

Vale (VALE3): Margem de segurança

A maior margem de segurança em nosso universo de cobertura; Reiteramos a Compra

Um dos mais respeitados investidores em valor de todos os tempos Seth Klarman (dono do Grupo Baupost) define Margem de Segurança como: “Quando você constrói uma ponte, você insiste que ela pode carregar 30.000 libras, mas você só dirige caminhões de 10.000 libras por ela”. Embora ações cíclicas normalmente não sejam as alternativas preferidas para investidores de valor tradicionais, acreditamos que o caso de investimento da Vale atualmente oferece uma recompensa altamente assimétrica - com algumas características antifrágeis (alto rendimento, hedge cambial...). Com um balanço pouco alavancado e alocação de capital disciplinada, as ações só pareceriam sobrevalorizadas em uma improvável crise global drástica, com os preços das commodities despencando mais de 60% do spot. Nunca seremos competentes o suficiente para prever os ciclos (nem mesmo próximos), mas acreditamos que as ações oferecem margem de segurança suficiente para merecer nosso status de Top Pick - mesmo após valorização nos últimos meses.

Poder do Agora; Todo mês conta muito

Entendemos como os investidores estão nervosos em comprar essas ações cíclicas no pico do ciclo: “por que devo comprar a Vale com um preço de minério de ferro de US\$ 215/t!? Com custos marginais na indústria de apenas ~ US\$ 60/t, cada investidor no planeta sabe que os preços serão corrigidos com o tempo e poderíamos argumentar que as ações já estão cotadas em um cenário de pouso forçado. O debate central agora é: quanto tempo pode durar esse ciclo? Novamente, não podemos prever o ciclo e os preços das commodities em geral, mas somos razoavelmente treinados para realizar matemática simples (as quatro operações matemáticas básicas). E podemos calcular a quantidade de FCFE que o setor pode gerar a esses preços (spot), e a conclusão simples é: a cada mês que passa e os preços permanecem nos níveis atuais, o impacto no valuation é significativo. Em outras palavras, a cada mês que o minério de ferro permanece nos níveis atuais, a Vale gera cerca de 3% de seu valor de mercado em fluxo de caixa livre.

Margem de segurança

Vamos nos concentrar em 3 ângulos de valuation aqui para demonstrar o que consideramos ser a margem de segurança para o caso da Vale. (1) Qual é o desconto do preço do minério de ferro para a Vale negociar a 5x o EBITDA 22? Calculamos o preço do minério de ferro no preço das ações da Vale atualmente em US\$ 87-88/t, o que implicaria em uma queda de cerca de 60% em relação aos níveis spot. (2) Mesmo assumindo uma correção de 40% à vista (~US\$ 130/t), a Vale ainda conseguiria pagar um dividend yield acima de 15% em 2022. (3) Com uma correção de 40%, a Vale ainda estaria negociando em 3,2x EV/EBITDA 2022, que consideramos excessivamente descontado.

BTG Pactual – Equity Research:

Leonardo Correa

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Caio Greiner

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Vale (VALE3)

Data	18/05/2021
Ticker	VALE3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	140,0
Preço (R\$)	113,5
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	582.140,68
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	2.241,18

Valuation:

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

Stock Performance:

Maio (%)	4,1%
LTM (%)	157,1%



Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	2,6	27,1	81,8	61,1	52,7
EV/EBITDA	4,3	4,1	3,0	3,4	3,5
P/L	-41,4	18,1	4,2	5,5	6,1
Dividend Yield %	0,0	3,8	10,7	11,6	11,2

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	37.570	40.018	55.578	50.859	49.773
EBITDA	18.133	21.954	35.079	30.105	28.483
Lucro Líquido	-1.683	4.881	26.485	20.265	18.170
LPA (US\$)	-0,32	0,92	5,01	3,83	3,44
DPA líquido (US\$)	0,00	0,63	2,26	2,44	2,35
Dívida Líquida/Caixa	-8.787	-2.382	5.820	9.157	11.323

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\$ 113,46, em 17 de Maio de 2021.

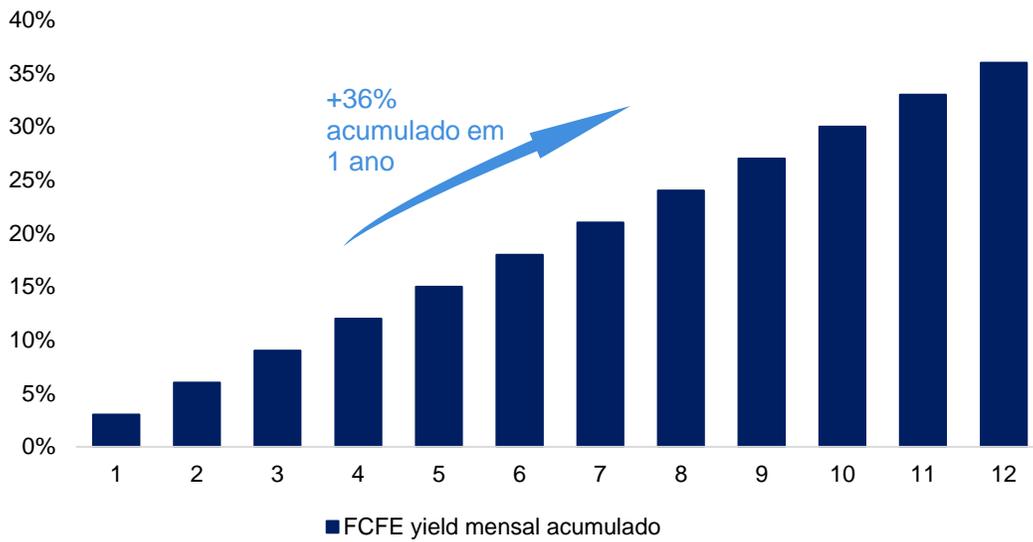
Mas e se o minério de ferro cair? Não devo esperar para comprar?

Dada a regra clássica de investir em ações cíclicas "compre quando os múltiplos estiverem altos (ganhos mínimos) e venda quando os múltiplos estiverem baixos (ganhos máximos)" - é natural que os investidores estejam fazendo essas perguntas. No entanto, devemos ressaltar que os investidores que estão tentando controlar o tempo do mercado e esperando uma queda para comprar estão do lado errado do negócio há meses. Ao contrário do antigo superciclo iniciado em 2003-04, a indústria agora está operando com contas de capex muito leves e devolvendo a maior parte do caixa aos acionistas. Resumindo, o risco da estratégia de esperar por uma correção é que ela não aconteça nos próximos meses e/ou que as mineradoras continuem devolvendo o caixa em um ritmo acelerado e sem precedentes. Cada mês agora faz uma diferença relevante, por isso acreditamos que o risco é maior se ficarmos parados à margem. E mesmo que os preços corrigissem, há suporte de valuation suficiente para minimizar os riscos de queda, em nossa opinião.

Reiteramos nossa Compra

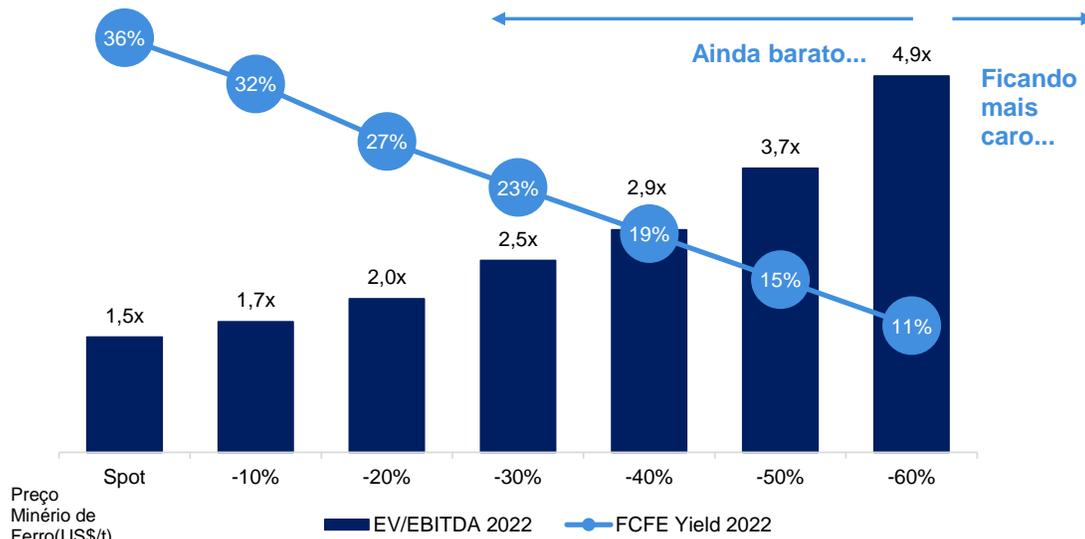
A Vale tem tido sucesso em abordar as principais preocupações dos acionistas nos últimos meses. Na frente operacional, a gestão tem proporcionado estabilidade operacional e crescimento recentemente e está a caminho de cumprir seu guidance de 315-335Mt em 2021. Os dividendos estão bem encaminhados e vemos retornos de caixa relevantes para 2021 (rendimento de ~15%). Em ESG, a gestão continua gradualmente a preencher o gap e pretende tornar-se uma referência na indústria nos próximos anos (levará tempo). Vemos a Vale sendo negociada em níveis subvalorizados de ~3x EV/EBITDA 2021 (desconto excessivo para pares de 30-35% vs. níveis justos de 15-20%, em nossa opinião).

Gráfico 1: Geração mensal de FCFE da Vale a preços spot de minério de ferro



Fonte: BTG Pactual. Nota: Preços spot do minério de ferro atualmente em US\$ 218/t

Gráfico 2: E se os preços do minério de ferro caírem? Uma análise de sensibilidade em cada cenário de correção



Fonte: BTG Pactual. Nota: Preços spot do minério de ferro atualmente em US\$ 218/t

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 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 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