

## Vale (VALE3): Resultado do 2T21

### Um trimestre recorde, e em linha com as estimativas; Algumas questões menores, mas a história do FCF está intacta; Compra

A Vale reportou resultados sólidos (recorde histórico), que vieram um pouco abaixo das expectativas do consenso (-2%). O EBITDA ficou em US\$ 11,2 bilhões, 7% abaixo de nossas expectativas reconhecidamente otimistas, fortemente influenciadas pela força dos preços do minério de ferro. A diferença em relação às nossas expectativas foi impulsionada, principalmente, por menores preços de minério de ferro realizados dados os efeitos do mix, maiores custos de caixa de C1 e menor EBITDA de metais básicos (20% abaixo de nossa projeção; impactado por greves). Em última análise, vemos pouco mérito em discutir reverses menores (e na maioria dos casos) transitórios em meio a um trimestre recorde, onde a geração de FCF mais uma vez foi estelar = US\$ 6,5 bilhões para um FCFE yield anualizado de 22%. A administração não forneceu atualizações relevantes sobre os dividendos, que esperamos chegar a US\$ 12 bilhões no 2S (mínimo de US\$ 5,3 bilhões + extra). Foi registrada uma provisão adicional de US\$ 560 milhões referente à Samarco, o que é uma surpresa, embora muito pequena. No geral, embora provavelmente não seja o catalisador que o mercado esperava, acreditamos que a tese positiva está amplamente intacta e mantemos nossa classificação de Compra.

### Divisão de ferrosos: abaixo de nossas estimativas devido a preços realizados mais baixos e C1 mais alto

A Vale apresentou um desempenho sólido em sua divisão de ferrosos, com EBITDA de US\$ 10,7 bilhões, 37% superior t/t (e + 200% a/a), mas abaixo da projeção do BTG. A diferença em relação aos nossos números foi em grande parte explicada por preços realizados mais baixos e custos de caixa mais elevados do que o esperado. As vendas ficaram em 74,4Mt (finos + pelotas), alta de 21% a/a (em linha com nossa expectativa) e + 13% t/t. Os preços realizados também decepcionaram um pouco em US\$ 182,8/t (-8% vs. projeção do BTG), principalmente devido a prêmios mais baixos e ajustes de qualidade (maior participação de produtos com alto teor de sílica). O custo caixa C1 (excluindo compras de terceiros) ficou em US\$ 17,8/t, acima dos US\$ 14,8/t no 1T21, que foi explicado principalmente por (i) custos mais elevados de demurrage (+ US\$ 1,0/t), devido ao incêndio em PDM em janeiro; e (ii) maiores custos de manutenção (+ US\$ 1,1/t). A Vale espera que os custos de C1 diminuam ~US\$ 1,5/t no 4T.

### Metais básicos impactados pela greve de Sudbury; Último trimestre de EBITDA negativo no segmento de carvão?

O EBITDA de metais básicos ficou em US\$ 866 milhões (-20% vs. nossa estimativa), que é -14% menor t/t (+ 54% a/a). A diferença em relação aos nossos números foi em grande parte impulsionada por maiores despesas da paralisação em Sudbury, após a interrupção do trabalho. As vendas de níquel

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Leonardo Correa

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Caio Greiner

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

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

#### Vale (VALE3)

Data	29/07/2021
Ticker	VALE3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	147,0
Preço (R\$)	117,3
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	601842,96
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	2.471,96

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	3,4x	4,3x
EV/EBITDA	2,5x	2,8x

#### Stock Performance:

Julho (%)	3,6%
LTM (%)	115,8%



foram de 47kt (-2% vs. BTG e + 11% a/a), e de cobre foi de 74kt (+ 4% vs. BTG, -11% a/a). Os preços realizados de níquel a US\$ 7,8/lb vieram bastante em linha conosco (e os preços de referência), assim como os preços do cobre a US\$ 4,4/lb. Carvão: provavelmente o último trimestre consecutivo com EBITDA negativo, agora de -US\$ 164 milhões. A empresa concluiu a reformulação da unidade de carvão e continua a esperar uma taxa de execução de 15 Mtpa no 2S21. A consolidação da NLC em junho irá melhorar os números do EBITDA nos próximos trimestres uma vez que “remove o peso financeiro do Project Finance sobre os custos operacionais do negócio através da tarifa ferroviária”. Os preços do carvão acima de US\$ 200/t também sustentam os resultados do 3T.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	2,6	27,1	101,4	74,4	58,2
EV/EBITDA	4,1	3,9	2,5	2,8	3,1
P/L	-39,3	17,2	3,4	4,3	5,1
Dividend Yield %	0,0	4,0	11,4	13,6	12,4

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	37.570	40.018	64.728	60.800	55.732
EBITDA	18.133	21.954	43.282	37.606	33.002
Lucro Líquido	-1.683	4.881	32.303	25.880	21.929
LPA (US\$)	-0,34	0,97	6,44	5,16	4,37
DPA líquido (US\$)	0,00	0,66	2,53	3,02	2,74
Dívida Líquida/Caixa	-8.787	-2.382	1.101	6.432	10.509

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\$ 117.30. em 28 de Julho de 2021.

## FCF mais forte do que nunca

A Vale continua a reportar números de FCF muito sólidos, entregando US\$ 6,5 bilhões no trimestre (um yield de 5,4% apenas nesse trimestre; 22% anualizado). A conversão de EBITDA em FCF acima de 50% continua a ser a melhor em todo o nosso universo de cobertura, o que consideramos positivo. A Vale continua operando com um balanço pouco alavancado, com dívida quase nula (dívida líquida expandida de US\$ 11,4 bilhões, perto da meta de US\$ 10 bilhões), e esperamos que o capex permaneça bastante baixo no futuro previsível. Dito isso, acreditamos que a administração/Conselho deva considerar retornos de caixa ainda mais agressivos em meio às possíveis mudanças na tributação no Brasil com relação a dividendos. A empresa também anunciou dividendos mínimos de US\$ 5,3 bilhões a serem distribuídos em setembro, e que já concluiu ~45% de seu programa de recompra de ações (~US\$ 2,6 bilhões).

## Reiteramos nossa Compra; Melhor história de remuneração ao acionista sob nossa cobertura

A Vale tem sido relativamente bem-sucedida em atender às principais preocupações dos acionistas nos últimos meses. Os dividendos estão bem encaminhados e vemos retornos de caixa relevantes para 2021 (yield de 15-20%). Em ESG, a gestão continua gradualmente a preencher o gap e pretende tornar-se uma referência na indústria nos próximos anos (levará tempo). Vemos a Vale sendo negociada em níveis subvalorizados de ~3x EV/EBITDA 2022 (desconto excessivo para pares de 30-35% vs. níveis justos de 15-20%, em nossa opinião).

**Tabela 1: Resultados reportados da Vale vs. estimativas do BTG Pactual**

DRE (US\$ milhões)	Resultados 2T21	Estimativas BTG Pactual 2T21	Reportado vs. Estimativas (%)	1T21 reportado	2T20 reportado	t/t	a/a
<b>Receita Líquida</b>	<b>16.675</b>	<b>17.769</b>	<b>-6%</b>	<b>12.645</b>	<b>7.518</b>	<b>32%</b>	<b>122%</b>
- CPV	(5.805)	(5.149)	13%	(4.627)	(4.212)	25%	38%
<b>= Lucro Bruto</b>	<b>10.870</b>	<b>12.621</b>	<b>-14%</b>	<b>8.018</b>	<b>3.306</b>	<b>36%</b>	<b>229%</b>
- Desp. Venda, Gerais e Administrativas	(133)	(148)	-10%	(105)	(124)	27%	7%
- Pesquisa e Desenvolvimento	(141)	(141)	0%	(100)	(90)	41%	57%
+/- outros	(882)	(888)	-1%	(433)	(1.008)	104%	-13%
<b>= Lucro Operacional</b>	<b>9.714</b>	<b>11.444</b>	<b>-15%</b>	<b>7.380</b>	<b>2.084</b>	<b>32%</b>	<b>366%</b>
Receitas Financeiras líquidas (despesas)	(91)	(193)	-53%	(1.312)	(450)	-93%	-80%
Variação monetária/derivativos	(13)	941	-101%	1.219	(35)	(1)	(1)
Receitas não operacionais (despesas)	0	0		0	0		
<b>= EBT</b>	<b>9.610</b>	<b>12.192</b>	<b>-21%</b>	<b>7.287</b>	<b>1.599</b>	<b>32%</b>	<b>501%</b>
- Imposto sobre o resultado e contribuição social	(2.073)	(2.438)	n.a.	(1.810)	(145)	15%	1330%
- Participação minoritária	49	69	n.a.	69	76	-29%	-36%
+/- Variação patrimonial	0	0	n.a.	0	(535)		
<b>= Lucro Líquido</b>	<b>7.586</b>	<b>9.823</b>	<b>-23%</b>	<b>5.546</b>	<b>995</b>	<b>37%</b>	<b>662%</b>
<b>= LPA</b>	<b>1,51</b>	<b>1,96</b>	<b>-23%</b>	<b>1,11</b>	<b>0,20</b>	<b>37%</b>	<b>662%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>11.239</b>	<b>12.136</b>	<b>-7%</b>	<b>8.467</b>	<b>3.586</b>	<b>33%</b>	<b>213%</b>

  

Divisão EBITDA (US\$ milhões)	Resultados 2T21	Estimativas BTG Pactual 2T21	Reportado vs. Estimativas (%)	1T21 reportado	2T20 reportado	t/t	a/a
Finos	9.206	10.463	-12%	6.920	2.907	33%	217%
Pelotas	1.438	1.396	3%	840	560	71%	157%
Minerais Ferrosos	<b>10.671</b>	<b>11.889</b>	<b>-10%</b>	<b>7.811</b>	<b>3.502</b>	<b>37%</b>	<b>205%</b>
Metais Básicos	866	1.110	-22%	1.011	563	-14%	54%
Carvão	(164)	(179)	-8%	(159)	(269)	3%	-39%
<b>EBITDA consolidado</b>	<b>11.239</b>	<b>12.136</b>	<b>-7%</b>	<b>8.467</b>	<b>3.586</b>	<b>33%</b>	<b>213%</b>

  

Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (US\$ milhões)	Resultados 2T21	Estimativas BTG Pactual 2T21	Reportado vs. Estimativas (%)	1T21 reportado	2T20 reportado	t/t	a/a
EBITDA	11.239	12.136	-7%	8.467	3.586	33%	213%
Capex	(1.139)	(1.500)	-24%	(1.009)	(967)	13%	18%
Resultados Financeiros & Outros	(878)	(193)	354%	(1.312)	(450)	-33%	95%
Impostos	(1.280)	(2.438)	-48%	(1.164)	(398)	10%	222%
Recebíveis	4.954	4.936	0%	3.515	2.597	41%	91%
Estoque	4.701	4.577	3%	4.274	4.058	10%	16%
Contas a pagar	3.777	3.719	2%	3.113	2.934	21%	29%
Capital de Giro	5.878	5.794	1%	4.676	3.721	26%	58%
Variação de Capital de Giro	1.415						
<b>FCFE</b>	<b>6.527</b>						
Dívida Líquida	(738)	(985)	-25%	(1.836)	4.697	-60%	-116%
Dívida Líquida/EBITDA	(0,0x)	(0,0x)		(0,1x)	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 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 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 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)