

Desaquecimento da China reflete em resultado

Apesar da contínua elevação operacional, a Vale tem sido pressionada pelo cenário internacional mais volátil, principalmente quando o assunto é China. A menor confiança com relação àquela economia acabou pressionando os preços praticados, o que enfraqueceu o resultado da companhia. Destacamos positivamente a forte redução nas despesas operacionais em função dos menores gastos com P&D e de parada, o que ajudou a segurar o EBITDA ajustado.

Bulk Materials: queda no preço dos insumos prejudica desempenho. O resultado da Vale no 1T14 apresentou queda de 30,7% na receita operacional de minério de ferro e pelotas em relação ao 4T13, não só em função da queda nas vendas de minério (-21,4%) e de pelotas (-10,6%) – que, em parte, é explicada por questões sazonais – mas também devido ao recuo de 19,9% T/T no preço médio de minério. Como 41% das vendas foram baseadas no preço *spot* após a data de entrega, a queda no preço do insumo levou a um ajuste para baixo dos preços praticados no período prejudicando assim o resultado do segmento. A China reduziu sua representatividade na receita operacional para 33,1%, refletindo o recente aumento dos estoques do país e a consequente pressão sobre as compras no mercado transoceânico. No segmento de carvão, o fraco desempenho operacional em Carborough Downs resultou na queda de 64,5% no volume de vendas de metalúrgico que, somado a um preço médio 19,5% menor, resultou em uma receita total com carvão inferior em 57,4% T/T. No comparativo anual, o aumento na produção e nas vendas de minério e pelotas foi compensado pela forte queda nos preços dos insumos, mesmo tendo a desvalorização cambial neutralizado parte dessa queda.

Metais: desempenho com cobre penaliza resultado. No segmento de metais básicos, o menor volume vendido de níquel (-5,8%) foi parcialmente compensado pelo maior preço médio (+2,9%), resultando assim em uma queda de 1,3% T/T na receita. Segundo a Vale, apesar do rigoroso inverno no Hemisfério Norte, o aumento na produção de Onça Puma e VNC sustentaram o desempenho. Já a receita de cobre foi prejudicada não só pelo menor volume vendido (-15,7% T/T), mas também pela queda de 7,4% no preço médio. Apesar do *ramp up* de Salabo I ter alcançado 84,4% de sua capacidade nominal, problemas na produção das minas de Sossego e Voisey's Bay resultaram na perda de produtividade do segmento. As vendas de PGMs foram positivamente impulsionadas pelos maiores volumes vendidos e preço médio T/T. Com relação ao segmento de Fertilizantes, apesar da Vale ter reportado incremento no volume de vendas em quase todos os produtos fosfatados, os menores preços praticados deixaram a receita praticamente estável em relação ao 4T13.

Custos e Resultado Operacional. No 1T14, os menores volumes vendidos principalmente de minério, pelotas e níquel resultaram em uma queda R\$ 2,0 bilhões no CPV total consolidado. No entanto, excluindo o “efeito volume” os custos aumentaram em R\$ 508 milhões, reduzindo assim a margem bruta em 8,1 p.p. T/T. Já as despesas operacionais tiveram uma queda de 35,8% sobre o 4T13, devido ao menor dispêndio com P&D (-R\$ 279 milhões) e com despesas pré-operacionais e de parada (-R\$ 476 milhões). Desse modo, a Vale acabou encerrando o trimestre com um EBITDA ajustado de R\$ 9,6 bilhões, valor 36,8% inferior ao registrado no trimestre anterior.

R\$ Milhões	1T14	T/T	A/A
Receita Líquida	22.409	-26,8%	2,8%
Lucro Bruto	9.237	-37,1%	-10,9%
Margem Bruta (%)	41,2%	-6,8 p.p.	-6,3 p.p.
EBITDA ajustado	9.571	-36,8%	-8,0%
Margem EBITDA ajust (%)	42,7%	-6,8 p.p.	-5,0 p.p.
Lucro Líquido	5.909	-139,7%	-4,7%
Margem Líquida (%)	26,4%	75,0 p.p.	-2,1 p.p.

Fonte: Vale e BB Investimentos

Siderurgia e Mineração

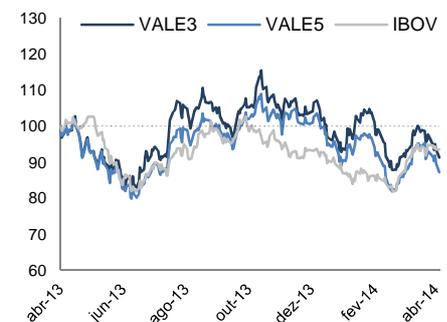
30 de abril de 2014

Victor Penna, CNPI
victor.penna@bb.com.br

Ticker	Outperform	
	VALE3	VALE5
Preço em 29/04/2014 (R\$)	29,78	26,73
Preço para 12/2014 (R\$)	46,20	44,40
Upside	55,1%	66,1%
Market Cap (R\$ milhões)	147.466	
Variação 1 mês	-1,3%	-0,9%
Variação 12 meses	-6,4%	-11,4%
Variação 2014	-14,3%	-15,8%
Mín. 52 sem.	26,41	24,04
Máx. 52 sem.	37,86	33,61

Múltiplos

	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	4,3x	4,0x	3,8x
P/L	5,5x	4,9x	4,9x
LPA	4,86	5,42	5,46



Fonte: Economática e BB Investimentos

Resultado Financeiro e Considerações. Devido à valorização do real em torno de 3,4% sobre o trimestre anterior, a Vale reportou ganhos com variação cambial de R\$ 1,2 bilhão no 1T14 e, assim, encerrou o período com um lucro líquido de R\$ 5,9 bilhões.

Diante dos dados mais fracos apresentados pela China nos últimos meses, em especial da balança comercial e PMI – que apresentou queda pelo quinto mês consecutivo após a divulgação do índice preliminar de abril – o preço do minério deverá seguir sob pressão e, conseqüentemente, manter comprimido o resultado da Vale nos próximos trimestres.

Para o segundo semestre, a expectativa é de um mercado ainda mais volátil com a entrada de novas capacidades vindas da Austrália, cujo montante deverá superar 150 milhões de toneladas se somados os projetos da BHP, Rio Tinto, Fortescue Metals, dentre outros. Isso torna ainda mais desafiadora a necessidade da Vale de entregar o volume previsto de 312 milhões em 2014, evitando assim a perda de *market share* no mercado transoceânico.

Endividamento (US\$ milhões)	1T14	T/T	A/A
Dívida Bruta	30.346	2,1%	0,5%
Dívida Líquida	23.162	-5,1%	-1,8%
Dívida Líquida / EBITDA	1,1x	0,0x	-0,2x

Vendas (mil ton.)	1T14	T/T	A/A
Minério de Ferro	57.843	-21,4%	3,9%
Pelotas	9.986	-10,6%	6,0%
Manganês	124	-80,9%	-70,3%
Ferro Ligas	51	4,1%	6,3%
Carvão Térmico	476	21,7%	693,3%
Carvão Metalúrgico	880	-64,5%	-39,2%
Cobre	84	-15,7%	15,8%
Níquel	65	-5,8%	3,2%
Cobalto	591	-17,2%	-26,6%
Ouro (onça troy)	79	-16,3%	67,1%
Prata (onça troy)	497	-20,4%	21,9%
PGMs (onça troy)	164	13,7%	30,6%
Potássio	116	-18,0%	-3,3%
Fosfatados	1.805	0,0%	19,4%
Nitrogenados	165	-4,3%	-45,9%

ROB/Produto (R\$ mm)	1T14	T/T	A/A
Minério de Ferro	12.336	-35,1%	-0,5%
Pelotas	3.475	-9,2%	19,6%
Manganês	50	-77,9%	-60,6%
Ferro Ligas	143	1,4%	7,5%
Carvão Térmico	85	28,9%	672,7%
Carvão Metalúrgico	238	-65,6%	-42,1%
Níquel	2.159	-1,3%	-0,1%
Cobre	1.190	-18,8%	16,1%
PGMs	391	18,1%	57,5%
Ouro	242	-2,6%	57,9%
Prata	31	17,6%	32,2%
Cobalto	64	-14,7%	1,6%
Potássio	93	-18,9%	-17,1%
Fosfatados	993	3,9%	0,3%
Nitrogenados	217	0,3%	-44,8%

Fonte: Vale 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 com 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
Victor Penna			

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.

Administração

Diretor

Sandro Kohler Marcondes

Gerente-Executivo

Eduardo César do Nascimento

Equipe de Pesquisa

Gerente - Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Variável

Bancos e Serviços Financeiros

Nataniel Cezimbra nataniel.cezembra@bb.com.br
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br

Commodities

Nataniel Cezimbra nataniel.cezembra@bb.com.br
Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Luciana de Carvalho luciana_cvl@bb.com.br
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br

Consumo

Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br

Imobiliário

Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br

Indústrias, Transportes e Small Caps

Mário Bernardes Junior mariobj@bb.com.br
Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br
Andre Ferreira andre.ferreira@bb.com.br
Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado: bb.distribuicao@bb.com.br

Varejo: acoes@bb.com.br

Gerente – Antonio Emilio Ruiz

Gerente - Marconi Maciel

Antonio Lima
Bruno Finotello
João Carlos Floriano
Marcela Andressa Pereira
Paulo Arruda
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária
Wagner Silveira Neustaedter

Distribuição e varejo
Ana Lucia Caruso da Silva
Henrique Reis
Márcio Carvalho José

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar
Rio de Janeiro RJ - Brasil
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

Deputy Managing Director

Selma da Silva +44 (207) 3675802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853

Melton Plumber +44 (207) 3675843

Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Rubens Cardoso +1 (646) 845-3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

Institutional Sales

Paco Zayco +65 6420-6571

Amelia Khoo +65 6420-6582