

## Vale (VALE3): Atualização das estimativas; Novo preço-alvo

### Negociando em níveis anormais de valuation; Re-rating se aproximando; Compra

Há meses defendemos que a Vale tem negociado em níveis de valuation anômalos: EV/EBITDA abaixo de 3x, FCF yield de dois dígitos, potencial de retorno de caixa robusto e sem alavancagem. Agora vemos razões para dobrar essa tese. Após resultados mais sólidos no 4T20 e um ciclo de preços de commodities mais otimista, elevamos nossas estimativas para a empresa mais uma vez (pela 5ª vez em um ano?). Acreditamos que a Vale combina um forte ambiente operacional *top-down* e uma história única (retorno de caixa, ESG, redução do risco operacional, eliminação de queima de recursos...). Rating de Compra nos níveis atuais.

### Colocando o superciclo em nossa curva de Minério de Ferro

Projetamos agora uma curva de minério de ferro de US\$ 140/t para 2021 (saindo de 130/t), US\$ 110/t para 2022 (de 100/t), US\$ 100/t para 2023 (de 85/t), US\$ 85/t para 2024 (de 70/t) e um preço real de longo prazo de US\$ 70/t (inalterado).

### Atualização do modelo: principais mudanças em nossas estimativas

Estamos aumentando nosso EBITDA em 15-20%, principalmente na esteira dos preços mais altos do minério de ferro. Além disso, também incorporamos os números do 4T20 e novas projeções para saídas de Brumadinho (~ US\$ 2,4 bilhões em 2021). Esperamos agora que o EBITDA alcance US\$ 35 bilhões em 2021, com cerca de US\$ 20 bilhões em geração de FCFE (yield de 22%). Também aumentamos nossa projeção de pagamento de dividendos do 2S e agora vemos a Vale pagando um total de ~US\$ 8 bilhões (US\$ 3 bilhões extraordinários), para um total de ~US\$ 12 bilhões no ano (13% de yield). Ainda assim, vemos a empresa atingindo uma posição de caixa líquido de -US\$ 6 bilhões no final de 2021 (-0,2x; contábil).

### Mantemos nossa Compra; Muito desvalorizada; Elevando o preço-alvo para R\$ 140 (de R\$ 103)

A Vale tem tido sucesso em atender às principais preocupações dos acionistas nos últimos meses. Na frente operacional, a administração tem proporcionado estabilidade operacional e crescimento, e está a caminho de cumprir seu guidance de 315-335Mt em 2021. Os dividendos estão bem encaminhados e vemos retornos de caixa relevantes para 2021 (13% de yield). Em ESG, a gestão continua gradualmente a preencher o gap e pretende tornar-se uma referência na indústria nos próximos anos. De acordo com nossas estimativas revisadas, vemos a Vale sendo negociada em níveis subvalorizados de 2,5x EV/EBITDA 21 (desconto excessivo para pares de ~50% vs. níveis justos de 15-20%, em nossa opinião).

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Eduardo Rosman

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Thomas Peredo, CFA

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Vale (VALE3)

Data	02/03/2021
Ticker	VALE3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	140,0
Preço (R\$)	98,6
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	505.655,33
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1990,30

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	4,4x	4,9x
EV/EBITDA	2,6x	2,7x

#### Stock Performance:

Março (%)	4,3%
LTM (%)	131,8%



Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	2,6	27,1	82,9	61,6	53,0
EV/EBITDA	4,3	4,1	2,3	2,6	2,7
P/L	-41,4	18,1	3,3	4,4	4,9
Dividend Yield %	0,0	3,8	13,6	14,5	13,9

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	37.570	40.018	56.252	51.157	49.970
EBITDA	18.133	21.954	35.526	30.370	28.651
Lucro Líquido	-1.683	4.881	26.881	20.468	18.302
LPA (R\$)	-0,32	0,92	5,09	3,87	3,46
DPA Líquido (R\$)	0,00	0,63	2,29	2,45	2,36
Dívida Líquida/Caixa	-8.787	-2.382	5.964	9.443	11.699

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano: (E) com base no preço das ações de R\$ 98.57. em 26 de Fevereiro de 2021.

## Estimativas Novas x Antigas

Tabela 1: Estimativas de EBITDA novas e antigas do BTGP para a Vale

		2021	2022	2023
EBITDA - BRL	Novo	35.526	30.370	28.651
	Antigo	30.588	25.719	22.205
	Novo vs. Antigo	16%	18%	29%

Fonte: BTG Pactual

## Sensibilidade: análise atualizada com nossas estimativas revisadas

Tabela 1: EBITDA 2021

		Iron Ore pricing - US\$/t						
		100	115	130	145	160	175	190
USD / BRL	4.0	22,936	27,274	31,612	35,949	40,287	44,625	48,962
	4.2	23,118	27,456	31,794	36,131	40,469	44,807	49,144
	4.4	23,300	27,638	31,976	36,313	40,651	44,989	49,326
	4.6	23,482	27,820	32,158	36,495	40,833	45,171	49,508
	4.8	23,664	28,002	32,340	36,677	41,015	45,353	49,690
	5.0	23,846	28,184	32,522	36,859	41,197	45,535	49,872
	5.2	24,028	28,366	32,704	37,041	41,379	45,717	50,054
	5.4	24,210	28,548	32,886	37,223	41,561	45,899	50,236
	5.6	24,392	28,730	33,068	37,405	41,743	46,081	50,418
	5.8	24,574	28,912	33,250	37,587	41,925	46,263	50,600
6.0	24,756	29,094	33,432	37,769	42,107	46,445	50,782	

Fonte: BTG Pactual | Iron Ore pricing = Preço minério de ferro

Tabela 2: EV/EBITDA 2021

		Iron Ore pricing - US\$/t						
		100	115	130	145	160	175	190
USD / BRL	4.0	4.4x	3.6x	3.0x	2.6x	2.2x	1.9x	1.7x
	4.2	4.3x	3.5x	3.0x	2.5x	2.2x	1.9x	1.7x
	4.4	4.3x	3.5x	2.9x	2.5x	2.2x	1.9x	1.7x
	4.6	4.2x	3.5x	2.9x	2.5x	2.2x	1.9x	1.7x
	4.8	4.2x	3.4x	2.9x	2.5x	2.1x	1.9x	1.7x
	5.0	4.1x	3.4x	2.8x	2.4x	2.1x	1.9x	1.6x
	5.2	4.1x	3.3x	2.8x	2.4x	2.1x	1.8x	1.6x
	5.4	4.0x	3.3x	2.8x	2.4x	2.1x	1.8x	1.6x
	5.6	4.0x	3.3x	2.8x	2.4x	2.1x	1.8x	1.6x
	5.8	3.9x	3.2x	2.7x	2.4x	2.1x	1.8x	1.6x
6.0	3.9x	3.2x	2.7x	2.3x	2.0x	1.8x	1.6x	

Fonte: BTG Pactual. Nota: Considerando o conceito de "dívida líquida expandida" | Iron Ore pricing = Preço minério de ferro

**Tabela 3: FCF Yield 2021**

		Iron Ore pricing - US\$/t						
		100	115	130	145	160	175	190
USD / BRL	4.0	11%	14%	18%	21%	25%	28%	32%
	4.2	11%	14%	18%	21%	25%	28%	32%
	4.4	11%	15%	18%	22%	25%	29%	32%
	4.6	11%	15%	18%	22%	25%	29%	32%
	4.8	12%	15%	19%	22%	26%	29%	33%
	5.0	12%	15%	19%	22%	26%	29%	33%
	5.2	12%	16%	19%	23%	26%	30%	33%
	5.4	12%	16%	19%	23%	26%	30%	33%
	5.6	13%	16%	20%	23%	27%	30%	34%
	6.0	13%	17%	20%	24%	27%	31%	34%

Fonte: BTG Pactual. Nota: Inclui saídas relacionadas a Brumadinho | Iron Ore pricing = Preço minério de ferro

**Tabela 4: Dívida Líquida / EBITDA 21**

		Iron Ore pricing - US\$/t						
		100	115	130	145	160	175	190
USD / BRL	4.0	0.2x	0.0x	-0.1x	-0.1x	-0.2x	-0.2x	-0.3x
	4.2	0.1x	0.0x	-0.1x	-0.1x	-0.2x	-0.2x	-0.3x
	4.4	0.1x	0.0x	-0.1x	-0.1x	-0.2x	-0.2x	-0.3x
	4.6	0.1x	0.0x	-0.1x	-0.2x	-0.2x	-0.2x	-0.3x
	4.8	0.1x	0.0x	-0.1x	-0.2x	-0.2x	-0.3x	-0.3x
	5.0	0.1x	0.0x	-0.1x	-0.2x	-0.2x	-0.3x	-0.3x
	5.2	0.0x	-0.1x	-0.1x	-0.2x	-0.2x	-0.3x	-0.3x
	5.4	0.0x	-0.1x	-0.1x	-0.2x	-0.2x	-0.3x	-0.3x
	5.6	0.0x	-0.1x	-0.1x	-0.2x	-0.2x	-0.3x	-0.3x
	6.0	0.0x	-0.1x	-0.2x	-0.2x	-0.2x	-0.3x	-0.3x

Fonte: BTG Pactual. Obs.: Considerando dívida líquida contábil + REFIS | Iron Ore pricing = Preço minério de ferro

## Tabela de comparáveis do setor de mineração

**Tabela 6: Tabela de Comparáveis Global de Mineração**

Empresa	Ticker	Mkt Cap (Mn USD)	EV Ebitda			P/E			FCF Yield			Dívida líquida/Ebitda		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
<b>Minério de ferro + mineração diversificada</b>														
Rio Tinto	RIO LN	145.997	6,5x	5,4x	6,7x	11,9x	9,3x	12,5x	9%	12%	9%	0,2x	0,0x	0,1x
BHP	BHP LN	181.594	9,0x	6,8x	7,2x	17,6x	12,1x	12,6x	7%	10%	9%	0,5x	0,3x	0,3x
Anglo American	AAL LN	49.844	6,7x	4,2x	5,0x	18,1x	8,6x	10,5x	3%	14%	10%	0,7x	0,4x	0,4x
Fortescue Metals Group Ltd	FMG AU	53.974	6,6x	3,9x	5,6x	11,4x	6,3x	9,7x	5%	9%	7%	0,1x	0,0x	0,0x
CAP SA	CAP CI	2.109	4,1x	3,4x	4,4x	7,3x	4,8x	6,4x	0%	0%	0%	0,5x	-0,1x	-0,4x
Vale*	VALE US	89.308	4,2x	2,6x	2,8x	18,3x	3,3x	4,4x	8%	23%	18%	0,1x	-0,2x	-0,3x
<b>Média ponderada</b>			7,0x	5,1x	5,9x	15,5x	8,8x	10,6x	7%	13%	10%	0,3x	0,1x	0,1x
<b>Cobre</b>														
SCC*	SCCO US	55.143	15,3x	10,6x	9,4x	34,0x	20,2x	18,2x	3%	5%	5%	1,0x	0,6x	0,2x
GMEX*	GMEXICOB MM	37.086	8,9x	6,9x	6,2x	21,7x	14,3x	12,8x	6%	5%	8%	1,3x	0,9x	0,6x
Antofagasta	ANTO LN	25.134	10,8x	8,0x	8,4x	44,0x	25,1x	26,9x	2%	3%	3%	0,1x	0,1x	-0,1x
Kazakhmys	KAZ LN	5.501	6,2x	5,2x	5,1x	9,8x	6,6x	7,0x	5%	14%	18%	2,0x	1,5x	1,3x
Freeport McMoran	FCX US	49.457	16,9x	7,5x	6,5x	68,6x	15,1x	13,1x	2%	7%	8%	1,8x	0,4x	0,0x
Boliden	BOL SS	10.984	6,8x	6,0x	6,4x	14,7x	12,3x	13,5x	4%	6%	6%	0,3x	0,1x	0,0x
<b>Média ponderada</b>			13,0x	8,2x	7,5x	40,4x	17,4x	16,3x	3%	6%	7%	1,1x	0,5x	0,2x

Fonte: Bloomberg, BTG Pactual. \* Estimativas BTGP. Obs.: Preços de fechamento a partir de 26 de fevereiro.

## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo o banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

**Certificação dos analistas:** Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)