



# Vale

Atualização de Estimativas e de Sensibilidade em Meio aos Preços Mais Altos do Minério de Ferro

# Vale (VALE3)

## Atualização de Estimativas e de Sensibilidade em Meio aos Preços Mais Altos do Minério de Ferro

Rafael Barcellos, Arthur Biscuola

**Resumo:** Neste relatório, atualizamos as nossas perspectivas acerca do minério de ferro, da relação oferta e demanda e das projeções de preços. Também fornecemos uma análise de sensibilidade e ajustamos as estimativas da Vale, seguindo nossas as projeções mais fortes de preços do minério de ferro — revisamos nossos preços médios de minério de ferro para US\$ 120/t para 2022 (vs. US\$ 105/t anteriormente). Nosso modelo de oferta e demanda de minério de ferro sugere que os mercados da *commodity* podem permanecer pressionados em 2022. Ao nosso ver, uma alta na produção do aço chinês nos próximos meses, combinada às incertezas quanto à sua oferta no Brasil e na Austrália, devem sustentar os preços do minério de ferro acima de US\$ 100/t durante 2022. Reiteramos também a nossa visão positiva sobre o setor e a nossa recomendação de “Compra” para a Vale, que agora é nossa *Top Pick* do setor de Metais & Mineração da América Latina. Vemos a Vale negociando a 3,7x EV/EBITDA 2022E, o que implica um *yield* de fluxo de caixa livre (FCL) de 17%.

**Vale — Top Pick: Em busca do Rally?** Embora as ações da empresa tenham subido nos últimos meses, +40% no acumulado do ano em dólares, vs. +15% do MSCI LatAm, continuamos vendo a Vale sendo negociada a um *valuation* atraente (rendimento de FCL em 2022E de 17%) e com grande desconto para os pares globais (atualmente em 20% vs. 15% em junho de 2021). Acreditamos que o *valuation* atraente fornece um bom ponto de entrada para o momento positivo do minério de ferro que esperamos no 2T22.

**Perspectivas para o Minério de Ferro.** Nosso modelo de oferta e demanda sugere que os mercados de minério de ferro podem permanecer pressionados em 2022, considerando a produção de aços planos na China e nos mercados ex- China aumentando 5%. Observamos que o sentimento da demanda melhorou desde o início de dezembro, graças ao viés de flexibilização da política chinesa. Além disso, esperamos que os controles relacionados à poluição se amenizem em março (pós Jogos Olímpicos e Paralímpicos de Inverno), potencialmente desbloqueando um *momentum* positivo para a produção de aço e, portanto, para a demanda de minério de ferro. Do lado da oferta, esperamos que a disponibilidade de oferta permaneça fraca no curto prazo, seguindo o período sazonalmente mais fraco para a produção de minério de ferro no Brasil e na Austrália.

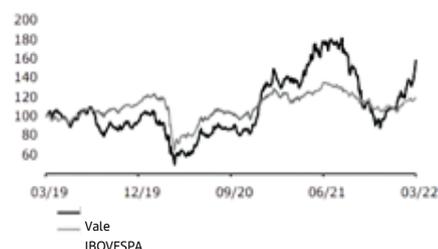
Santander Equity Research

Metais e Mineração  
18 de março de 2022

## Compra

Preço-Alvo: US\$ 24,00 (R\$ 125,00)

## Desempenho de Preços (R\$)



**Prêmio de Pelotas de Minério de Ferro.** Acreditamos que as tensões geopolíticas decorrentes do conflito Rússia-Ucrânia podem pressionar ainda mais os prêmios, uma vez que Rússia e Ucrânia juntas representam mais de 20% das exportações globais de pelotas.

**Estimativas ajustadas.** Estamos elevando a estimativa de EBITDA (2022E) da Vale em 13%, acompanhando os preços mais altos do minério de ferro. Projetamos o EBITDA (2022E) da Vale em US\$ 29 bilhões, quase 30% acima das estimativas de consenso. Como resultado, também estamos elevando o nosso preço-alvo para US\$ 24,00/ADR (de US\$ 19,50/ADR anteriormente) ou R\$ 125,00/ação (de R\$ 105,00/ação anteriormente).

## Vale

### Destques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E (US\$ em Milhões)

(US\$ mn)	2020A	2021A	2022E	2023E
<b>P&amp;L Account</b>				
Revenues	40,018	55,585	52,315	42,663
EBITDA	21,954	33,774	29,223	21,103
EBITDA YoY Change (%)	22.1	53.8	(13.5)	(27.8)
EBITDA as % of Revenue	54.9	60.8	55.9	49.5
EBIT	18,343	30,736	25,240	16,877
Net Financial Result	(2,908)	(1,358)	(1,473)	(1,096)
Associates	0	0	0	0
Taxes	(438)	(3,876)	(5,814)	(3,836)
Minorities	350	(9)	0	0
Net Profit	4,881	22,848	17,442	11,508
Adj Net Profit	4,881	22,848	17,442	11,508
YoY Change (%)	NM	368.1	(23.7)	(34.0)
as % of Revenues	12.2	41.1	33.3	27.0
<b>Cash Flow</b>				
EBITDA	21,954	33,774	29,223	21,103
Lease Payments	0	0	0	0
Changes in Wkg. Capital	(3,566)	289	1,169	243
Capital Expenditures	(4,430)	(5,874)	(5,800)	(5,200)
Cash Financials	(2,908)	(1,358)	(1,473)	(1,096)
Cash Taxes	(1,736)	(4,388)	(5,814)	(3,836)
Other Cash Items	2,724	(1,405)	0	0
Free Cash Flow to Equity	12,038	21,038	17,305	11,215
Other Invest./Divest.)	(216)	(736)	(1,130)	(1,200)
Dividends	(3,350)	(9,658)	(7,310)	(5,318)
Capital Increases/Other	(4,341)	(10,626)	0	0
Change in Net Fin. Debt	5,000	0	0	0
<b>Balance Sheet</b>				
Cash and Equivalents	13,487	11,721	20,019	24,147
Current Assets	10,916	10,639	9,295	9,009
Goodwill	0	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	67,604	67,082	69,197	70,739
Total Assets	92,007	89,442	98,511	103,894
Current Liabilities	14,594	15,198	14,754	14,453
Non-Current Liabilities	42,592	38,938	38,319	37,814
Minorities	(923)	834	834	834
Shareholders' Equity	35,744	34,472	44,604	50,794
Total Liabilities & Equity	92,007	89,442	98,511	103,894
Net Financial Debt	1,540	2,061	(6,325)	(10,416)
<b>Other Ratios</b>				
Dividend Payout (%)	68.6	197.9	32.0	30.5
ROCE (%)	28.9	52.4	39.7	25.9
EV/EBIT (x)	6.1	3.8	4.2	6.1
FCFF Yield (%)	8.8	17.1	15.7	10.4
P/BV (x)	2.8	2.9	2.2	2.0

## Tese de investimento

Neste relatório, ajustamos as nossas estimativas para a Vale e atualizamos as nossas perspectivas do setor de minério de ferro, incluindo as projeções de preços e o modelo de oferta e demanda. Com este relatório, reiteramos a nossa visão de um *momentum* positivo do minério de ferro no 1S22 e a nossa recomendação de “Compra” da Vale, que agora é nossa *Top Pick* no setor de *materials* da América Latina. Principais temas e sensibilidades abaixo:

**Perseguindo o Rally?** Embora as ações da Vale tenham subido nos últimos meses, +40% no acumulado do ano em dólares contra +15% do *MSCI LatAm*, continuamos vendo a Vale negociando a um *valuation* atrativo, principalmente com os preços do minério de ferro persistindo no pico do nível de preços em 2022 – revisamos os nossos preços médios de minério de ferro para US\$ 120/t para 2022 (vs. US\$ 105/t anteriormente). Além disso, o desconto da Vale ante os seus pares globais permanece amplo, atualmente em 20% vs. 15% em junho de 2021, mas diminuiu nos últimos meses. Prevemos uma produção de minério de ferro pela Vale em 2022 em 325 milhões de toneladas, o que está um pouco abaixo do ponto médio do seu *guidance* de 320-335 milhões de toneladas. Apesar da nossa expectativa de que a produção da Vale se moverá gradualmente em direção ao normal (perto de 400 milhões de toneladas, segundo os nossos cálculos) até 2024, observamos que as nossas projeções de produção para 2022 e 2023 permanecem cerca de 16% e 11% abaixo dos níveis pré-Brumadinho, respectivamente. Isso reforça a nossa visão de que os mercados de minério de ferro ficarão pressionados nos próximos dois anos. Além disso, esperamos que os controles relacionados à poluição na China sejam flexibilizados em março (pós Jogos Olímpicos e Paralímpicos de Inverno), o que pode levar a um *momentum* positivo para a produção de aço e, portanto, para a demanda de minério de ferro. Mantemos a nossa recomendação “Compra” para a Vale, pois acreditamos que o seu *valuation* atrativo pode fornecer um bom ponto de entrada para um *momentum* positivo para o minério de ferro no 2T22. Projetamos o EBITDA da Vale em 2022E em US\$ 29 bilhões (negociando a 3,7x EV/EBITDA 2022E), implicando um *yield* de FCF de 17% e um *dividend yield* de 7% (considerando apenas dividendos mínimos). Também observamos que, com os preços do minério de ferro persistindo mais próximos das máximas por mais tempo, acreditamos que a Vale continuará gerando um forte FCF (dado o seu atual ponto de equilíbrio de ~US\$ 50/t; no nosso entendimento).

**Perspectivas para o Minério de Ferro.** Projetamos os preços médios do minério de ferro 62% em US\$ 120/t (contra US\$ 105/t anteriormente) para 2022, com o nosso modelo de oferta e demanda sugerindo que os mercados de minério de ferro podem permanecer pressionados em 2022. O sentimento da demanda melhorou desde o início de dezembro em meio ao viés de flexibilização da política da China. Observamos que a produção chinesa de aço mantém a tendência de ficar acima dos níveis de 2018-19, mesmo com o recente impacto dos controles de poluição na produção de aço (a produção havia caído 11% A/A em janeiro). Além disso, se a China flexibilizar a produção a partir de março (pós Jogos Olímpicos e Paralímpicos), isso pode levar a um *momentum* positivo para a produção de aço e, portanto, para a demanda de minério de ferro. Do lado da oferta, esperamos que a sua disponibilidade permaneça fraca no curto prazo, seguindo o período sazonalmente mais ameno da produção de minério de ferro no Brasil e na Austrália. Ao nosso ver, possíveis interrupções relacionadas ao clima (com o padrão climático La Niña persistindo até abril), escassez de mão de obra e a variante Ômicron podem continuar representando um risco para a oferta australiana. Quanto

aos prêmios de pelotas de minério de ferro, acreditamos que as tensões geopolíticas decorrentes do conflito Rússia-Ucrânia podem pressionar ainda mais os prêmios, uma vez que Rússia e Ucrânia juntas representam mais de 20% das exportações globais de pelotas.

**Diminuição de risco:** Acreditamos que a Vale fez um bom trabalho ao melhorar a sua pegada ESG, o que pode levar a uma reclassificação de ESG no longo prazo (embora a visibilidade no momento permaneça baixa).

**Sensibilidades.** De acordo com nossa análise de sensibilidade, cada mudança de US\$ 10/t nos preços do minério de ferro afetaria a nossa estimativa de EBITDA para o ano inteiro em 10%.

Figura 1. EBITDA da Vale em 2022E: Sensibilidade nos Preços do Minério de Ferro (\$/t) e Volumes (kt)

		Iron Ore 62% - avg 2022				
		100	110	120	130	140
2022 Volumes	354,700	25,045	28,215	31,386	34,556	37,727
	344,700	24,479	27,568	30,658	33,747	36,836
	334,700	23,913	26,921	29,929	32,938	35,946
	325,000	23,365	26,294	29,223	32,152	35,082
	314,700	22,782	25,627	28,473	31,319	34,164
	304,700	22,216	24,980	27,745	30,509	33,274
	294,700	21,650	24,333	27,017	29,700	32,383

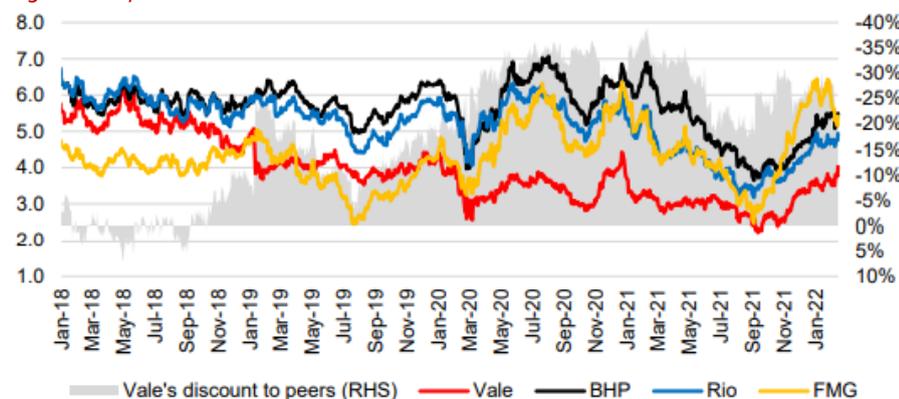
Fonte: estimativas do Santander.

Figura 2. Vale – Análise de Sensibilidade para 2022E

2022E		Base Case				
Iron Ore 62%	US\$/t	100	110	120	130	140
EBITDA	US\$m	23,365	26,294	29,223	32,152	35,082
EV/EBITDA	x	4.7x	4.1x	3.7x	3.3x	2.9x
FCF Yield	%	13%	15%	17%	19%	21%
Minimum Dividends	US\$m	6,682	6,996	7,310	7,624	7,937
Dividend Yield	%	6.7%	7.0%	7.3%	7.6%	7.9%

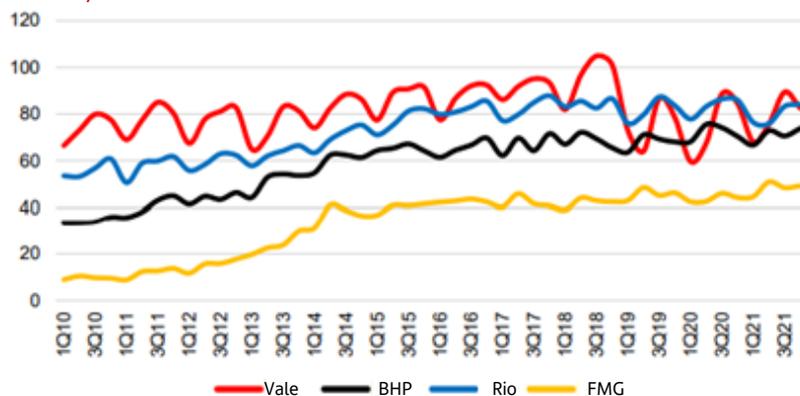
Fonte: estimativas do Santander.

Figura 3. EV/EBITDA – Vale vs. Pares



Fonte: Bloomberg.

Figura 4. Produção de Minério de Ferro – Os Quatro Principais Players (milhões de toneladas)



Fontes: dados da companhia, Woodmac e Santander.

## Valution e Riscos

O nosso preço-alvo de Vale para o fim de 2022 é baseado em um múltiplo EV/EBITDA de 4,5x. Isso representa um desconto em relação à sua média histórica de 5 anos do setor para refletir o preço do minério de ferro em suas máximas. Da nossa estimativa, subtraímos a dívida líquida para definir um preço-alvo de US\$ 24,00. Estamos aumentando o preço-alvo da Vale para 2022E para US\$ 24,00 (vs. US\$ 19,50 anteriormente) ou R\$ 125,00 (vs. R\$ 105,00 anteriormente), principalmente para refletir os resultados divulgados no 4T21 e as nossas previsões de preços de minério de ferro mais altos.

### Riscos de alta/queda para as nossas estimativas:

Os riscos de alta incluem: (i) uma demanda de minério de ferro acima do esperado; e (ii) restrições/incertezas do lado da oferta persistindo por mais tempo.

Os riscos de queda incluem: (i) demanda por minério de ferro mais fraca do que o esperado, principalmente pela China; (ii) oferta acima do esperado; e (iii) alterações nas regulações de mineração, nos *royalties* e nos impostos.

## Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Rafael Barcellos** e **Arthur Biscuola**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2022 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados