

1 de março de 2019 | Nº12

Num ano em que as grandes casas de investimento se têm movimentado para os mercados emergentes, nomeadamente para o Brasil, olhámos para o país, e para uma empresa em particular: a Vale. A multinacional dedica-se à extração de minérios, sendo um dos maiores *players* mundiais do seu sector. No mês de janeiro, o colapso de uma das suas barragens (Brumadinho) impactou negativamente tanto o valor das ações como das suas obrigações. No seguimento deste acontecimento, a *Moody's* reviu em baixa o *rating* da empresa em 1 *notch* para *Ba1* com *outlook* negativo (27/fev). O racional apresentado pela agência de *rating*, para o *downgrade*, é a incerteza em relação às contingências legais que o colapso da barragem poderá implicar, desvalorizando o perfil creditício da empresa nesta ação de *rating*. Neste contexto, a Vale passa a ser considerada um *Fallen Angel* o que pode desencadear uma pressão vendedora por parte de fundos de investimento com restrições a dívida *junk*. Paralelamente, este *downgrade* terá inevitavelmente consequências que se traduzem no prémio de risco a pagar em emissões futuras.

O perfil de risco da Vale parece um substancialmente superior ao atribuído pela agência de *rating*, quando analisamos a evolução da redução do seu passivo. A empresa diminuiu a dívida bruta em 39,7% para os US\$17,91B desde 2016. Com US\$6,07B em caixa, a Vale apresenta uma dívida líquida de US\$11,84B e um *net leverage ratio* de 0,7x – valor mais baixo desde 2012. A empresa caminha por isso para o *target* de dívida de US\$10B, que pretende atingir no final de 2019.

Assim, tal como é possível observar através do gráfico 1 e tabela 1, os *spreads* dos *credit default swaps* da Vale – CVRDOCE CDS USD SR 5Y – dispararam 75bps para os 230bps (28/jan) e estão a cotar a 189bps, desenhando uma curva semelhante à variação do preço dos títulos de dívida da empresa, demonstrando uma convergência entre o prémio de risco associado à dívida de mercado e o perfil de crédito da empresa.

Por comparação ao acontecimento anterior semelhante (colapso da barragem de Samarco, Mariana em 2015), os *bonds* da empresa sofreram uma queda consideravelmente superior. O título VALEBZ 4 5/8 09/15/20 caiu 28 p.p. para os 76,60 porém, passados 6 meses, conseguiu recuperar para os 100,28. Posto isto, existe um ponto importante que merece ser destacado: o perfil de crédito da Vale melhorou materialmente quando comparado com o de 2015, tal como foi discutido anteriormente.

Se por um lado os problemas legais associados a esta rutura e os potenciais custos de recuperação das múltiplas barragens com necessidade de manutenção urgentes não devem ser descurados, já que constituem um risco para os investidores da Vale, os problemas emergentes da rutura e consequências legais são de curto prazo e estão provisionados em relatórios de risco aquando da avaliação dos projetos. Iniciado o plano de inspeções diárias em barragens de resíduos idênticas à de Brumadinho (exigência da Agência Nacional de Mineração do Brasil), em conjunto com o perfil financeiro estável, o perfil da empresa poderá estar desalinado com as expectativas de mercado.

Gráfico 1

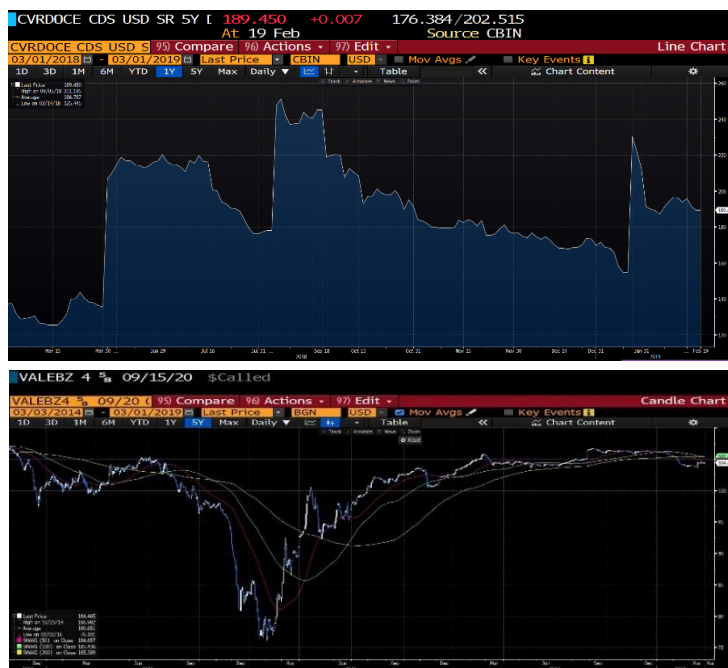


Tabela 1

Vale Bonds (em USD)	Preço 24/jan (1)	Preço 28/jan (2)	Preço 28/fev (3)	Δ (3) – (1)
VALEBZ 5 7/8 06/10/21	104.06	102.35	103.45	-0.61
VALEBZ 4 3/8 01/11/22	102.05	97.90	100.16	-1.89
VALEBZ 6 1/4 08/10/26	110.00	102.75	106.00	-4.00
VALEBZ 8 1/4 01/17/34	126.85	114.80	121.10	-5.75
VALEBZ 6 7/8 11/21/36	117.10	105.85	109.15	-7.95
VALEBZ 6 7/8 11/10/39	117.75	105.75	109.90	-7.85

Pedro Salgado Figueira (pedro.figueira@expandcapital.pt); Tomás Magalhães (tomas.magalhaes@expandcapital.pt)