Vale (VALE3 - Venda)

Bons resultados, mas redução na recomendação

Luiz Francisco Caetano, CNPI*

lcaetano@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2563

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

A Vale divulgou seus números de produção e vendas para o 2T18, que foram muito positivos para minério de ferro e pelotas, mas fracos para os outros produtos. Aproveitamos a ocasião e revisamos nossas projeções para a empresa, quando elevamos nosso Preço Justo para VALE3 de R$ 42,00/ação para R$ 52,00. No entanto, alteramos a recomendação para esta ação de Manutenção para VENDA. Esperamos que a Vale obtenha bons resultados este ano, com a redução da alavancagem financeira e aumento da remuneração dos acionistas. Porém, a forte alta da ação nos últimos doze meses, combinado com a expectativa negativa para os preços do minério, nos levaram à mudança na recomendação.

Destaque para os ferrosos: A Vale publicou seu Relatório Trimestral de Produção e Vendas do 2T18, mostrando um forte aumento na produção de minério e pelotas, que são os principais produtos da empresa, tendo respondido por 73,1% da receita no 1T18. Para o minério, o volume foi recorde, sendo que o número fica ainda mais destacado tendo em vista os problemas de logística sofridos por todas as empresas brasileiras, por conta da greve dos caminhoneiros no final de maio. Para os outros produtos, os volumes produzidos no 2T18 foram fracos, comparados ao mesmo trimestre do ano passado.

Evolução da Produção

mil toneladas	2T17	1T18	2T18	*2T18/1T18*	*2T18/2T17*
Minério de Ferro	91.849	81.953	96.755	*18,1%*	*5,3%*
Pelotas	12.215	12.780	12.838	*0,5%*	*5,1%*
Níquel	66,0	58,6	66,2	*13,0%*	*0,3%*
Cobre	100,8	93,3	97,9	*4,9%*	*-2,9%*
Carvão	3.037	2.432	2.871	*18,1%*	*-5,5%*
Cobalto	1.412	1.327	1.302	*-1,9%*	*-7,8%*

Fonte: Vale

A produção de minério de ferro da Vale no 2T18 atingiu o volume recorde de 91,8 milhões de toneladas, 5,3% maior que no mesmo trimestre do ano passado. Isso ocorreu principalmente em função do *ramp up* do projeto S11D, somado à maior produção de duas plantas no Sistema Sul (Mutuca e Pico) e a retomada na unidade de Timbopeba (Sistema Sudeste). A produção no trimestre teve uma redução importante nos contaminantes, com queda do teor de sílica e alumina, o que eleva o preço de venda do minério. No entanto, devido às fortes chuvas na Região Norte no trimestre, houve uma pequena queda no teor médio de ferro do minério, de 64,4% no trimestre anterior para 63,8% no 2T18.

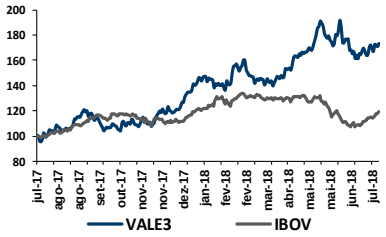
Dados da Ação		
Recomendação		VENDA
Cotação atual (R$)	R$ /ação	50,70
Preço justo	R$ /ação	52,00
Potencial	%	2,6
Var. 52 sem. (Min/Max)	R$ /ação	27,71 - 56,75
Total de ações	milhões	5.284,5
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	52,1
Vol. Méd, diário (1 mês)	R$ milhões	668,2
Valor de Mercado	R$ milhões	267.923

Desempenho da Ação	Dia	Ano	52 Sem.
VALE3	1,4%	27,4%	74,4%
Ibovespa	1,9%	2,3%	19,8%
Cotação de 17/07/2018			

Principais Múltiplos	2017	2018E	2019E
P/L (x)	11,5	11,2	9,3
VE/EBITDA (x)	5,4	5,7	5,5
ROE (%)	11,9	13,1	14,6
Div. Liq./EBITDA (12m) (x)	1,0	0,9	0,7
Receita Líquida (US$ mm)	33.967	34.690	34.246
Lucro Líquido (US$ mm)	5.507	6.202	7.458
Margem Bruta (%)	38,1	38,5	36,8
Margem EBITDA (%)	45,2	44,3	42,8
Margem Líquida (%)	16,2	17,9	21,8
Payout (%)	26,0	40,0	50,0
Retorno Dividendo (%)	2,3	3,6	5,4
Cotação/VPA (x)	1,5	1,5	1,4

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica

É importante destacar que a expectativa da Vale é produzir 390 milhões de toneladas de minério de ferro em 2018 (366 milhões de toneladas produzidas em 2017).

Em pelotas, a Vale também teve um recorde de produção (12,2 milhões de t.) no 2T18, com um volume 5,1% maior que no mesmo trimestre de 2017, devido à retomada na produção de duas unidades (Tubarão I e II). Isso é muito positivo, pois ocorre num momento de alta na diferença entre os preços das pelotas e do minério.

A Vale reafirmou seu alvo de produzir 55 milhões de toneladas de pelotas neste ano (50 milhões t. em 2017).

No níquel, houve um salto na produção de 13,0% na comparação com o trimestre anterior, com pequena elevação em relação ao 2T17 (0,3%), pela retomada da produção da refinaria de Matsusaka (Japão), após uma parada para manutenção programada. Foi importante também para o aumento da produção, a elevação dos volumes na VNC (Nova Caledônia) e em Sudbury (Canadá).

A Vale espera que a produção de níquel no 3T18 atinja a 60 mil toneladas, fechando o ano em 250 mil t. (288 mil t. em 2017).

A operação de cobre teve um desempenho ruim no trimestre, comparado ao 2T17, com queda de 2,9%, explicado pela parada para manutenção em Voisey's Bay (Canadá) e os menores teores no minério extraído em Salobo (Brasil). Porém, em relação ao trimestre anterior, houve um aumento de 4,9%, devido principalmente ao retorno à operação da mina Coleman (Canadá).

Forte aumento nas vendas: As vendas de minério e pelotas tiveram uma forte alta no 2T18, comparadas ao mesmo período do ano passado, mas para os outros produtos o trimestre não foi positivo.

Vale - Volumes Vendidos

mil toneladas	2T17	1T18	2T18	*2T18/1T18*	*2T18/2T17*
Minério de Ferro	69.262	71.221	73.290	*2,9%*	*5,8%*
Pelotas	12.479	13.125	13.231	*0,8%*	*6,0%*
Carvão	3.121	2.497	2.509	*0,5%*	*-19,6%*
Níquel	71,4	57,9	61,6	*6,4%*	*-13,7%*
Cobre	102,8	87,7	94,6	*7,9%*	*-8,0%*

Fonte: Vale

Assim como a produção, as vendas da Vale de minério e pelotas foram recordes no trimestre. O volume vendido de minério (73,3 milhões) ficou 5,8% acima daquele verificado no 2T17 e 2,9% superior ao 1T18. O crescimento das vendas da Vale neste período fica ainda mais remunerador, porque o prêmio para o minério de maior qualidade está em alta, tendo aumentado de US$ 16,0 por tonelada no 1T18 para US$ 20,2/t no 2T18 (alta de 26,2%). Neste contexto, a Vale está elevando a participação em suas vendas do minério de maior qualidade de 68% no 2T17 para 77% no 2T18.

As vendas de pelotas cresceram 6,0% em relação ao 2T17 e 0,8% na comparação com o trimestre anterior. Vale reiterar que este aumento ocorre no momento em que o prêmio sobre o minério está em US$ 60 por tonelada, um ganho de 20% comparado ao 2T17.

No níquel, a queda de vendas em relação ao 2T17 (13,7%) reflete a preocupação em limitar a oferta para obter melhores preços. Além disso, a empresa vendeu mais no 2T17 porque usou estoques naquele trimestre, enquanto no 2T18 a Vale procurou aumentá-los.

Para o cobre, a Vale teve aumento de 7,9% no volume vendido comparado ao trimestre anterior, mas queda de 8,0% em relação ao 2T17. O aumento comparado ao 1T18 decorreu da maior produção disponível e a queda para o 2T17, assim como no níquel, ocorreu porque naquele trimestre houve uma "queima" de estoques.

A Vale vai divulgar seus resultados do 2T18 no dia 25 de julho, após o encerramento do pregão. A teleconferência para discussão destes números será realizada no dia seguinte às 10 horas.

A evolução dos preços do minério de ferro: As cotações do minério seguem muito voláteis. O preço do minério fechou 2017 cotado na China a US$ 70,78 por tonelada e começou este ano em alta, atingindo uma máxima de US$ 76,88/t no final de fevereiro. Depois disso, os preços tiveram uma expressiva queda, flutuando em torno dos US$ 60/t por três meses e então caindo para pouco abaixo deste patamar em julho (Bloomberg - ISIX62IU).

O Department of Industry, Innovation and Science (DIIS na sigla em inglês), órgão do governo da Austrália, em seu último estudo trimestral (junho/2018), projeta que os preços médios do minério devem cair 7,2% em 2018 e 14,0% no ano seguinte. Isto deve ocorrer por conta da expectativa de queda na produção chinesa de aço e ao mercado transoceânico estar muito bem suprido. O relatório do DIIS, projeta também que o prêmio por qualidade do minério, o qual atingiu seu pico em abril, cairá porque o aumento da produção de aço chinesa deve derrubar os preços e a rentabilidade das usinas, desincentivando o uso do produto mais caro. Porém, com as políticas de combate à poluição, este prêmio deve ainda permanecer elevado.

Minério de Ferro - Projeções Anuais

milhões de toneladas	2016	2017	*Var.*	2018E	*Var.*	2019E	*Var.*	2020E	*Var.*
Preços- US$/t.	53,50	64,00	*19,6%*	59,40	*-7,2%*	51,10	*-14,0%*	51,00	*-0,2%*
Exportações Brasileiras	374	384	*2,7%*	399	*3,9%*	430	*7,8%*	437	*1,6%*
Exportações Australianas	808	827	*2,4%*	860	*4,0%*	880	*2,3%*	891	*1,3%*
Importações Chinesas	1.025	1.075	*4,9%*	1.093	*1,7%*	1.075	*-1,6%*	1.068	*-0,7%*

Fonte: Australia Department of Industry, Innovation and Science - Junho/2018

É importante destacar que os preços projetados pelo DIIS são FOB Austrália. Dessa forma, para os preços serem comparáveis com as cotações na China é necessário somar US$ 10 por tonelada relativo ao frete.

Minério de Ferro - Projeções Trimestrais

milhões de toneladas	3T18	4T18	1T19	2T19
Preços- US$/t.	62,00	62,00	60,00	58,00
Variação trimestral	-	*0,0%*	*-3,2%*	*-3,3%*

Fonte: Bloomberg

As projeções de instituições financeiras compiladas pela Bloomberg também indicam que os preços do minério de ferro nos próximos trimestres terão uma trajetória descendente. A projeção para o 3T18 (US$ 62/t) é 7,2% menor que a média dos preços no 2T18. Os preços devem permanecer estáveis no 4T18, mas devem cair no 1T19 para US$ 60/t (-3,2%) e uma nova redução para US$ 58/t no trimestre seguinte (-3,4%).

Figura 1: Preços do Minério de Ferro

Fonte: Bloomberg

A correlação: Como seria natural, as ações da Vale sempre tiveram uma grande correlação com os preços do minério de ferro. No gráfico seguinte isso fica bem claro. A correlação entre o ADR da Vale e a cotação do minério na China foi de 0,91 entre julho de 2013 e junho/2017. Porém, após esta data as duas cotações estão divergindo fortemente, com o ADR tendo um desempenho extraordinariamente melhor que a *commodity*. Isso nos parece coincidir com a posse do novo presidente da Vale, que prometeu a redução dos investimentos, aceleração na venda de ativos, o que levaria a uma forte queda da dívida. Tudo isso abriria espaço para um expressivo aumento na concessão de proventos aos acionistas. Embalados por esta perspectiva, os investidores fizeram com que a ação no Brasil tivesse uma alta de 88,1% desde o dia da posse do novo presidente (22 de maio/2017), enquanto o Ibovespa teve uma valorização de 24,7% neste período.

Acreditamos que este movimento da ação teve uma boa justificativa, mas alguma correção deve ser observada nos próximos meses, principalmente se a cotação do minério continuar em trajetória descendente.

Figura 2: Vale ADR x Preço do Minério de Ferro

Fonte: Bloomberg

Vale - Resumo dos Resultados Projetados

US$ milhões	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Receita Líquida	**27.488**	**33.967**	**34.690**	**34.246**	**34.900**
Lucro Bruto	9.838	12.928	13.364	12.595	12.835
Despesas Operacionais	**-1.546**	**-1.704**	**-1.688**	**-1.713**	**-1.721**
Desps. Gerais e Administrativas	-507	-531	-505	-503	-513
Outras Rec. (Desps) Operacionais	-1.039	-1.173	-1.183	-1.210	-1.208
Resultado Operacional (EBIT)	**8.292**	**11.224**	**11.676**	**10.882**	**11.115**
Result. Financ. Líquido	1.863	-3.019	-2.620	-48	-2.201
Equivalência Patrimonial	-875	39	385	480	560
Resultado Antes do I. R e C. Social	**6.127**	**7.259**	**9.409**	**11.314**	**9.474**
I.R e Contr. Social	-2.781	-1.495	-2.813	-3.382	-2.832
Resultado Líquido	**3.982**	**5.507**	**6.202**	**7.458**	**6.245**
Lucro por Ação	0,75	1,04	1,17	1,41	1,18
EBITDA	**12.181**	**15.338**	**15.363**	**14.672**	**15.138**
Margem Bruta	35,8%	38,1%	38,5%	36,8%	36,8%
Margem EBITDA	44,3%	45,2%	44,3%	42,8%	43,4%
Margem Líquida	14,5%	16,2%	17,9%	21,8%	17,9%

Fonte: Vale e Planner Corretora

Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

Compra: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Neutro: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Venda: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI
mmariante@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI
rmartins@planner.com.br

DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia, expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Planner Corretora.
As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.
Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:
O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.