

## Vale (VALE3): Resultado do 1T21

### Em linha com o consenso, mas com excelente qualidade (FCF yield anualizado de 22%); Compra

A Vale apresentou um conjunto sólido de resultados, amplamente esperados pelo mercado. E o que é surpreendente para nós é que esses resultados (excelentes) parecem um tanto “antigos”, pois os fundamentos melhoraram significativamente (além disso, apreciamos o impulso de volumes sazonal). O EBITDA ficou em US\$ 8,5 bilhões, em linha com o consenso e + 178% a/a, 8% abaixo de nossa projeção. Estávamos errados sobre os volumes de minério de ferro e metais básicos, que foram previamente divulgados no relatório de produção da Vale alguns dias atrás (então sabíamos que essa “diferença” estava por vir). Ainda, os números operacionais foram excepcionais onde é importante (esta é uma história de FCF), e a Vale conseguiu surpreender até os mais otimistas na conversão de EBITDA em FCF, entregando FCFE de US\$ 5,8 bilhões (22% de yield anualizado! / 12% acima nossa projeção). A empresa já está atingindo sua meta de dívida líquida expandida de US\$ 10 bilhões, o que implica que ela poderia pagar a maior parte do FCF aos acionistas nos próximos trimestres (yields de dois dígitos no 2S parecem possíveis). Esperaríamos uma reação positiva aos resultados e mantemos a Vale como nossa Top Pick, negociando a ~ 3x EBITDA 2021 / FCFE com yield acima de 20%.

### Divisão de ferrosos: sazonalidade fraca afetando os volumes ...

A Vale apresentou um desempenho decente em sua divisão de ferrosos, com EBITDA de US\$ 7,8 bilhões, -11% menor t/t (e + 170% a/a), mas ligeiramente abaixo da estimativa do BTG. A diferença em relação aos nossos números foi explicada, em grande parte, pelos menores volumes de minério de ferro e preços realizados. As vendas ficaram em 65,6Mt (finos + pelotas), alta de 12% a/a (-5% menor que nossa expectativa) e -27% menor t/t por conta da sazonalidade. Os preços realizados também decepcionaram um pouco em US\$ 156/t (-4% vs. projeção do BTG), principalmente devido a um “efeito negativo dos mecanismos de precificação” (preços defasados na marcação a mercado), que esperamos ser revertido à frente. O custo caixa C1 (excluindo compras de terceiros) foi de US\$ 14,8/t (caindo de US\$ 15,0/t no 1T20), conforme a empresa gradualmente aumenta a produção, aumentando a diluição do custo fixo.

### Metais básicos impactados por vendas menores; Reforma da unidade de carvão concluída

O EBITDA de metais básicos ficou em US\$ 1,01 bilhão (-9% vs. estimativa do BTG) e -11% t/t (+ 100% vs. 1T20). A diferença para nossos números foi, em grande parte, impulsionada por vendas gerais mais baixas, com níquel em 48kt (-4% vs. nossa expectativa e + 9% a/a) e cobre em 71kt (-11% vs. projeção do BTG, -20% a/a). Os preços realizados do níquel ficaram em linha conosco (e os preços de referência), enquanto os preços do cobre nos surpreenderam positivamente, saindo de US\$ 4,31/lb (+ 12% vs. estimativa do BTG). Carvão:

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Leonardo Correa

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Caio Greiner

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

##### Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

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

#### Vale (VALE3)

Data	26/04/2021
Ticker	VALE3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	140,0
Preço (R\$)	108,6
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	557.051,06
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	2.137,18

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	3,9x	5,1x
EV/EBITDA	2,8x	3,1x

#### Stock Performance:

Abril (%)	10,8%
LTM (%)	170,1%



segue com EBITDA negativo, agora de -US\$ 159 milhões (melhor que no 4T20). A empresa concluiu agora a renovação da unidade de carvão e continua a esperar um *run-rate* de 15 Mtpa até 2S21 (e níveis potencialmente de equilíbrio).

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	2,6	27,1	81,3	61,1	52,7
EV/EBITDA	4,3	4,1	2,8	3,1	3,3
P/L	-41,4	18,1	3,9	5,1	5,7
Dividend Yield %	0,0	3,8	11,5	12,4	11,9

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	37.570	40.018	55.578	50.859	49.773
EBITDA	18.133	21.954	35.079	30.105	28.483
Lucro Líquido	-1.683	4.881	26.485	20.265	18.170
LPA (R\$)	-0,32	0,92	5,01	3,83	3,44
DPA líquido (R\$)	0,00	0,63	2,26	2,44	2,35
Dívida Líquida/Caixa	-8.787	-2.382	5.820	9.157	11.323

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\$ 108.57. em 26 de Abril de 2021.

## Mudando para caixa líquido (contábil); Excelente FCF

Como mencionamos anteriormente, o principal destaque do trimestre foi a conversão de caixa. Calculamos que a empresa converteu cerca de 70% de seu EBITDA em FCF, o que consideramos incomparável em nosso universo de cobertura. Como consequência, a empresa está se movendo para uma posição de caixa líquido contábil de US\$ 2,1 bilhões (melhor do que o que havíamos projetado). Em uma base expandida (incluindo todos os passivos), a dívida líquida atingiu US\$ 10 bilhões, que é a estrutura de capital alvo da Vale (implicando em um balanço patrimonial muito conservador; menos de 0,5x). Dessa forma, a maior parte do FCF deve ser distribuída aos acionistas ao longo dos próximos trimestres, podendo implicar em retorno de caixa acima de US\$ 10 bilhões para o restante do ano. No programa de recompra da empresa, acreditamos que as compras devem acelerar durante as próximas semanas/meses.

## Reiteramos nossa Compra; Totalmente desvalorizada; Re-rating à frente...

A Vale tem tido sucesso em abordar as principais preocupações dos acionistas nos últimos meses. Na frente operacional, a gestão tem proporcionado estabilidade operacional e crescimento recentemente, 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 (yield de ~15%). 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 ~ 3x EV/EBITDA 2021 (desconto excessivo de 30-35% para os pares vs. níveis justos de 15-20%, em nossa opinião).

**Tabela 1: Resultado reportado da Vale vs. estimativas do BTG Pactual**

DRE (US\$ milhões)	Resultados 1T21	Estimativas BTG Pactual 1T21	Reportado vs. Estimativas (%)	4T20 reportado	1T20 reportado	t/t	a/a
<b>Receita Líquida</b>	<b>12.645</b>	<b>13.973</b>	<b>-10%</b>	<b>14.769</b>	<b>6.969</b>	<b>-14%</b>	<b>81%</b>
- CPV	(4.627)	(4.717)	-2%	(5.733)	(4.278)	-19%	8%
<b>= Lucro Bruto</b>	<b>8.018</b>	<b>9.256</b>	<b>-13%</b>	<b>9.036</b>	<b>2.691</b>	<b>-11%</b>	<b>198%</b>
- Desp. Venda, Gerais e Administrativas	(105)	(178)	-41%	(188)	(115)	-44%	-9%
- Pesquisa e Desenvolvimento	(100)	(145)	-31%	(153)	(95)	-35%	5%
+/- outros	(433)	(559)	-23%	(6.900)	(518)	-94%	-16%
<b>= Lucro Operacional</b>	<b>7.380</b>	<b>8.375</b>	<b>-12%</b>	<b>1.795</b>	<b>1.963</b>	<b>311%</b>	<b>276%</b>
Receitas Financeiras líquidas (despesas)	(1.312)	(160)	721%	(894)	(418)	47%	214%
Variação monetária/derivativos	1.234	(693)	-278%	213	(1.867)	5	(2)
Receitas não operacionais (despesas)	0	0		0	0		
<b>= EBT</b>	<b>7.303</b>	<b>7.522</b>	<b>-3%</b>	<b>1.114</b>	<b>(322)</b>	<b>555%</b>	<b>-2368%</b>
- Imposto sobre o resultado e contribuição social	(1.810)	(1.504)	n.a.	(148)	649	1123%	-379%
- Participação minoritária	69	95	n.a.	95	78	-27%	-12%
+/- Variação patrimonial	(16)	0	n.a.	(322)	(166)	-95%	-90%
<b>= Lucro Líquido</b>	<b>5.546</b>	<b>6.112</b>	<b>-9%</b>	<b>739</b>	<b>239</b>	<b>650%</b>	<b>2221%</b>
<b>= LPA</b>	<b>1,11</b>	<b>1,22</b>	<b>-9%</b>	<b>0,15</b>	<b>0,05</b>	<b>650%</b>	<b>2221%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>8.467</b>	<b>9.322</b>	<b>-9%</b>	<b>9.103</b>	<b>3.041</b>	<b>-7%</b>	<b>178%</b>

  

Divisão EBITDA (US\$ milhões)	Resultados 1T21	Estimativas BTG Pactual 1T21	Reportado vs. Estimativas (%)	4T20 reportado	1T20 reportado	t/t	a/a
Finos	6.920	7.412	-7%	7.881	2.411	-12%	187%
Pelotas	840	1.280	-34%	894	424	-6%	98%
Minerais Ferrosos	<b>7.811</b>	<b>8.714</b>	<b>-10%</b>	<b>8.800</b>	<b>2.847</b>	<b>-11%</b>	<b>174%</b>
Metais Básicos	1.011	1.115	-9%	1.138	510	-11%	98%
Carvão	(159)	(231)	-31%	(291)	(158)	-45%	1%
<b>EBITDA consolidado</b>	<b>8.467</b>	<b>9.322</b>	<b>-9%</b>	<b>9.103</b>	<b>3.041</b>	<b>-7%</b>	<b>178%</b>

  

Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (US\$ milhões)	Resultados 1T21	Estimativas BTG Pactual 1T21	Reportado vs. Estimativas (%)	4T20 reportado	1T20 reportado	t/t	a/a
EBITDA	8.467	9.322	-9%	9.103	3.041	-7%	178%
Capex	(1.009)	(1.500)	-33%	(1.444)	(1.124)	-30%	-10%
Resultados Financeiros & Outros	(996)	(160)	523%	(894)	(418)	11%	138%
Impostos	(1.164)	(1.504)	-23%	(539)	(349)	116%	234%
Recebíveis	3.515	5.123	-31%	4.993	2.096	-30%	68%
Estoque	4.274	3.668	17%	4.061	4.090	5%	4%
Contas a pagar	3.113	2.770	12%	3.367	3.009	-8%	3%
Capital de Giro	4.676	6.022	-22%	5.687	3.177	-18%	47%
Variação de Capital de Giro	(549)						
<b>FCFE</b>	<b>5.847</b>						
Dívida Líquida	(2.136)	(1.808)	18%	(898)	4.539	138%	-147%
Dívida Líquida/EBITDA	(0,1x)	(0,1x)		(0,0x)	0,3x		

Fonte: Empresa e BTG Pactual

## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual S.A. (excluindo os diretores do 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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)