

Resultado trimestral

VALE
1T19: primeiros efeitos de Brumadinho; misto

A Vale apresentou seus resultados do 1T19 na noite passada (10) com os primeiros impactos de Brumadinho. Os resultados do 1T vieram cheios de não-recorrentes, tornando difícil a comparação com os trimestres anteriores. A empresa trouxe um EBITDA negativo pela primeira vez em sua história. O EBITDA somou negativos US\$ 652 mm e foi composto, dentre outras coisas, por estes principais fatores: (i) impacto financeiro de Brumadinho na casa de US\$ 4.954 mm, (ii) menores volumes de MF e pelotas e (iii) novos procedimentos de gerenciamento de estoque nos portos chineses que afetaram o reconhecimento de receitas. Além disso, tivemos os efeitos contábeis da IFRS 16, os quais adicionaram US\$ 1.764 mm na linha “arrendamentos” no BP da companhia.

Apesar dos efeitos financeiros, operacionalmente falando, a Vale manteve as vendas de produtos premium em 81% de seu portfólio, com prêmios pagos por seus produtos ficando em US\$ 10,7/t. Entretanto, vimos que os prêmios pagos pelos finos de MF decresceram para US\$ 5,6/t dos US\$ 8,1/t no 4T18, voltando aos níveis do 1T18, prejudicando um ano todo de trabalho duro da empresa para diferenciar seus produtos. Saber quão eficiente a Vale será em *blendar* seus produtos em todos os seus sistemas e qual será seu novo *mix* ajudará a determinar o prêmio acima do padrão IO62% a ser pago por seus produtos de maior qualidade. Acompanharemos estas métricas de perto, tendo em vista que boa parte da nossa tese de investimentos é baseada na qualidade diferenciada dos produtos da empresa.

O EBITDA da Vale ex-Brumadinho ficou em US\$ 4,101 mm no trimestre, 8,4% abaixo das nossas estimativas e 8,2% menor que o trimestre anterior. Na comparação anual, houve aumento de 3,3%. Por ora, mantemos nosso TP 19E para Vale US em **US\$ 16,0/ação** e para VALE3 em **R\$ 62,00/ação** e mantemos o rating em **Outperform**, enquanto ajustamos o modelo para inserção dos reais impactos divulgados no 1T19.

Brumadinho: efeitos diretos e indiretos. Como mencionamos, os resultados do 1T tiveram os efeitos de US\$ 4.954 mm de Brumadinho. A seguir, repetimos os detalhes apresentados pela companhia: (i) US\$ 2.423 mm de provisões para compensações/remediações, (ii) US\$ 1.855 mm para o plano de descomissionamento, (iii) US\$ 104 mm de despesas diretamente ligadas a Brumadinho, (iv) US\$ 290 mm em volumes perdidos, (v) US\$ 160 mm de despesas com paradas e (vi) US\$ 122 mm em outros. Lembramos que, conforme informado pela empresa na conferência com analistas, estes valores não contemplam (a) indenizações ambientais, (b) gastos com barragens fora do escopo da Vale e (c) indenizações coletivas.

Minerais ferrosos: prêmios de finos de MF caindo. As vendas de produtos premium representaram 81% do portfólio da Vale, ante 84% no 4T18. Os prêmios pagos pelos produtos da Vale neste segmento ficaram em US\$ 10,7/t comparado aos US\$ 11,5/t no 4T18 e US\$ 7,6/t no 1T18, com pelotas contribuindo fortemente para estes valores. Os preços realizados CFR/FOB ficaram em US\$ 81,1/t no período, enquanto o Platts MF 62% ficou em média US\$ 82,1/t. Os volumes vendidos, entretanto, caíram consideravelmente no trimestre, como mencionado no nosso [relatório](#) de produção e vendas. Consequentemente, as receitas do segmento somaram US\$ 6.343 mm, 17% abaixo t/t e 3% menor a/a. O custo caixa C1 foi de US\$ 14/t, impactado por menor diluição de custos fixos devido ao menor volume sazonal. Os custos de frete mantiveram a tendência de queda e ficaram em US\$ 16,8/t no trimestre ante US\$ 18,8/t no 4T18. Houve também os efeitos de (i) novo sistema de gerenciamento de estoques nos portos chineses, afetando o reconhecimento de receitas, (ii) paradas operacionais em Brumadinho e (iii) impacto do clima nas vendas. O EBITDA ajustado, assim, ficou em US\$ 3.602 mm, queda de 12% t/t e 9% abaixo das nossas estimativas.

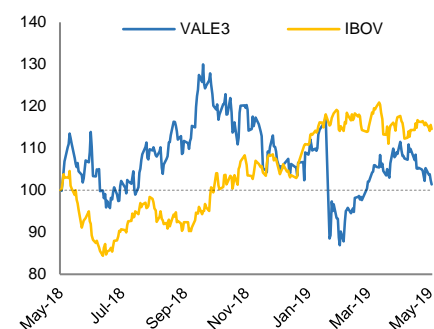
Metais Básicos: valor a volume. Durante o trimestre, os menores volumes vendidos juntamente com maiores custos impactaram negativamente os resultados da divisão. A estratégia da empresa de focar em valor a volume é baseada na crença de que a demanda futura de níquel deverá crescer com o mercado de VEs, assim, ela tem preservado volumes para condições de mercado mais favoráveis no futuro. Os preços médios da Vale para níquel no 1T19 ficaram 1,6% maior que os da LME. Já para cobre, os preços realizados foram 3,3% menor. Consequentemente, as receitas somaram US\$ 1.451 mm no trimestre, 10% menor t/t e 11% abaixo a/a. O EBITDA veio em US\$ 505 mm (17% abaixo das nossas estimativas).

VALE3

Rating	Outperform
Preço-alvo - 2019E (R\$)	62.00
Preço-alvo - 2019E (US\$)	16.00
Último preço - 09/05/2019 (R\$)	48.54
Último preço - 09/05/2019 (US\$)	12.25
Upside (R\$)	28%
Upside (US\$)	31%

Trading data

Em 09/05/2019		
Valor de Mercado	R\$ milhões	248,927
Varição 1 mês	%	-7.3%
Varição UDM	%	-0.6%
Varição 2019	%	-4.8%
Min. 52 sem.	R\$	40.51
Máx. 52 sem.	R\$	62.42


Múltiplos

	2019E	2020E	2021E
EV/EBITDA	4.7	5.0	4.8
EPS	US\$ 1.44	1.19	1.21
P/E	8.9	10.7	10.6

Gabriela E Cortez
 Analista Sênior
gabrielaecortez@bb.com.br

Carvão: volumes menores afetam resultados. Os volumes retraíram 30% t/t. Os preços realizados apresentaram movimentos mistos com carvão termal caindo, ao passo que carvão metalúrgico avançou no período. As receitas somaram US\$ 333 mm no 1T19, 31% menor que o trimestre anterior. O CPV somou US\$ 423 mm, influenciado por menor diluição de custos fixos. Assim, o EBITDA totalizou negativos US\$ 69 mm, contra positivos US\$ 16 mm no 4T18.

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	1T19a	1T19e	A/E	t/t	a/a
Receitas Totais	8,203	9,256	-11.4%	-16.4%	-4.6%
Minerais ferrosos	6,343	7,092	-10.6%	-7.2%	-2.8%
Carvão	333	459	-27.4%	-4.8%	-12.4%
Metais Básicos	1,451	1,631	-11.1%	1.1%	-11.2%
(-) COGS	(4,701)	(5,664)	-17.0%	-1.5%	-10.0%
Lucro Bruto	3,502	3,592	-2.5%	-11.5%	3.7%
SG&A	(110)	(709)	-84.5%	47.2%	-72.2%
(-) G&A	(21)	(132)	-84.1%	20.2%	-81.3%
(-) Vendas	(89)	(29)	204.4%	-5.7%	641.7%
(-) P&D	(71)	(94)	-24.8%	-24.5%	2.9%
(-) Pré-operacional	(214)	(81)	165.0%	22.4%	174.4%
(-) Impacto Brumadinho	(4,504)	-	-	-	-
(-) Outros	(288)	(373)	-22.8%	148.6%	130.4%
EBIT	1,685	2,882	-41.5%	-19.5%	-43.2%
(+) Resultados Financeiros	(706)	(262)	169.1%	-79.6%	27.7%
(-) Impostos	632	(1,069)	-159.1%	-2586.5%	-187.7%
Resultado Líquido	(1,675)	1,535	-209.1%	-33.9%	-205.3%
EBITDA	(652)	4,477	-114.6%	0.2%	-116.4%
Margem EBITDA (%)	-7.9%	44.4%	52.3 p.p.	-1.2 p.p.	-54.1 p.p.
EBITDA por segmento	1T19a	1T19e	A/E	t/t	a/a
Minerais ferrosos	3,602	3,946	-8.7%	-12.5%	5.7%
Metais Básicos	505	606	-16.7%	-14.8%	-21.5%
Carvão	(69)	52	-231.8%	-531.4%	-166.1%
Outros	(186)	-	-	-28.2%	-19.1%
Impacto de Brumadinho	(4,504)	-	-	-	-
EBITDA Total	(652)	4,477	-	-	-
EBITDA Total (ex-Brumadinho)	4,101	4,477	-8.4%	-8.2%	3.3%
Margem EBITDA (%)	1T19a	1T19e	A/E	t/t	a/a
Minerais ferrosos	56.8%	55.6%	1.1 p.p.	3.0 p.p.	4.6 p.p.
Carvão	34.8%	37.1%	-2.3 p.p.	-1.9 p.p.	-4.6 p.p.
Metais Básicos	-20.7%	11.4%	-32.1 p.p.	-24.0 p.p.	-48.1 p.p.
Total EBITDA	-7.9%	44.4%	-	-	-

Indicadores de Endividamento

US\$ milhões	1T19	q/q	y/y
Dívida Bruta	17,051	10%	-16%
Dívida Líquida	12,031	25%	-19%
Dívida Líquida /EBITDA	1.0x	0.4x	0.0x

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
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	
Açúcar e Etanol	Imobiliário
Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Agronegócios	Kamila Oliveira kamila@bb.com.br
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Óleo e Gás
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
Alimentos e Bebidas	Papel e Celulose
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Bancos e Serviços Financeiros	Siderurgia e Mineração
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Vinícius Soares vinicius.soares@bb.com.br	Transporte e Logística
Bens de Capital	Renato Hallgren renato@bb.com.br
Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	Utilities
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br
	Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br
	Varejo
	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Macroeconomia e Estratégia de Mercado	
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	
Henrique Tomaz htomaz@bb.com.br	
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	
Richardí Ferreira richardi@bb.com.br	
	Renda Fixa
	Renato Odo renato.odo@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	

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