

Revisão de Preço

VALE
Novos comentários sobre Brumadinho e novas premissas

Em nosso último relatório sobre a Vale e Brumadinho (28 de janeiro), apesar de termos rebaixado nossa recomendação para a empresa para *Market Perform*, decidimos não alterar nossos preços-alvos de 2019 devido à falta de informação relevante e ao cenário ainda incerto. Contudo, esta semana, a Vale informou ao mercado sobre seu plano de descomissionamento, visando à desativação de todas as suas barragens a montante na região.

Sobre o plano de descomissionamento. O plano deverá incluir dez barragens (incluindo a referida neste tópico) e visa a descaracterizá-las como barragens a fim de reintegrá-las ao meio ambiente. Lembramos que, de acordo com a Vale, todas estas barragens estão atualmente inativas e apresentam relatórios de estabilidade emitidos por empresas externas e independentes. A Vale espera um CAPEX de R\$ 5 bn a ser desembolsado ao longo dos próximos três anos, começando a partir da segunda metade deste ano.

Sobre o impacto na capacidade de produção da Vale. Visando à agilidade de todo o processo, a empresa decidiu suspender as operações na região, removendo, assim, 40 MT de capacidade de minério de ferro e 11 Mt de pelotas, imediatamente. Estas 40 Mt deverão ser compensadas por outros sistemas, como o Norte, com o *ramp up* de S11D, e outras plantas dos Sistemas Sul e Sudeste, dos quais a Vale havia, previamente, reduzido produção em razão da qualidade inferior de seus produtos. A produção de pelotas, por outro lado, deverá ser prejudicada, considerando que não há outra planta para compensação. Assim, devemos esperar um leve piora no percentual de *mix* de produtos, aquém dos 79% de produtos *premium* observados no 3T18, impactando, assim, o custo caixa da empresa.

Sobre as premissas na valuation da Vale. Estressamos nosso modelo com os dados disponíveis a fim de incorporar os possíveis impactos do desastre que traduziram-se em maior percepção de risco nas ações da Vale.

- **Capacidade de produção:** estamos considerando ainda as 400 Mt de MF para 2019, embora tenhamos ajustado o *mix* de produtos *premium* a fim de refletir a remoção de pelotas e a provável entrada de produtos alta-silica ao portfólio;
- **Custo caixa:** acreditamos em uma leve alta no custo caixa da companhia em razão de um pior *mix* e o aumento de produtos do sistema Sul e Sudeste, onde os custos são maiores;
- **CAPEX:** consideramos a adição de US\$ 1,4 bn em investimentos a serem desembolsados ao longo dos próximos três anos, começando a partir do 2S19;
- **Outras despesas:** decidimos incluir em nosso modelo despesas com indenizações e outros de aproximadamente US\$ 3,5 bn, baseados no montante já anunciado e no que observamos após o rompimento da barragem da Samarco.
- **Preços de minério de ferro:** estamos trabalhando com preços de MF 62% em US\$ 68/t em 2019 e US\$ 57/t no longo-prazo.

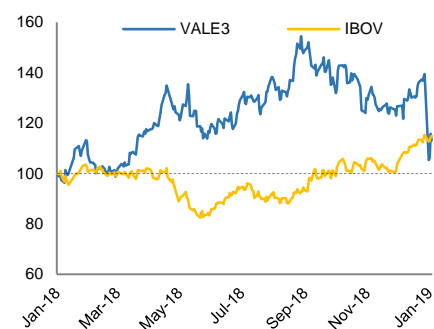
Mesmo considerando os pontos em questão, acreditamos que os fundamentos para a indústria devam se manter fortes, conforme mencionado em nosso relatório anterior. A demanda por produtos de maior qualidade deve continuar, favorecendo produtores *premium*, como a Vale, apesar da recente desaceleração no crescimento da China. Assim, após incluirmos as premissas acima mencionadas, fechamos nosso preço-alvo para 2019 para **VALE3 em R\$ 62,00** e para **VALE US em US\$ 16,00**. Mantemos nossa recomendação em *Market Perform*, apesar do *upside* para os preços atuais, pois vemos os riscos correntes ainda compensando os prováveis ganhos no curto prazo.

VALE3

Rating	<i>Market Perform</i>
Preço-alvo - 2019E (R\$)	62.0
Preço-alvo - 2019E (US\$)	16.0
Último preço - 31/01/2019 (R\$)	45.50
Último preço - 31/01/2019 (US\$)	12.44
Upside (R\$)	36%
Upside (US\$)	28%

Trading data

Em 31/01/2019		
Valor Mercado	R\$ milhões	243,086
Varição 1 mês	%	-9.8%
Varição UDM	%	10.1%
Varição 2018	%	-9.8%
Min. 52 sem. (BRL)	R\$	39.93
Máx. 52 sem. (BRL)	R\$	62.42


Multiples

	2018e	2019e	2020e
EV/EBITDA	4.4	4.6	4.9
EPS	1.41	1.44	1.19
P/E	8.8	8.7	10.4

Gabriela E Cortez

Senior Analyst

gabrielaeacortez@bb.com.br

Indicadores	2017	2018e			2019e			2020e
		Anterior	Novo	Δ %	Anterior	Novo	Δ %	
US\$ milhões								
Receitas	33,967	37,353	37,204	-0.4%	40,216	37,654	-6.4%	36,766
EBIT	10,930	12,962	13,011	0.4%	14,669	12,267	-16.4%	11,182
EBITDA	15,338	17,302	17,253	-0.3%	19,078	16,537	-13.3%	15,635
Dívida Bruta	16,810	17,997	16,879	-6.2%	18,089	16,948	-6.3%	17,017
Dívida Líquida	10,297	9,786	8,468	-13.5%	8,200	5,003	-39.0%	2,439
Margem Bruta (%)	38.1%	39.0%	39.1%	0.1 p.p.	40.9%	37.8%	-3.1 p.p.	35.9%
Margem EBITDA (%)	45.2%	46.3%	46.4%	0.1 p.p.	47.4%	43.9%	-3.5 p.p.	42.5%
Margem Líquida (%)	16.2%	20.5%	19.7%	-0.8 p.p.	21.1%	19.8%	-1.3 p.p.	16.9%
ROE (%)	13.2%	17.9%	17.9%	0. p.p.	19.4%	16.8%	-2.6 p.p.	13.1%
EV/EBITDA	5.0x	5.0x	4.4x	-0.6	4.5x	4.6x	0.1	4.9x
LPA	1.06	1.47	1.41	-4.3%	1.63	1.44	-11.8%	1.19
Dívida Líquida / EBITDA	0.7x	0.6x	0.5x	-0.1	0.4x	0.3x	-0.1	0.2x

Fonte: BB Investimentos

Endividamento

	2017	2018e	2019e	2020e
Dívida Curto Prazo/Dívida Total (%)	8%	8%	8%	8%
D / D+E	29%	29%	28%	26%
Dívida Líquida / EBITDA	0.7	0.5	0.3	0.2
Dívida Bruta / EBITDA	1.1	1.0	1.0	1.1

DRE

US\$ milhões	2017	2018e	2019e	2020e
Receita líquida	33,967	37,204	37,654	36,766
(-) COGS	(21,039)	(22,671)	(23,423)	(23,551)
Lucro Bruto	12,928	14,533	14,231	13,215
(-) SG&A				
(-) Vendas e Administrativas	(531)	(542)	(537)	(545)
(-) P&D	(340)	(345)	(349)	(341)
(-) Despesas pré-operacionais	(413)	(272)	(314)	(380)
(-) Outros	(420)	(363)	(763)	(766)
EBIT	10,930	13,011	12,267	11,182
(+) Resultado Financeiro	(3,101)	(2,851)	(1,720)	(2,102)
EBT	7,829	10,160	10,547	9,080
(-) Impostos	(1,495)	(1,940)	(2,157)	(1,980)
(+) Minoritários	(827)	(906)	(917)	(895)
Resultado Líquido	5,507	7,314	7,473	6,205

Fluxo de Caixa

US\$ million	2017	2018e	2019e	2020e
EBITDA	15,338	17,253	16,537	15,635
(-) Capex	(3,852)	(2,974)	(3,826)	(4,619)
(-) Juros	(3,276)	(2,235)	(2,278)	(2,461)
(-) Impostos	(1,495)	(1,940)	(2,157)	(1,980)
(-/+) WK	914	240	168	2
(=) Total	7,630	10,343	8,444	6,577

Fonte: BB Investimentos

Balanço Patrimonial

US\$ milhões	2017	2018e	2019e	2020e
Ativos	85,486	86,083	89,597	92,774
Ativo Circulante	15,131	16,427	19,863	22,355
Caixa e Equivalente de caixa	6,513	8,411	11,945	14,578
Contas a receber	2,450	2,067	1,883	1,838
Estoques	4,056	3,779	3,839	3,794
Impostos a recuperar	1,594	1,654	1,674	1,634
Outros	518	517	523	511
Ativos não-circulante	11,986	12,441	12,964	13,483
Outros LP	11,986	12,441	12,964	13,483
Investimentos	58,369	57,215	56,770	56,936
Investimentos	-	-	-	-
Intangíveis	-	-	-	-
Imobilizado	58,369	57,215	56,770	56,936
Passivo	85,486	86,083	89,597	92,774
Passivo circulante	9,170	10,163	9,543	9,356
Fornecedores	4,038	3,617	3,661	3,574
Salários a pagar	-	-	-	-
Empréstimos e financiamentos	1,373	1,379	1,384	1,390
Impostos e royalties a pagar	790	1,033	1,046	1,021
Outros	2,969	4,134	3,452	3,370
Passivo não-circulante	34,675	35,104	35,579	36,042
Empréstimos e financiamentos	15,437	15,500	15,563	15,627
Outros LP	19,238	19,604	20,015	20,415
Patrimônio Líquido	41,641	40,816	44,476	47,376

Múltiplos

	2018e	2019e	2020e
EV / EBITDA	4.4	4.6	4.9
LPA	1.41	1.44	1.19
P / L	8.8	8.7	10.4
P / BV	1.6	1.5	1.4
Dividend Yield	10.9%	5.8%	5.0%
ROE	17.9%	16.8%	13.1%
ROA	8.5%	8.3%	6.7%

Estimativas

Valor da Companhia (US\$ milhões)	94,654
PV do FCFF	65,178
PV do Valor Terminal	29,477
Dívida Líquida	(10,297)
Valor Patrimônio	84,357
N. Ações	5,284
Valor da ação (BRL)	62.0
Valor da ação (USD)	16.0

Valuation Assumptions

Beta	0.8
D/(D+E) alvo	20%
WACC	10.4%
Risk Free	4.9%
Prêmio de Mercado	4.6%
Perpetuidade	2.0%
Valor de Mercado	65,733

Fonte: BB Investimentos

INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Gabriela E Cortez	x		

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

6 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI

Av. Paulista, 1.230 - 9º andar

São Paulo (SP) - Brasil

+55 (11) 4298 7000

Diretor	Gerente Executivo
Fernando Campos	Denisio Augusto Liberato

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Estratégia - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Análise de Empresas - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
---	---

Renda Variável

Agronegócios	Siderurgia e Mineração
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros

Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Óleo e Gás Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	Papel e Celulose Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

Vinícius Soares
vinicius.soares@bb.com.br

Bens de Capital

Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	Imobiliário Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
---	---

Catherine Kiselar
ckiselar@bb.com.br

Utilities

Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	Transporte e Logística Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
-------------------------------------	---

Alimentos e Bebidas

Luciana Carvalho
luciana_cvl@bb.com.br

Macroeconomia e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renda Fixa Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br

Equipe de Vendas
Investidor Institucional

bb.distribuicao@bb.com.br

Varejo

acoes@bb.com.br

Head - Antonio Emilio Ruiz	Henrique Reis
Antonio de Lima Junior	Marcela Andressa Pereira
Bruno Finotello	Pedro Gonçalves
Daniel Frazatti Gallina	Rafael Reis
Denise Rédua de Oliveira	Renata Simões
Fábio Caponi Bertoluci	Sandra Regina Saran
Fernando Leite	Vinicius Aboboreira

BB Securities - London

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

Managing Director

Admilson Monteiro Garcia +44 (20) 7367 5801

Deputy Managing Director

João Domingos Cicarini Junior +44 (20) 7367 5802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (20) 7367 5831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (20) 7367 5832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (20) 7367 5853

Melton Plummer +44 (20) 7367 5843

Trading

Bruno Fantasia +44 (20) 7367 5852

Gianpaolo Rivas +44 (20) 7367 5842

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Deputy Managing Director

Gabriel Cambui Mesquita Santos +1 (646) 845 3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845 3714

Institutional Sales - Fixed Income

Fabio Frazão +1 (646) 845 3716

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845 3719

Syndicate

Shinichiro Fukui +1 (646) 845 3865

BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

Managing Director

Marcelo Sobreira +65 6420 6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420 6570

Institutional Sales

Zhao Hao +65 6420 6582

Li Jing Ting +65 6420 6578