

Vale (VALE3): Resultado do 3T21

Resultados em linha; fluxo de caixa ainda no patamar de 20%; Recompra de 200 milhões de ações; Compra

A Vale divulgou um conjunto de resultados sequencialmente mais fraco, amplamente antecipado pelo mercado. O EBITDA ficou em US\$ 7,1 bilhões (em linha conosco) e 37% menor t/t devido, principalmente, aos preços realizados de minério de ferro mais baixos e ao desempenho abaixo da média de sua divisão de metais básicos. Enquanto o macroambiente chinês é inegavelmente mais desafiador (quem poderia imaginar uma queda de dois dígitos na produção de aço?), a empresa conseguiu entregar mais um trimestre de geração de fluxo de caixa substancial (US\$ 7,6 bilhões, yield de 11% apenas no trimestre). Sim, houve uma liberação de capital de giro não recorrente de ~US\$ 3,5 bilhões no trimestre, mas mesmo ajustando para esse efeito, a empresa ainda estaria gerando rendimentos de fluxo de caixa de cerca de 25% (anualizado), que consideramos bastante sólidos. A empresa manteve sua agenda de alocação de capital pró acionistas e anunciou outro programa de recompra de 200 milhões de ações (US\$ 2,6 bilhões a preços atuais), após recomprar rapidamente 270 milhões de ações nos últimos meses. Claramente, um sinal de confiança no caminho futuro da empresa e rentável para os acionistas. A ação precifica uma reversão dos preços do minério de ferro para US\$ 70-75/t a partir de agora, o que parece excessivo em nossa opinião.

Divisão de ferrosos: manchada por preços realizados mais fracos, como esperado

A divisão de ferrosos da Vale entregou EBITDA de US\$ 6,7 bilhões no trimestre, -42% menor t/t (ainda + 4% a/a), em linha com BTGe. Conforme já reportado anteriormente pela Vale, as vendas ficaram em 75,9Mt (finos + pelotas), alta de 2% a/a (-1% vs. BTGe) e + 2% t/t. Os preços realizados foram mais fracos, como esperado, em US\$ 126,7/t (-2% vs. BTGe), principalmente devido (i) ao efeito negativo dos preços provisórios do final do 3T (definido em US\$ 118/t vs. média US\$ 163/t); e (ii) ajustes para baixo dos preços provisórios fixados no final do 2T21 em US\$ 207/t. O custo caixa de C1 (excluindo compras de terceiros) ficou em US\$ 18,1/t, acima dos US\$ 17,8/t no 2T21 - a Vale continua esperando que C1 diminua ~ US\$ 1,5/t no 4T21 em relação ao 2T. O frete marítimo subiu US\$ 2,5/t no trimestre, agora para US\$ 20,2/t, devido aos maiores preços à vista (que não devem impactar mais a Vale no 4T21) e maiores custos de combustível de bunker.

Metais básicos bem abaixo do potencial; Reformulando o negócio de carvão, finalmente com EBITDA positivo

O EBITDA de metais básicos ficou em US\$ 505 milhões (-30% vs. BTGe), que é -42% menor t/t (e -34% a/a). A diferença em relação aos nossos números pode ser atribuída aos efeitos negativos das interrupções de trabalho em Sudbury, especialmente na redução dos créditos de subprodutos na divisão de níquel. Os

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

Vale (VALE3)

Data	29/10/2021
Ticker	VALE3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	115,0
Preço (R\$)	73,7
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	371279,45
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	2.679,60

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	2,9x	4,8x
EV/EBITDA	2,1x	3,1x

Stock Performance:

Outubro (%)	-3,3%
LTM (%)	43,9%



preços realizados também ficaram abaixo das nossas expectativas (e preços de referência), com o níquel a US\$ 8,26/lb (-5% vs. BTGe) e o cobre a US\$ 3,71/lb (-13% vs. BTGe). Carvão: O primeiro trimestre de EBITDA positivo após a reformulação e a consolidação do project finance da NLC, mas ainda bem abaixo do potencial de US\$ 32 milhões. O benchmark de carvão acima de US\$ 250/t também foi favorável, mas mecanismos de preços defasados limitaram os preços realizados no trimestre. A Vale também anunciou o "impairment total do investimento em seu negócio de carvão", que foi reportado em US\$ 2,39 bilhões, e poderia ser uma leitura negativa para o encerramento do negócio.

A geração de fluxo de caixa foi o grande destaque do trimestre

A Vale surpreendeu positivamente na geração de fluxo de caixa no trimestre, apesar do macroambiente conturbado. O fluxo de caixa de US\$ 7,6 bilhões superou a geração de EBITDA no trimestre, graças a uma liberação de capital de giro relevante de cerca de US\$ 3,5 bilhões. Este é claramente um efeito não recorrente e uma função de uma forte cobrança de recebíveis do 2T e provavelmente resultado do ambiente de preços mais baixos. No entanto, as métricas de fluxo de caixa ainda seriam as melhores do universo de cobertura, mesmo ajustando para esse efeito, o que é notável. A dívida líquida expandida atingiu US\$ 13 bilhões e está próxima da meta de US\$ 15 bilhões, o que pode ser um obstáculo para pagamentos de dividendos mais agressivos no curto prazo. Em qualquer caso, esta equipe de executivos já provou que tem como objetivo distribuir a maior parte da geração do fluxo de caixa e não esperaríamos nenhuma mudança no futuro.

Reiteramos a Compra; Valuation continua atrativo apesar da correção do minério de ferro

Devemos admitir, não fomos capazes de antecipar uma correção tão acentuada para os preços do minério de ferro, tendo despencado -50% das máximas. Acreditamos que a história "bottom-up" 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 os retornos de caixa dos acionistas - projetamos um yield de ~ 13% para 2022. Acreditamos também que a empresa continuará apresentando um progresso tangível em termos de ESG, removendo o desconto excessivo atualmente atribuído ao preço de suas ações. Reiteramos nossa Compra em Vale, com as ações sendo negociadas a 3,5x EV/EBTIDA.

Valuation	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	2,6	27,1	74,8	42,9	39,1
EV/EBITDA	4,1	3,9	2,1	3,1	3,0
P/L	-39,3	17,2	2,9	4,8	4,8
Dividend Yield %	0,0	4,0	22,3	13,1	13,1

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2019	12/2020	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\$ 73.70. em 27 de Outubro de 2021.

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

DRE (US\$ milhões)	Resultados 3T21	Estimativas BTG Pactual 3T21	Reportado vs. Estimativas (%)	2T21 reportado	3T20 reportado	t/t	a/a
Receita Líquida	12.682	13.395	-5%	16.675	10.762	-24%	18%
- CPV	(5.836)	(6.138)	-5%	(5.805)	(4.816)	1%	21%
= Lucro Bruto	6.846	7.257	-6%	10.870	5.946	-37%	15%
- Desp. Venda, Gerais e Administrativas	(115)	(107)	8%	(133)	(127)	-14%	-9%
- Pesquisa e Desenvolvimento	(136)	(113)	20%	(141)	(105)	-4%	30%
+/- outros	(2.752)	(871)	216%	(882)	(713)	212%	286%
= Lucro Operacional	3.843	6.166	-38%	9.714	5.001	-60%	-23%
Receitas Financeiras líquidas (despesas)	(45)	(181)	-75%	(91)	(1.146)	-51%	-96%
Variação monetária/derivativos	(200)	(760)	-74%	441	(214)	(1)	(0)
Receitas não operacionais (despesas)	0	0		0	0		
= EBT	3.598	5.225	-31%	10.064	3.641	-64%	-1%
- Imposto sobre o resultado e contribuição social	360	(523)	n.a.	(2.073)	(794)	-117%	-145%
- Participação minoritária	(72)	49	n.a.	49	101	-247%	-171%
+/- Variação patrimonial	0	0	n.a.	(454)	(40)		
= Lucro Líquido	3.886	4.752	-18%	7.586	2.908	-49%	34%
= LPA	0,77	0,95	-18%	1,51	0,58	-49%	34%
EBITDA	7.109	7.143	0%	11.239	6.224	-37%	14%

Divisão EBITDA (US\$ milhões)	Resultados 3T21	Estimativas BTG Pactual 3T21	Reportado vs. Estimativas (%)	2T21 reportado	3T20 reportado	t/t	a/a
Finos	5.320	5.663	-6%	9.206	5.091	-42%	4%
Pelotas	1.384	1.066	30%	1.438	748	-4%	85%
Minerais Ferrosos	6.730	6.755	0%	10.679	5.857	-37%	15%
Metais Básicos	505	723	-30%	866	770	-42%	-34%
Carvão	32	296	-89%	(159)	(213)	-120%	-115%
EBITDA consolidado	7.109	7.143	0%	11.239	6.224	-37%	14%

Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (US\$ milhões)	Resultados 3T21	Estimativas BTG Pactual 3T21	Reportado vs. Estimativas (%)	2T21 reportado	3T20 reportado	t/t	a/a
EBITDA	7.109	7.143	0%	11.239	6.224	-37%	14%
Capex	(1.248)	(1.600)	-22%	(1.139)	(872)	10%	43%
Resultados Financeiros & Outros	(552)	(181)	205%	(91)	(1.146)	507%	-52%
Impostos	(992)	(523)	90%	(1.280)	(450)	-23%	120%
Receíveis	873	3.980	-78%	4.954	3.014	-82%	-71%
Estoque	8.085	4.971	63%	4.701	4.329	72%	87%
Contas a pagar	4.096	4.433	-8%	3.777	3.099	8%	32%
Capital de Giro	4.862	4.517	8%	5.878	4.244	-17%	15%
Variação de Capital de Giro	(3.448)						
FCFE	7.765						
Dívida Líquida	2.207	2.889	-24%	(2.446)	4.474	-190%	-51%
Dívida Líquida/EBITDA	0,1x	0,1x		(0,1x)	0,3x		

Fonte: Vale, 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