

Postura Defensiva

Reunião com o CEO: modo de controle de danos ativado; poucos catalisadores

Participamos de uma reunião com o CEO da Vale (Sr. Gustavo Pimenta) na sexta-feira. No geral, foi uma atualização construtiva, mas nada particularmente capaz de modificar a nossa visão estrutural. A discussão focou fortemente na difícil rentabilidade do minério de ferro aos preços spot e fretes atuais, com a Vale estimando que mais de 120 Mt da oferta global estão atualmente operando com prejuízo. A gestão espera que alguma racionalização da oferta acabe sustentando uma recuperação dos preços do minério de ferro, embora a própria Vale não tenha planos imediatos de fechar capacidade. Se as condições atuais persistirem, no entanto, a companhia poderia ajustar parte de suas ~30 Mtpa de compras de terceiros e de ~5 Mtpa de produção própria de maior custo (a ser observado). A Vale segue bem protegida da alta dos fretes por meio de seus contratos de longo prazo e de hedges de bunker, enquanto a gestão espera que os fretes se normalizem ao longo do tempo. Mantemos nossa recomendação de Compra, embora reconheçamos que a ação está sem catalisadores óbvios de curto prazo para uma expansão de múltiplos relevante, enquanto o momentum de resultados se deteriorou.

Valuation	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
RoIC (EBIT) %	22,2	16,9	9,6	20,6	19,7
EV/EBITDA	4,4	3,5	4,5	4,6	4,6
P/L	8,5	6,1	23,6	5,7	5,3
Dividend Yield Líquido %	8,2	10,3	6,4	8,1	7,9
Financeiro (US\$ milhões)	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
Receita	41.784	38.056	38.403	41.979	42.390
EBITDA	19.260	15.363	15.869	17.084	16.968
Lucro Líquido	7.983	6.166	2.352	10.924	11.623
LPA (US\$)	1,87	1,44	0,55	2,56	2,72
DPA Líquido (US\$)	1,29	0,92	0,83	1,17	1,15
Dívida Líquida/Caixa	(16.867)	(16.466)	(15.574)	(16.556)	(16.146)

Fonte: relatórios da empresa, estimativas da Bovespa, BTG Pactual S.A. / Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 21 de setembro de 2026.

Rating
COMPRA

Sumário

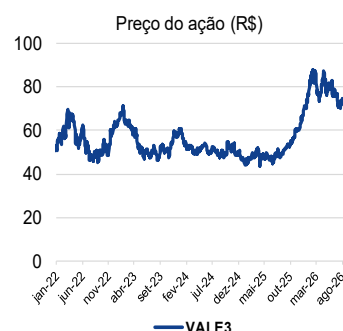
Ticker	VALE3
Preço Alvo (R\$)	90,0
Preço (R\$)	73,4
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	353.994
Vol. Méd. 12M (R\$ mn)	1.700,30
Atualização Preço-alvo	05/05/2026

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	5,6x	5,2x
EV/EBITDA	4,5x	4,5x

Performance:

Setembro (%)	-5,8%
LTM (%)	37,6%



Analistas

Leonardo Correa

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcelo Arazi

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Rodrigo Gotardo

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

A estratégia de frete ajuda bastante, mas não há vencedores absolutos aqui...

A Vale segue relativamente bem protegida da recente alta dos fretes. Estruturalmente, ~70% a 75% de seu frete está coberto por contratos de longo prazo/embarcações dedicadas, com taxas de frete subjacentes de ~US\$18 a 20/t, com base em uma referência de bunker de ~US\$500/t. A variável-chave, portanto, é o bunker: para 2027, a Vale já protegeu (hedge) ~70% de suas necessidades a um equivalente em petróleo de ~US\$78/bbl. Com o bunker atualmente mais próximo de ~US\$750/t, a gestão estima que, se as condições atuais persistirem, os custos de frete na parcela contratada de longo prazo seriam de cerca de US\$23/t no próximo ano (+US\$1,6/t de frete para cada US\$100/t no bunker), ainda bem abaixo do frete spot atual de ~US\$42/t. A Vale também não está desprotegida em 2028 e mantém cobertura estrutural significativa. Olhando adiante, a gestão espera que os mercados de frete se normalizem mesmo que o choque do petróleo continue, apoiados por um volume significativo de novas vendas entrando no mercado no próximo ano, o que deve ajudar a aliviar a atual escassez de capacidade de transporte marítimo.

Reduções na produção de minério de ferro da Vale à frente? Parecem imateriais

A própria Vale tem capacidade não rentável relativamente limitada aos preços atuais do minério de ferro e fretes, com a gestão estimando que apenas ~5 Mtpa de produção própria estão atualmente sob pressão. A principal alavanca são as compras de terceiros: a Vale compra atualmente ~30 Mtpa, e parte desses volumes pode se tornar não rentável se as condições atuais persistirem. A gestão está revisando ativamente essas compras, enfatizando que todo navio que deixa o Brasil precisa gerar margem positiva. Reduzir os volumes de terceiros também melhoraria o mix de produtos e as margens gerais da Vale. É importante destacar que o portfólio da Vale parece relativamente bem-posicionado no ambiente atual, com a degradação do minério e o aumento dos níveis de alumina em toda a indústria elevando o valor de seus produtos de maior qualidade e de suas capacidades de blending.

Preço do minério de ferro: algo precisa ocorrer...

A gestão vê a rentabilidade atual do minério de ferro como insustentável, com um número significativo de mineradoras menores já operando com prejuízo. A China segue como a principal incerteza: as discussões sobre estímulos e reduções da capacidade de aço continuam, mas a gestão ainda não viu evidências significativas de nenhum dos dois, enquanto as exportações seguem sendo um importante canal de escoamento para a produção chinesa de aço. Pelo lado positivo, a demanda incremental do Sudeste Asiático continua crescendo, particularmente no Vietnã, onde a Vale já está vendendo material. A dinâmica dos produtos também segue favorável: o material inicial de Simandou parece ter mais alumina do que o inicialmente esperado, reforçando o papel da Vale como fornecedora de minério corretivo na China, enquanto seus novos produtos de médio teor de Carajás foram bem absorvidos pelo mercado. No geral, a gestão acredita que a rentabilidade atual do minério de ferro faz pouco sentido e espera que a racionalização da oferta ajude, eventualmente, a reequilibrar o mercado.

VBM (Vale Base Metals): o IPO segue sendo "apenas" uma opcionalidade de longo prazo, por enquanto

A gestão segue satisfeita com o desempenho da VBM e vê a separação como um movimento estratégico bem-sucedido, mas um IPO claramente não é uma prioridade de curto prazo e não houve pressão do governo nessa direção. A Vale vê um IPO como apenas uma de várias alternativas potenciais de financiamento e não acredita que uma listagem, por si só, destravaria necessariamente uma expansão de múltiplos. Por ora, a VBM pode financiar seu crescimento de forma orgânica, com a maior parte da carteira de projetos concentrada no Brasil, particularmente em Carajás, onde há sinergias significativas com o negócio de minério de ferro. A Vale deve fornecer maior visibilidade sobre a carteira de projetos de crescimento e estudos técnicos adicionais no Vale Day, em dezembro. No níquel, a prioridade segue sendo eficiência em vez de crescimento ou M&A, enquanto para o grande e complexo projeto Hu'u (cobre) a Vale está considerando trazer um parceiro estratégico e segue mais focada em projetos que já estão sob seu controle, incluindo Alemão.

Retornos de caixa menores; debate sobre valuation

Sem grandes atualizações sobre retornos adicionais de caixa, com a gestão indicando que qualquer decisão sobre dividendos ou recompras dependerá do desempenho até o fim do ano. Dada a incerteza atual, o tom foi compreensivelmente mais cauteloso, embora a posição financeira da Vale siga sólida. Em relação ao valuation, a gestão acredita que o desconto em relação aos pares australianos reflete diversos fatores, incluindo o Brasil, a desvantagem estrutural de frete da Vale e o reconhecimento limitado de seu portfólio de maior teor. A principal alavanca potencial de expansão de múltiplos segue sendo o cobre: a gestão argumenta que a Vale tem maior opcionalidade de crescimento do que os pares e que, se a companhia entregar com sucesso seu plano de aproximadamente dobrar a produção de cobre, o diferencial de valuation deve eventualmente diminuir. As recompras também poderiam se tornar cada vez mais atrativas se o desconto atual persistir.

Outras conclusões: portfólio, Conselho, decreto das cavernas, Samarco...

(1) Portfólio: a Vale segue focada em minério de ferro, cobre e níquel, com pouco apetite por grande diversificação. Outras oportunidades precisam atender a critérios rigorosos de escala, sinergias e retornos, enquanto investimentos menores, como o fundo do BNDES, seguem possíveis. Terras raras não estão sendo consideradas no momento. (2) Conselho: a gestão reconheceu o recente ruído em torno do Conselho, mas enfatizou que ele teve impacto zero na capacidade de execução ou na estratégia da companhia. (3) Decreto das cavernas: a Vale entende que o decreto está tecnicamente pronto e validado, embora a aprovação final siga pendente e possa, potencialmente, ser adiada para depois da eleição presidencial. A gestão vê as mudanças como incrementalmente positivas, simplificando o acesso e o licenciamento de corpos de minério novos e existentes e reduzindo o risco de produção de longo prazo. (4) Samarco: as operações seguem melhorando, com capacidade esperada de chegar a ~28 Mtpa. A gestão vê cada vez mais a Samarco como uma fonte potencialmente relevante de valor para a Vale.

Recomendação de Compra; ambiente macroeconômico difícil

O cenário atual para as mineradoras de minério de ferro segue desafiador. Os preços estão sendo negociados na faixa de US\$95 a 98/t, enquanto custos e fretes seguem elevados com a continuidade do choque do

petróleo, tornando parte do mercado não rentável. Nesse ambiente, a Vale se destaca pela qualidade superior de seus ativos e de seu mix de produtos, bem como por sua estratégia de frete, que deve sustentar custos significativamente mais competitivos em relação aos pares. Continuamos a valorizar os esforços da Vale na VBM, onde acreditamos que o mercado ainda dá pouco crédito ao significativo potencial de crescimento brownfield da companhia em cobre, enquanto seu negócio de níquel continua a melhorar gradualmente. Com a Vale negociando a 4,4x EV/EBITDA e com dividend yield de 8%, ainda com desconto em relação aos pares, mantemos nossa recomendação de Compra, apesar de reconhecermos a ausência de catalisadores de curto prazo para a tese de investimento na ação.

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco 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 contidas aqui ou vinculados ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes; (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual. Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

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