

Negócios globais sustentam grau de investimento de companhias do país

Stella Fontes, Cibelle Bouças e Ivo Ribeiro

28/11/2019

Aula: RSK – Risco de Crédito



As nove companhias brasileiras que compõem o seletivo grupo qualificado como grau de investimento por pelo menos duas das três maiores agências de classificação de risco do mundo, portanto com nota de crédito melhor que a do Brasil, têm em comum a elevada exposição ao mercado mundial. Todas são grandes exportadoras, quando não mantêm operações internacionais, ou têm posição relevante em negócios que são globais, como açúcar, celulose, petroquímica e minério. Também atuam em geografias diversificadas, o que as torna mais capazes de honrar compromissos financeiros em um cenário hipotético de calote da dívida soberana.

A lista de empresas brasileiras “investment grade” varia entre as três agências - Fitch, Moody’s e Standard & Poor’s (S&P) -, que usam metodologia própria de avaliação. Mas tem em comum Ambev, Braskem, Embraer, Gerdau, Raízen (Combustíveis e Energia), Suzano, Vale, Votorantim S.A. e Votorantim Cimentos. “São empresas com fluxo de caixa relevante fora do país”, diz o diretor sênior para América Latina da S&P, Diego Ocampo.

Ao contrário de outras companhias, elas resistiram ou se recuperaram dos sucessivos rebaixamentos da nota de crédito soberano a partir de 2015, no segundo mandato da ex-presidente Dilma Rousseff (PT) por causa da forte deterioração das contas públicas. Entre o fim de 2015 e o início de 2016, o país perdeu o grau de investimento pelas três grandes agências e arrastou muitas empresas que estavam mais expostas ao mercado doméstico.

Conforme Ocampo, o principal fator para a revisão das notas corporativas entre 2014 e 2016 foi o risco Brasil. Hoje, são cerca de 180 empresas brasileiras no portfólio da S&P, em situação mais estável do que a vista entre 2017 e 2018. “No ano passado, houve um pouco mais de rebaixamentos do que a média dos três anos anteriores, por questões pontuais”, afirma.

Parte das companhias que caiu ao grau especulativo ainda tem rating superior ao do Brasil. E as próprias agências indicam que esse grupo, onde aparecem nomes como BRF e Klabin, e até mesmo companhias que já são grau de investimento poderiam ser elevados em um cenário de melhora da nota soberana, apontam fontes e analistas ouvidos pelo Valor.

Flávia Bedran, analista da S&P, explica que as empresas conseguem ter uma nota no máximo quatro vezes acima do rating soberano, de acordo com as regras da agência. Maior exportadora brasileira de papéis, a Klabin está a um degrau de recuperar o “investment grade” tanto pela Fitch (BB+) quanto pela S&P (BB+).

Diante da exposição relevante ao mercado doméstico, a Klabin foi rebaixada logo após o Brasil, coincidindo com um momento de alavancagem financeira elevada - a dívida líquida correspondia a mais de 6 vezes o resultado operacional (Ebitda), por causa do investimento de R\$ 7 bilhões em expansão. Segundo o diretor financeiro e de relações com investidores da companhia, Marcos Ivo, o corte da nota, na ocasião, foi consequência do rebaixamento do país, e não da alavancagem.

Com um novo plano de crescimento em execução, de R\$ 9,1 bilhões, e previsão de pressão sobre a alavancagem nos próximos dois anos, a Klabin avalia que não há risco de rebaixamento neste momento. “Estamos bastante seguros da estrutura financeira. Mantemos conversas com as agências, que não deram nenhuma sinalização de ‘downgrade’”, disse Ivo, em encontro com investidores.

No Brasil, apenas duas empresas possuem essa diferença de quatro degraus em relação ao rating soberano pela S&P: Ambev e Embraer. As duas têm nota BBB, no grau de investimento, enquanto o Brasil é BB-, um grau de especulação. “A nota da Embraer pode cair mais de um grau após a venda de ativos para a Boeing. Já a Ambev segue com perspectiva estável”, observa Flávia.

Capacidade de exportar ou de gerar caixa fora do Brasil é um elemento no rating em relação à nota de risco soberano

Grau de investimento pela S&P (BBB) e pela Moody’s (Baa3), a Ambev esbarra no risco país para se tornar uma empresa nota A, no topo da avaliação das agências. “A Ambev tem margens muito mais fortes que qualquer outra empresa de bebida no mundo e gera muito caixa. A sua nota poderia ser A+ se não fosse a nota do Brasil”, diz a analista.

Segundo ela, a nota pode ser alterada se houver mudança na classificação de risco do Brasil ou de pelo menos dois níveis no rating da controladora, a Anheuser-Busch InBev (AB InBev), que é A-. Também é destacado o fato de a Ambev ter margem Ebitda historicamente acima de 40%, enquanto as concorrentes estão na faixa de 20% a 25%. Isso permite à companhia investir na transformação de portfólio, compensando a concorrência ou um cenário de economia fraca. Além disso, a Ambev tem investido em bebidas de valor agregado mais alto, o que ajuda a manter a força das operações.

Outro fator apontado é a diversificação geográfica das operações. “A nota da Ambev pode ficar acima da classificação do Brasil porque a companhia tem uma operação forte fora do Brasil, com desempenho forte no Canadá, por exemplo, que tem nota melhor em comparação ao Brasil”, acrescenta Flávia. O Canadá tem classificação de risco AAA com perspectiva estável. É a nota mais alta do ranking da S&P e está 12 níveis acima do Brasil.

“O que tem nos garantido uma boa classificação de risco é a consistência dos nossos resultados ao longo dos anos, a forte geração de caixa e uma grande diversificação, com operações em muitos países”, avalia o diretor financeiro da Ambev, Fernando Tennenbaum. Conforme o executivo, as operações no Canadá, em moeda forte, e na América Central e Caribe, que têm forte geração de caixa, ajudam a fortalecer a operação global e mais do que compensam possíveis riscos relacionados a instabilidades políticas na Argentina, na Bolívia e no Chile.

“A capacidade de exportação ou de gerar caixa fora do Brasil é um elemento que fortalece a classificação de risco da companhia em relação à nota de risco soberano”, diz Felipe Speranzini, analista da S&P. A Ambev encerrou setembro com geração líquida de caixa de R\$10,94 bilhões. A dívida consolidada era de R\$ 4,09 bilhões, sendo R\$ 2,25 bilhões de dívida em moeda local e R\$ 1,84 bilhão em moeda estrangeira. “Quase metade da geração de caixa da Ambev é no Brasil. A avaliação considera a qualidade do débito em cada país em que a companhia opera e sua capacidade de geração de caixa”, diz Victor Nomiya, analista de Ambev da S&P.

A exposição internacional também dá suporte para a nota da Suzano, maior produtora mundial de celulose de eucalipto, que tem BBB- pela Fitch e pela S&P, escala grau de investimento, mas caiu à categoria especulativa na Moody’s com Ba1. A companhia concentra a produção de celulose e papel no país, mas 79% da receita líquida de R\$ 26,2 bilhões (em 12 meses até setembro) foi gerada pelas exportações, o que reduz a exposição ao risco brasileiro.

Com a incorporação da Fibria, a Suzano viu sua dívida líquida saltar a R\$ 55,2 bilhões ao fim de setembro. Naquele mesmo mês, a Fitch revisou de estável para negativa a perspectiva da nota de crédito sob a observação de que a companhia terá de reduzir a US\$ 10 bilhões o endividamento líquido até o fim de 2021 para reduzir a alavancagem de 4,3 vezes em dólares atualmente para algo entre 2,2 vezes e 3,5 vezes.

A Suzano se ajustou ao novo cenário, de preços mais baixos do que o esperado para a celulose, e anunciou um pacote de medidas que prevêem redução do capital de giro em US\$ 500 milhões no próximo ano (a partir da venda de estoques), redução dos investimentos e venda de ativos de até R\$ 1 bilhão nos próximos cinco anos - além da captura de sinergias com a Fibria.

Com isso, a empresa espera reduzir a 3 vezes ou menos o índice de alavancagem ao longo de 2021, de acordo com o diretor de finanças e relações com investidores da Suzano, Marcelo Bacci. “Não esperamos um ‘downgrade’ nesse período. A indústria de celulose é cíclica e as agências olham o rating através desses ciclos. O ciclo de baixa não deveria ser suficiente para mudar a nota”, diz o executivo, acrescentando que o pacote de medidas foi bem recebido pelas agências.

Votorantim retomou o grau de investimento com ajuste do portfólio de negócios e da dívida própria e da Cimentos

Para Bacci, além do maior descolamento em relação ao risco Brasil e da posição de liderança da Suzano, contribuem para os ratings da companhia a presença global e o fato de representar o menor custo caixa de produção de celulose no mundo.

Maior petroquímica das Américas, a Braskem praticamente equiparou a origem de suas receitas, com 50% gerados no mercado brasileiro e a outra metade, no exterior. Com operações fabris nos Estados Unidos, México e Alemanha, a companhia tem nota grau de investimento na Fitch e na S&P (BBB-), mas na Moody’s está um degrau abaixo, com o rating Ba1. Segundo as agências, o ciclo petroquímico de baixa, com spreads pressionados para sobretudo no polietileno, deve manter a alavancagem financeira da companhia em ascensão, o que levou à revisão da perspectiva de estável para negativa pela Fitch e pela S&P nesta semana.

Em julho, a Moody’s já havia indicado que uma nova ação civil pública proposta contra a petroquímica em Alagoas elevava o risco de liquidez e era negativa para sua nota de crédito. Em quatro ações, os pedidos de indenização e reparação por causa do

afundamento do solo em bairros de Maceió, onde a companhia explorava uma reserva de salgema, chegam a R\$ 39,5 bilhões, com pedidos bilionários de bloqueio que não foram acatados pela Justiça até o momento.

Conforme Flávia Bedran, da S&P, a nota de uma companhia é mais próxima da nota de risco do país se o seu negócio é muito sensível à macroeconomia local. Se é uma empresa que exporta commodities, por exemplo, o seu risco é menos vinculado. “A Vale, por exemplo, poderia ter até quatro notas acima da nota do Brasil, por ser produtora e exportadora de commodity. No entanto, ela tem cerca de 75% do seu lucro gerado dentro do Brasil. Isso acaba limitando a empresa a ter uma nota até 1 nota acima do Brasil”, explica.

O grupo Votorantim, um dos maiores conglomerados industriais do país, perdeu seu selo de investimento ao mesmo tempo que o Brasil. Ficou apenas com o rating da Fitch. Mas neste ano, com os ajustes que a Votorantim S.A. - holding dos negócios - fez internamente, recuperou o selo da S&P em março. A companhia melhorou seu perfil financeiro, ficando com dívida líquida equivalente a menos de duas vezes o Ebitda.

Dois movimentos importantes foram a venda dos negócios de aço no Brasil para a concorrente ArcelorMittal e a saída do negócio de celulose, após transferir o controle da Fibria para a Suzano. Isso reforçou o caixa da VSA, que antecipou pagamentos de dívidas próprias e fez um aporte de capital robusto na Votorantim Cimentos, sua principal controlada.

O grupo manteve o foco na diversificação geográfica de seus negócios - hoje está presente em 32 países -, com parcela significativa da receita em moeda forte - dólar e euro. A estratégia tende a ser fortalecida no futuro. Da receita total consolidada da VSA, 52% é gerado no exterior (ativos fora do país mais exportações).

A cimenteira, que tem 48% da receita gerada no exterior, também recuperou o status de grau de investimento neste ano, juntamente com a VSA, fruto principalmente da redução alta da dívida e ajuste no portfólio de negócios. Tem BBB- da S&P e Fitch.

Já a Gerdau tem cerca de 40% das operações na América do Norte, o que faz com que o seu risco seja calculado considerando o risco ponderado do Brasil e dos EUA. A Raízen, que é altamente exportadora de açúcar, consegue ter uma nota até três vezes acima da nota de risco do Brasil.

“Hoje, a economia está estabilizada e o governo tenta discutir as reformas estruturais. Assim que o rating soberano melhorar, a nota de muitas companhias vai melhorar automaticamente. O risco corporativo brasileiro está bem precificado”, diz Ocampo.