

## Vale (VALE3): Principais pontos de discussão; Novo preço-alvo

### Mercados voláteis e difíceis; Valor sobre o volume novamente; Feedback da conferência

Tivemos o prazer de realizar uma websession com a Vale ontem para discutir temas e preocupações dos investidores. Sem surpresas, uma boa parte da reunião foi sobre o ambiente altamente volátil para o minério de ferro recentemente, com uma série de riscos relacionados a China no horizonte e um choque de demanda em curso. Embora a Vale não esteja “no negócio de previsão dos preços do minério de ferro” (mesmo aqueles pagos por isso estão errando por uma grande diferença), a empresa vê os níveis de preços atuais como razoáveis, uma vez que a contração adicional de demanda é improvável com a China já a caminho de entregar uma produção estável de aço em 2021. Em outras palavras, a empresa não acredita em uma reversão dos preços do minério de ferro para custos marginais de produção (~US\$ 70/t) a qualquer momento, pois o mercado deve permanecer relativamente equilibrado em 2022 - o mercado ainda está lutando para entregar a oferta em meio uma inflação de custos agressiva e crescimento da demanda ex-China surpreendendo positivamente. Dado a deflação de preços e inflação de custos, a Vale já está examinando cuidadosamente os embarques de baixo teor para preservar as margens e já está retirando algum material com alto teor de sílica, à medida que busca executar sua estratégia de longa data de mais valor vs. volume. Em geração/uso de caixa, a empresa continua altamente comprometida em devolver a maior parte do fluxo de caixa aos acionistas e a volatilidade recente não deve mudar isso. Enquanto o momentum permanece negativo, a Vale permanece com um grande desconto e mantemos nossa recomendação de Compra.

### Por que não um downgrade? Preço de US\$ 77-79/t para minério de ferro em 2022

Neste ponto (após a forte queda; e considerando um valor da firma abaixo de US\$ 80 bilhões), vemos pouco mérito em rebaixar as ações a partir daqui. Nossa impressão falando com fundos de investimento/clientes é que a maioria já não possui posição relevante em VALE antecipando um cenário mais fraco daqui para frente. Não é incomum ver investidores nos pedindo para testar US\$ 70 – US\$ 90/ton para cenários de preços de minério de ferro para 2022, ou seja, as expectativas já caíram bastante. Concordamos que o fluxo de notícias deve permanecer negativo no curto prazo (exceto grande estímulo na China e reversões da política do setor imobiliário e descarbonização: improvável), no entanto, uma boa dose de pessimismo parece estar precificada nesses níveis. Realizando alguns cálculos e assumindo um múltiplo de EBITDA alvo de 5x para 2022 - a Vale está atualmente descontando um preço de minério de ferro de US\$ 77-79/t (presume a inflação de custo). Se nós fizéssemos um fluxo de caixa descontado, esse número cairia ainda mais, mas nossa impressão é que mercado não se preocupa com modelo de fluxo de caixa atualmente.

#### 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	07/10/2021
Ticker	VALE3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	115,0
Preço (R\$)	77,1
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	388.206,16
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	2.637,38

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	2,9x	4,9x
EV/EBITDA	2,2x	3,1x

#### Stock Performance:

Outubro (%)	1,1%
LTM (%)	54,6%



## Mercados de minério de ferro em excesso após os cortes de capacidade de aço da China?

A extensão da correção nos preços do minério de ferro pegou a maior parte do mercado desprevenido (incluindo nós). A China está a caminho de entregar um crescimento de produção de aço de praticamente 0% ano/ano em 2021, implicando em uma redução de produção de ~60Mt no 2S21 (um choque de demanda relevante). As políticas de céu azul da China para as Olimpíadas de inverno também podem impactar cerca de 25% da capacidade de aço do país perto de Pequim. No entanto, a Vale acredita que a correção dos preços do minério de ferro desencadeou ajustes do lado da oferta, com cortes adicionais possíveis. Com preços mais baixos e frete atualmente perto de US\$ 45/t (Brasil-China), tornou-se antieconômico para vários fornecedores embarcar produtos de qualidade inferior, o que deve restringir a oferta no futuro. A Vale antecipa mercados equilibrados em 2022 e vê os preços atuais do minério de ferro como razoáveis.

## Alocação de capital/dividendos: Não há razão para mudar a estratégia

A Vale reiterou sua meta de alvo da dívida líquida expandida de US\$ 15 bilhões, apesar da correção nos preços do minério de ferro. O valor atual é de US\$ 11,4 bilhões (no 2T21) e implica algum espaço para alavancagem futura. Os projetos de crescimento da Vale permanecem limitados de uma perspectiva de capex, e a estratégia de alocação de capital da administração em direção à (bastante agressiva) remuneração dos acionistas ainda está inalterada. De acordo com nossa estimativa revisada de US\$ 100/t de minério de ferro para 2022, vemos a Vale gerando rendimentos fluxo de caixa (*free cash flow yield*) de 14% e esperamos que a empresa pague pelo menos US\$ 10 bilhões em dividendos (dividend yield de 13%). No curto prazo, acreditamos que a empresa poderia anunciar dividendos extraordinários adicionais no 4T (além do lucro do 3T21), depois de pagar o máximo que poderia em setembro.

## Outros assuntos importantes: Frete, desinvestimento de carvão, prêmios de qualidade ...

(i) Frete: A Vale tem contratos de longo prazo para 75-80% de seus volumes CFR, portanto, o aumento dos preços à vista não deve impactar materialmente sua base de custo (ii) O capex deverá permanecer próximo a ~ US\$ 6 bilhões em 2022; (iii) Carvão: a Vale está a caminho de entregar o desinvestimento de sua unidade de carvão ao longo de 2022 (o ambiente atual de preços deve ajudar, em nossa opinião); (iv) Prêmios de qualidade: o aumento dos preços do carvão deve suportar a demanda por produtos de alta qualidade e manter os prêmios elevados perto de US\$ 20-25/ton daqui para frente; (v) a inflação de custos (C1 - custo caixa) tem prejudicado as margens. A Vale ainda acredita em uma redução de US\$ 1,5/t até o 4T21, e continua esperando menos de US\$ 14/t no longo prazo; (vi) A Vale vê o IPO de metais básicos como uma opção interessante para o futuro, mas nossa impressão é que não há uma decisão final aqui.

## Preço-alvo reduzido para R\$ 115 para o final de 2022E; Compra devido a valuation descontado

Devemos admitir, não fomos capazes de antecipar uma correção tão acentuada dos preços do minério de ferro, tendo caído -50% dos picos, e atualmente perto de US\$ 110-120/t. Revisamos nossas projeções para baixo e agora projetamos preços em US\$ 100/t para 2022 (e US\$ 90/80/70/ t para 2023/24/longo prazo). Nesses níveis, continuamos a ver a Vale sendo negociada a 3,5x EV/EBITDA 2022 e gerando rendimentos de fluxo de caixa (*free cash flow yield*) de 14%, que consideramos atrativos. Acreditamos que a história da Vale permanece sólida: a gestão continua altamente disciplinada na alocação de capital (modelo de negócios "*asset light*"), o que ainda implica que a maior parte da agenda deve envolver o retorno de caixa dos acionistas - projetamos um dividend yield de 13% para 2022. Também acreditamos que a empresa continuará apresentando um progresso tangível em termos de ESG, removendo o desconto excessivo atualmente atribuído ao preço de suas ações.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	2,6	27,1	74,8	42,9	39,1
EV/EBITDA	4,1	3,9	2,2	3,1	3,1
P/L	-39,3	17,2	2,9	4,9	4,9
Dividend Yield %	0,0	4,0	21,9	12,8	12,8

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	37.570	40.018	56.669	46.584	45.929
EBITDA	18.133	21.954	34.058	23.214	23.256
Lucro Líquido	-1.683	4.881	23.553	13.977	14.181
LPA (US\$)	-0,34	0,97	4,70	2,79	2,83
DPA líquido (US\$)	0,00	0,66	3,00	1,76	1,76
Dívida Líquida/Caixa	-8.787	-2.382	-4.970	-3.847	-2.951

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\$ 77.06, em 07 de outubro de 2021.

Tabela 1: Estimativas novas vs. antigas de BTGP

Vale		2021	2022	2023
EBITDA - USD	Novo	34.058	23.214	23.256
	Antigo	43.282	37.606	33.002
	Novo vs. Antigo	-21%	-38%	-30%
Minério de Ferro		2021	2022	2023
Minério de Ferro (US\$/dmt)	Novo	160	100	90
	Antigo	170	130	110
	Novo vs. Antigo	-6%	-23%	-18%

Fonte: BTG Pactual

Principais mudanças em nosso modelo: (i) Nova curva de minério de ferro: US\$ 100/90/80/70/t para 2022/23/24/longo prazo; (ii) Menores vendas de minério de ferro esperados: 308Mt para 2021, 330Mt para 2022, 355Mt para 2023, 375Mt para o longo prazo; (iii) Maiores taxas de frete em 2021/22/23; (iv) Incorporando os resultados do 2T21; (v) Nova curva de câmbio, agora projetada em R\$ 5,35/US\$ médio para 2022; (vi) Menores volumes de metais básicos em 2021 após paralisações no Canadá e no Brasil.

**Tabela 2: Sensibilidade do EBITDA 2022 sobre os preços do minério de ferro e câmbio**

		Iron Ore pricing - US\$/t						
		70	80	90	100	110	120	130
USD / BRL	4.4	13,069	16,100	19,130	22,161	25,192	28,223	31,253
	4.6	13,291	16,322	19,352	22,383	25,414	28,444	31,475
	4.8	13,513	16,543	19,574	22,605	25,635	28,666	31,697
	5.0	13,734	16,765	19,796	22,826	25,857	28,888	31,918
	5.2	13,956	16,987	20,017	23,048	26,079	29,109	32,140
	5.4	14,178	17,208	20,239	23,270	26,300	29,331	32,362
	5.6	14,399	17,430	20,461	23,492	26,522	29,553	32,584
	5.8	14,621	17,652	20,683	23,713	26,744	29,775	32,805
	6.0	14,843	17,874	20,904	23,935	26,966	29,996	33,027
	6.2	15,065	18,095	21,126	24,157	27,187	30,218	33,249
6.4	15,286	18,317	21,348	24,378	27,409	30,440	33,470	

Fonte: BTG Pactual | Iron Ore pricing = Preço do Minério de Ferro

**Tabela 3: Sensibilidade EV / EBITDA 2022 sobre preços de minério de ferro e câmbio**

		Iron Ore pricing - US\$/t						
		70	80	90	100	110	120	130
USD / BRL	4.4	6.4x	5.1x	4.2x	3.6x	3.1x	2.8x	2.5x
	4.6	6.2x	5.0x	4.2x	3.6x	3.1x	2.7x	2.4x
	4.8	6.1x	4.9x	4.1x	3.5x	3.0x	2.7x	2.4x
	5.0	6.0x	4.8x	4.0x	3.5x	3.0x	2.7x	2.4x
	5.2	5.9x	4.8x	4.0x	3.4x	3.0x	2.6x	2.3x
	5.4	5.8x	4.7x	3.9x	3.4x	2.9x	2.6x	2.3x
	5.6	5.7x	4.6x	3.9x	3.3x	2.9x	2.6x	2.3x
	5.8	5.6x	4.5x	3.8x	3.3x	2.9x	2.5x	2.3x
	6.0	5.5x	4.5x	3.8x	3.2x	2.8x	2.5x	2.3x
	6.2	5.4x	4.4x	3.7x	3.2x	2.8x	2.5x	2.2x
6.4	5.3x	4.3x	3.7x	3.2x	2.8x	2.5x	2.2x	

Fonte: BTG Pactual. Nota: Ajustado para números de "dívida líquida expandida"

**Tabela 4: Sensibilidade do FCFE yield sobre os preços do minério de ferro e câmbio**

		Iron Ore pricing - US\$/t						
		70	80	90	100	110	120	130
USD / BRL	4.4	3%	6%	9%	12%	15%	17%	20%
	4.6	4%	7%	10%	12%	15%	18%	21%
	4.8	4%	7%	10%	13%	16%	18%	21%
	5.0	5%	8%	10%	13%	16%	19%	22%
	5.2	5%	8%	11%	14%	17%	19%	22%
	5.4	6%	9%	11%	14%	17%	20%	23%
	5.6	6%	9%	12%	15%	17%	20%	23%
	5.8	7%	9%	12%	15%	18%	21%	24%
	6.0	7%	10%	13%	16%	18%	21%	24%
	6.2	8%	10%	13%	16%	19%	22%	24%
6.4	8%	11%	14%	16%	19%	22%	25%	

Fonte: BTG Pactual. Nota: Inclui saídas relacionadas a Brumadinho | Iron Ore pricing = Preço do Minério de Ferro

**Tabela 5: Sensibilidade da dívida líquida / EBITDA sobre os preços do minério de ferro e câmbio**

		Iron Ore pricing - US\$/t						
		70	80	90	100	110	120	130
USD / BRL	4.4	0.6x	0.5x	0.3x	0.2x	0.2x	0.1x	0.1x
	4.6	0.6x	0.4x	0.3x	0.2x	0.1x	0.1x	0.1x
	4.8	0.6x	0.4x	0.3x	0.2x	0.1x	0.1x	0.0x
	5.0	0.5x	0.4x	0.3x	0.2x	0.1x	0.1x	0.0x
	5.2	0.5x	0.4x	0.3x	0.2x	0.1x	0.1x	0.0x
	5.4	0.5x	0.3x	0.2x	0.2x	0.1x	0.1x	0.0x
	5.6	0.5x	0.3x	0.2x	0.2x	0.1x	0.0x	0.0x
	5.8	0.4x	0.3x	0.2x	0.1x	0.1x	0.0x	0.0x
	6.0	0.4x	0.3x	0.2x	0.1x	0.1x	0.0x	0.0x
	6.2	0.4x	0.3x	0.2x	0.1x	0.1x	0.0x	0.0x
6.4	0.4x	0.3x	0.2x	0.1x	0.1x	0.0x	0.0x	

Fonte: BTG Pactual. Obs.: Dívida Líquida Contábil + Refis | Iron Ore pricing = Preço do Minério de Ferro

## 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)