

Bloomberg 최고목표주가 **BRL 70.00**

현재주가 (19/05/13) **BRL 47.43**

국가 **브라질/미국**

거래소 **BOVESPA/NYSE**

상승여력 **47.6%**

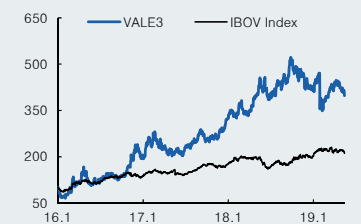
**Bloomberg Rating**

매수	보유	매도
83%	17%	0%

EPS 성장률 (19F,%)	39.4
P/E (19F,x)	6.5
MKT P/E (19F,x)	11.1
배당수익률 (%)	N/A

시가총액 (십억BRL)	250.64
시가총액 (조원)	74.9
유동주식수 (백만 주)	4,224.4
52주 최저가 (BRL)	40.51
52주 최고가 (BRL)	62.42

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.9	-14.0	-12.6
상대주가	-6.7	-19.4	-18.8



**[글로벌 에너지 & 천연자원]**

권영배 Youngbae Kwon, CFA  
 02-3774-6012  
 yb.kwon@miraesaset.com

# 발레 Vale SA

(VALE3 BZ/VALE US)

## 아물어가는 상처

### 대형 재난, 그 후...

발레는 지난 1월 브라질 남부 브루마지뉴 지역에 위치한 다수의 광산 댐이 붕괴되는 사고를 겪었다. 다수의 사상자가 발생한 대형 사고로, 이후 발레는 광범위한 지역의 광산에 대해 생산을 중단한 상태다. 연간 약 4~5천만톤 수준의 철광석 생산이 차질을 겪을 것으로 전망되고 있다.

사고 후 발레는 약 US\$4.5bn의 총당금을 책정했다. 1) 보상 및 복원, 합의 비용(\$2.4bn), 2) 사고 댐 철거 관련 비용 (\$1.8bn) 등을 포함한다. 총당금 영향으로 발레의 1Q19 영업이익은 -\$1.7bn을 기록했다.

발레의 1Q19 철광석 생산량은 11.1% YoY 감소했다. 사고 지역의 광산이 생산을 중단하고, S11D 등이 폭우 등의 계절적 영향을 받았기 때문이다. 우리는 발레의 2019년 철광석 생산량이 전년대비 4,300만톤 줄어든 것으로 전망한다.

### 견고한 철광석 시장

한편 세계 철광석 시장은 견고한 상태를 유지하고 있다. 미-중간 무역 분쟁으로 인한 경제 불확실성이 커졌음에도 불구하고, 발레의 공급 차질로 철광석 가격은 올해 들어 56% 상승한 상태다 (58% Fine 기준). 발레의 공급 차질 물량은 리오틴토와 BHP그룹 등 경쟁 광산업체들의 증산으로도 만회할 수 없는 규모다. 계절적인 성수기에 진입하고, 중국 정부의 잠재적인 경기 부양책 등은 철광석 수요에 긍정적인 영향을 줄 것이다.

발레는 연간 11% 수준의 생산량 손실에도 불구하고, 철광석 가격 상승 덕에 매출액 손실은 4% 수준에 그칠 전망이다. 영업이익도 일회성 비용을 제거하면 5% 수준의 감소에 그칠 것으로 보인다. 사고 관련 비용은 1Q19 중 대부분 반영했기 때문에, 앞으로 추가적인 재무적인 부담은 제한될 것이다.

### 과도한 주가 하락

발레 주가는 댐 사고 이후 약 20% 하락했다. 시가총액은 \$17bn이 감소했다. 사고로 인해 철광석 생산 차질이 장기화 될 가능성이 높다는 점은 분 부정적이다. 하지만 현재 주가도 이를 충분히 반영하고 있다.

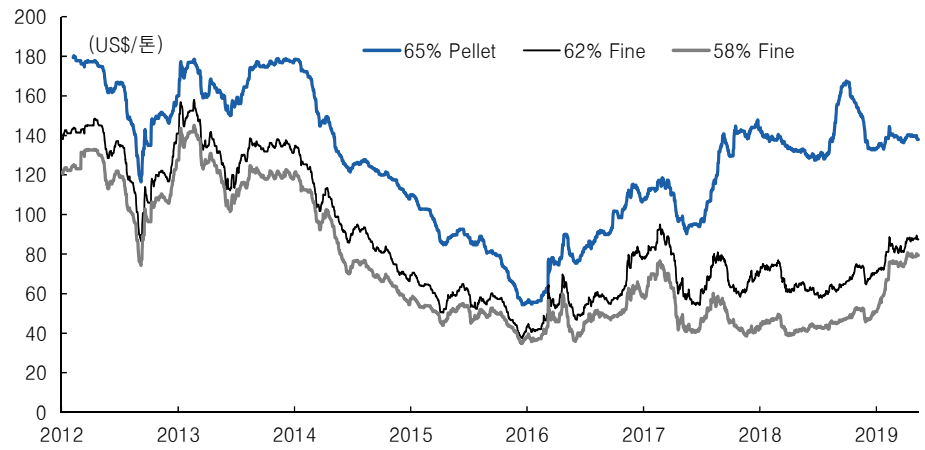
오히려 1) 철광석 가격 상승으로 인해 이익 감소폭이 제한되고, 2) 사고로 인한 비용 부담도 예측 범위를 벗어나 크게 늘어나기 어렵다는 점을 감안하면, 발레의 주가 하락폭은 과도해 보인다. 사고로 인한 피해가 수습되는 시점에서 주식 매수를 추천한다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억BRL)	94.6	108.5	134.5	145.5	143.9	149.3
영업이익 (십억BRL)	24.0	34.8	43.9	56.7	49.3	47.6
영업이익률 (%)	25.3	32.1	32.6	39.0	34.3	31.9
순이익 (십억BRL)	13.31	17.63	25.66	31.13	31.39	31.45
EPS (BRL)	2.58	3.39	4.95	6.90	6.12	6.46
ROE (%)	10.3	13.0	16.3	19.1	15.5	14.6
P/E (배)	7.6	10.3	10.2	6.5	7.3	7.3
P/B (배)	1.0	1.5	1.5	1.2	1.1	1.1

주: GAAP

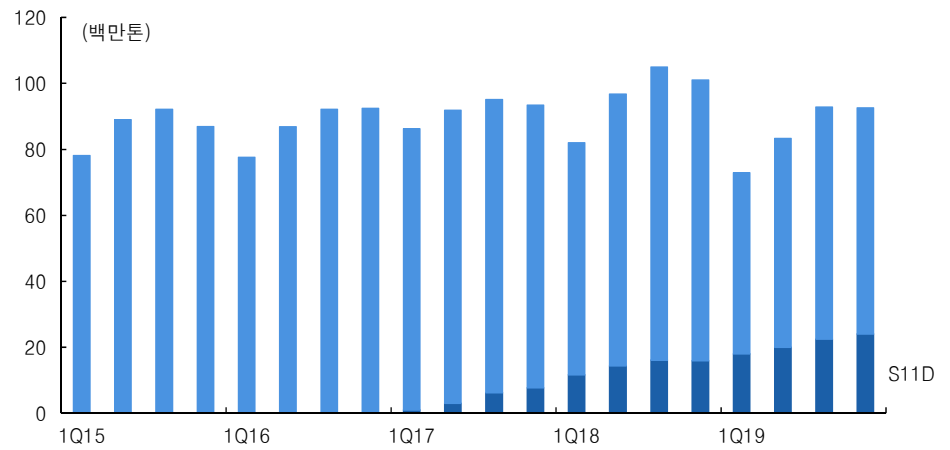
자료: 발레 Vale SA, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 국제 철광석 가격



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 철광석 생산량



자료: Vale, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 발레 실적 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
Production ('000 MT)																		
Iron ore	86,198	91,849	95,102	93,362	81,953	96,755	104,945	100,988	72,870	83,353	92,764	92,606	348,846	366,511	384,639	341,593	372,186	
(% YoY)	11.2	5.8	3.3	1.1	-4.9	5.3	10.3	8.2	-11.1	-13.9	-11.6	-8.3	0.8	5.1	4.9	-11.2	9.0	
Pellets	12,422	12,215	12,766	12,897	12,780	12,838	13,878	15,812	12,174	13,480	14,572	16,603	46,218	50,300	55,308	56,828	58,533	
Nickel	71	66	73	78	59	66	56	64	55	67	56	65	311	288	245	243	245	
Copper	40	29	40	38	93	98	95	110	94	96	93	108	177	146	396	390	382	
Cobalt (MT)	1,259	1,413	1,489	1,650	1,327	1,302	1,028	1,437	1,195	1,107	1,131	1,581	5,799	5,811	5,094	5,013	5,264	
Commodity pricings (US\$/MT)																		
Iron ore, 65% pellets	113.4	96.9	119.4	141.1	138.3	131.2	143.3	147.7	137.6	135.0	135.0	135.0	84.7	117.7	140.1	135.6	140.0	
Iron ore, 62% Fine	85.1	61.3	71.6	64.4	71.5	62.6	61.8	69.9	79.2	85.0	80.0	75.0	57.4	70.6	66.4	79.8	70.0	
Nickel	10,265	9,209	10,538	11,606	13,264	14,517	13,350	11,561	12,441	12,500	12,500	12,500	9,597	10,404	13,173	12,485	13,000	
Copper	5,833	5,668	6,351	6,822	6,962	6,900	6,138	6,152	6,215	6,200	6,000	6,200	4,873	6,169	6,538	6,154	6,500	
Cobalt	43,624	55,954	59,038	64,516	81,741	87,584	65,772	56,928	35,164	35,000	34,000	35,000	25,463	55,783	73,006	34,791	35,000	
Summary income statements (US\$ mn)																		
Net operating revenue	8,515	7,235	9,050	9,167	8,603	8,616	9,543	9,813	8,203	8,601	8,963	9,233	29,363	33,967	36,575	35,000	34,626	
Bulk materials	6,821	5,595	7,180	7,100	6,907	6,677	7,864	8,128	6,676	6,971	7,514	7,536	21,190	26,696	29,576	28,697	28,146	
Base metals	1,597	1,512	1,762	2,000	1,634	1,870	1,586	1,613	1,451	1,568	1,387	1,635	6,139	6,871	6,703	6,041	6,232	
Operating profits	3,400	1,743	3,177	3,140	3,098	2,854	3,271	2,865	(1,685)	2,749	2,859	2,956	4,882	11,460	12,088	6,880	11,892	
(OPM, %)	39.9	24.1	35.1	34.3	36.0	33.1	34.3	29.2	-20.5	32.0	31.9	32.0	16.6	33.7	33.0	19.7	34.3	
Pre-tax profits	3,311	126	3,317	1,069	2,412	(571)	2,020	2,955	(2,307)	2,229	2,459	2,436	5,837	7,823	7,693	4,818	10,052	
Net profits	2,490	16	2,223	778	1,590	63	1,408	3,786	(1,642)	1,617	1,785	1,769	3,692	5,507	7,724	3,529	7,298	
EBITDA	4,308	2,729	4,192	4,109	3,971	3,902	4,374	4,464	(652)	3,709	3,818	3,916	12,181	15,338	16,711	10,790	15,729	
(EBITDA margin, %)	50.6	37.7	46.3	44.8	46.2	45.3	45.8	45.5	-7.9	43.1	42.6	42.4	41.5	45.2	45.7	30.8	45.4	
Capital Expenditure	1,144	894	863	977	865	705	692	1,498	611	720	720	720	5,615	3,878	3,760	2,771	2,980	
Free cash flow (excl. Financing activities)	1,963	1,243	2,243	2,073	2,803	2,133	2,506	1,875	(699)	2,800	2,347	1,971	3,873	7,523	9,921	9,380	9,251	
EPS (US\$, Common shares)	0.41	0.18	0.40	0.36	0.31	0.01	0.27	0.73	-0.32	0.31	0.34	0.34	0.96	1.35	1.32	0.68	1.40	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

#### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.