

## Vale (VALE3): Valor de mercado de US\$ 100 bilhões. E agora?

### Verificando o valuation

A recente alta foi notável, com a ação subindo mais de 63% em questão de 3 meses (VALE3 em R\$ 102; valor de mercado chegando a US\$ 100 bilhões). Consequentemente, vários investidores têm nos pedido para fazer uma análise de sensibilidade sobre o nome e questionando se agora é a hora de cortar posições e garantir lucros. Temos aconselhado os investidores a permanecerem posicionados para um desempenho ainda maior das commodities e da Vale, que é nossa Top Pick. Não vemos sinais de reversão no cenário de precificação do minério de ferro e acreditamos que há espaço para o setor continuar apresentando desempenho superior, especialmente à medida que a rotação continua e o consenso aumenta. A Vale continua a negociar em níveis de valuation de “estilo anômalo”, mesmo após a alta.

O que a matemática nos diz?

**- Exercício de marcação a mercado?** Pelos parâmetros spot atuais, veríamos a Vale gerando um EBITDA de ~US\$ 40 bilhões para 2021 (contra nosso caso base de US\$ 30 bilhões). Isso colocaria a ação em 2,6x EBITDA 2021 e em um FCFE yield de 25%.

**- Marcação a mercado vs. consenso?** No spot, o EBITDA da Vale de US\$ 40 bilhões ficaria 60-70% acima das estimativas do consenso. Isso sugere que as revisões dos lucros devem continuar nas próximas semanas, o que deve ajudar a sustentar os preços das ações.

**- Potencial de valorização sob a meta de múltiplos de EBITDA de 4-4,5x para 2021?** Assumindo um múltiplo alvo na faixa de 4-4,5x EBITDA, vemos o retorno total para a Vale em 2021 entre 27-42% (assumindo um dividend yield de 12%). Consideramos este “carry” altamente atraente.

**- Potencial de dividend yield em 2021?** Assumindo um preço de minério de ferro na faixa de US\$ 130/t (nosso caso-base), vemos a Vale gerando um FCFE yield de 18-19%. Isso sugere que a Vale poderia distribuir confortavelmente dividend yields na faixa de 12-15%, em nossa opinião.

**- Qual curva de minério de ferro está sendo descontada (com base no VPL)?** Calculamos que as ações da Vale estão descontando uma curva de minério de ferro de US\$ 73-75/t na “perpetuidade”, assumindo um modelo DCF normalizado.

**- Qual é o preço do minério de ferro com desconto (base múltipla de 2021)?** Calculamos um preço de minério de ferro de US\$ 92-93/t atualmente com desconto nas ações da Vale, assumindo um múltiplo de EBITDA alvo de 5x em 2021. Vemos esta análise como potencialmente falha sob vários ângulos, tais como: (i) assume volumes de minério de ferro menores do que o potencial; (ii) base de custos mais inflada; (iii) perdas de EBITDA em carvão / outros, para citar alguns e (iv) um múltiplo relativamente baixo.

#### 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](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Vale (VALE3)

Data	07/01/2021
Ticker	VALE3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	103,0
Preço (R\$)	102,3
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	490.470,79
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1737,54

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	4,3x	5,9x
EV/EBITDA	3,1x	3,6x

#### Stock Performance:



**Vale (Compra e Top Pick em nosso preço alvo de cobertura de R\$ 103).** 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) retorno de caixa - prevemos que a Vale distribuirá um dividend yield de ~ 12% em 2021 (riscos de alta); (ii) recuperação gradual dos volumes e redução dos custos à frente; e (iii) uma percepção ESG que melhora marginalmente (longo prazo). Vemos as ações negociando em ~3,6x EBITDA 2021 (diferença relevante para os pares australianos) - em níveis grosseiramente subvalorizados (mesmo após a alta).

Encontre as tabelas de sensibilidade relevantes abaixo.

**EBITDA - 2021**

		Iron Ore pricing - US\$/t						
		100	110	120	130	140	150	160
USD / BRL	4.0	20,480	23,356	26,233	29,109	31,985	34,862	37,738
	4.2	20,666	23,543	26,419	29,295	32,172	35,048	37,925
	4.4	20,853	23,729	26,606	29,482	32,358	35,235	38,111
	4.6	21,039	23,916	26,792	29,668	32,545	35,421	38,298
	4.8	21,226	24,102	26,978	29,855	32,731	35,608	38,484
	5.0	21,412	24,288	27,165	30,041	32,918	35,794	38,670
	5.2	21,599	24,475	27,351	30,228	33,104	35,980	38,857
	5.4	21,785	24,661	27,538	30,414	33,291	36,167	39,043
	5.6	21,971	24,848	27,724	30,601	33,477	36,353	39,230
	5.8	22,158	25,034	27,911	30,787	33,663	36,540	39,416
	6.0	22,344	25,221	28,097	30,974	33,850	36,726	39,603

Fonte: BTG Pactual | Iron Ore pricing = precificação Minério de Ferro

**EV/EBITDA - 2021**

		Iron Ore pricing - US\$/t						
		100	110	120	130	140	150	160
USD / BRL	4.0	5.2x	4.5x	4.0x	3.5x	3.2x	2.9x	2.6x
	4.2	5.2x	4.5x	3.9x	3.5x	3.2x	2.9x	2.6x
	4.4	5.1x	4.4x	3.9x	3.5x	3.1x	2.9x	2.6x
	4.6	5.0x	4.4x	3.9x	3.5x	3.1x	2.8x	2.6x
	4.8	5.0x	4.4x	3.8x	3.4x	3.1x	2.8x	2.6x
	5.0	4.9x	4.3x	3.8x	3.4x	3.1x	2.8x	2.6x
	5.2	4.9x	4.3x	3.8x	3.4x	3.1x	2.8x	2.5x
	5.4	4.8x	4.2x	3.7x	3.4x	3.0x	2.8x	2.5x
	5.6	4.8x	4.2x	3.7x	3.3x	3.0x	2.7x	2.5x
	5.8	4.7x	4.2x	3.7x	3.3x	3.0x	2.7x	2.5x
	6.0	4.7x	4.1x	3.7x	3.3x	3.0x	2.7x	2.5x

Fonte: BTG Pactual | Iron Ore pricing = precificação Minério de Ferro

**FCF Yield - 2021**

		Iron Ore pricing - US\$/t						
		100	110	120	130	140	150	160
USD / BRL	4.0	10%	12%	14%	16%	18%	20%	23%
	4.2	11%	13%	15%	17%	19%	21%	23%
	4.4	11%	13%	15%	17%	19%	21%	23%
	4.6	11%	13%	15%	17%	19%	21%	23%
	4.8	11%	13%	15%	17%	19%	21%	23%
	5.0	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%
	5.2	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%
	5.4	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%
	5.6	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%
	5.8	12%	15%	17%	19%	21%	23%	25%
	6.0	13%	15%	17%	19%	21%	23%	25%

Fonte: BTG Pactual | Iron Ore pricing = precificação 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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)