

Vale

Piso alto, mas teto baixo.

Racional

Talvez já tenhamos escutado a frase acima num contexto político, no entanto, a análise aqui é focada nas ações da Vale. Sabemos que o comportamento das ações da Vale em bolsa são definidas pelas expectativas dos preços do minério de ferro nos próximos meses e é justamente esta commodity que acreditamos ter um piso alto mas teto baixo. Principalmente o teto mais baixo nos preços tem se traduzido em projeções mais conservadoras e menor otimismo com o desempenho dos papéis da Vale no curto prazo.

Aula de governança e um nome certo.

O objetivo da companhia e de seus principais acionistas de buscar excelência em governança corporativa foi uma ótima sinalização para o mercado de capitais brasileiro, dando uma aula para as demais empresas, sobretudo às públicas ou com participação do Governo no capital social. Os próximos passos estão bem definidos, e devem ser finalizados em até 3 anos. Para o principal nome na gestão da Vale foi escolhido Fabio Schvartsman, que fez um excelente trabalho em empresas como Klabin e Ultrapar. O grande desafio será não só a constante melhoria operacional, mas, principalmente, chegar em um acordo que agrade todos os minoritários e os atuais controladores. Em resumo, podemos dizer que em "breve" teremos uma empresa com capital pulverizado (*corporation*) e, possivelmente, listada no Novo Mercado, com apenas uma classe de ações.

Curto prazo (ou retrovisor) muito positivos

Os últimos resultados da Vale (1T17) foram muito bons: mostraram expansão de 59,6% nas receitas e mais de 100% na geração de caixa operacional (EBITDA). A margem EBITDA ficou acima de 50%. O indicador Dívida Bruta/EBITDA passou de 4,5x para 2,1x na comparação anual. Os próximos resultados devem continuar bons, com uma tendência de leve recuo. A produção de minério de ferro da Vale no 1T foi recorde para o período, com alta de ~11% a/a, para 86,2 milhões de toneladas. A aceleração das atividades na mina S11D, em Canaã dos Carajás, Pará, que entrou em operação comercial neste ano e o projeto Itabirito, no Sistema Sudeste, são os principais responsáveis pela expansão de capacidade da companhia.

Futuro (um pouco mais) incerto.

Desde o final do mês de fevereiro, quando o minério de ferro bateu o patamar de quase US\$ 90/tonelada, a commodity tem apresentado forte desvalorização. Aquele patamar parecia exagerado e passageiro, mas o nível que deverá ficar estabilizado no curto/médio prazo é uma grande dúvida. Não acreditamos que os fundamentos justifiquem o minério próximo de US\$ 100/ton, assim como não esperamos que busque ou permaneça em um patamar próximo a US\$ 50/ton. Portanto, esperamos que a commodity seja negociada no médio prazo entre US\$ 60 e US\$ 65/ton. Contudo, alertamos que os cenários mais conservadores para os preços, tem ganhado espaço no curto prazo, se traduzindo em maior volatilidade e incerteza. Corroborando com este cenário, a Moodys rebaixou a nota de crédito da China no final do mês de maio, colocando também em perspectiva negativa.

Avaliação e recomendação

Ainda vemos satisfatório potencial de valorização das ações da Vale em bolsa mas reconhecemos que já estivemos mais otimistas num passado recente, e que as ações tem apresentado aumento de volatilidade de março/17 para cá. Sendo negociada a 4,3x EV/EBITDA, o papel apresenta cerca de 12% de potencial de valorização, já considerando um cenário mais conservador. Contudo, estamos reduzindo nossa visão de "Positiva" para "Neutra" para o curto/médio prazo, devido aos fatores mencionados acima.

Neutro

Preço Atual: R\$ 26,41

5-jun-17

Celson Plácido, CNPI

(11) 3526-1866

celson.placido@xpi.com.br

Marco Saravalle, CNPI

(11) 3027-2285

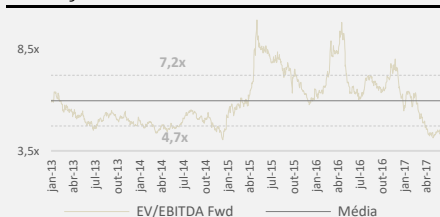
marco.saravalle@xpi.com.br

Bruna Pezzin, CNPI

(11) 3526-1452

bruna.pezzin@xpi.com.br

Evolução EV/EBITDA Est - VALE3



Cenários de Preço

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	4,3x	R\$ 26,41	-
Base	4,7x	R\$ 29,70	12% ↑
Ótimo	4,9x	R\$ 31,70	20% ↑
Stress	3,8x	R\$ 21,10	-20% ↓

Fontes: XP Investimentos

Principais Múltiplos

	2017E	2018E
P/E	6,3x	8,2x
EV/EBITDA	4,3x	5,2x
P/B	1,0x	0,9x
Dividend Yield*	4,7%	
Dívida/EBITDA**	2,1x	

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *2017. **1T17.

Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

CENÁRIO BASE

R\$ 29,70 (+12%)

Em nosso cenário base as ações da Vale ainda apresentam satisfatório potencial de valorização, desde que o minério de ferro permaneça próximo do patamar de US\$60/ton.

CENÁRIO ÓTIMO

R\$ 31,70 (+20%)

Num cenário de minério de ferro se sustentando mais próximo de US\$ 65/ton as ações apresentam potencial de valorização de cerca de 30%.

CENÁRIO STRESS

R\$ 21,10 (-20%)

No cenário de stress o minério de ferro poderá caminhar para um patamar mais próximo de US\$ 50/ton o que levaria as ações da Vale para a região dos R\$ 21/ação.

Tabela 1. Consenso Bloomberg

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
Receita Líquida	88.275	85.499	107.218	101.308
Crescimento A/A		-3%	25%	-6%
EBITDA	31.134	23.654	49.213	41.022
Crescimento A/A		-24%	108%	-17%
Margem EBITDA	35,3%	27,7%	45,9%	40,5%
Lucro Líquido	219	-45.997	20.859	15.296
Crescimento A/A		NM	-145%	-27%
Margem Líquida	0,2%	-53,8%	19,5%	15,1%

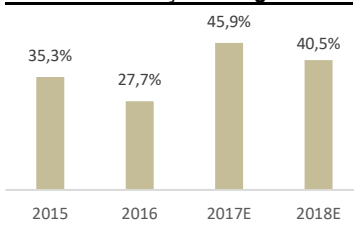
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

Tabela 2. Outras Informações

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquido	72.411
Ações em Circulação	5.153
Market Capitalization	136.101
Performance da Ação	
Últ. Semana	-1%
Últ. Mês	-17%
Acumulada Ano	6%
Últimos 12 Meses	63%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

CATALISADORES

1. Crescimento econômico mundial. Esse é o principal fator que define os preços das commodities, sobretudo o minério de ferro. Caso tenhamos novas medidas para estimular a economia chinesa, o minério poderá continuar em rota ascendente.

2. Governança corporativa. Sabemos que estas questões são mais subjetivas, contudo, trazem valor para todos os acionistas. Acreditamos que os impactos positivos devem ser incorporados nos preços das ações nos próximos anos.

3. Desalavancagem e Dividendos. A dívida bruta/EBITDA passou de 4,6x no 1T16 para 2,1x neste último tri (1T17). Em termos de dividendos, se olharmos um pouco mais pra frente, as ações VALE5 apresentam expectativa de 5,1% de dividend yield para 2018, patamar satisfatório para uma empresa cíclica.

RISCOS

1. Menor crescimento econômico mundial. Mesmo ainda sem ter impactado nas projeções, as expectativas em relação ao crescimento econômico dos EUA e China, tem trazido volatilidade para os preços de commodities, principalmente para o minério de ferro.

2. Venda de ações. Alertamos que após este processo de mudança e evolução da governança o quadro de acionistas se alterará drasticamente e deveremos caminhar para uma companhia sem controle definido. Com isso, alguns acionistas que consideramos relevantes poderão optar por reduzir sua participação ao longo do tempo, podendo trazer pressão para as ações em bolsa.

3. Intervenção política. As sinalizações recentes são bastante positivas nesta questão, mas o histórico dentre as cias brasileiras não é favorável. Portanto, deixamos este alerta como fator de risco a possibilidade de qualquer interferência política direta e indiretamente na companhia, podendo alterar as perspectivas e desempenho dos papéis em bolsa.

Disclaimer

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- 7) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.
- 15) O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.
- 16) O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.
- 17) O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.