

Vale (VALE3): Negociação positiva; Re-rating à frente

Acordo positivo

Em um primeiro olhar, o acordo da Vale com o governo sobre Brumadinho parece favorável para a empresa. Vemos o acordo monetário como positivo (considerando o preço das ações e o preço inicial pedido de R\$ 54 bilhões pelo governo) e acreditamos que o aspecto qualitativo é ainda mais importante. Como argumentamos extensivamente recentemente, não se trata realmente de números, trata-se mais de colocar uma questão pendente para trás e virar a página de Brumadinho. A Vale deve ter um re-rating a partir daqui, e continua sendo nossa Top Pick negociando a 3,1x EBITDA 21, com um dividend yield esperado acima de 12%. Compra e Top Pick.

- O valor total é de R\$ 37,7 bilhões (cerca de US\$ 7 bilhões), em linha com as manchetes da mídia nas últimas horas. Isso está bem abaixo do preço inicial de R\$ 54 bilhões do governo;
- Este pagamento compreende uma ampla gama de investimentos: projetos + transferência de renda + recurso para o governo para investimentos em infraestrutura. Rígidas diretrizes de governança no negócio;
- Provisões/saídas adicionais? “A Vale estima que uma despesa adicional de aproximadamente R\$ 19,8 bilhões será reconhecida no resultado do exercício fiscal de 2020, dos quais R\$ 5,4 bilhões serão liquidados com a liberação dos depósitos judiciais...”. Isso se compara a nossa projeção de US\$ 4 bilhões (~R\$ 21 bilhões) para este acordo - então o número está abaixo de nossas expectativas;
- O momento das saídas ainda é incerto, precisaríamos verificar isso com a empresa;

Qualquer cenário de acordo seria positivo

Era sabido que um acordo seria um evento chave para um re-rating para a Vale, e um positivo fator-chave político, econômico e social para o estado de Minas Gerais. Considerávamos que não haveria muita mudança se este fosse um acordo de R\$ 30 bilhões, R\$ 35 bilhões ou R\$ 40 bilhões para a Vale, já que o impacto financeiro seria muito limitado. Temos a empresa gerando US\$ 30 bilhões de EBITDA em 2021 (R\$ 156 bilhões), e já incluíamos um acordo com o governo de US\$ 4 bilhões em nosso modelo (~US\$ 2 bilhões já pagos + ~US\$ 4 bilhões provisionados + ~US\$ 4 bilhões de liquidação adicional com MG = ~US\$ 10 bilhões já está em nosso modelo, acima de R\$ 50 bilhões). Ou seja, não se tratava realmente de números, mas sim de colocar uma pendência para trás da empresa e virar a página de Brumadinho. Recomendamos aos investidores que aumentem as posições na Vale nos níveis atuais. Abaixo, fornecemos uma análise de sensibilidade em 3 cenários potenciais de re-rating, que apontam para um aumento significativo para o preço das ações da Vale.

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	04/02/2021
Ticker	VALE3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	103,0
Preço (R\$)	90,4
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	463.897,85
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1884,68

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	4,0x	5,5x
EV/EBITDA	2,9x	3,4x

Stock Performance:

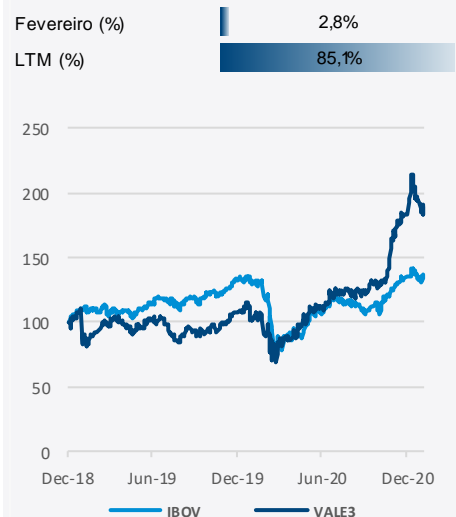


Tabela 1: Análise de sensibilidade em 3 cenários potenciais de re-rating

EV/EBITDA Alvo	4,0x	4,5x	5,0x
EBITDA 2021 (US\$ bi)	30,56	30,56	30,56
EV (US\$ bi)	122,24	137,52	152,80
Dívida Líquida (US\$ bi)	12,45	12,45	12,45
Equity Value (US\$ bi)	109,79	125,07	140,35
Equity Value (R\$ bi)	570,89	650,34	729,80
Preço - VALE3 (R\$)	90,43	90,43	90,43
Market Cap (R\$ bi)	463,90	463,90	463,90
Potencial de Valorização (%)	23%	40%	57%

Fonte: estimativas BTG Pactual | Considerando um câmbio médio USD de R\$5,20

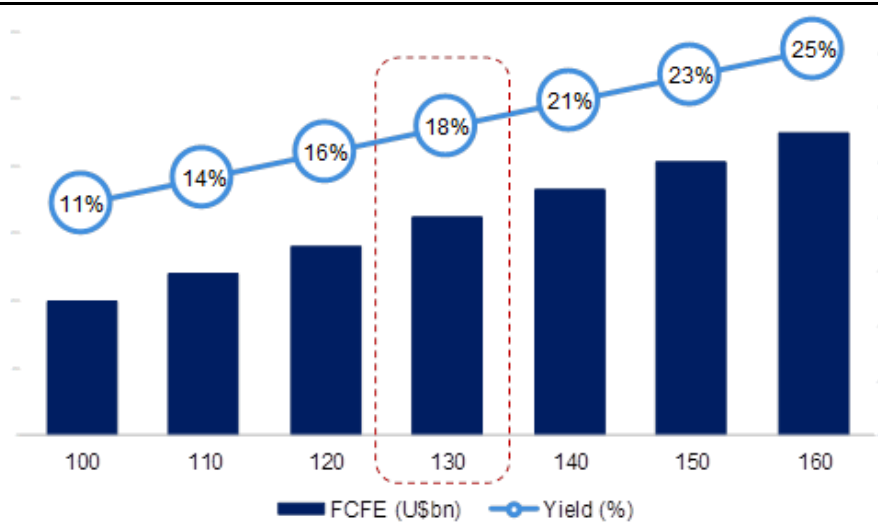
Os dividendos estão em risco após a transação?

Vários investidores têm nos perguntado se a história dos dividendos muda na Vale após o acordo com o governo de Minas Gerais em torno de Brumadinho. Para começar, a provisão incremental de R\$ 14,4 bilhões vem bem abaixo de nossas expectativas (~R\$ 7,2 bilhões abaixo do BTGP; ou cerca de US\$ 1,3 bilhão), o que indica que as saídas futuras devem ser mais contidas. Só isso deve ser percebido como o aspecto primordial do acordo. Porém, do ponto de vista contábil, o EBITDA do 4T da Vale sofrerá um encargo de cerca de R\$ 20 bilhões (US\$ 3,7 bilhões) e, teoricamente, os dividendos mínimos serão menores [(30% * (EBITDA – capex de manutenção)]. Focaríamos muito pouco sobre essa questão contábil, pois vemos bastante margem de manobra para a administração da Vale compensar por meio de dividendos extraordinários. Em suma, mantemos nossa tese de ~US\$ 10 bilhões em dividendos para a Vale em 2021 (yield de 12%), com algum potencial de alta.

Alguns pontos:

- **Qual é o cálculo do dividendo mínimo esperado (pós-acordo) para o dia 21 de abril?** Em nossos cálculos, os dividendos mínimos teóricos da Vale devem ficar em torno de US\$ 2,9 bilhões (3,2% de yield no semestre), considerando o acordo. Isso se compara a um dividend yield mínimo de 4,5% anteriormente (pré-transação). Portanto, há uma redução teórica de 1,3% no yield para o pagamento de abril;
- **A Vale deve pagar dividendos extraordinários:** A administração pagou dividendos extraordinários no passado e indicou bastante flexibilidade e “boa vontade” para continuar pagando no futuro;
- **FCF robusto oferece flexibilidade:** Em nossa projeção de EBITDA de US\$ 30-31 bilhões para 2021 (com base no minério de ferro a US\$ 130/t), a Vale geraria FCFE ligeiramente abaixo de US\$ 17 bilhões, mesmo considerando saídas de US\$ 2-3 bilhões relacionadas a Brumadinho. Em outras palavras, há muito espaço para dividend yields de dois dígitos e redução adicional da dívida ao mesmo tempo;
- **O acordo traz visibilidade aos fluxos de caixa:** os pagamentos de dividendos são altamente dependentes da previsibilidade do fluxo de caixa, e poderíamos argumentar que o cenário agora adiciona visibilidade para a administração cumprir a promessa de retornos de caixa;
- **Alocação de capital e redução do risco:** Seguindo Brumadinho (agora fora do caminho), a prioridade número um da administração é o retorno de caixa, e não vemos mudanças nesta abordagem de alocação de capital. No passado, os investidores questionaram a capacidade da Vale de pagar dividendos, dada toda a pressão das autoridades. A situação agora está muito mais “clara” para a Vale retomar sua trajetória normal de retorno de caixa.

Gráfico 1: FCFE e Yield %



Fonte: estimativas BTG Pactual | Nota: Este número considera saídas relacionadas ao Brumadinho

Reiteramos nossa Compra; Muito desvalorizada; Re-rating a frente

Nossa percepção é que o negócio com o governo mineiro estava sendo uma grande preocupação para os investidores. O fechamento de um acordo deve ser bem recebido pelo mercado, gerando um re-rating para a ação. Embora as ações da Vale estejam inegavelmente baratas sob qualquer métrica, acreditamos que a redução do risco da tese de investimento será um processo gradual baseado em três pilares: (i) retorno de caixa - projetamos que a Vale distribuirá dividendos elevados este ano (yield de ~12%); (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 ~3,1x EV/EBITDA 21 (gap relevante para pares/desconto de ~35-40% para os Australianos) - em níveis grosseiramente subvalorizados.

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 o 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