

## Resultado trimestral

**VALE**
**4T18: resultados fortes, embora ligeiramente inferiores às estimativas**

A Vale apresentou finalmente seus resultados do 4T18, após ter que adiar devido aos impactos da quebra na barragem de Brumadinho. Os resultados vieram novamente com maior contribuição dos produtos *premium* no portfólio da Vale, que representaram 84% no trimestre (ante 79% no 3T18). A empresa também confirmou o corte de capacidade esperado de quase 93 Mt de minério de ferro (25% do *guidance* da companhia para 2019) e 11 Mt de pelotas. Portanto, esperamos mudanças na participação percentual dos produtos *premium* para os próximos trimestres. Outro destaque importante refere-se à posição de dívida líquida da companhia que ficou abaixo da meta de US\$ 10 bi, colocando a Vale em uma posição confortável para enfrentar os prováveis custos com as indenizações de Brumadinho. Por fim, a empresa explicou que os dividendos legais dos resultados de 2018 (calculados em 25% do lucro líquido) devem ser considerados pagos, já que o montante distribuído em setembro (R\$ 7.694 mi) excede o valor legal devido de R\$ 6.729 mi.

A Vale trouxe um EBITDA trimestral de US\$ 4.467 mi, 5,3% abaixo de nossas estimativas (10% superior t/t e 8,7% acima a/a), resultado do menor CPV, mas maiores despesas de SG&A do que estávamos calculando. Na base anual, o EBITDA Ajustado totalizou US\$ 16.593 mi, 1,7% abaixo do BB-BI, apesar do aumento de 8,3% em relação aos valores de 2017.

Mantemos nosso preço-alvo 2019E para a VALE US em **US\$ 16/ação** e VALE3 em **R\$ 62/ação**, mas elevamos o rating para **Outperform**. Vemos mais clareza agora em termos de produção esperada e impactos nas demonstrações financeiras da companhia. Acreditamos que, apesar dos riscos de curto prazo, a companhia deve se beneficiar tanto de um aumento nos preços de produtos *premium*, devido à menor oferta mundial, quanto pelos maiores volumes vendidos com a retomada de suas operações.

**Minerais ferrosos: produtos premium aumentando os resultados.** As vendas de produtos *premium* representaram 84% do total no trimestre, ante 79% no 3T18. Em 2018, esse percentual foi de 82%. O prêmio pago pelos produtos da Vale nesse segmento chegou a US\$ 11,5/t em relação aos US\$ 5,7/t no 4T17. O preço CFR/FOB realizado ficou em US\$ 68,1/t no período, enquanto o Platts IO 62% teve uma média de US\$ 71,6/t no mesmo período. Consequentemente, as receitas no segmento somaram USD 7.646 mi, 3% acima t/t e 14% acima a/a. O custo caixa C1 foi de US\$ 12,8/t. No entanto, entendemos que haverá aumento nos custos devido a mudanças nos canais de distribuição e no processo de *blending* de alguns produtos no portfólio da companhia. O fornecimento de produtos do *blending* brasileiro deve permanecer estável, mas a empresa anunciou a exclusão temporária de produtos de nicho, como o SFLA. Para os próximos trimestres, devemos ver uma mudança no mix de produtos, com a qualidade se deteriorando até certo ponto, mas compensada pelos maiores preços internacionais de produtos *premium*. Houve uma redução positiva no custo de frete no período, de US\$ 19,4/t no 3T18 para US\$ 18,8/t, resultado do maior uso da segunda geração da Valemax na operação. O EBITDA, então, somou US\$ 4.115 mi, alta de 3,3% t/t, mas 3,5% abaixo de nossas estimativas. Em 2018, o EBITDA totalizou US\$ 14.711 mi, 12% superior ao de 2017.

**Metais Básicos: melhor que o esperado.** Nós estávamos menos otimistas com os resultados trimestrais dessa divisão; no entanto, os números vieram acima de nossas expectativas, com melhores preços e volumes vendidos. Os preços médios da Vale para o níquel em 2018 foram 4,2% superiores aos preços da LME, o maior percentual acima do benchmark desde 2002, confirmando a alta qualidade dos produtos da Vale também neste segmento. As receitas de metais básicos somaram US\$ 1.613 mi no trimestre, 1,2% superior t/t e 19% abaixo a/a. O EBITDA foi de US\$ 592 mi (27% acima das estimativas do BB-BI).

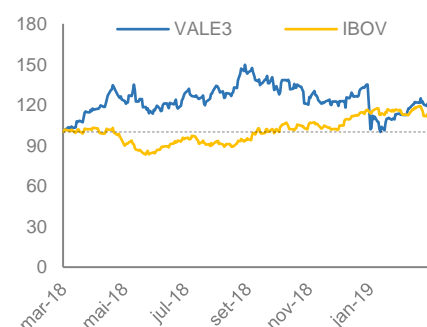
**Carvão: volumes menores e mudanças estruturais prejudicaram os resultados.** O negócio de carvão foi afetado pela estação chuvosa, que atrasou o *ramp up* da operação e impactou a produção de carvão metalúrgico. Isso, e algumas iniciativas para estabilizar a operação, aumentaram os custos no período. Os menores volumes vendidos também reduziram a diluição de custo do Corredor Logístico de Nacala, prejudicando as margens. Consequentemente, as receitas atingiram US\$ 482 mi no 4T18, 13% acima do trimestre anterior. No entanto, o EBITDA totalizou US\$ 16 mi, estável t/t e 76% menor a/a. A companhia anunciou algumas mudanças estruturais no segmento que devem afetar positivamente os resultados já em 2019. Embora a Vale considere seu custo por tonelada em torno de US\$ 96/t este ano, nos mantemos mais pessimistas e vemos algo ligeiramente acima de US\$ 100/t.

**VALE3**

Rating	<b>Outperform</b>
Preço-alvo - 2019E (R\$)	<b>62.00</b>
Preço-alvo - 2019E (US\$)	<b>16.00</b>
Último preço - 27/03/2019 (R\$)	49.60
Último preço - 27/03/2019 (US\$)	12.67
Upside (R\$)	25.0%
Upside (US\$)	26.3%

**Trading data**

	Em 27/03/2019	
Valor de Mercado	R\$ milhões	267.342
Varição 1 mês	%	7,3%
Varição UDM	%	21,6%
Varição 2019	%	-0,9%
Min. 52 sem.	R\$	40,06
Máx. 52 sem.	R\$	62,42


**Múltiplos**

	2019E	2020E	2021E
EV/EBITDA	4.7	4.9	4.8
EPS	US\$ 1.44	1.19	1.21
P/E	8.8	10.6	10.5

**Gabriela E Cortez**  
 Analista Sênior  
[gabrielacortez@bb.com.br](mailto:gabrielacortez@bb.com.br)

**Endividamento.** No período, a dívida bruta ficou em US\$ 15.466 mi, 8% abaixo de set/18. Quanto à dívida líquida, a redução foi de 10% t/t, totalizando US\$ 9.650 mi, abaixo da meta da Vale de US\$ 10 bi para 2018. O atual nível de alavancagem (0,6x dívida líquida/EBITDA) coloca a companhia em uma posição confortável, caso a empresa necessite de recursos para enfrentar os custos decorrentes dos impactos de Brumadinho.

### Atual x Estimado

US\$ milhões	4T18A	4T18E	A/E	t/t	a/a	2018a	A/E	a/a
<b>Receitas Totais</b>	<b>9,813</b>	<b>9,839</b>	<b>-0.3%</b>	<b>3.8%</b>	<b>7.0%</b>	<b>36,575</b>	<b>0.2%</b>	<b>7.7%</b>
Minerais ferrosos	7,646	7,741	-1.2%	3.7%	14.2%	27,933	-0.4%	11.2%
Carvão	482	476	1.3%	12.1%	19.8%	1,643	0.3%	4.8%
Metais Básicos	1,613	1,563	3.2%	-1.4%	-19.4%	6,703	0.7%	-2.4%
(-) COGS	(5,752)	(6,379)	-9.8%	10.8%	-0.7%	(22,109)	-2.8%	5.1%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>4,061</b>	<b>3,459</b>	<b>17.4%</b>	<b>-6.4%</b>	<b>20.2%</b>	<b>14,466</b>	<b>5.0%</b>	<b>11.9%</b>
SG&A	(482)	(368)	30.9%	7.0%	0.6%	(1,612)	7.6%	-5.4%
(-) G&A	(110)	(133)	-17.3%	12.7%	-13.4%	(428)	-5.1%	-7.6%
(-) Vendas	(31)	(19)	65.5%	4.1%	63.2%	(95)	14.8%	39.7%
(-) P&D	(125)	(91)	38.0%	4.1%	20.2%	(373)	10.2%	9.7%
(-) Pré-operacional	(66)	(62)	5.7%	4.1%	-47.2%	(271)	1.3%	-34.4%
(-) Outros	(150)	(63)	136.3%	4.1%	44.2%	(445)	24.1%	6.0%
<b>EBIT</b>	<b>2,865</b>	<b>3,091</b>	<b>-7.3%</b>	<b>-5.5%</b>	<b>15.5%</b>	<b>11,955</b>	<b>-2.6%</b>	<b>9.4%</b>
(+) Resultados Financeiros	91	(1,660)	-105.5%	32.7%	-106.4%	(5,139)	-25.4%	65.7%
(-) Impostos	876	486	80.1%	-175.2%	454.4%	172	-179.1%	-111.5%
<b>Resultado Líquido</b>	<b>3,786</b>	<b>1,695</b>	<b>123.4%</b>	<b>26.7%</b>	<b>391.1%</b>	<b>6,860</b>	<b>43.1%</b>	<b>24.6%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4,467</b>	<b>4,719</b>	<b>-5.3%</b>	<b>10.2%</b>	<b>8.7%</b>	<b>16,593</b>	<b>-1.7%</b>	<b>8.3%</b>
Margem EBITDA (%)	46%	48.0%	-2.4 p.p.	0.2 p.p.	0.7 p.p.	45.0%	-1.2 p.p.	-0.1 p.p.
<b>EBITDA por segmento</b>	<b>4T18A</b>	<b>4T18E</b>	<b>A/E</b>	<b>t/t</b>	<b>a/a</b>	<b>2018a</b>	<b>A/E</b>	<b>a/a</b>
Minerais ferrosos	4,115	4,262	-3.5%	3.3%	24.0%	14,711	-1.1%	11.5%
Carvão	592	467	26.7%	12.2%	-24.3%	2,542	5.2%	19.1%
Metais Básicos	16	125	-87.2%	2.1%	-75.9%	181	-37.7%	-45.2%
<b>Total EBITDA</b>	<b>4,467</b>	<b>4,719</b>	<b>-5.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>8.7%</b>	<b>16,593</b>	<b>-1.7%</b>	<b>8.3%</b>
<b>Margem EBITDA (%)</b>	<b>4T18A</b>	<b>4T18E</b>	<b>A/E</b>	<b>t/t</b>	<b>a/a</b>	<b>2018a</b>	<b>A/E</b>	<b>a/a</b>
Minerais ferrosos	54%	55%	-1.2 p.p.	0.4 p.p.	4.3 p.p.	53%	0.4 p.p.	0.2 p.p.
Carvão	37%	30%	6.8 p.p.	3.4 p.p.	-2.4 p.p.	38%	-1.6 p.p.	6.8 p.p.
Metais Básicos	3%	26%	-22.9 p.p.	-0.4 p.p.	-13.2 p.p.	11%	6.7 p.p.	-10.1 p.p.
<b>Total EBITDA</b>	<b>46%</b>	<b>48%</b>	<b>-2.4 p.p.</b>	<b>0.2 p.p.</b>	<b>0.7 p.p.</b>	<b>45%</b>	<b>0.9 p.p.</b>	<b>0.2 p.p.</b>

### Indicadores de Endividamento

US\$ milhões	4T18A	q/q	y/y
Dívida Bruta	15,466	-8%	-31%
Dívida Líquida	9,650	-10%	-47%
Dívida Líquida /EBITDA	0.6x	-0.1x	-0.6x

Fonte: Companhia e 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. 22 da ICVM 598, 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.

3 - O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, participação acionária no capital da Cielo S.A. (cuja participação é detida pelo BB - Banco de Investimento S.A.) e do IRB Brasil Re, companhias brasileiras listadas na bolsa de valores que podem deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB - Banco de Investimento S.A.

### 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
<b>Gerentes da Equipe de Pesquisa</b>	
<b>Estratégia</b> - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	<b>Análise de Empresas</b> - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
<b>Renda Variável</b>	
<b>Açúcar e Etanol</b>	<b>Imobiliário</b>
Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
<b>Agronegócios</b>	Kamila Oliveira kamila@bb.com.br
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	<b>Óleo e Gás</b>
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
<b>Alimentos e Bebidas</b>	<b>Papel e Celulose</b>
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
<b>Bancos e Serviços Financeiros</b>	<b>Siderurgia e Mineração</b>
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Vinicius Soares vinicius.soares@bb.com.br	<b>Transporte e Logística</b>
<b>Bens de Capital</b>	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	<b>Utilities</b>
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br
<b>Macroeconomia e Estratégia de Mercado</b>	<b>Varejo</b>
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Henrique Tomaz htomaz@bb.com.br	<b>Renda Fixa</b>
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Richardí Ferreira richardi@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
<b>Equipe de Vendas</b>	
<b>Investidor Institucional</b> bb.distribuicao@bb.com.br	
<b>Varejo</b> aco@bb.com.br	
<b>Head</b> - 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	

**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

Fernando Ocana +1 (646) 845 3718

Helio Hashimoto +1 (646) 845 3713

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

**DCM**

João Kloster +1 (646) 845 3717

**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, CFA +65 6420 6582

Li Jing Ting +65 6420 6578