

| Carta de Gestão

2º Trimestre de 2025

*“He was turned to steel
In the great magnetic field,”*

Trecho da letra da música Iron Man da banda Black Sabbath.

O Fundo **Porto SFA FIF CIC Ações** encerrou o segundo trimestre de 2025 com um retorno acumulado de 9,97%, contra uma alta de 6,60% do Ibovespa.

Período	Porto SFA	Ibovespa	CDI
2T25	9,97%	6,60%	3,33%
Últimos 3 anos	42,67%	40,91%	42,20%
Últimos 5 anos	75,22%	46,08%	58,01%
Desde o início	355,93%	159,51%	199,69%

Introdução

O segundo trimestre foi de recuperação dos ativos de risco no Brasil e no mundo. Depois do stress que vimos no primeiro trimestre com o anúncio das tarifas do governo Trump, à medida que o tempo foi passando e algumas dessas foram sendo revistas e seus efeitos menores que o estimado, pelo menos por enquanto, os ativos foram se recuperando.

Os mercados emergentes no mundo inteiro têm se beneficiado de ambiente de dólar mais fraco e fluxo de investidores saindo do US a procura de novas fontes de retorno. O Brasil também tem se beneficiando e surfando essa onda principalmente pelo canal da moeda.

Além disso, à medida que o tempo passa as discussões sobre eleição vão ganhando forma e vão cada vez mais passar a fazer preço. O Brasil passa por um momento importante, estamos com o nosso modelo econômico atual esgotado. Não precisa ser um PHD para dizer que com uma dívida ao redor de 80%, crescimento ao redor de 2% e juro real acima de 7.0% é uma situação insustentável e teremos que ter um ajuste econômico nos próximos anos. A dúvida é se será organizado ou desorganizado.

Existe hoje uma chance não desprezível de termos um troca de governo nas eleições de 2026 dado que como as commodities, a política também vive de ciclos. E entendemos que há sinais de que o ciclo de demandas da sociedade está mudando ou já mudou. Evidentemente ainda há muito tempo até as eleições e veremos muita coisa acontecer.

Nossa carteira continua com negócios bons, com bastante margem de segurança e que temos confiança que entregaram bons retornos no futuro. Atualmente a TIR do nosso fundo se encontra perto de suas máximas, ao redor de 27.0%.

Vale

A trajetória da Vale sempre nos lembra a força e a brutalidade dos ciclos de commodities. É uma companhia que, como na canção do Black Sabbath, é vista como um verdadeiro *“Iron Man”*, carregando nas costas o peso do minério de ferro e do Brasil.

Temos uma visão positiva de Vale (VALE3). Os fundamentos microeconômicos indicam uma assimetria no valor de mercado, o que nos levou a assumir uma posição na mineradora. Aprofundando nos fundamentos da companhia, ao considerarmos o *turnaround* operacional promovido em seu core *business* nas operações

de minério de ferro e metais básicos, vemos com bons olhos o aumento da produção no 1º semestre de 2025 e o plano ambicioso de crescimento nos próximos anos.

Após anos endereçando os desafios de segurança nas operações de minério, a companhia iniciou agora o que acreditamos ser uma rota sustentável de crescimento de produção, mirando uma produção de ~360 Mtons em 2030, contra as ~300 Mtons em 2024. No 2T25, a produção de minério da Vale cresceu +4% na comparação anual, com o comissionamento da 4ª linha de processamento em Brucutu (MG), e com melhorias operacionais em S11D (Carajás). Na divisão de metais básicos, que passou por mudança de gestão e estagnação, o crescimento no 2T25 também surpreendeu, com a produção de cobre e níquel subindo +18% no trimestre e +44% no ano.

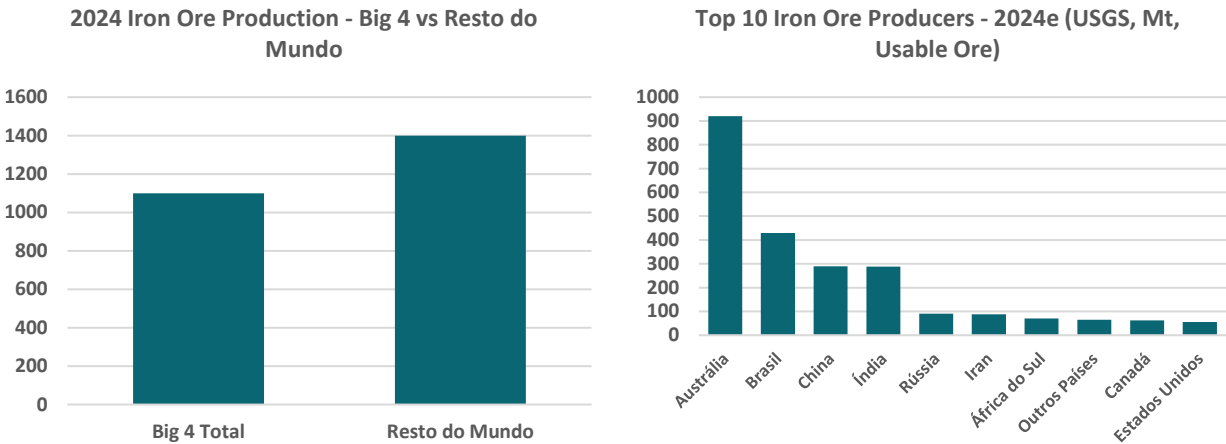
Temos uma visão contrária à do consenso de mercado, principalmente no equilíbrio de oferta/demanda por minério. Acreditamos que o mercado superestima o efeito nos preços do minério com o aumento da oferta do projeto Simandou, em Guiné, na África. O projeto tem um grande potencial de produção de minério de ferro de alta qualidade, com início de produção prevista para novembro de 2025 com um potencial de escalar a capacidade de produção para 120 Mtons em 30 meses. Em nossa visão, os projetos de mineração com esse escopo historicamente enfrentam problemas operacionais e atrasam, e acabam contrapondo o *depletion* natural da oferta das mineradoras, assim, a entrada do projeto pode levar a uma distorção do equilíbrio de oferta/demanda menor do que o mercado espera.

Em 2025, o preço do minério vem surpreendendo as expectativas de mercado, que imaginava queda para ~US\$ 85/ton no início do ano. Hoje, os preços estão em US\$ 107/ton, maior nível desde maio/2024. Acreditamos que o cenário favorece um preço ao redor desses níveis, suportando a tese de investimento em Vale juntamente com os avanços internos da cia nos próximos anos.

Ao longo deste texto, detalharemos os pontos importantes para a nossa tese, como: (1) a demanda por minério na China, que segue resiliente apesar da crise imobiliária histórica do país; (2) o uso de sucata na siderurgia chinesa, que vem decepcionando as expectativas do mercado recorrentemente; (3) os custos de produção de minério, que vem subindo consistentemente, elevando, portanto, o preço de incentivo para novos projetos para >\$ 90/ton, acima do estimado pelos analistas do setor.

Estudo de Oferta/Demanda por Minério

Acreditamos que o primeiro passo para se investir em uma empresa de commodities é entender a dinâmica de oferta/demanda, especialmente dando ênfase na análise da oferta, que é mais fácil de estimar. A oferta global de minério de ferro seaborne é de 1,6 bt (bilhões de toneladas). Austrália e Brasil são os maiores produtores de minério de ferro e os maiores exportadores. As BIG 4 (Vale, Rio, BHP e FMG) mineradoras respondem por 44% da oferta. A maior parte do minério de ferro é extraída em minas a céu aberto na Austrália e no Brasil, transportada para portos dedicados por ferrovia e enviada para siderúrgicas na Ásia e na Europa.



Market share das 4

Ano	Vale (Mt)	Rio Tinto (Mt)	BHP (Mt)	FMG (Mt)	Total Big 4 (Mt)	Mundo (Mt, USGS usable)	Market Share
2023	321,2	331,8	257,0	192,0	1.102,0	2.530,0	43,6%
2024	328,0	328,6	260,0	191,6	1.108,2	2.500,0	44,3%

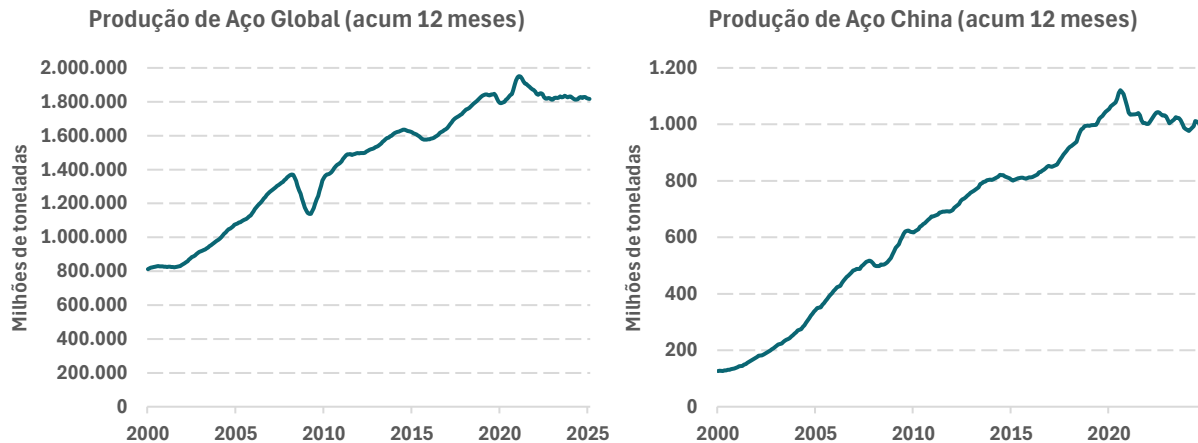
Classificação	10 principais países exportadores de minério de ferro	2023
1	Austrália	898.459
2	Brasil	407.970
3	África do Sul	59.424
4	Canadá	58.250
5	Índia	43.818
6	Suécia	32.844
7	China	21.481
8	Malásia	20.211
9	Holanda	18.912
10	Ucrânia	17.749

Em mil toneladas

Fonte: Steel Statistical Yearbook

O minério de ferro é essencial para a produção de aço e para a manutenção de uma base industrial sólida. 98% do minério de ferro extraído é usado para fabricar aço, dado que é uma liga composta principalmente de ferro e menos de 2% de carbono. Dito isso, para entender a demanda do minério de ferro é importante entender a dinâmica da indústria mundial de aço.

A produção mundial de aço cresceu de 0,8 mt (milhões de toneladas) em 2000, para os atuais 1,9 mt em 2021 e depois, caindo para 1,8 em 2023 e ficando estável desde então. A China foi a grande responsável pelo crescimento da demanda de aço, multiplicando sua produção em torno de 10 vezes desde o ano 2000 e hoje responde pela metade da produção mundial. Como a maior parte do minério de ferro extraído é utilizado na produção de aço, a China foi a maior importadora de minério globalmente, respondendo por 75% do total da demanda.



País	Toneladas Importadas - 2024	% Global das Importações - 2024
China	1.237.266.528	75,72%
Japão	96.402.231	5,90%
Coreia do Sul	69.487.783	4,25%
Alemanha	34.875.248	2,13%
Malásia	21.283.320	1,30%
Taiwan	20.058.925	1,23%
Vietnã	17.757.895	1,09%
Indonésia	13.915.134	0,85%
Bahrein	13.509.609	0,83%
Omã	12.408.822	0,76%
Turquia	10.006.113	0,61%
Resto do Mundo	87.028.392	5,33%

A grande dúvida do mercado é se com a desaceleração da China o preço do minério pode cair a patamares mais baixos que os atuais. De fato, a China vive uma crise no mercado imobiliário que fez a sua produção de aço se estabilizar ao redor de 1bi de toneladas, depois de ter batido 1.1 bi de toneladas.

Parte da demanda que foi perdida no setor imobiliário foi substituída por setores como infraestrutura, manufatura e outros. Mas parte não foi totalmente absorvida internamente e, por isso, foi exportada.

A exportação de aço na China voltou para o nível de 2015 de 120 mt ano, a mais alta observada. E assim, inundando o mundo de aço mais barato. No Brasil também observamos o impacto disso na queda do preço do aço.

Demanda Chinesa de Minério de Ferro

Setor	2021	% YoY	2022	% YoY	2023	% YoY	2024	% YoY	2025E	% YoY	2026E	% YoY
Construção	587	-1,7%	579	-1,4%	559	-3,5%	520	-6,9%	515	-1,0%	526	2,1%
Imobiliário	372	-4,1%	340	-8,6%	308	-9,4%	262	-15,0%	246	-6,0%	246	0,0%
Infraestrutura	215	2,9%	239	11,2%	251	5,0%	259	3,0%	269	4,0%	280	4,0%
Manufatura	164	3,8%	167	1,8%	175	4,8%	177	1,1%	180	2,0%	184	2,0%
Auto	69	1,5%	69	3,0%	76	10,1%	77	1,8%	80	4,0%	82	2,0%
Outros	130	4,4%	137	5,2%	120	-12,2%	124	3,7%	128	2,8%	128	0,4%
Total	950	0,3%	952	0,2%	930	-2,3%	899	-3,3%	904	0,5%	920	1,8%

Fonte: Worldsteel, NBS, CMIPRI, Bloomberg Intelligence



Porém, a produção de aço é um indutor de crescimento e normalmente a China faz isso, assim como fazem outros países. Portanto, falar que a China vai cortar produção sem entender o contexto, não parece tão simples.

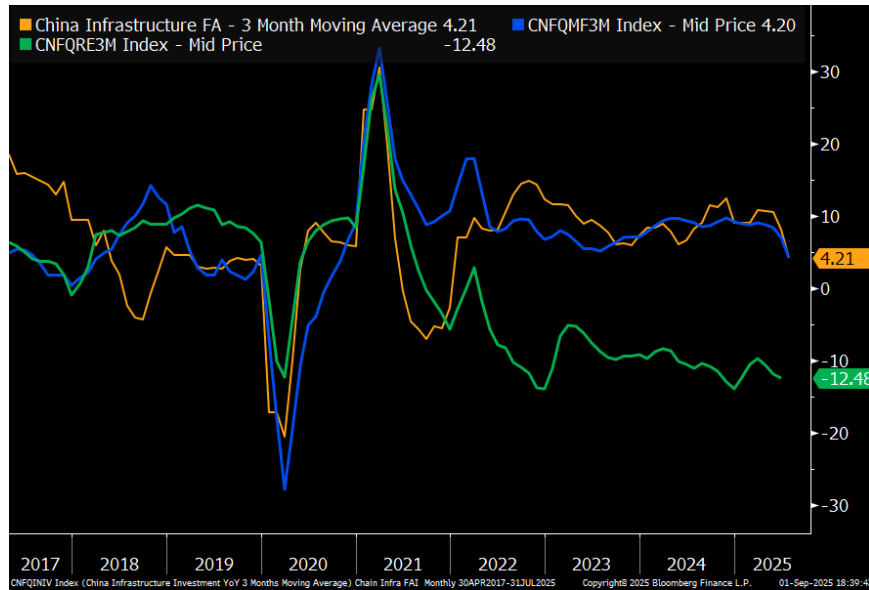
Como a utilização da capacidade instalada é baixa, normalmente o que acontece é o fechamento de plantas muito deficitárias e aumento da produção das operações mais rentáveis, fazendo com que o aumento da produção em uma operação compense o fechamento da outra.

Resumo Dos Números da Indústria Siderúrgica Bruta da China

Data	Capacidade Nominal Total (Mt)	Produção (Mt)	Capacidade Média de Utilização	Capacidade de Expansão / (Fechamento) (Mt)	Target de Corte de Capacidade (Mtpy)
2025e	1327	1016	77%	-50	-50,0
2024	1377	1005	73%	29	-
2023	1348	1019	76%	12	-
2022	1336	1018	76%	-5	-
2021	1342	1035	77%	21	-
2020	1321	1065	81%	14	-
2019	1307	996	76%	-14	-
2018	1320	928	70%	-37	-30,0
2017	1358	901	66%	-56	-50,0
2016	1414	868	61%	-38	-45,0
2015	1452	862	59%	-22	-7,5
2014	1474	879	60%	24	-7,5
2013	1450	866	60%	64	-
2012	1386	772	56%	55	-7,8
2011	1331	730	55%	56	-26,3
2010	1275	678	53%	-	-

Fonte: Wood Mackenzie, The State Council website, Steel Orbis, Santander Research

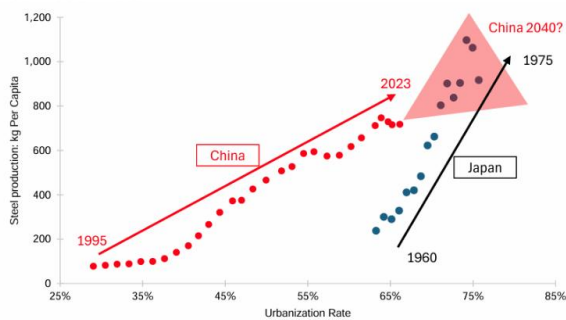
Um ponto de atenção é a recente queda do investimento em infraestrutura e manufatura na China. Porém, a urbanização da China e seu impacto na produção de aço é subestimada.



Urbanização

Uma relação interessante é observar o nível de urbanização da economia em relação ao nível de produção *per capita* da China. De acordo com o World Bank, a China viu sua população urbana aumentar em 100 milhões de pessoas entre 2023 e 2024. Se seguirem a trajetória de urbanização observada no Japão durante o milagre japonês, podemos ver um aumento significativo na produção de aço, elevando a demanda por minério.

Figure 2 - China and Japan Steel Production Per Capita vs. Urbanization Rate



Source: Bloomberg, World Bank, National Bureau of Statistics of China, ISIJ.

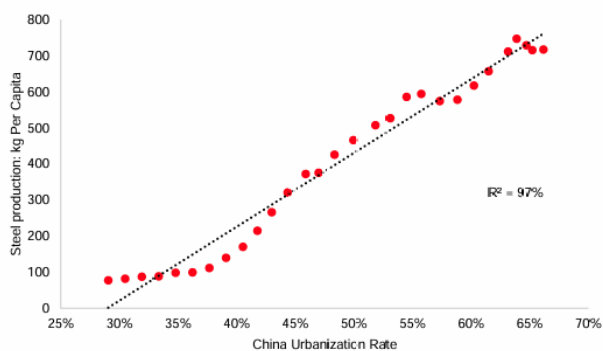
Figure 3 - Sensitivity - China's IO Demand Increase (2040 vs. 2023, Mt)

	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3
China's Urbanization rate (%)	76%	76%	76%
Steel production per capita (kg)	717	850	971
Chinese Total Steel Production (Mt)	974	1,154	1,318
Delta vs 2023 production (Mt)	-37	143	307
% of BF in new capacity (%)	80%	80%	80%
Iron ore demand increase (Mt)	-46	177	381

Source: World Bank, NBS, Santander estimates.

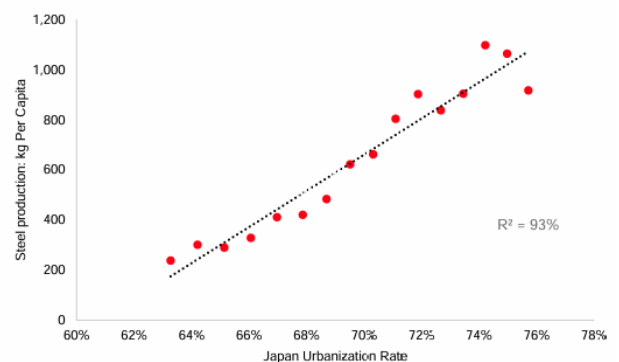
China's iron ore demand increase versus 2023 level in different scenarios of crude steel production per capita, considering World Bank's forecast for the total Chinese population (1.36 billion) people and urbanization rate (76%) by 2040.

Figure 4 - China Urbanization Rate vs. Steel Production Per Capita (1995-2023)



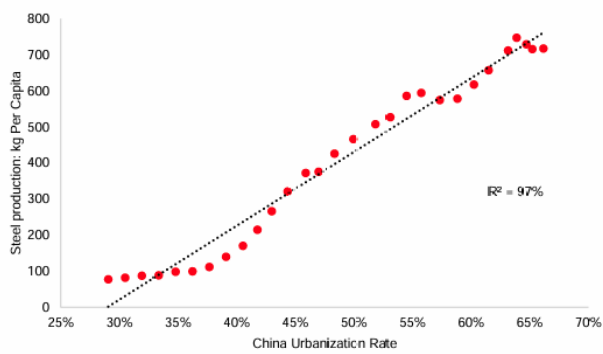
Source: Bloomberg, National Bureau of Statistics of China, World Bank, Santander.

Figure 5 - Japan Urbanization Rate vs. Steel Production Per Capita (1960-1975)



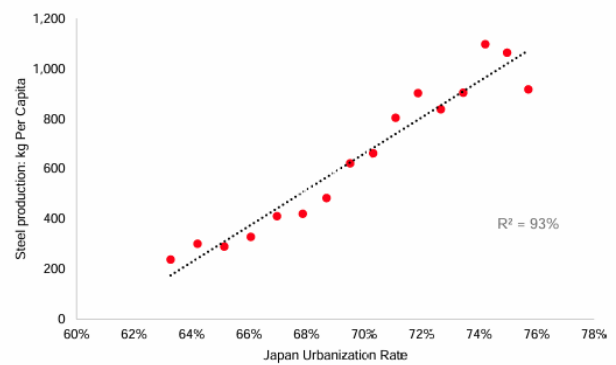
Source: World Bank, Bloomberg, ISIJ.

Figure 4 - China Urbanization Rate vs. Steel Production Per Capita (1995-2023)



Source: Bloomberg, National Bureau of Statistics of China, World Bank, Santander.

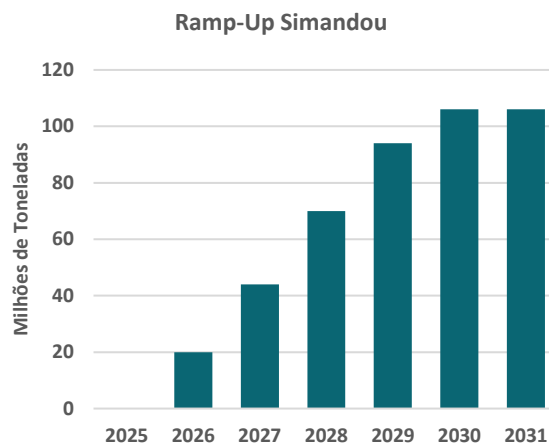
Figure 5 - Japan Urbanization Rate vs. Steel Production Per Capita (1960-1975)



Source: World Bank, Bloomberg, ISIJ.

Simandou

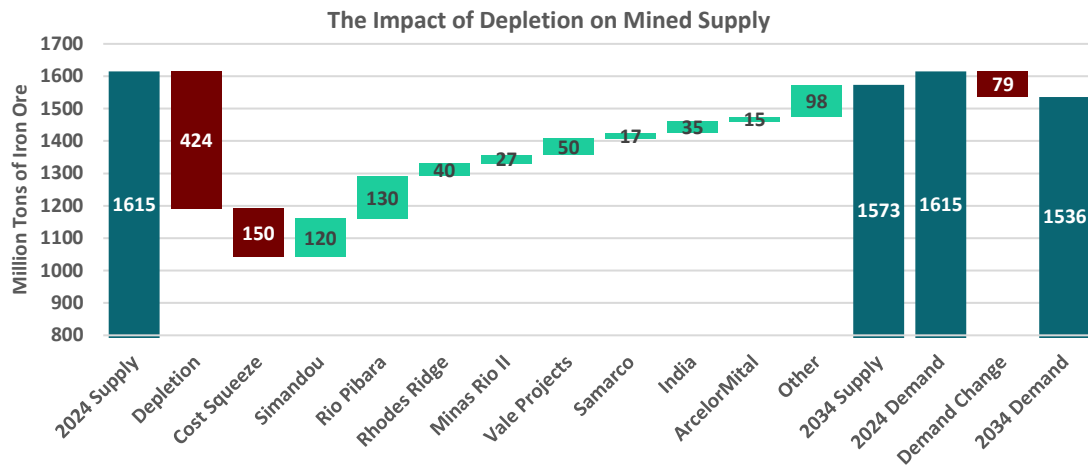
A entrada da operação de Simandou (Rio Tinto) na Guiné vai adicionar ao redor de 120mt nos próximos anos. Sem dúvida, é um ponto de atenção bem conhecido, mas pouco se fala sobre o *depletion* das minas em operação e o *cash cost squeeze*.



Fonte: Empresa, Bloomberg Intelligence

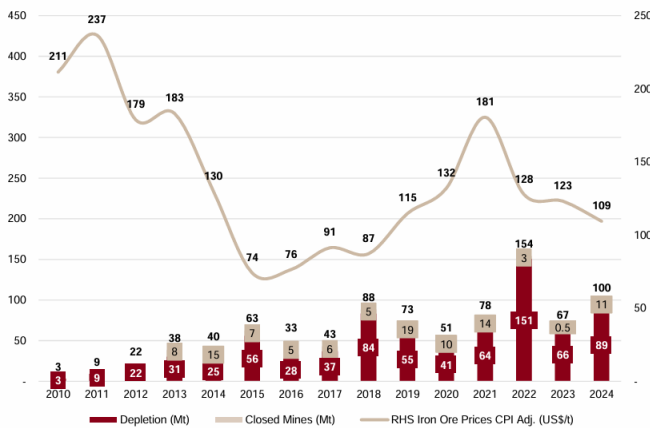
Depletion e Cash Cost Squeeze

Estima-se que o *depletion* seja ao redor de 3-5% anualmente. *Depletion* normalmente é associado ao esgotamento de uma mina, mas pode ser também sua inviabilidade econômica. O número de fechamento de minas de minério de ferro aumentou muito à medida que o *cash cost* tem aumentado e tornado várias minas inviáveis.



Fonte: Wood Mackenzie, Bloomberg Intelligence

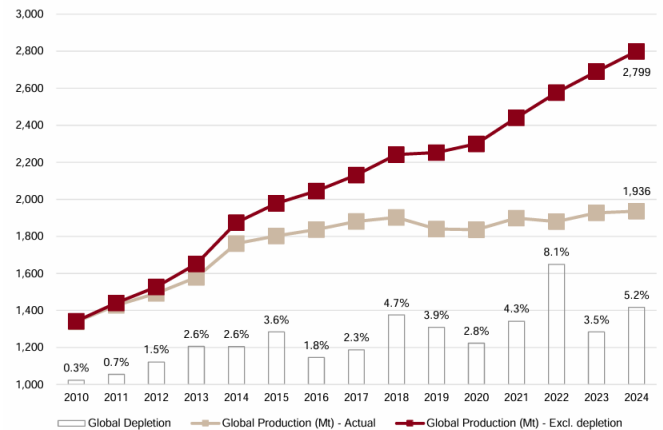
Figure 1 - Production Ceased and Iron Ore Prices 62% Fe CPI Adjusted per Year



Source: Wood Mackenzie, Platts, U.S. Bureau of Labor Statistics, Santander.

Figure 2 - Global Production vs. Global Production Excluding Depletion (Mt)

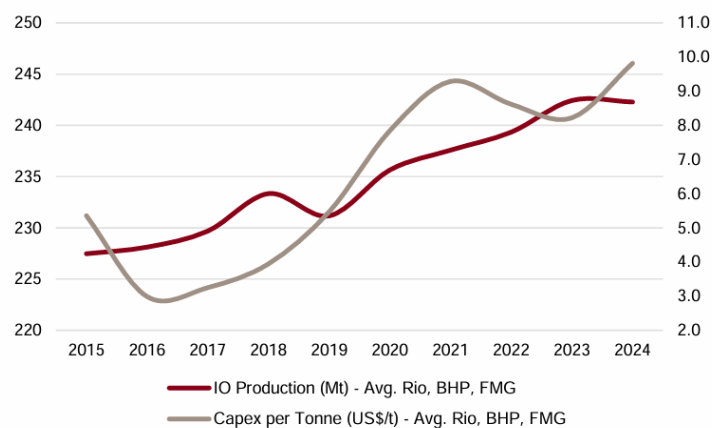
Global depletion averaged ~2.2% per year in the early 2010s. This compares to an average of 4.8% in the last five years.



Source: Wood Mackenzie, Santander.

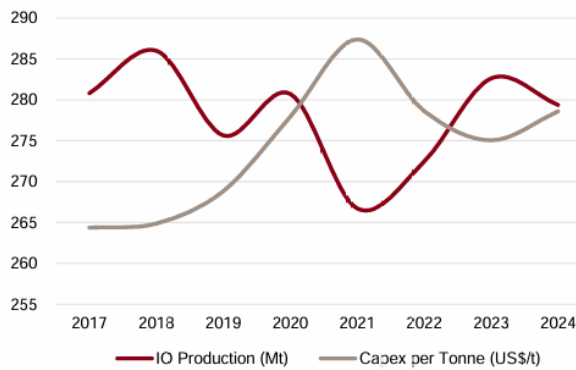
Está cada vez mais caro manter as minas com o capex por tonelada dobrando nos últimos 10 anos.

Figure 4 - Average Iron Ore Production vs Capex per Tonne - Rio Tinto, BHP, FMG



Source: Wood Mackenzie, Companies' reports, Santander.

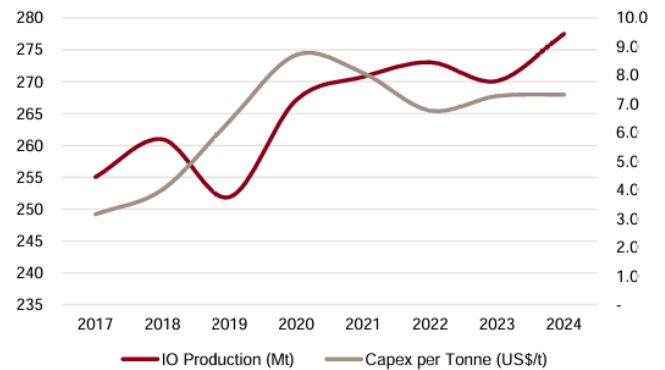
Figure 5 - Rio Tinto - Iron Ore Production vs. Capex per Tonne



Source: Company's reports, Santander.

Capex refers to capital expenditure on iron ore.

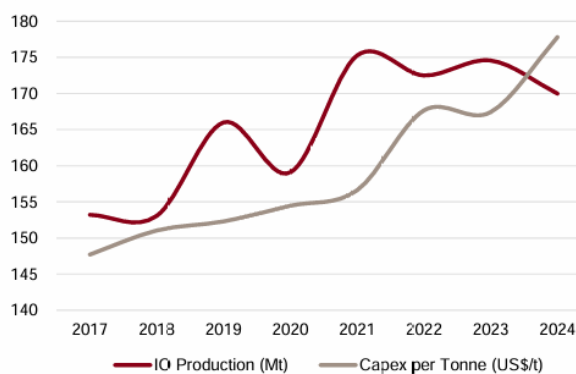
Figure 6 - BHP - Iron Ore Production vs. Capex per Tonne



Source: Company's reports, Santander.

Capex refers to capital expenditure on iron ore.

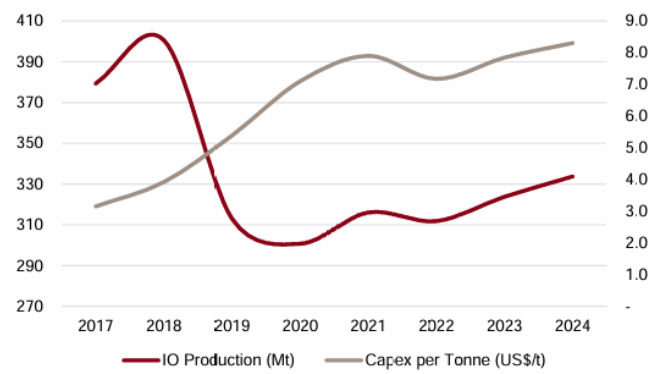
Figure 7 - FMG - Iron Ore Production vs. Capex per Tonne



Source: Company's reports, Santander.

Capex refers to sustaining capital expenditure.

Figure 8 - Vale Iron Ore Production vs. Capex per Tonne



Source: Company's reports, Santander.

From 2017 to 2022, Capex refers to investments in ferrous minerals maintenance; from 2023 to 2024, it refers to investments in iron ore maintenance projects.

O *cash cost* da indústria aumentou muito nos últimos anos e hoje se situa ao redor de 90 USD. Portanto não acreditamos em preço do minério abaixo desse patamar por muito tempo.

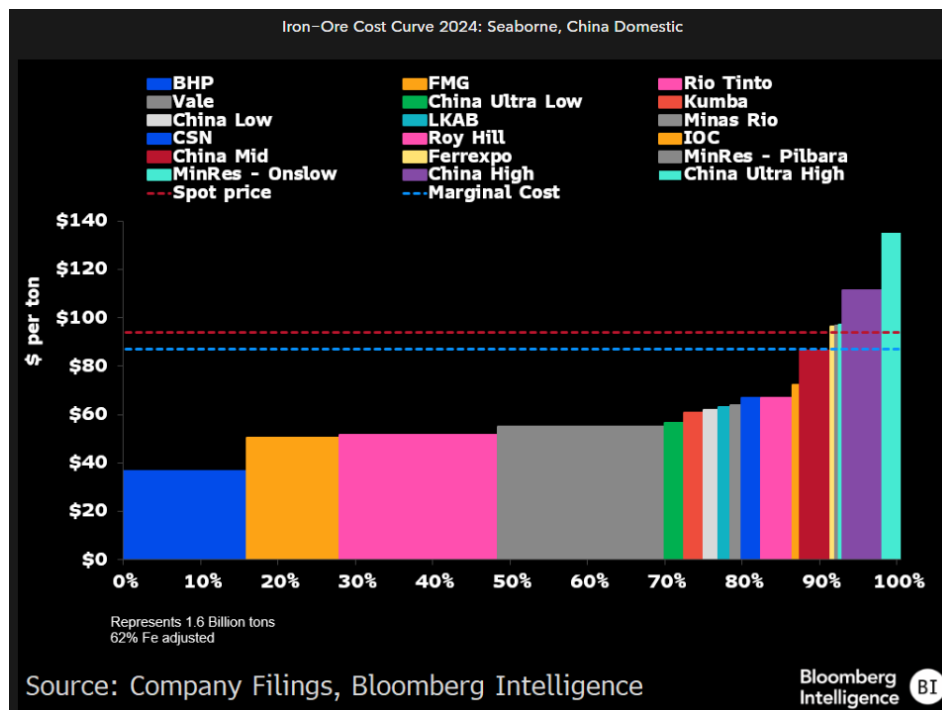
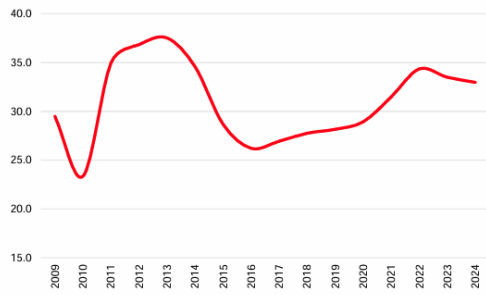
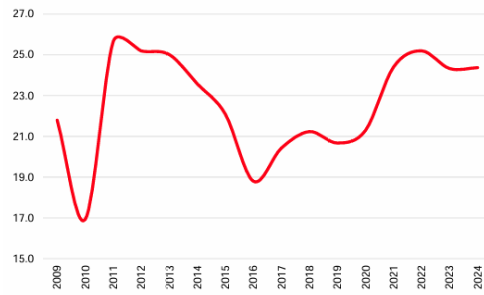


Figure 7 - Mining Marginal Cost (US\$/dmt)



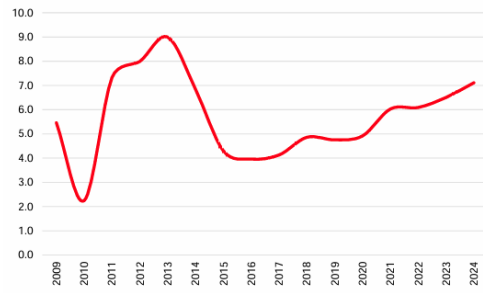
Source: Wood Mackenzie, Santander.

Figure 8 - Processing Marginal Cost (US\$/dmt)



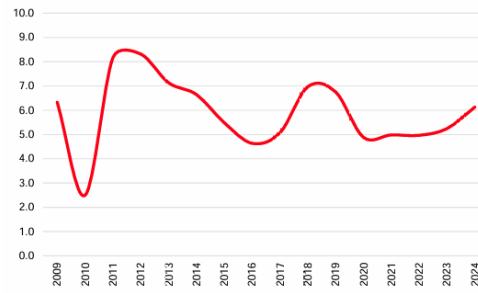
Source: Wood Mackenzie, Santander.

Figure 9 - Transport Marginal Cost (US\$/dmt)



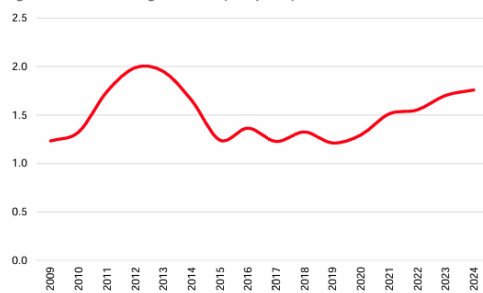
Source: Wood Mackenzie, Santander.

Figure 10 - Pelletising Marginal Cost (US\$/dmt)



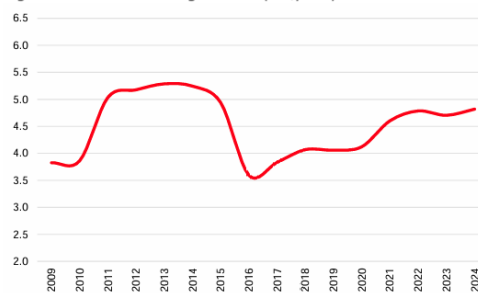
Source: Wood Mackenzie, Santander.

Figure 11 - Port Marginal Cost (US\$/dmt)



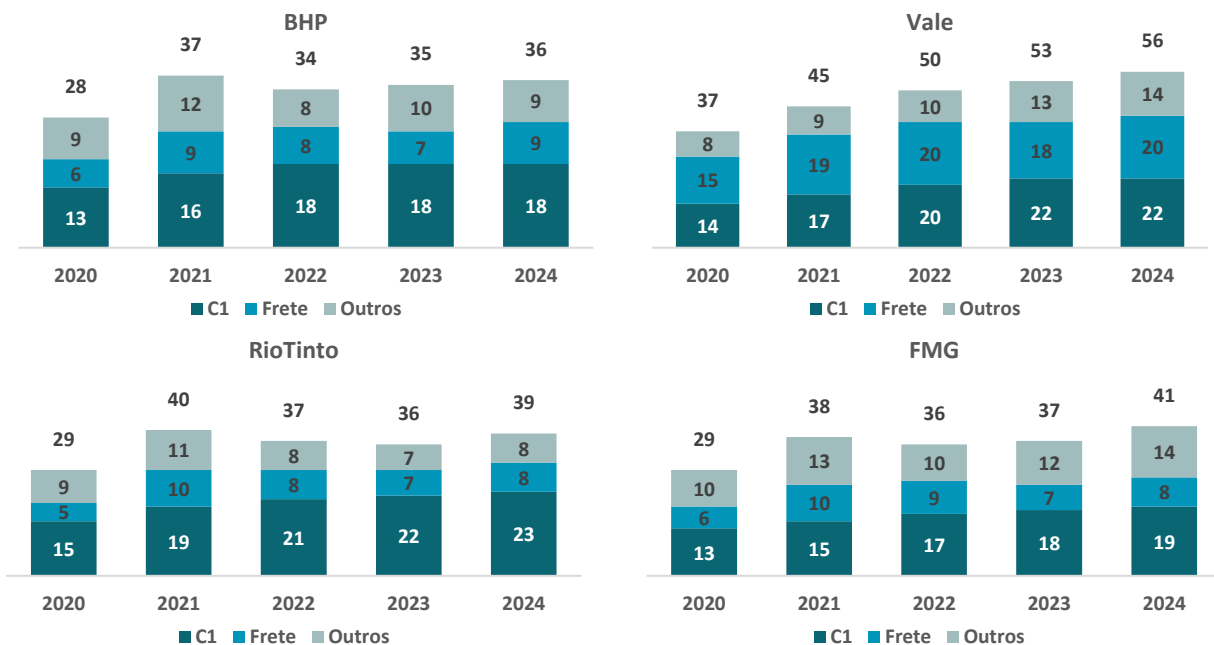
Source: Wood Mackenzie, Santander.

Figure 12 - Overhead Marginal Cost (US\$/dmt)



Source: Wood Mackenzie, Santander.

Custo de Entrega na China do Minério de Ferro (USD/ton):



Fonte: Empresas, Itaú BBA

Portanto hoje temos uma situação muito mais complexa do que apenas falar que Simandou entrará em produção. Temos diversas forças como *depletion*, *cash cost* elevado e urbanização que podem sustentar o preço do minério.

Em 2015, quando o preço do minério de ferro despencou, tivemos uma entrada de capacidade grande nos anos anteriores. Agora, desde 2018 a produção segue estável.

Big 4 – Produção de Minério de Ferro (Mt)

Setor	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e
Vale	323	320	310	332	346	349	367	385	302	300	316	308	321	315
Rio Tinto	245	253	266	295	328	330	330	338	327	333	320	324	332	330
BHP	134	159	170	204	233	227	231	238	238	248	254	253	257	260
FMG	48	66	102	153	166	168	169	169	183	175	193	189	191	195
Total	750	798	848	984	1072	1074	1096	1129	1049	1057	1082	1074	1101	1100

Fonte: Empresas, Woodmac, Santander

Uma outra questão é o risco do maior uso da sucata, mas antes de falar disso, vamos entender qual a diferença entre usar sucata ou minério.

Existem dois tipos de fornos: BOF (*Basic Oxygen Furnace*) e EAF (*Electric Arc Furnace*).

BOF vs EAF

- **Minério → ferro-gusa → BOF (alto-forno + convertedor):** Minério de ferro é reduzido no alto-forno (com coque) e vira ferro-gusa líquido, que entra no **BOF** (*Basic Oxygen Furnace*) para virar aço.
- Carga típica do BOF: **~70–85% ferro-gusa + ~15–30% sucata** (a sucata aqui atua também como “resfriante”).
- **Sucata → EAF (forno elétrico a arco):** Sucata metálica é derretida no **EAF** usando eletricidade. Pode operar com **0–100% sucata**, e muitas usinas adicionam **DRI/HBI** (ferro-esponja de minério) ou **ferro-gusa** para ajustar qualidade.

Diferenças Práticas

- **Química/“pureza”:**
 1. Rota minério (BOF) começa mais “limpa” em **elementos residuais** (Cu, Sn, Ni, Cr).
 2. Sucata traz mais **residuais** e **nitrogênio** (especialmente sucata obsoleta), o que pode limitar graus muito exigentes (p. ex., certas chapas automotivas ultra formáveis).
 3. Isso não impede qualidade alta no EAF: usa-se **sucata “prime”, DRI/HBI para diluir residuais, e refino secundário** (VD/VOD, dessulfurizadores etc.).
- **Mix de produtos:**
 1. **Longos** (vergalhão, perfis): toleram mais residuais → **EAF/sucata domina**.
 2. **Planos premium** (auto, latas): exigem baixíssimos residuais → **BOF** ou **EAF com bastante DRI/HBI**.
- **Custo e capex/opex:**
 1. **BOF:** capex alto, escala gigante; custo sensível a **minério + coque**.
 2. **EAF:** capex menor e flexível; custo sensível a **preço da sucata/DRI e energia elétrica**.

Como uma Matéria-Prima Substitui a Outra

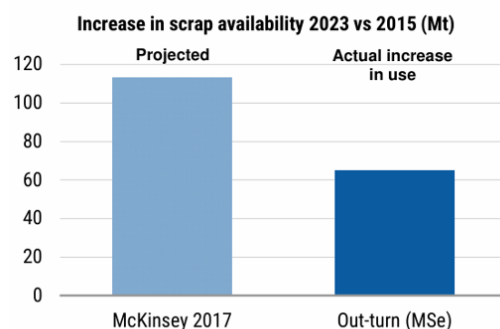
- No “cesto de metálicos”: **sucata, DRI/HBI, ferro-gusa**. As usinas trocam um pelo outro conforme **qualidade necessária, preço relativo e disponibilidade**.
- **Mais sucata no BOF**: dá para aumentar a fração de sucata no BOF até algo em torno de **30%** (limite técnico/energético). Útil quando a sucata está barata ou para resfriar aço muito quente.
- **Menos sucata no EAF**: quando a sucata está cara/impura, o EAF **substitui sucata por DRI/HBI ou ferro-gusa** para diluir residuais e atender graus nobres.
- **Mais sucata no EAF**: quando há sucata “**prime**” barata e a especificação permite, o EAF roda **70–100% sucata**.
- **Drivers de substituição**:
 1. **Preço relativo** (sucata vs minério + carvão + energia).
 2. **Qualidade** requerida (controle de residuais).
 3. **Energia/CO₂** (custo elétrico, metas ESG).
 4. **Oferta regional de sucata** (países com frota/estoque metálico antigos têm mais sucata).

Em Resumo

- **“Aço de minério” (BOF)**: tende a ser quimicamente mais “limpo” por natureza do processo; ótimo para chapas exigentes, com pegada de carbono maior.
- **“Aço de sucata” (EAF)**: muito competitivo em custo/CO₂ e perfeito para grande parte dos longos; para planos premium, costuma **misturar sucata com DRI/HBI** e aplicar refino.
- **Substituição é elástica**: BOF consegue subir sucata até ~30%; EAF troca entre **sucata ↔ DRI/HBI/ferro-gusa** conforme preço e qualidade.

Portanto existe um incentivo para se usar mais sucata dado que é mais limpo. Mas as expectativas de uso de sucata não se concretizaram. E como sabemos, para uso de aço mais nobre é preciso minério.

Exhibit 2: Growth in scrap use in China has undershot previous estimates



Source: McKinsey, Morgan Stanley Research

Exhibit 3: China's unrealised EAF ambitions



Source: World Steel Association, Wood Mckenzie, Morgan Stanley Research

Com a margem das siderúrgicas é baixa, ainda pode demorar para vermos uma migração.

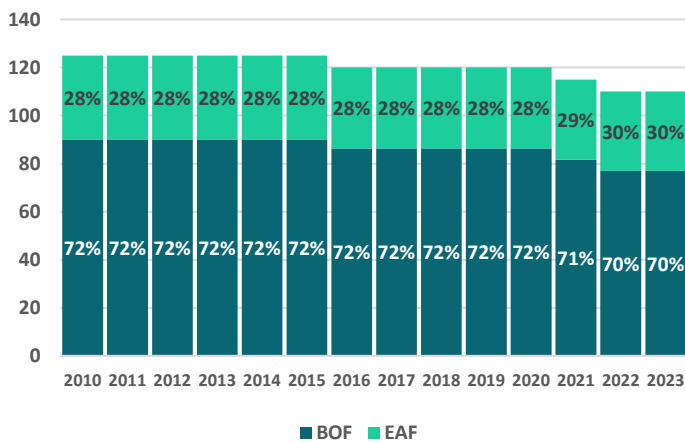
Figure 7 - China crude steel margin (US\$/t)



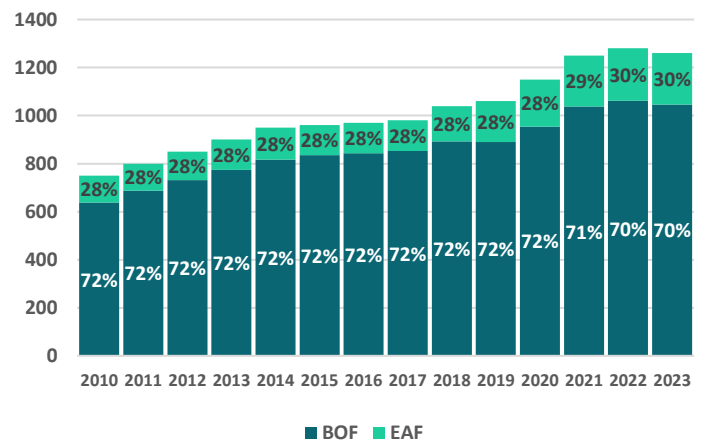
Source: Platts, Santander Research

Na China, 17% da capacidade operacional é EAF, enquanto no Japão é 30%.

Japan's Historical Steel Output (Mt)



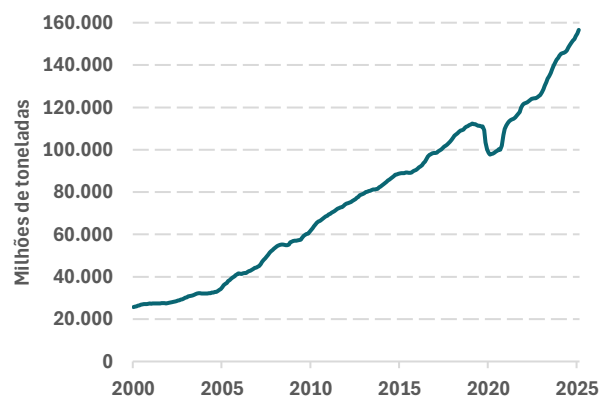
China's Historical Operating Capacity (Mt)

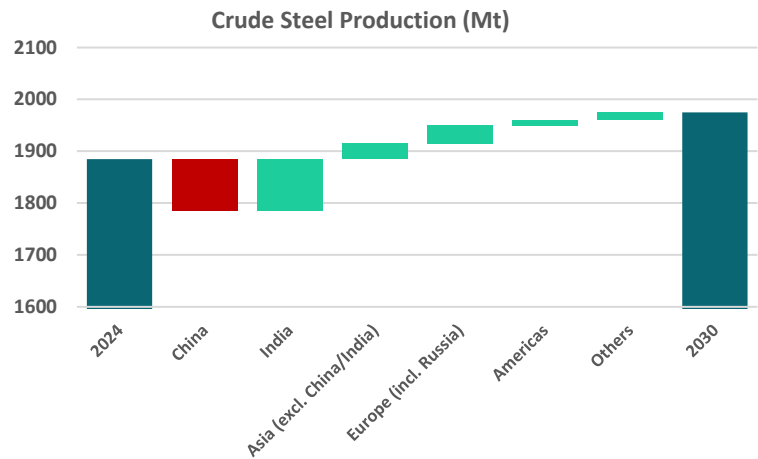


Fonte: Woodmac, Santander

Falando de Índia, é o país que está crescendo aceleradamente a produção de aço e substituindo o que a Europa e China vêm cortando de produção.

Produção de Aço Índia (acum 12 meses)

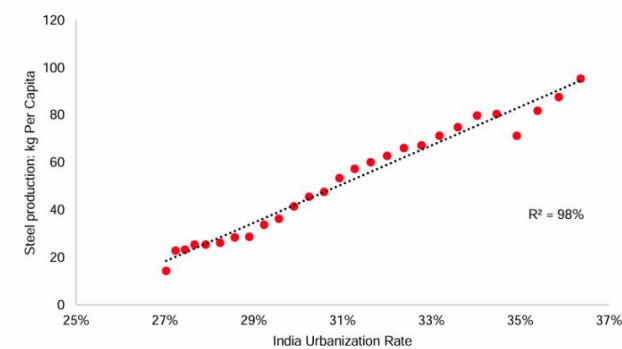




Fonte: WSA, Morgan Stanley Research

Pela mesma lógica de urbanização, a Índia é um driver importante, e deve aumentar bastante seu consumo *per capita* de aço à medida que se urbaniza, como de fato está acontecendo.

Figure 17 - India Urbanization Rate vs. Steel Production per Capita (1997-2023)



Source: World Bank, Bloomberg, Santander.

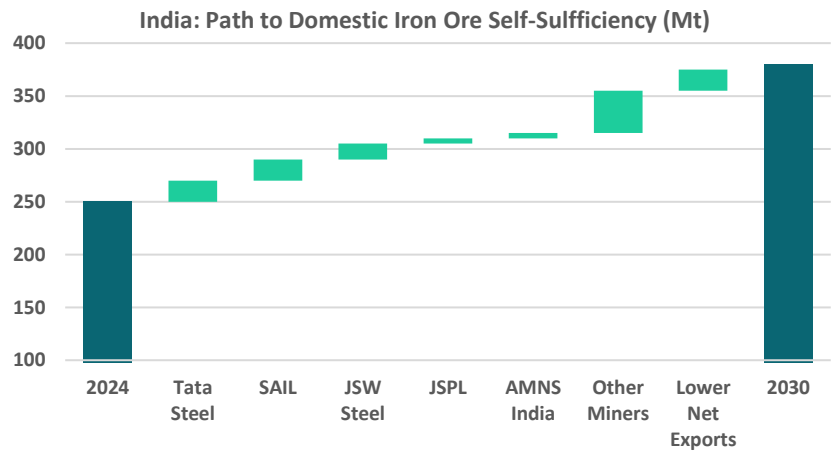
Figure 18 - Sensitivity - India's IO Demand Change (2040 vs. 2023, Mt)

	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3
India's Urbanization rate (%)	46%	46%	46%
Steel production per capita (kg)	95	135	176
Indian Total Steel Production (Mt)	153	218	284
Delta vs 2023 production (Mt)	17	81	147
% of BF in new capacity (%)	50%	50%	50%
Iron ore demand change (Mt)	13	63	114

Source: World Bank, Santander estimates.

India's iron ore demand increase versus 2023 level in different scenarios of crude steel production per capita, considering World Bank's forecast for the total Indian population (1.61 billion) and urbanization rate (46%) by 2040.

A Índia tem reservas e poderia suprir essa necessidade adicional. Esse é um ponto que temos que acompanhar de perto.

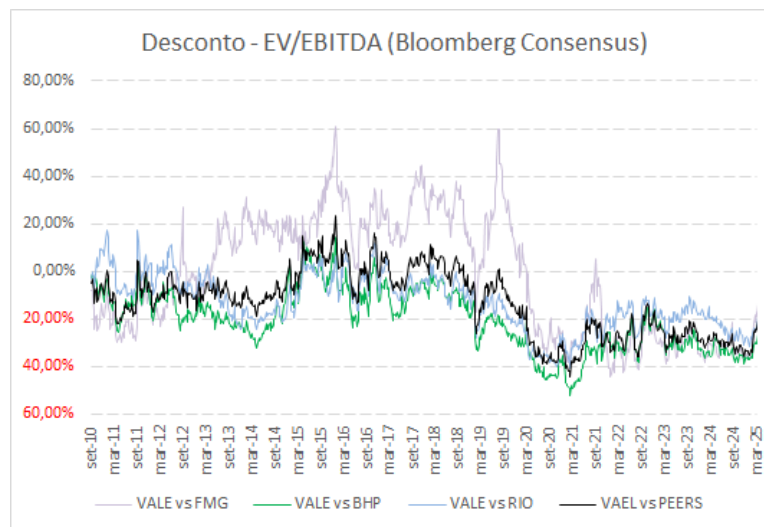


Fonte: IBM, CEIC, Empresa, Morgan Stanley Research

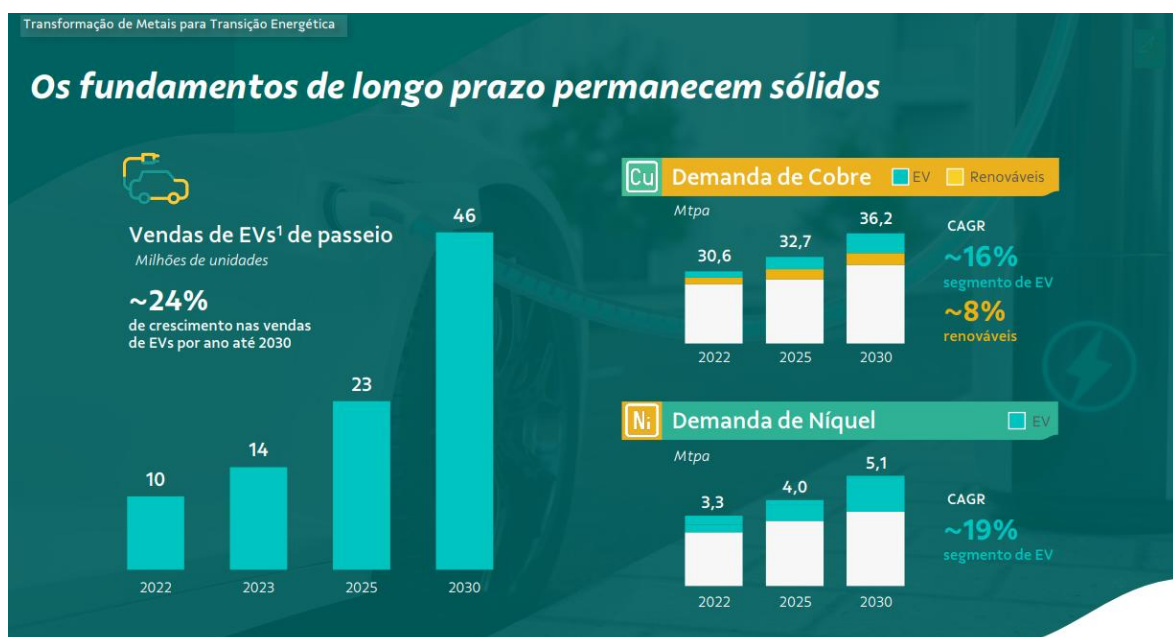
A Vale tem hoje 90% da sua receita em minério de ferro, 9% de cobre e 1% de níquel. Mas dado todos os incidentes recentes, ainda negocia com bastante desconto para Australianas e principalmente FMG que é 100% minério.

Com a finalização dos acordos, muitos investidores globais poderão voltar a olhar para ela. A companhia estima que USD 800bi já possam voltar a serem investidos nela hoje e ao redor de USD 3tr ainda estão bloqueados.

Além disso, à medida que a unidade de *base metals* for ganhando peso na receita total, a Vale pode ser reprecificada dado que empresas de cobre e níquel são negociadas com prêmio em relação às de minério de ferro. Em 2023 a Vale vendeu 10% do seu negócio de *base metals*, avaliando a vertical em US\$ 26 bilhões e a um múltiplo substancialmente maior que o da mineradora, ao redor de 10x EV/EBITDA.



Um possível *tailwind* é a transição energética. Por exemplo, os carros elétricos usam 40x mais níquel que um carro a combustão. E um veículo a combustão usa ao redor de 8kg de cobre, enquanto um elétrico usa 80kg.



Portanto, apesar de ainda pequena como percentual da receita, podemos ter surpresas positivas da parte de *base metals*.

Abaixo, apresentamos uma tabela de sensibilidade do *valuation* da Vale para diversos cenários de preço de minério e câmbio. (1) FCF Yield de 2026; e (2) EV/EBITDA de 2026. Acreditamos que o *valuation* da Vale é barato e tem uma margem de segurança razoável, exceto em combinações excepcionalmente ruins de preços de minério e câmbio, favorecendo a posição.

		2026 FCF Yield (%)*								
		Minério de Ferro 62% US\$/ton								
USD/BRL		72	79	86	93	100	107	114	121	128
	5,05	-8%	-4%	0%	4%	7%	10%	14%	17%	20%
	5,20	-7%	-3%	1%	5%	8%	12%	15%	18%	21%
	5,35	-6%	-2%	2%	6%	9%	13%	16%	20%	23%
	5,50	-5%	-1%	3%	7%	10%	14%	17%	21%	24%
	5,65	-4%	0%	4%	8%	12%	15%	19%	22%	26%
	5,80	-3%	1%	5%	9%	13%	16%	20%	24%	27%
	5,95	-2%	2%	6%	10%	14%	18%	21%	25%	29%

*FCF não considera pagamentos com Brumadinho/Descaracterização de barragens

		2026 EV/EBITDA*								
		Minério de Ferro 62% US\$/ton								
USD/BRL		72	79	86	93	100	107	114	121	128
	5,05	49,0x	19,6x	12,0x	8,6x	6,6x	5,4x	4,5x	3,9x	3,4x
	5,20	32,9x	16,1x	10,5x	7,7x	6,1x	5,0x	4,2x	3,6x	3,2x
	5,35	24,8x	13,6x	9,3x	7,0x	5,6x	4,6x	3,9x	3,4x	3,0x
	5,50	19,9x	11,9x	8,4x	6,4x	5,2x	4,3x	3,7x	3,2x	2,8x
	5,65	16,6x	10,5x	7,6x	5,9x	4,8x	4,1x	3,5x	3,0x	2,7x
	5,80	14,3x	9,4x	7,0x	5,5x	4,5x	3,8x	3,3x	2,9x	2,6x
	5,95	12,5x	8,6x	6,5x	5,2x	4,3x	3,6x	3,1x	2,7x	2,4x

*EV inclui impacto cambial na dívida

Agradecemos a confiança,

Equipe SFA Investimento

Gestão

SFA INVESTIMENTOS LTDA

Rua Gomes de Carvalho, 768 – 8º andar
Vila Olímpia – CEP: 04547-003
São Paulo - Brasil
Tel: +55 11 2780-0690
ri@sfainvestimentos.com.br

Administração

BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM.

Praia de Botafogo, nº 501, 5º andar (parte), Torre
Corcovado, Botafogo, CEP
22250-040
Tel: +55 0800 772 2827
www.btgpactual.com

Este material foi preparado pela SFA Investimentos Ltda., e tem caráter meramente informativo e não deve ser considerado como recomendação de investimento ou oferta para a aquisição de cotas de fundos ou outros investimentos, nem deve servir como única base para tomada de decisões de investimento. Leia o regulamento do fundo antes de investir. O fundo gerido utiliza estratégia com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. O fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito –FGC. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade ajustada considera o reinvestimento dos dividendos, juros sobre capital próprio ou outros rendimentos advindos de ativos financeiros que integrem a carteira do fundo repassados diretamente ao cotista. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo.



Gestão de Recursos