderia pagar um dividend yield entre 14-15%. Projetamos esse nível de dividendos alguns meses atrás - sob uma perspectiva de preços completamente diferente na época. As ações subiram significativamente desde então, e continuamos a defender rendimentos semelhantes, dada a melhora acentuada dos fundamentos.

- Gap de valuation para os australianos? Embora o consenso esteja mudando rapidamente e os números estejam em todos os lugares, ainda acreditamos que a Vale está negociando com um desconto de mais de ~40% para os principais pares australianos. Nota: Dada a maior exposição da Vale ao minério de ferro (beta), a Vale fica mais barata de forma mais rápida vs. os australianos, em um rali de minério de ferro.

Tabela 1: EBITDA 2021

		Iron Ore pricing - US\$/t						
		90	105	120	135	150	165	180
USD / BRL	4.0	17,666	21,980	26,295	30,609	34,924	39,238	43,553
	4.2	17,852	22,167	26,481	30,796	35,110	39,425	43,739
	4.4	18,039	22,353	26,668	30,982	35,297	39,611	43,926
	4.6	18,225	22,540	26,854	31,169	35,483	39,798	44,112
	4.8	18,411	22,726	27,041	31,355	35,670	39,984	44,299
	5.0	18,598	22,912	27,227	31,542	35,856	40,171	44,485
	5.2	18,784	23,099	27,413	31,728	36,043	40,357	44,672
	5.4	18,971	23,285	27,600	31,914	36,229	40,544	44,858
	5.6	19,157	23,472	27,786	32,101	36,415	40,730	45,045
	5.8	19,344	23,658	27,973	32,287	36,602	40,916	45,231
6.0	19,530	23,845	28,159	32,474	36,788	41,103	45,417	

Fonte: BTG Pactual | Iron Ore pricing = Preços de minério de ferro

Tabela 2: EV/EBITDA 2021

		Iron Ore pricing - US\$/t						
		90	105	120	135	150	165	180
USD / BRL	4.0	5.6x	4.4x	3.6x	3.1x	2.6x	2.3x	2.0x
	4.2	5.5x	4.4x	3.6x	3.0x	2.6x	2.3x	2.0x
	4.4	5.5x	4.3x	3.6x	3.0x	2.6x	2.3x	2.0x
	4.6	5.4x	4.3x	3.5x	3.0x	2.6x	2.3x	2.0x
	4.8	5.3x	4.2x	3.5x	3.0x	2.6x	2.2x	2.0x
	5.0	5.3x	4.2x	3.5x	2.9x	2.5x	2.2x	2.0x
	5.2	5.2x	4.2x	3.4x	2.9x	2.5x	2.2x	2.0x
	5.4	5.2x	4.1x	3.4x	2.9x	2.5x	2.2x	1.9x
	5.6	5.1x	4.1x	3.4x	2.9x	2.5x	2.2x	1.9x
	5.8	5.0x	4.0x	3.4x	2.9x	2.5x	2.2x	1.9x
6.0	5.0x	4.0x	3.3x	2.8x	2.5x	2.2x	1.9x	

Fonte: BTG Pactual. Nota: Ajustado para saídas futuras relacionadas ao Brumadinho e outros | Iron Ore pricing = Preços de minério de ferro

Tabela 3: FCF Yield 2021

		Iron Ore pricing - US\$/t						
		90	105	120	135	150	165	180
USD / BRL	4.0	10%	13%	17%	20%	23%	27%	30%
	4.2	10%	13%	17%	20%	24%	27%	30%
	4.4	10%	14%	17%	20%	24%	27%	31%
	4.6	10%	14%	17%	21%	24%	28%	31%
	4.8	11%	14%	18%	21%	24%	28%	31%
	5.0	11%	14%	18%	21%	25%	28%	32%
	5.2	11%	15%	18%	22%	25%	28%	32%
	5.4	11%	15%	18%	22%	25%	29%	32%
	5.6	12%	15%	19%	22%	25%	29%	32%
	5.8	12%	15%	19%	22%	26%	29%	33%
6.0	12%	16%	19%	23%	26%	29%	33%	

Fonte: BTG Pactual. Nota: Exclui saídas relacionadas a Brumadinho | Iron Ore pricing = Preços de minério de ferro

Tabela 4: Dívida Líquida / EBITDA 2021

		Iron Ore pricing - US\$/t						
		90	105	120	135	150	165	180
USD / BRL	4.0	0.4x	0.2x	0.1x	0.0x	0.0x	-0.1x	-0.1x
	4.2	0.4x	0.2x	0.1x	0.0x	0.0x	-0.1x	-0.1x
	4.4	0.3x	0.2x	0.1x	0.0x	0.0x	-0.1x	-0.1x
	4.6	0.3x	0.2x	0.1x	0.0x	0.0x	-0.1x	-0.1x
	4.8	0.3x	0.2x	0.1x	0.0x	0.0x	-0.1x	-0.1x
	5.0	0.3x	0.2x	0.1x	0.0x	0.0x	-0.1x	-0.1x
	5.2	0.3x	0.2x	0.1x	0.0x	0.0x	-0.1x	-0.1x
	5.4	0.3x	0.1x	0.1x	0.0x	-0.1x	-0.1x	-0.1x
	5.6	0.3x	0.1x	0.1x	0.0x	-0.1x	-0.1x	-0.1x
	5.8	0.2x	0.1x	0.0x	0.0x	-0.1x	-0.1x	-0.1x
6.0	0.2x	0.1x	0.0x	0.0x	-0.1x	-0.1x	-0.1x	

Fonte: BTG Pactual | Iron Ore pricing = Preços de minério de ferro

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 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