

Vale (VALE3)

Check de valuation: Precificando minério de ferro ~ US\$ 60/ton; TIR implícita em ~ 17,5%

Ações da Vale precificando EBITDA de ~ US\$ 14 bilhões em EBITDA recorrente ...

Aproveitamos a oportunidade para atualizar os investidores com alguns dos cálculos que consideramos mais úteis neste ponto do ciclo. Acreditamos que eles nos permitem entender as assimetrias atuais no valuation enquanto ignoramos parte do ruído macro por um momento. Como todos sabemos, as ações da Vale estão praticamente sendo negociadas como uma tese pura de “macro China” neste momento, e a visibilidade permanece tão baixa como sempre (volatilidade nas máximas). Portanto, embora reconheçamos que a ação parece vulnerável à fraqueza de curto prazo do minério de ferro, poderíamos argumentar que já está precificando um EBITDA abaixo do potencial de condições de “meio de ciclo”. Em outras palavras, para a Vale ser uma oportunidade de short (venda a descoberto) em relação aos níveis atuais (em uma base de comparação absoluta), os preços do minério de ferro precisariam ficar abaixo de US\$ 70/t (custos marginais de produção), o que significaria que a economia da China entraria em sérios problemas em 2022. Dado que um cenário de “pouso forçado” na China não é nosso caso base e a Vale já é um consenso short/posição abaixo do % de referência do índice no mercado, acreditamos que a risco de queda de preço a partir daqui parece limitado.

Uma tempestade perfeita. Desnecessário dizer que o quadro atual na China é preocupante: (1) um choque de demanda de minério de ferro permanece, já que a produção chinesa de aço bruto está caindo em níveis sem precedentes (20% a/a; quem poderia imaginar?); (2) os estoques de minério de ferro nos portos chineses estão se expandindo rapidamente, a caminho de 150Mt (+17Mt nas últimas semanas); (3) há sérias dúvidas sobre o futuro do mercado imobiliário da China, com uma série de incorporadores que definitivamente não devem honrar o pagamento de títulos (~ 1/4 do PIB e ~ 1/3 do consumo de aço). Embora a visibilidade continue baixa, acreditamos que a China mais uma vez conseguirá reduzir os riscos sistêmicos da economia e endereçar uma redução nas taxas de crescimento do PIB de ~5% em 2022 - considerando a base elevada da economia, está longe de ser um nível alarmante.

1. Qual é o preço do minério de ferro implícito assumindo uma meta de 5x EBITDA 22? Calculamos que a ação está atualmente precificando um minério de ferro de US\$ 68-70/t. Claro que isso vai depender da normalização de custos à frente - é interessante ver que as taxas de frete marítimo (Tubarão-Beilun) já estão em US\$ 24,5/t (caindo perto de 50% das altas recentes em questão de dias).

2. Qual curva de minério de ferro é descontada em um modelo DCF? Essa análise sugere que o mercado está precificando uma curva de minério de ferro de US\$ 63-65/t, o que implicaria em uma reversão dos preços abaixo dos custos marginais de produção permanentemente (muito baixos, em nossa opinião). Como afirmamos há algumas semanas, o mercado tem atribuído pouco valor aos

BTG Pactual – Equity Research:

Leonardo Correa

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Caio Greiner

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Analise.Acoes@btgpactual.com

Vale (VALE3)

Data	11/11/2021
Ticker	VALE3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	115.0
Preço (R\$)	68.0
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

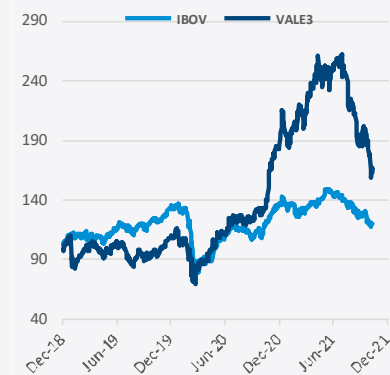
Market Cap. (RS mn)	332,700.91
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	2,684.65

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	14.0x	6.4x
EV/EBITDA	7.1x	5.4x

Stock Performance:

Novembro (%)	-5.0%
LTM (%)	25.8%



modelos de fluxo de caixa (DCF) recentemente, dada a volatilidade sem precedentes, no entanto, ainda vemos mérito em usar esta ferramenta como mais uma verificação de cenário.

3. Qual é a TIR implícita da Vale nos níveis atuais? Calculamos uma TIR implícita de 17,5% para as ações da Vale nos níveis atuais. Esta análise assume uma curva de minério de ferro de 90/80/70 de 2022 até o longo prazo. Isenção de responsabilidade: entendemos que esta é uma análise que raramente é realizada para ações de commodities, dada a natureza inerentemente volátil/imprevisível dos fluxos de caixa. Normalmente, os investidores que procuram ações similares ao “carrego” de renda fixa estão mais inclinados a fazer esse cálculo.

Conclusão: o posicionamento do mercado em VALE pode ser considerado “leve”. A alta de hoje é um exemplo dos riscos de venda a descoberto, já que qualquer melhora marginal no sentimento em torno da China pode impulsionar ação. Entendemos que o ambiente de curto prazo para o minério de ferro permanece arriscado, mas mantemos nossa recomendação de compra com base no valuation das ações a 3,5x EBITDA22 (esperando um dividend yield 2022 acima de 10%).

Tabela 1: EBITDA normalizado – análise simplificada

	Vale
Preço Ação	68.01
No ações	4,814
Valor de mercado	327,400
Dívida Líquida 2022E	56,000
Ajustes	(4,817)
Valor da firma	378,583
Múltiplo Alvo	5.0x
EBITDA normalizado implícito	75,717
Projeção EBITDA 2021E	180,861
Diferença de EBITDA normalizado	-58%

Fonte: BTG Pactual, Bloomberg

Gráfico 1: EBITDA normalizado para 2022 abaixo da média de lucratividade de “meio de ciclo”



Fonte: BTG Pactual, Companhia

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