

Destaques da Análise de Crédito

Resumo

Principais pontos fortes

Posição de liderança no segmento de produção de embalagens de papel no Brasil, com relacionamento duradouro com os clientes.

Capacidade de ajustar o mix de produtos e volumes de exportação com base na demanda do mercado.

A integração vertical aumenta a rentabilidade.

Principais riscos

Exposição à ciclicidade da indústria florestal e de produtos de papel, em que os preços de venda e a produção são voláteis.

A política financeira da Klabin permite que a dívida líquida sobre EBITDA atinja 4,5x durante os ciclos de investimento, e um histórico limitado de comprometimento da empresa com suas políticas financeiras em meio às retrações da indústria.

Forte rentabilidade como resultado dos altos preços em 2022 e crescimento contínuo do volume nos próximos anos.

Com o crescimento consistente em todas as linhas de negócios no primeiro semestre de 2022 em comparação com o mesmo período de 2021, a **Klabin S.A.** (Klabin) apresentou um aumento de receita de 25%, principalmente devido ao salto de 52% na receita do segmento de papéis. Como a maioria dos produtos da Klabin são itens de conveniência, a demanda deve permanecer estável nos próximos anos, impulsionando o crescimento da receita. Além disso, os novos projetos anunciados pela Klabin além do PUMA II ampliarão a produção de embalagens a partir de 2023 e ajudarão a aumentar as receitas nos próximos anos. Além disso, a empresa tem flexibilidade para alternar a produção entre fibra curta e *fluff*, e vender *kraftliner* para o mercado ou utilizá-lo em suas linhas de conversão. Isso, juntamente com o ajuste das exportações às mudanças de tendências de demanda, resulta em vantagens de mercado capturando preços mais altos, dependendo do mix de produtos. Com os altos preços em todos os segmentos da empresa este ano compensando custos de insumos mais altos e pressões inflacionárias, projetamos margem EBITDA em torno de 42%, estável em relação a 2021.

Os altos investimentos (capex) estão pressionando os fluxos de caixa operacional livre (FOCF - free operating cash flows) em 2022, mas estes devem aumentar nos próximos dois anos. Projetamos capex de cerca de R\$ 5,4 bilhões em 2022 e R\$ 4,8 bilhões em 2023, que deve ser alocado principalmente para aumentar o fundo de produção da fase dois do projeto PUMA II, e os projetos Horizonte e Figueira anunciados no início deste ano. A Klabin financiará esses investimentos principalmente com a atual posição e geração interna de caixa, além de outras linhas de crédito no valor de US\$700 milhões possivelmente em 2023. O capex significativo em 2022 limitará o FOCF, mas à medida que os investimentos diminuam gradualmente, o FOCF deve se aproximar de R\$ 1,2 bilhão em 2023 e saltar para cerca de R\$ 4 bilhões em 2024, após a conclusão e o *ramp-up* desses projetos.

Perspectiva

A perspectiva estável indica nossas expectativas de uma sólida demanda geral e preços elevados para os produtos da Klabin nos próximos trimestres, resultando em dívida sobre EBITDA de cerca de 3,0x e geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida em torno de 20%. Esperamos tais métricas apesar dos altos investimentos nos próximos dois anos e excluindo os possíveis efeitos temporários de descasamento cambial.

Cenário de elevação

Uma ação de rating positiva seria possível se as métricas de crédito da Klabin se fortalecessem consistentemente. Também esperaríamos adesão por parte da empresa às suas políticas financeiras, limitando o aumento da alavancagem. Embora improvável nos próximos 12 meses, uma elevação dependeria de um índice de dívida sobre EBITDA abaixo de 3x em base consistente e FFO sobre dívida acima de 30% ao longo do ciclo de investimento.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os nossos ratings da Klabin nos próximos 12-18 meses caso a empresa apresente métricas de alavancagem significativamente mais fracas, com dívida sobre EBITDA acima de 4,5x e FFO sobre dívida abaixo de 12%

após a conclusão do PUMA II. Isso pode ocorrer devido à queda dos preços e valorização do real ou devido a uma estratégia de crescimento mais agressiva.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- Crescimento do PIB do Brasil de 1,2% em 2022, 1,4% em 2023 e 2,0% em 2024;
- Taxas de câmbio de cerca de R\$ 5,00/US\$1 em 2022-2023 e R\$ 5,20/US\$1 em 2024;
- Preço médio da celulose de fibra curta (BHKP - *bleached hardwood kraft pulp*) listado na Europa perto de US\$1.100 por tonelada (t) em 2022, caindo 10%-15% em 2023 e 5%-10% em 2024 em relação ao ano anterior, em comparação com US\$1.045/t em 2021. Aplicamos um desconto de cerca de 35% aos preços listados;
- Alta demanda e dificuldades logísticas resultando em preços mais altos no mercado doméstico em 2022 comparado ao ano anterior. Preço do papel-cartão de R\$ 4.500-R\$ 4.800/t em 2022 e crescendo 5%-7% em 2023-2024. Os preços do *kraftliner* em 2022 estão em cerca de R\$ 4.800/t, mas devem cair para cerca de R\$ 4.500/t nos próximos anos. Caixas de papelão ondulado e sacos industriais em cerca de R\$ 5.300/t em 2022 e crescendo 3%-5% em 2023-2024;
- Produção de celulose de mercado anual de 1,5 milhão-1,6 milhão de toneladas em 2022-2024;
- Custos e despesas aumentando devido a custos mais altos de produtos químicos, transporte, combustível e energia;
- Capex anual de cerca de R\$ 5,4 bilhões em 2022, R\$ 4,8 bilhões em 2023, dos quais R\$ 2 bilhões-R\$ 3 bilhões são para o projeto PUMA II e R\$ 2,6 bilhões em 2024, principalmente para manutenção e conclusão de alguns projetos;
- Distribuição de dividendos de R\$ 1,5 bilhão-R\$ 1,7 bilhão nos próximos três anos.

Principais Métricas

Klabin S.A. – Principais indicadores

R\$ milhões	2020R	2021R	2022E	2023E	2024E
Receita	11.948,8	16.481,4	18.400-18.800	18.400-18.800	20.000-20.500
EBITDA	4.704,2	6.879,5	~7.800	7.800-8.000	8.400-8.800
Margem EBITDA (%)	39,4	41,7	~42	40-44	40-44
Geração interna de caixa (FFO)	3.255,6	4.738,2	~5.400	5.500-5.800	6.000-6.500
Investimentos (capex)	4.566,8	3.446,5	~5.400	~4.750	~2.650
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	1.014,1	(169,4)	~ (50)	~1.200	~4000
Dívida	20.605,6	22.000,7	~22.800	~24.000	~22.500
Dívida/EBITDA (x)	4,4	3,2	~3,0	2,5-3,5	2,5-3,5
FFO/dívida (%)	15,8	21,5	20-25	20-25	25-30
FOCF/dívida (%)	4,9	(0,8)	0	0-5	15-20

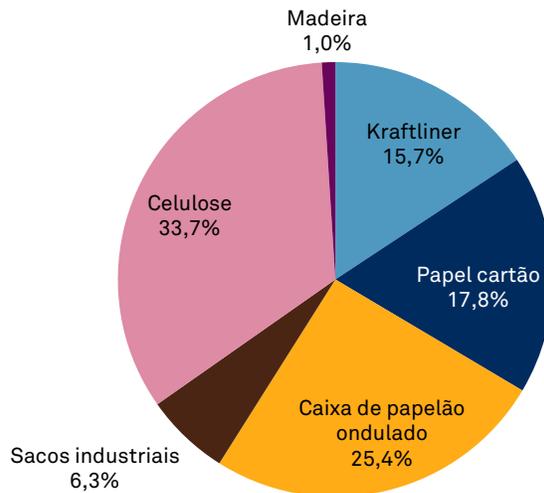
*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings. R: Real. E: Estimado

Descrição da Empresa

A Klabin é uma das maiores produtoras de celulose e papel do Brasil, com foco em diversos produtos florestais, e é a maior produtora e exportadora de embalagens de papel do país. A empresa opera 22 fábricas no Brasil e uma na Argentina. Possui 671.000 hectares (ha) de terras com 287.000 ha de florestas plantadas (sendo 170.000 ha destinados à fibra longa e 117.000 ha à fibra curta). As unidades de negócios da Klabin são compostas por produtos florestais (madeira plantada de pinus e eucalipto), papel (cartões revestidos e papel-cartão), celulose de mercado (fibra curta, fibra longa e *fluff*) e embalagens (sacos industriais e caixas de papelão ondulado).

Gráfico 1

Composição da receita líquida Primeiro semestre de 2022



Fonte: Dados da empresa e S&P Global Ratings

Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Comparação com os Pares

No segmento de produtos florestais, comparamos a Klabin principalmente com outras empresas sul-americanas porque seus custos são afetados pelas mesmas condições climáticas e se beneficiam do acesso a recursos naturais superiores. A Klabin possui uma capacidade de produção menor que a Suzano S.A. e a Celulosa Arauco y Constitución S.A. Por outro lado, apresenta margens mais estáveis e maiores do que seus pares fora do Brasil, devido à sua forte presença em mercados finais resilientes (tanto regional quanto globalmente) e suas linhas de produção autossuficientes e integradas voltadas para os setores de papel e embalagens, ampliando sua gama de produtos. A empresa está atrás de seus pares globais no segmento de embalagens e contêineres em termos de diversificação geográfica, capacidade de produção e receitas. No entanto, a Klabin possui linhas de produção integradas e autossuficientes, que ajudam a aumentar sua rentabilidade.

Klabin S.A. – Comparação com os pares

	Klabin S.A.	Suzano S.A.	Celulosa Arauco y Constitución S.A.	WestRock Co.	International Paper Co.
Rating de emissor em moeda estrangeira	BB+/Estável/--	BBB-/Estável/--	BBB-/Estável/--	BBB/Estável/A-2	BBB/Estável/A-2
Rating de emissor em moeda local	BB+/Estável/--	BBB-/Estável/--	BBB-/Estável/--	BBB/Estável/A-2	BBB/Estável/A-2
Rating de emissor na Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--	brAAA/Estável/--	--	--	--
Período	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual
Fim do período	31 de dezembro de 2021				
Milhões	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Receita	16.481	40.965	35.378	101.650	107.881
EBITDA	6.879	23.684	12.321	16.511	17.021
Geração interna de caixa (FFO)	4.738	20.345	11.065	12.781	10.919
Juros	1.614	4.084	1.498	2.441	2.514
Juros-caixa pagos	1.635	3.232	1.901	2.255	2.754
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	3.277	17.625	10.195	13.338	11.961
Investimentos (capex)	3.447	6.225	8.106	4.346	2.992
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(169)	11.400	2.088	8.991	8.969
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	(750)	11.237	(537)	7.060	(52)
Caixa e investimentos de curto prazo	8.422	21.099	5.633	1.577	8.580
Caixa disponível bruto	8.422	21.099	5.633	1.577	8.580
Dívida	22.003	65.274	27.397	48.643	26.945
Patrimônio líquido	7.086	15.175	43.561	63.398	50.601
Margem EBITDA (%)	41,7	57,8	34,8	16,2	15,8
Retorno sobre capital (%)	21,4	21,3	13,4	6,7	11,8
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	4,3	5,8	8,2	6,8	6,8
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	3,9	7,3	6,8	6,7	5,0
Dívida/EBITDA (x)	3,2	2,8	2,2	2,9	1,6
FFO/dívida (%)	21,5	31,2	40,4	26,3	40,5
OCF/dívida (%)	14,9	27,0	37,2	27,4	44,4
FOCF/dívida (%)	(0,8)	17,5	7,6	18,5	33,3
DCF/dívida (%)	(3,4)	17,2	(2,0)	14,5	(0,2)

Risco de Negócios

A Klabin possui sólida posição no segmento brasileiro de papéis e embalagens e mantém relacionamento duradouro com os clientes. A estrutura verticalmente integrada também lhe permite se beneficiar de eficiências operacionais que se traduzem em margens mais altas do que as de seus pares internacionais. Apesar desses pontos fortes, a natureza cíclica da indústria florestal e de produtos de papel limita os negócios da empresa. A Klabin consegue diminuir a volatilidade por meio de sua capacidade de aumentar as exportações ou ajustar seu mix de produtos diversificados para os mais rentáveis. Embora o segmento de papéis e embalagens no Brasil seja fragmentado e competitivo, a empresa detém uma posição de liderança com participação de mercado de 56% em *kraftliner*, 33% em papel-cartão, 50% em sacos industriais e 24% em caixas de papelão ondulado. Acreditamos que o relacionamento duradouro com os clientes e a natureza resiliente dos mercados

finais (com foco em alimentos e bens de consumo), aliados ao acesso a fibras de alta qualidade e crescimento rápido no Brasil, conferem à Klabin uma vantagem sobre os *players* internacionais.

O PUMA II já está na segunda fase – 47% das obras estavam concluídas em 17 de julho de 2022 –, e a empresa espera que seja finalizado no primeiro semestre de 2023. A segunda máquina do projeto terá capacidade de 460.000 t/ano após um período de *ramp-up* de cerca de três anos (estimado para 2023-2026). A primeira máquina entrou em operação no terceiro trimestre de 2021 e deve atingir capacidade de 450 mil t/ano de *kraftliner* até 2024.

No início deste ano, a Klabin anunciou a expansão de sua fábrica de caixa de papelão ondulado localizada na cidade de Horizonte, no Ceará, com capacidade adicional de 80 mil t/ano para atender o mercado de frutas da região nordeste do país. Além disso, anunciou a construção de uma nova fábrica de caixa de papelão ondulado no estado de São Paulo, totalizando capacidade líquida adicional de 100.000 toneladas após otimizar a capacidade existente em outras fábricas. Os investimentos brutos para os dois projetos totalizam R\$ 1,76 bilhão (R\$ 188 milhões Horizonte e R\$ 1,57 bilhão Figueira) a serem desembolsados em 2022-2024. Esperamos que a Klabin continue expandindo sua produção de papel nos próximos anos, aumentando a previsibilidade do fluxo de caixa, dada a mudança no consumo de plástico descartável para embalagens de papel.

Risco Financeiro

Os altos volumes e preços continuam impulsionando o fluxo de caixa da Klabin em 2022. Para os próximos anos, esperamos que os preços elevados de produtos de papel e embalagens compense os preços mais baixos de celulose. Projetamos margem EBITDA de 40%-42%, o que, juntamente com nossa expectativa de níveis de dívida relativamente estáveis, resultará em dívida sobre EBITDA de 2,5x-3,0x, em comparação com 3,2x em 2021 e 4,4x em 2020.

A Klabin ainda possui investimentos consideráveis até 2023 para o projeto PUMA II, mas esperamos que a empresa os financie principalmente com fluxo de caixa operacional e sua sólida posição de caixa. Além disso, a Klabin possui um financiamento garantido com o BNDES para este projeto, que deve ser desembolsado em 2022-2023. Isso proporciona flexibilidade financeira adequada em meio a condições de financiamento mais restritivas.

De acordo com as políticas financeiras da Klabin, o índice de dívida líquida sobre EBITDA (medido em dólares) deve permanecer em 2,5x-3,5x, podendo aumentar para 4,5x durante os investimentos em projetos de expansão (internos ou adquiridos totalizando pelo menos US\$1 bilhão). Além disso, a empresa continuará pagando dividendos de cerca de 15%-25% do EBITDA ajustado se sua alavancagem for inferior a 4,5x. Acreditamos que tais políticas sinalizam comprometimento com a qualidade de crédito, mas o limite de 4,5x durante os ciclos de investimento pode apresentar alguns riscos e manter nosso rating da Klabin no nível atual. Esse fator é incorporado em nossa análise de rating comparável negativa. Monitoraremos a aderência da Klabin às suas políticas financeiras e metas de alavancagem.

Klabin S.A. – Resumo Financeiro

Fim do período	31 de dezembro de 2016	31 de dezembro de 2017	31 de dezembro de 2018	31 de dezembro de 2019	31 de dezembro de 2020	31 de dezembro de 2021
Período de reporte	2016R	2017R	2018R	2019R	2020R	2021R
Moeda	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Receitas	7.091	8.373	10.016	10.272	11.949	16.481
EBITDA	2.216	2.695	4.085	3.746	4.704	6.879
Geração interna de caixa (FFO)	1.106	1.681	2.833	2.328	3.256	4.738
Despesas com juros	1.283	1.162	1.210	1.486	1.622	1.614
Juros-caixa pagos	1.110	1.008	1.092	1.213	1.439	1.635
Fluxo de caixa operacional (OCF)	1.120	1.813	2.839	2.935	5.581	3.277
Investimentos (capex)	2.436	925	1.096	2.546	4.567	3.447
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(1.316)	888	1.743	389	1.014	(169)
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	(1.788)	369	903	(576)	720	(750)
Caixa e investimentos de curto prazo	6.464	8.272	7.047	9.731	6.557	8.422
Caixa disponível bruto	6.464	8.272	7.047	9.731	6.557	8.422
Dívida	12.965	11.966	13.147	14.857	20.606	22.003
Patrimônio líquido	6.665	7.234	6.533	6.501	4.385	7.086
Índices ajustados						
Margem EBITDA (%)	31,3	32,2	40,8	36,5	39,4	41,7
Retorno sobre capital (%)	11,7	11,3	16,8	12,9	14,1	21,4
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	1,7	2,3	3,4	2,5	2,9	4,3
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	2,0	2,7	3,6	2,9	3,3	3,9
Dívida/EBITDA (x)	5,9	4,4	3,2	4,0	4,4	3,2
FFO/dívida (%)	8,5	14,0	21,6	15,7	15,8	21,5
OCF/dívida (%)	8,6	15,2	21,6	19,8	27,1	14,9
FOCF/dívida (%)	(10,2)	7,4	13,3	2,6	4,9	(0,8)
DCF/dívida (%)	(13,8)	3,1	6,9	(3,9)	3,5	(3,4)

Reconciliação dos valores reportados pela Klabin S.A. com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ milhões)

	Dívida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	Lucro operacional	Despesas de juros	EBITDA ajustado pela S&PGR	Fluxo de caixa operacional	Dividendos	Capex
Exercício fiscal	31 de dezembro de 2021									
Montantes reportados pela empresa	29.338	5.740	16.481	8.178	5.481	1.183	6.879	4.891	581	3.878
Impostos-caixa pagos	-	-	-	-	-	-	(507)	-	-	-
Juros-caixa pagos	-	-	-	-	-	-	(1.203)	-	-	-
Arrendamentos operacionais	1.087	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caixa acessível e investimentos líquidos	(8.422)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Juros capitalizados	-	-	-	-	-	431	(431)	(431)	-	(431)
Dividendos recebidos de investimentos em ações	-	-	-	21	-	-	-	-	-	-
Receitas (despesas) não operacionais	-	-	-	-	307	-	-	-	-	-
Reclassificação de juros e fluxos de caixa de dividendos	-	-	-	-	-	-	-	(1.183)	-	-
Participação de não controladores/Participação minoritária	-	1.347	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA: Ganhos/(Perdas) com venda de imobilizado (PP&E)	-	-	-	(10)	(10)	-	-	-	-	-
EBITDA: ganhos/(perdas) de valuation	-	-	-	(1.309)	(1.309)	-	-	-	-	-
EBITDA: Outros	-	-	-	-	1.309	-	-	-	-	-
Capital de giro: Outros	-	-	-	-	-	-	-	669	-	-
OCF: Outros	-	-	-	-	-	-	-	(669)	-	-
Ajustes totais	(7.336)	1.347	-	(1.298)	297	431	(2.141)	(1.614)	-	(431)
Ajustes da S&P Global Ratings						Despesas de juros	FFO	OCF	Dividendos	Capex
	22.003	7.086	16.481	6.879	5.779	1.614	4.738	3.277	581	3.447

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Klabin como forte com base em nossa expectativa de que suas fontes de caixa excederão os usos em cerca de 1,5x nos próximos 12 meses. O grande saldo de caixa da empresa, R\$ 7,4 bilhões em junho de 2022, também oferece flexibilidade financeira para enfrentar desacelerações inesperadas e financiar PUMA II e outros projetos anunciados recentemente. Esperamos que a posição de caixa permaneça acima de R\$ 5 bilhões, combinada com a linha de crédito rotativo da Klabin, para fornecer um colchão de liquidez suficiente. Além disso, a empresa não está sujeita a cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) em sua dívida e desfruta de relacionamentos sólidos e bem estabelecidos com os bancos, e de uma alta posição em geral nos mercados de crédito.

Principais fontes de liquidez	Principais usos de liquidez
– Posição de caixa de R\$ 7,4 bilhões em junho de 2022;	– Vencimentos de dívida de curto prazo no valor de R\$ 1,3 bilhão em junho de 2022;
– Linha de crédito não utilizada de US\$ 500 milhões;	– Liquidação de empréstimos bancários no valor de R\$ 2,6 bilhões, com recursos da emissão de julho;
– FFO-caixa próximo a R\$ 6,3 bilhões nos próximos 12 meses após junho de 2022;	– Capex de cerca de R\$ 5 bilhões nos próximos 12 meses após junho de 2022;
– Emissão da 14ª debênture em julho de 2022 no valor de R\$ 2,5 bilhões.	– Necessidade de capital de giro da ordem de R\$ 580 milhões;
	– Dividendos de cerca de R\$ 1,6 bilhão nos próximos 12 meses após junho de 2022.

Fatores Ambientais, Sociais e de Governança (ESG - *Environmental, Social, and Governance*)

Indicadores de crédito ESG



Os indicadores de crédito ESG oferecem divulgação e transparência adicionais no nível da entidade e refletem a opinião da S&P Global Ratings sobre a influência que os fatores ambientais, sociais e de governança têm em nossa análise de ratings. Eles não são um rating de sustentabilidade ou uma avaliação de ESG da S&P Global Ratings. A extensão da influência desses fatores se reflete em uma escala alfanumérica de 1-5 em que 1= positiva, 2 = neutra, 3 = moderadamente negativa, 4 = negativa e 5 = muito negativa. Para mais informações, veja nosso comentário "Definições e aplicação dos indicadores de crédito ESG", publicado em 13 de outubro de 2021.

A produção de celulose e papel requer quantidades significativas de energia, água e produtos químicos, e o processo gera emissões de gases de efeito estufa (GEE), resíduos e poluição. Por outro lado, a Klabin se beneficia das condições climáticas favoráveis para eucalipto e pinus no Brasil, que apresentam as taxas de colheita mais altas da indústria, e também se favorece por ser a proprietária das terras. A empresa possui uma gestão de terras avançada, combinando uma elevada proporção de áreas florestais preservadas e certificadas de forma sustentável. Além disso, a integração vertical da Klabin, a distância relativamente curta entre as florestas e as fábricas de celulose e o alto grau de autossuficiência energética (cerca de 75%) resultam em uma estrutura de custos bastante competitiva. O custo caixa da celulose da empresa está em cerca de US\$258 por tonelada em junho de 2022, um pouco mais alto do que em anos anteriores devido à valorização do real e aos custos de insumos mais altos, mas ainda entre os mais baixos do mundo. Além disso, observamos que existe uma tendência acelerada de substituir as embalagens plásticas pelas de papel, o que deve favorecer o crescimento da demanda por produtos da Klabin no médio e longo prazo.

Ratings Acima do Soberano

Os ratings da Klabin estão dois degraus acima de nosso rating de crédito soberano em moeda estrangeira 'BB-' do Brasil, refletindo nossa visão de que a empresa não entraria em default diante de um cenário hipotético de default do governo soberano brasileiro. Em nossa visão, a Klabin apresenta sensibilidade moderada à economia doméstica devido ao seu negócio parcialmente voltado à exportação. Como resultado, e dada a concentração de ativos da empresa no Brasil,

podemos avaliar a Klabin em até três níveis acima do rating soberano e até um nível acima da avaliação de transferência e conversibilidade (T&C) do Brasil.

Nossas principais premissas para um cenário hipotético de default soberano brasileiro incluem:

- PIB caindo 10% em um ano, resultando na mesma queda nos volumes domésticos de celulose, papel e embalagens;
- Taxas de inflação duplicando sem que a empresa consiga repassar os aumentos de custos aos preços;
- Real se desvalorizando 50%, o que dobraria os custos da Klabin com o serviço de sua dívida em moeda estrangeira (em termos de moeda nacional), mas, por outro lado, elevaria suas receitas de exportação;
- Preços da celulose de fibra curta de US\$550 por tonelada, alinhado àqueles registrados em meados de 2009, quando os preços atingiram baixa recorde de 10 anos;
- Taxas de juros duplicando, aumentando as despesas com juros da dívida local indexada à taxa flutuante;
- Um corte (*haircut*) de 70% aplicado aos investimentos em títulos do governo brasileiro e de 10% para os depósitos bancários líquidos;
- Capex nos níveis de manutenção em torno de R\$ 1,2 bilhão.

Nesse cenário, acreditamos que a empresa manteria fontes de liquidez suficientes para cobrir suas necessidades por um período de 12 meses. Consideramos que o negócio da Klabin parcialmente voltado à exportação, com sua capacidade de redirecionar a produção de papel para outros mercados se houver uma deterioração no mercado brasileiro, protege a empresa de certa forma de uma potencial desaceleração econômica no Brasil.

Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

Principais Fatores Analíticos

- Projetamos um cenário de deterioração nas condições macroeconômicas e da indústria, com baixos preços de celulose e papel por um longo período, resultando em fluxos de caixa muito mais fracos, insuficientes para cobrir os pagamentos de juros e principal e o capex de manutenção da empresa.
- Em nosso cenário de default, o EBITDA cairia cerca de 40% comparado ao atualmente projetado em 2023, após a conclusão do PUMA II.
- Neste cenário, esperamos que a Klabin seja reestruturada em vez de liquidada, dada sua sólida posição de mercado nos segmentos de papel e embalagens.
- Avaliamos a empresa com base no princípio de continuidade das suas operações (*going concern*), usando um múltiplo de 5,0x aplicado ao nosso EBITDA de emergência projetado, o que resulta em um valor de emergência bruto estimado de cerca de R\$ 24 bilhões.

Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado do default: 2027
- EBITDA de emergência: R\$ 4,8 bilhões
- Múltiplo do valor de empresa (EV - *enterprise value*) implicado: 5,0x
- EV bruto estimado de emergência: R\$ 24 bilhões

Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- EV líquido após custos administrativos de 5%: R\$ 22,8 bilhões
- Dívida *senior secured*: R\$ 3,5 bilhões
- Dívida *senior unsecured*: R\$ 29 bilhões
- Expectativa de recuperação: 65%

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de crédito de emissor em moeda estrangeira	BB+/Estável/--
Rating de crédito de emissor em moeda local	BB+/Estável/--
Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de negócio	Satisfatório
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Moderadamente alto
Posição competitiva	Satisfatória
Risco financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Âncora	bbb-
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutro (sem impacto)
Estrutura de capital	Neutra (sem impacto)
Política financeira	Neutra (sem impacto)
Liquidez	Forte (sem impacto)
Administração e governança	Regular (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis	Negativa (-1 grau)
Perfil de crédito individual (SACP - <i>stand-alone credit profile</i>)	bb+

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Critério Geral: Princípios ambientais, sociais e de governança nos ratings de crédito](#), 10 de outubro de 2021
- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [Critério Geral: Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Critério de avaliação de garantias](#), 21 de outubro de 2016
- [Metodologia: Avaliações de classificação de jurisdições](#), 20 de janeiro de 2016
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011

Tabela de Ratings Detalhada (Em 2 de setembro de 2022)

Klabin S.A.		
Rating de Crédito de Emissor		BB+/Estável/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>		brAAA/Estável/--
Debêntures <i>senior unsecured</i>		brAAA
Histórico do Rating de Crédito de Emissor		
Escala Global		
Moeda estrangeira		
29-Jun-2016		BB+/Estável/--
27-Out-2015		BBB-/Negativa/--
10-Set-2015		BBB-/CW Neg./--
Moeda local		
29-Jun-2016		BB+/Estável/--
27-Out-2015		BBB-/Negativa/--
10-Set-2015		BBB-/CW Neg./--
16-Ago-2017		
16-Ago-2017	<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAAA/Estável/--
29-Jun-2016		brAA/Estável/--
27-Out-2015		brAA+/Negativa/--

*A menos que observado em contrário, os ratings neste relatório referem-se a ratings na escala global. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings na escala global são comparáveis entre países. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings em escala nacional referem-se a devedores ou obrigações de um país específico. Ratings de emissão ou de dívidas podem incluir dívidas garantidas por outra entidade e dívidas avaliadas garantidas por uma entidade.

Copyright © 2022 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZABILIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus websites www.spglobal.com/ratings/pt/ (gratuito) e www.ratingsdirect.com (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em www.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.