

Vale (VALE3): Resultado do 4T20

Superando as estimativas em 7%; 4,4% de dividend yield (semestre); Caixa Líquido; Compra

A Vale apresentou um conjunto sólido de resultados no 4T20, superando as expectativas. O EBITDA recorrente ficou em US\$ 9,1 bilhões, 7% acima de nossa projeção e 5% acima do consenso, praticamente dobrando a/a. Os números superiores às projeções foram impulsionados por uma série de fatores, mas destacá-riamos volumes mais fortes de minério de ferro e metais básicos e preço realizados ligeiramente melhores. Temos o prazer de anunciar que a Vale está anunciando um dividendo sólido e bem-vindo de ~ US\$ 4 bilhões (4,4% de dividend yield; com base nos resultados do 2S20), e vemos potencial para dividendos muito mais fortes no 2S (potencialmente dobrando esses níveis, nos parâmetros atuais). O que nos impressiona é o fato de a Vale ter gerado cerca de US\$ 4,9 bilhões em FCFE no trimestre (5% de yield), o que está acima dos dividendos anunciados. A empresa passou para uma posição de caixa líquido (base contábil) e não informou atualizações relevantes nas provisões (US\$ 6,8 bilhões no 4T20; incluindo o acordo recente). Continuamos a acreditar que a ação é negociada em níveis de valuation de “estilo anômalo” e esperamos que a ação apresente desempenho superior à frente.

Divisão de ferrosos: volumes fortes ajudando a superar as projeções

A Vale apresentou um desempenho sólido em sua divisão de ferrosos, com EBITDA de US\$ 8,8 bilhões, ~ 50% maior t/t (+ 4% vs. projeção do BTG). Os resultados melhores do que a expectativa podem ser explicados pelas vendas de minério de ferro mais fortes, em 91,3Mt (finos + pelotas), alta de 26% t/t, e 4% acima do que estávamos projetando. Os preços realizados ficaram mais altos do que o esperado em US\$ 130,7/t (+ 4% vs. estimativa do BTG), um pequeno desconto em relação aos preços médios do benchmark de US\$ 133,7/t. O custo caixa C1 (incluindo compras de terceiros) ficou em US\$ 15,3/t (contra US\$ 14,9/t no 3T20), explicado principalmente pelos maiores custos de *demurrage* no trimestre (+ US\$ 0,2/t).

Os metais básicos impressionam e viram a página; Remodelação iniciada na unidade de carvão

O desempenho na divisão de Metais Básicos ficou (mais uma vez) bem acima de nossa projeção, com EBITDA de US\$ 1,14 bilhão, 48% superior t/t. Superando nossos números, em grande parte, devido a vendas de níquel mais fortes do que o esperado (+ 20% vs. estimativa do BTGP / + 14% t/t) e preços realizados de níquel mais altos (+ 5% vs. estimativa do BTGP / + 11% t/t). As vendas de cobre foram 15% maiores t/t (+ 9% vs. projeção do BTGP), enquanto os preços realizados cresceram 11% t/t (em linha com nossa expectativa). Carvão: ainda operando com EBITDA negativo, agora de -US\$ 291 milhões (abaixo do 3T). A divisão continua a ser impactada pela baixa produção e preços

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	26/02/2021
Ticker	VALE3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	103,0
Preço (R\$)	95,7
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	490.983,78
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1975,08

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	4,3x	5,8x
EV/EBITDA	3,1x	3,6x

Stock Performance:

Fevereiro (%)	8,8%
LTM (%)	98,9%



(benchmark e realizado) para carvão metalúrgico / térmico e custos elevados. A empresa retomou a “reformulação” da unidade em novembro (agora totalmente controlada pela Vale após o desinvestimento da Mitsui), com o objetivo de atingir uma taxa de execução de 15Mtpa até 2S21, e potencialmente níveis de equilíbrio.

Caixa líquido (base contábil); FCFE de US\$ 4,9 bilhões (5% de yield)!

Seguindo a forte geração de caixa no trimestre, a Vale reportou uma posição de caixa líquido (cerca de US\$ 1 bilhão; base contábil), colocando a empresa em uma situação muito confortável em relação ao seu balanço patrimonial. Mesmo considerando a “dívida líquida expandida” da Vale (incluindo provisões, Refis, outros), a alavancagem chegaria a US\$ 13,3 bilhões, o que deixa a empresa com um múltiplo bem abaixo de 0,5x. O FCF foi um dos principais destaques do trimestre, atingindo US\$ 4,9 bilhões (yield anualizado próximo a 20%), e esses números devem subir significativamente no ambiente atual de minério de ferro. Portanto, acreditamos que o retorno de caixa poderia dobrar no 2S (para US\$ 8 bilhões, yield de ~9%), já que a administração deveria ter mais margem de manobra para pagar dividendos extraordinários.

Reiteramos a Compra e é nossa Top Pick; O gap deve se 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) retorno de caixa - projetamos que a Vale distribuirá dividendos elevados este ano (yield ~11-12%); (ii) recuperação gradual dos volumes e redução dos custos à frente; e (iii) uma percepção ESG que melhora marginalmente (longo prazo). Vemos a ação negociando a 3,2x EV/EBITDA 2021 (gap relevante para pares/desconto de 40-50% para os australianos) - em níveis grosseiramente desvalorizados.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	19,9	2,6	38,5	63,9	45,7
EV/EBITDA	5,3	4,3	4,4	3,1	3,6
P/L	9,5	-41,4	8,2	4,3	5,8
Dividend Yield %	4,9	0,0	3,8	11,0	10,0

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	36.575	37.570	38.162	50.554	46.534
EBITDA	15.694	18.133	20.861	30.588	25.719
Lucro Líquido	7.347	-1.683	10.835	22.133	16.315
LPA (R\$)	1,39	-0,32	2,05	4,19	3,09
DPA Líquido (R\$)	0,65	0,00	0,63	1,98	1,81
Dívida Líquida/Caixa	-14.031	-8.787	-2.691	1.888	2.795

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\$ 95,71 em 25 de Fevereiro de 2020.

Tabela 1: Resultados reportado da Vale vs. estimativas do BTG Pactual

DRE (US\$ milhões)	Resultados 4T20	Estimativas BTG Pactual 4T20	Reportado vs. Estimativas (%)	3T20 reportado	4T19 reportado	t/t	a/a
Receita Líquida	14.769	13.456	10%	10.762	9.964	37%	48%
- CPV	(5.733)	(4.599)	25%	(4.816)	(5.632)	19%	2%
= Lucro Bruto	9.036	8.857	2%	5.946	4.332	52%	109%
- Desp. Venda, Gerais e Administrativas	(188)	(159)	18%	(127)	(139)	48%	35%
- Pesquisa e Desenvolvimento	(153)	(131)	17%	(105)	(158)	46%	-3%
+/- outros	(6.900)	(807)	755%	(713)	(6.450)	868%	7%
= Lucro Operacional	1.795	7.759	-77%	5.001	(2.415)	-64%	-174%
Receitas Financeiras líquidas (despesas)	(894)	(295)	203%	(1.146)	(987)	-22%	-9%
Variação monetária/derivativos	213	658	-68%	(214)	147	(2)	0
Receitas não operacionais (despesas)	0	0		0	0		
= EBT	1.114	8.122	-86%	3.641	(3.255)	-69%	-134%
- Imposto sobre o resultado e contribuição social	(148)	(1.218)	n.a.	(794)	1.413	-81%	-110%
- Participação minoritária	95	101	n.a.	101	434	-6%	-78%
+/- Variação patrimonial	(322)	0	n.a.	(40)	(154)	705%	109%
= Lucro Líquido	739	7.005	-89%	2.908	(1.562)	-75%	-147%
= LPA	0,14	1,33	-89%	0,55	(0,30)	-75%	-147%
EBITDA	9.103	8.528	7%	6.224	4.677	46%	95%

Divisão EBITDA (US\$ milhões)	Resultados 4T20	Estimativas BTG Pactual 4T20	Reportado vs. Estimativas (%)	3T20 reportado	4T19 reportado	t/t	a/a
Finos	7.881	7.467	6%	5.091	3.641	55%	116%
Pelotas	894	1.022	-13%	748	850	20%	5%
Minerais Ferrosos	8.800	8.492	4%	5.857	4.530	50%	94%
Metais Básicos	1.138	776	47%	770	649	48%	75%
Carvão	(291)	(123)	136%	(213)	(186)	37%	56%
EBITDA consolidado	9.103	8.528	7%	6.224	4.677	46%	95%

Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (US\$ milhões)	Resultados 4T20	Estimativas BTG Pactual 4T20	Reportado vs. Estimativas (%)	3T20 reportado	4T19 reportado	t/t	a/a
EBITDA	9.103	8.528	7%	6.224	4.677	46%	95%
Capex	(1.444)	(1.200)	20%	(872)	(1.472)	66%	-2%
Resultados Financeiros & Outros	(922)	(295)	212%	(1.146)	(987)	-20%	-7%
Impostos	(539)	(1.218)	-56%	(450)	0	20%	0%
Recebíveis	4.993	3.769	32%	3.014	2.526	66%	98%
Estoque	4.061	3.833	6%	4.329	4.274	-6%	-5%
Contas a pagar	3.367	2.960	14%	3.099	4.107	9%	-18%
Capital de Giro	5.687	4.642	23%	4.244	2.693	34%	111%
Variação de Capital de Giro	1.322						
FCFE	4.876						
Dívida Líquida	(898)	(137)	554%	4.474	4.880	-120%	-118%
Dívida Líquida/EBITDA	(0,0x)	(0,0x)		0,3x	0,3x		

Fonte: Vale, 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 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