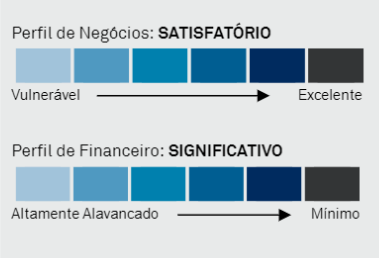
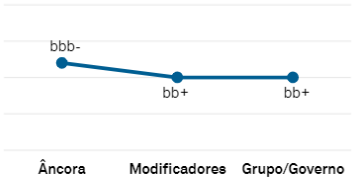
S&P Global
Ratings

Análise Detalhada

# Klabin S.A.

**8 de outubro de 2020**




**ANALISTA PRINCIPAL**
**Felipe Speranzini**
São Paulo
55 (11) 3039-9751
felipe.speranzini
@spglobal.com

**CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL**
**Luisa Vilhena**
São Paulo
55 (11) 3039-9727
luisa.vilhena
@spglobal.com

| Ratings de Crédito de Emissor | |
|---|---|
| **Klabin S.A.** | |
| Escala Global | BB+/Estável/-- |
| Escala Nacional Brasil | brAAA/Estável/-- |

## Destaques da Análise de Crédito

| Principais pontos fortes | Principais riscos |
|---|---|
| Líder na produção de embalagens de papel no Brasil. | Exposição à cíclica indústria florestal e de produtos de papel, com produção e preços de venda voláteis. |
| Capacidade de ajustar o mix de vendas e gerenciar os volumes de exportação de acordo com a demanda do mercado. | Previsão de um fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) negativo, dados os investimentos significativos no projeto PUMA II em 2020 e 2021. |
| Relacionamento duradouro com clientes e integração vertical. | |

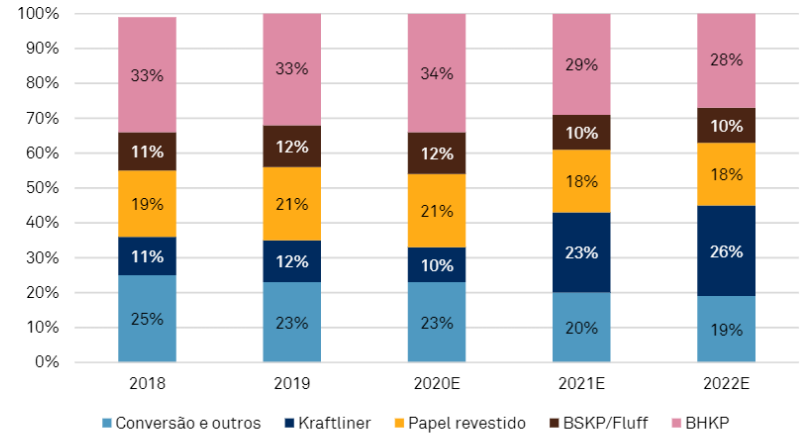
**A flexibilidade operacional da Klabin viabiliza a mudança de sua produção para produtos de necessidade básica, apesar da queda em geral na produção industrial durante a pandemia.** Apesar das medidas de distanciamento social pela COVID-19, as operações da **Klabin S.A.** (Klabin) permaneceram resilientes. Isso se deve principalmente à flexibilidade operacional do portfólio de produtos e à sua base de clientes. Mais de 80% da produção de celulose, papel e embalagens da empresa é destinada aos segmentes da indústria de alimentos (industrializados e in natura), higiene (papel higiênico, lenços de papel, pasta de dente, sabonetes, entre outros) e material de limpeza (sabão em pó, desinfetantes, entre outros), todos eles de necessidades básicas. Prevemos volumes e EBITDA robustos contínuos em 2020 e 2021.

**O novo ciclo de investimentos (projeto PUMA II) está em andamento.** A Klabin espera investir R$ 9,1 bilhões entre 2019 e 2023 na construção de duas novas máquinas de papel, com capacidade de adicionar 920 mil toneladas à sua capacidade. Acreditamos que os investimentos (capex) atingirão o pico em 2020, resultando em um fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) negativo e num índice de dívida líquida sobre EBITDA de cerca de 4,5x no final do ano. Apesar da suspensão temporária das obras de PUMA II em março, não esperamos atrasos no início das operações planejadas para o segundo semestre de 2021.

**A aquisição dos negócios brasileiros da International Paper suportará a estratégia de crescimento.** Em linha com sua estratégia de expansão, essa aquisição contribuirá para a expansão da Klabin na região Centro-Oeste do Brasil. O negócio adquirido tem capacidade para produzir 305.000 toneladas anuais de papelão ondulado e 310.000 toneladas anuais de papel para embalagens. O valor da aquisição foi de R$ 330 milhões e esperamos que o processo seja concluído até o final deste ano. Ao mesmo tempo, a Klabin anunciou a venda da unidade de Nova Campina, que representaria uma capacidade de produção de cerca de 162 mil toneladas de kraftliner por R$ 196 milhões.

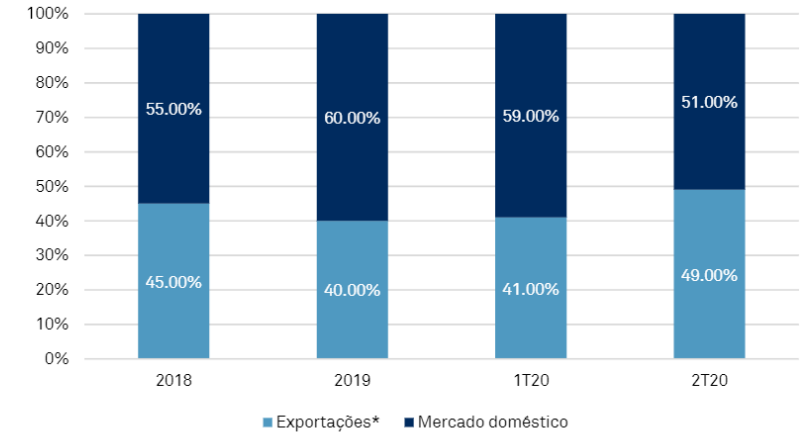
**Volumes maiores devem reduzir a alavancagem em 2021.** Com o início das operações (*ramp-up*) da primeira máquina do projeto PUMA II em quase um ano, estimamos uma redução nas métricas de alavancagem da empresa. Esperamos que os preços da celulose aumentem gradualmente nos próximos trimestres, mas as 710.000 toneladas (t) da nova capacidade em 2021, que consiste de 400.000 toneladas de produtos kraftliner e quase 305.000 de caixas de papelão ondulado da International Paper, devem impulsionar o EBITDA da Klabin em 2021 e 2022. Prevemos que o FOCF se torne positivo em 2022 e a dívida sobre EBITDA caia para cerca de 3,5x.

**Gráfico 1 - Volumes vendidos***




E: Esperado. *Exceto madeira
Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2020 por S&P Global Ratings. Todos os direitos reservados.

**Gráfico 2 - Receitas líquidas por mercado**




*Exceto madeira
Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2020 por S&P Global Ratings. Todos os direitos reservados.

## Perspectiva: Estável

A perspectiva estável dos ratings de crédito de emissor de longo prazo da Klabin indica que, apesar das métricas de alavancagem mais elevadas em 2020 devido ao ciclo de investimentos, esperamos que a empresa apresente um índice de dívida sobre EBITDA próximo a 4,0x em 2021, excluindo possíveis efeitos de descasamentos temporários cambiais. Nosso cenário-base pressupõe uma recuperação gradual nos preços da celulose, um real ainda fraco e aumento nos volumes decorrentes do *ramp-up* de PUMA II a partir de 2021.

### Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings nos próximos 12 a 18 meses se as métricas de alavancagem da Klabin se desviarem significativamente de nossas atuais projeções, como, por exemplo, sua dívida líquida sobre EBITDA superando persistentemente 4,5x e a geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida ficando abaixo de 12% após concluir os investimentos em PUMA II. Por exemplo, isso poderia ocorrer em um cenário de preços da celulose de fibra curta de eucalipto (BHKP - *bleached hardwood kraft pulp*) na Europa em, ou abaixo de, US$500 por tonelada para 2021 ou de uma estratégia de crescimento mais agressiva.

### Cenário de elevação

Uma ação positiva nos ratings poderá ocorrer se esperarmos que o perfil de risco financeiro da Klabin se fortaleça de forma consistente. Também precisaríamos ver a adesão às políticas financeiras publicadas recentemente. Apesar de não ser provável no curto prazo, uma elevação dos ratings dependeria de métricas de alavancagem conservadoras, mantendo a dívida líquida sobre EBITDA abaixo de 3x e o FFO sobre dívida acima de 30% ao longo do ciclo de investimentos.

## Nosso Cenário-Base

### Premissas

- PIB brasileiro contraindo-se 5,8% em 2020 e crescendo 3,5% em 2021 e 3,0% em 2022, e taxa de câmbio média de R$ 5,12/US$ 1 em 2020, R$ 5,1/US$ 1 em 2021 e R$ 5,02/US$ 1 em 2022, minimizando o efeito da queda nos preços da celulose.
- Produção anual da celulose em torno de 1,5 milhão-1,6 milhão de toneladas (MT) neste ano e no próximo.
- Preço médio da celulose branqueada de eucalipto (BEKP - *bleached eucalyptus kraft pulp*) na Europa de US$700/t em 2020, US$800/t em 2021 e US$830/t em 2022, versus US$836/t em 2019. Aplicamos um desconto de até 35% nos preços listados.
- Preços do papel e embalagens subindo de acordo com a inflação e a depreciação da moeda brasileira.
- Custo-caixa por tonelada dos produtos vendidos estimado entre R$ 1,600-R$ 1,630 em 2020 e 2021, acompanhando a inflação e a depreciação do real;
- Capex anual de aproximadamente R$ 4,6 bilhões em 2020, R$ 3,1 bilhões em 2021 e R$ 2,45 bilhões em 2022, destinado principalmente ao projeto PUMA II e à sua manutenção.
- Distribuição de dividendos de cerca de R$ 225 milhões em 2020 e R$ 750 milhões em 2021.

**Principais Métricas**

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| Margem EBITDA (R$ milhões) | 36,5 | 40-43 | 43-47 | 46-49 |
| FFO/Dívida (%) | 15,7 | 12-15 | 15-20 | 20-25 |
| FOCF (R$ bilhões) | 0,4 | (1,5-1,3) | (0,6)-0,4 | 2,3-2,6 |
| Dívida/EBITDA (x) | 4,0 | 4,0-4,5 | 3,7-4,2 | 2,7-3,3 |

A: Atual. E: Esperado

## Descrição da Empresa

A Klabin é uma das maiores produtoras brasileiras de papel e celulose, com foco hoje em diversos produtos florestais, além de ser a maior produtora e exportadora de embalagens de papel do país. A empresa opera 19 unidades no Brasil e uma na Argentina. Possui 434.000 hectares (ha) de terras com 258.000 ha de florestas plantadas (157.000 ha para fibra longa e 101.000 ha para fibra curta), o suficiente para abastecer sua produção atual. Os negócios da Klabin incluem as unidades florestal (floresta plantada de pinus e eucalipto), papel (papel cartão, papel kraft commoditizado e papéis reciclados), celulose de mercado (fibra curta, fibra longa e fluff) e embalagens (sacos industriais e caixas de papelão ondulado).

## Perfil de Risco de Negócios: Satisfatório

Nossa visão do perfil de risco de negócio da Klabin resulta da sólida posição de mercado da empresa nos segmentos de papel e embalagens e seu relacionamento duradouro com clientes. A estrutura verticalmente integrada também lhe possibilita se beneficiar de eficiências operacionais que se traduzem em margens mais altas do que às de seus pares internacionais. Apesar desses pontos fortes, a natureza volátil e cíclica da indústria de produtos florestais e de papel restringe o negócio da empresa. A Klabin consegue diminuir a volatilidade por ser capaz de aumentar as exportações ou ajustar o diversificado mix de produtos comercializados com base no que é mais rentável. O segmento de papel e embalagens no Brasil é fragmentado e competitivo, mas a Klabin é líder de mercado, detendo cerca de 40%-50% em kraftliner, papel cartão e sacolas industriais. Acreditamos que o relacionamento duradouro com clientes e a natureza resiliente dos mercados finais (com foco em alimentos e bens de consumo) minimizam o risco de concentração de clientes. Ademais, o acesso da Klabin à fibra de rápido crescimento e de alta qualidade lhe dá uma vantagem sobre os participantes (players) internacionais nos mercados de papel cartão e kraftliner. Já no mercado doméstico, a maior qualidade e o melhor mix de produtos da empresa lhe permitem manter a posição de liderança.

**Tabela 1 - Comparação com os pares**

| Setor: Produtos de papel/florestais | Klabin S.A. | Celulosa Arauco y Constitución S.A. | Empresas CMPC S.A. | Suzano S.A. | WestRock Company | International Paper Co. | Packaging Corp. of America |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Ratings (15 de setembro de 2020) | BB+/Estável/--<br>brAAA/Estável/-- | BBB-/Negativa/-- | --/--/-- | BBB-/Negativa/--<br>brAAA/Estável/-- | BBB/Negativa/A-2 | BBB/Estável/A-2 | BBB/Estável/-- |
| (Milhões de R$) | Ano fiscal terminado em 31 de dezembro de 2019 | | | | | | |
| Receita | 10.271,8 | 21.421,5 | 22.792,4 | 26.013,0 | 76.201,2 | 89.943,3 | 27.993,9 |
| EBITDA | 3.745,9 | 4.624,3 | 4.510,9 | 10.645,4 | 12.324,5 | 17.003,0 | 6.304,0 |
| FFO | 2.327,8 | 2.129,5 | 2.302,3 | 7.271,5 | 9.389,7 | 12.398,9 | 5.097,1 |
| Despesa de juros | 1.486,4 | 1.018,7 | 800,3 | 3.407,5 | 2.071,1 | 3.008,3 | 505,1 |
| Despesa de juros caixa | 1.213,0 | 1.168,9 | 588,6 | 2.982,2 | 1.992,8 | 3.201,2 | 512,7 |
| Fluxo de caixa operacional (CFO) | 2.935,5 | 1.707,2 | 2.011,6 | 7.572,2 | 10.073,0 | 14.871,0 | 5.081,0 |
| Investimentos | 2.546,2 | 4.917,6 | 997,1 | 4.864,2 | 5.605,2 | 5.012,5 | 1.592,2 |
| Fluxo de caixa operacional livre (FOCF) | 389,2 | (3.210,5) | 1.014,4 | 2.708,0 | 4.467,8 | 9.858,5 | 3.488,8 |
| Fluxo de caixa discricionário (DCF) | (576,1) | (3.942,5) | 198,9 | 2.100,5 | 2.149,1 | 4.508,4 | 2.255,2 |
| Caixa e investimentos de curto prazo | 9.730,9 | 6.270,7 | 2.490,6 | 9.399,8 | 631,6 | 2.054,0 | 3.084,7 |
| Dívida | 14.856,9 | 18.799,2 | 14.388,7 | 59.296,1 | 45.442,2 | 45.748,3 | 9.378,8 |
| Patrimônio líquido | 6.501,3 | 29.622,3 | 32.702,0 | 18.088,0 | 48.690,2 | 31.023,5 | 12.344,3 |
| **Índices ajustados** | | | | | | | |
| Margem EBITDA (%) | 36,5 | 21,6 | 19,8 | 40,9 | 16,2 | 18,9 | 22,5 |
| Retorno sobre o capital (%) | 12,9 | 5,5 | 5,3 | 6,0 | 6,5 | 14,8 | 20,1 |
| Cobertura de juros pelo EBITDA (x) | 2,5 | 4,5 | 5,6 | 3,1 | 6,0 | 5,7 | 12,5 |
| Cobertura de juros caixa pelo FFO (x) | 2,9 | 2,8 | 4,9 | 3,4 | 5,7 | 4,9 | 10,9 |
| Dívida/EBITDA (x) | 4,0 | 4,1 | 3,2 | 5,6 | 3,7 | 2,7 | 1,5 |
| FFO/Dívida (%) | 15,7 | 11,3 | 16,0 | 12,3 | 20,7 | 27,1 | 54,3 |
| CFO/Dívida (%) | 19,8 | 9,1 | 14,0 | 12,8 | 22,2 | 32,5 | 54,2 |
| FOCF/Dívida (%) | 2,6 | (17,1) | 7,1 | 4,6 | 9,8 | 21,5 | 37,2 |
| DCF/Dívida (%) | (3,9) | (21,0) | 1,4 | 3,5 | 4,7 | 9,9 | 24,0 |

No segmento de produtos florestais, comparamos a Klabin principalmente com empresas regionais, pois seus custos são afetados pelas mesmas condições climáticas e se beneficiam do acesso a recursos naturais superiores. Em relação aos seus pares regionais, a capacidade de produção da Klabin é menor que a da Suzano S.A., Empresas CMPC S.A. e a Celulosa Arauco y Constitución S.A. Por outro lado, as margens da Klabin são mais estáveis e maiores (principalmente quando comparadas a empresas não brasileiras). Isso graças à sua forte presença em mercados finais resilientes (regionais e globais) e às suas linhas de produção autossuficientes em madeira e integradas voltadas para os setores de papel e embalagens, o que também garante à empresa uma gama de produtos mais diversificada.

Quanto à embalagem e contêineres, a Klabin fica atrás dos pares em termos de diversificação geográfica, volume de produção e base de receitas. No entanto, suas linhas de produção integradas e autossuficientes lhe ajudam a impulsionar a eficiência e margens.

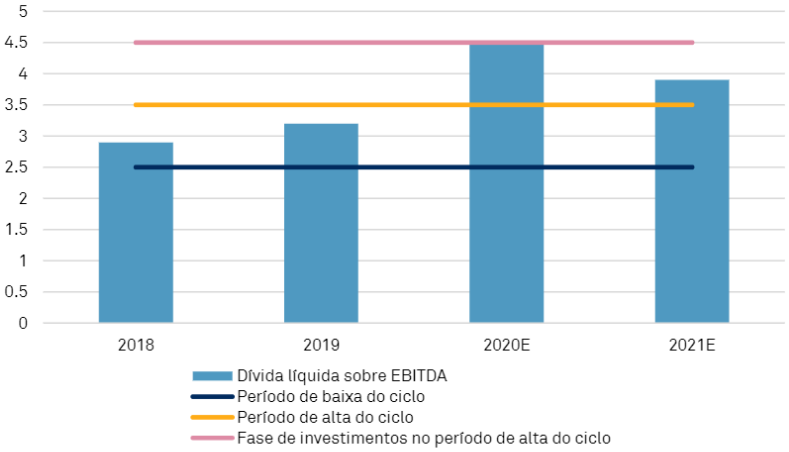
## Perfil de Risco Financeiro: Significativo

A queda nos preços da celulose prejudicou as margens em 2019 e 2020, enquanto a Klabin vem emitindo novas dívidas para financiar sua nova fase de investimentos. A forte queda do real em 2020, somada à capacidade da empresa de ajustar a produção a itens de necessidade básica durante a pandemia, atenuou esses fatores e lhe possibilitou que sua receita e EBITDA aumentassem no primeiro semestre de 2020. Portanto, esperamos que a dívida líquida sobre EBITDA seja de 4,0x-4,5x em 2020 versus 4,0x em 2019. Em 2021, os volumes mais altos devem reduzir a alavancagem para 3,7x-4,2x.

Em junho de 2020, a Klabin anunciou novas políticas financeiras, informando que buscará manter o índice de dívida líquida sobre EBITDA (medido em dólares) em 2,5x-3,5x, podendo atingir 4,5x durante os ciclos de investimento em projetos de expansão (orgânicos ou inorgânicos somando pelo menos US$1 bilhão). Entendemos que tal plano sinaliza compromisso com a manutenção da qualidade de crédito e continuaremos avaliando a adesão da Klabin a essa meta.

No final de 2020, esperamos que a empresa esteja próxima do limiar superior de sua meta de alavancagem durante os ciclos de investimento, considerando o projeto PUMA II. No entanto, a métrica de alavancagem da empresa provavelmente retornará para cerca de 3,5x no final de 2021, dentro da faixa de meta.

**Gráfico 3 - Política financeira e de alavancagem da Klabin**




E: Esperado
Fonte: Arquivos da empresa e S&P Global Ratings
Copyright © 2020 por S&P Global Ratings. Todos os direitos reservados.

**Tabela 2 - Resumo financeiro**

| (Milhões de R$) | Junho de 2020 | Março de 2020 | Dezembro de 2019 | Setembro de 2019 | Junho de 2019 |
|---|---|---|---|---|---|
| Receita | 2.956,4 | 2.591,4 | 2.704,2 | 2.477,8 | 2.599,8 |
| EBITDA | 1.334,9 | 1.022,2 | 1.041,3 | 738,7 | 960,9 |
| FFO | 914,7 | 695,4 | 714,5 | 347,9 | 779,5 |
| Despesa de juros | 289,7 | 346,6 | 358,8 | 387,0 | 433,3 |
| Despesa de juros caixa | 417,4 | 324,9 | 324,5 | 349,1 | 179,7 |
| Fluxo de caixa operacional (CFO) | 985,1 | 627,3 | 1.033,6 | 938,1 | 531,5 |
| Investimentos | 954,9 | 819,1 | 823,8 | 844,9 | 580,6 |
| Fluxo de caixa operacional livre (FOCF) | 30,2 | (191,8) | 209,8 | 93,2 | (49,1) |
| Fluxo de caixa discricionário (DCF) | 28,8 | (451,6) | (85,3) | (102,0) | (251,5) |
| Caixa e investimentos de curto prazo | 9.868,4 | 7.215,0 | 9.730,9 | 12.153,1 | 11.458,3 |
| Caixa disponível bruto | 9.868,4 | 7.215,0 | 9.730,9 | 12.153,1 | 11.458,3 |
| Dívida | 21.498,3 | 20.872,1 | 14.856,9 | 15.501,9 | 13.507,4 |
| Patrimônio líquido | 3.373,8 | 3.420,8 | 6.501,3 | 6.213,6 | 6.203,4 |
| **Índices ajustados** | | | | | |
| Margem EBITDA (%) | 38,6 | 36,3 | 36,5 | 36,8 | 40,9 |
| Retorno sobre o capital (%) | 11,9 | 11,8 | 12,3 | 14,4 | 16,6 |
| Cobertura de juros pelo EBITDA (x) | 3,0 | 2,5 | 2,5 | 2,6 | 3,2 |
| Cobertura de juros caixa pelo FFO (x) | 2,9 | 3,2 | 2,9 | 3,1 | 3,9 |
| Dívida/EBITDA (x) | 5,2 | 5,5 | 4,0 | 4,1 | 3,1 |
| FFO/Dívida (%) | 12,4 | 12,2 | 15,7 | 15,1 | 22,4 |
| CFO/Dívida (%) | 16,7 | 15,0 | 19,8 | 16,6 | 17,8 |
| FOCF/Dívida (%) | 0,7 | 0,3 | 2,6 | 2,8 | 6,3 |
| DCF/Dívida (%) | (2,8) | (4,3) | (3,9) | (3,7) | (1,1) |

## Reconciliação

**Tabela 3 - Reconciliação dos montantes reportados pela Klabin S.A. com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R$ milhões)**

| Últimos 12 meses findos em 30 de junho de 2020 | Dívida | Capital dos acionistas | Receitas | EBITDA | Lucro operacional | Despesas com juros | EBITDA ajustado pela S&P Global Ratings | Fluxo de caixa operacional | Dividendos | Investimentos |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Reportados | 30.673,2 | 3.373,8 | 10.729,8 | 5.377,4 | 2.903,2 | 1.310,5 | 4.137,1 | 3.642,0 | 751,6 | 3.514,2 |
| Ajustes da S&P Global Ratings | | | | | | | | | | |
| Impostos-caixa pagos | -- | -- | -- | -- | -- | -- | (48,9) | -- | -- | -- |
| Juros-caixa pagos | -- | -- | -- | -- | -- | -- | (1.344,3) | -- | -- | -- |
| Passivos de arrendamentos reportados | 688,0 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| Caixa acessível & investimentos líquidos | (9.868,4) | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| Juros capitalizados | -- | -- | -- | -- | -- | 71,6 | (71,6) | (71,6) | -- | (71,6) |
| Dividendos recebidos dos investimentos em ações | -- | -- | -- | 13,6 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| Resultado não operacional (despesa) | -- | -- | -- | -- | 627,7 | -- | -- | -- | -- | -- |
| Reclassificação de juros e fluxos de caixa de dividendos | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 13,6 | -- | -- |
| Dívida: Outros | 5,4 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| EBITDA - Ganhos/(Perdas) sobre disposições de propriedade. planta e equipamento (PP&E) | -- | -- | -- | (44,9) | (44,9) | -- | -- | -- | -- | -- |
| EBITDA: Ganhos de avaliação/(perdas) | -- | -- | -- | (656,1) | (656,1) | -- | -- | -- | -- | -- |
| EBITDA: Outros | -- | -- | -- | (552,9) | (552,9) | -- | -- | -- | -- | -- |
| EBIT: Outros | -- | -- | -- | -- | 656,1 | -- | -- | -- | -- | -- |
| Capital de giro: Outros | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 475,5 | -- | -- |
| Fluxo de caixa operacional: Outros | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | (475,5) | -- | -- |
| Ajustes totais | (9.174,9) | 0,0 | 0,0 | (1.240,3) | 29,9 | 71,6 | (1.464,7) | (58,0) | 0,0 | (71,6) |
| Montantes ajustados da S&P Global Ratings | | | | | | | | | | |
| | Dívida | Patrimônio líquido | Receitas | EBITDA | EBIT | Despesas com juros | FFO | Fluxo de caixa operacional | Dividendos | Investimentos |
| | 21.498,3 | 3.373,8 | 10.729,8 | 4.137,1 | 2.933,1 | 1.382,1 | 2.672,4 | 3.584,0 | 751,6 | 3.442,7 |

## Liquidez: Forte

Vemos a liquidez da Klabin como forte. Esperamos que suas fontes de caixa excedam os usos em mais de 2x nos próximos 12 meses, com uma folga suficiente para enfrentar quaisquer eventos inesperados. O elevado saldo de R$ 9,8 bilhões que a empresa dispunha em caixa em junho de 2020 resulta de um aumento na dívida em 2020 para financiar a fase de investimentos do PUMA II e lhe dá flexibilidade financeira para enfrentar retrações na indústria inesperadas. Além disso, a dívida da Klabin não tem cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) e a empresa ainda usufrui de sólido e duradouro relacionamento com instituições financeiras.

**Principais fontes de liquidez**

- Reservas de caixa de R$ 9,8 bilhões em junho de 2020;
- Linha de crédito não utilizada de cerca de US$ 500 milhões;
- FFO próximo a R$ 3,9 bilhões nos próximos 12 meses.

**Principais usos de liquidez**

- Vencimentos de dívida de curto prazo de R$ 670 milhões em junho de 2020;
- Capex de cerca de R$ 4,0 bilhões nos próximos 12 meses;
- R$ 330 milhões para aquisição dos negócios brasileiros da International Paper nos próximos 24 meses;
- Dividendos de R$ 750 milhões em 2020 e 2022.

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

Em nossa visão, a exposição em geral da Klabin a fatores ESG está alinhada à de seus pares da indústria. As questões ambientais são importantes para a sustentabilidade dos negócios da Klabin porque a empresa está sob forte escrutínio dos clientes no que tange a manejo florestal sustentável e obtenção de certificações adequadas. O Brasil, onde se localizam os eucaliptos e pinus da empresa, se beneficia de condições climáticas muito favoráveis, que resultam em taxas de colheita mais altas que as dos produtores de celulose da Europa ou dos Estados Unidos. O alto grau de autossuficiência energética da Klabin favorece uma estrutura de custos bastante competitiva. Atualmente, a empresa investe em operações de embalagens de papel. Uma maior contribuição desse segmento reduziria a exposição ao negócio de celulose mais volátil, o que por sua vez reduziria a volatilidade do fluxo de caixa. No médio e longo prazos, as embalagens de papel podem substituir cada vez mais as embalagens plásticas, suportando as perspectivas de crescimento de volume da Klabin.

## Ratings Acima do Soberano

Os ratings da Klabin estão dois degraus acima do nosso rating de crédito soberano em moeda estrangeira 'BB-' atribuído ao Brasil, indicando nossa visão de que há uma forte probabilidade de a empresa não entrar em default no evento de um default hipotético do governo soberano brasileiro. Em nossa visão, a Klabin tem apenas uma sensibilidade moderada à economia doméstica decorrente do seu negócio orientado à exportação. Por consequência e, dada a concentração de ativos da empresa no Brasil, podemos avaliá-la em até três degraus acima do rating do Brasil. Abaixo nossas principais premissas para um cenário de default hipotético do governo soberano brasileiro:

- PIB e volumes domésticos de papel e embalagens caindo 10% em 2020.
- Inflação duplicando e a empresa não conseguindo repassar as consequentes elevações de custos por meio de aumento de preços no mercado doméstico.
- Desvalorização de 50% do real, o que dobraria os custos do serviço da dívida em moeda estrangeira (em termos de moeda nacional), mas, por outro lado, elevaria a receita de exportação.
- Preços da celulose de fibra curta de US$550 por tonelada, em linha com os de meados de 2009, quando os preços caíram para o patamar mais baixo em 10 anos.
- Taxas de juros duplicando para os empréstimos a taxas flutuantes.
- Corte (*haircut*) de 70% aplicado aos investimentos e de 10% aos depósitos bancários.
- Capex nos níveis de manutenção de aproximadamente R$ 650 milhões.

Em nossa visão, nesse cenário, a empresa manteria as fontes de liquidez em relação aos usos em mais de 1x nos próximos 12 meses. Acreditamos que, por ter parte do seu negócio orientado à exportação, uma capacidade de redirecionar a produção de papel para outros mercados se o doméstico se deteriorar e por ter maioria de seus custos denominada em reais, a Klabin está parcialmente protegida de uma possível desaceleração da economia brasileira.

## Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

### Principais fatores analíticos

- O rating de emissão das notas *senior unsecured* da Klabin é 'BB+' e das debêntures *senior unsecured* é 'brAAA'.
- O rating de recuperação '3' indica que esperamos uma recuperação de cerca de 65% para os credores *unsecured* em um cenário de default hipotético.
- Em nosso cenário de default, o EBITDA diminuiria 50%-60% do EBITDA atualmente projetado para 2023, após a conclusão do projeto PUMA II.
- Avaliamos a empresa com base no princípio de continuidade de suas operações, utilizando um múltiplo de 5,0x aplicado a nosso EBITDA projetado para um nível em emergência, o que resulta em um valor da empresa (EV - *enterprise value*) bruto em emergência estimado em cerca de R$ 19,7 bilhões.

### Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado do default: 2025
- EBITDA em emergência: R$ 3,9 bilhões
- Múltiplo de EV implicado: 5,0x
- EV bruto estimado em emergência: R$ 19,7 bilhões

**Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)**

- EV líquido após custos administrativos de 5%: R$ 18,7 bilhões
- Dívida *senior secured*: R$ 3,8 bilhões
- Dívida *unsecured*: R$ 22,8 bilhões
- Expectativa de recuperação: 65%

## Tabela de Classificação de Ratings

| | |
|---|---|
| **Rating de Crédito de Emissor** | |
| Escala Global | BB+/Estável/-- |
| Escala Nacional Brasil | brAAA/Estável/-- |
| **Risco de negócios** | **Satisfatório** |
| Risco-país | Moderadamente alto |
| Risco da indústria | Moderadamente alto |
| Posição competitiva | Satisfatória |
| **Risco financeiro** | **Significativo** |
| Fluxo de caixa/Alavancagem | Significativo |
| **Âncora** | **bbb-** |
| **Modificadores** | |
| Diversificação/Efeito-portfólio | Neutro (sem impacto) |
| Estrutura de capital | Neutra (sem impacto) |
| Liquidez | Forte (sem impacto) |
| Política financeira | Neutra (sem impacto) |
| Administração e governança | Regular (sem impacto) |
| Análise de ratings comparáveis | Negativa (-1 degrau) |

*Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos Critérios e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site www.capitaliq.com. Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em www.standardandpoors.com. Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.*

## Critérios e Artigos Relacionados

*Critérios*

- Critério Geral: Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais, 25 de junho de 2018
- Arquivado: Refletindo o risco de subordinação em ratings de emissão de entidades corporativas, 21 de setembro de 2017
- Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo, 7 de dezembro de 2016
- Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais, 16 de dezembro de 2014
- ARQUIVADO - Principais Fatores de Crédito para a Indústria de Papel e Produtos Florestais, 12 de fevereiro de 2014
- ARQUIVADO - Principais fatores de Crédito para o Setor de Recipientes e Embalagens, 19 de novembro de 2013
- Metodologia de Ratings Corporativos, 19 de novembro de 2013
- Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas, 19 de novembro de 2013
- Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País, 19 de novembro de 2013
- ARQUIVADO - Critério geral: Metodologia de rating de grupo, 19 de novembro de 2013
- ARQUIVADO - Metodologia corporativa: Índices e Ajustes, 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
- ARQUIVADO - Critério Geral: Uso de CreditWatch e Perspectivas, 14 de setembro de 2009

**Matriz de Risco de Negócios e Risco Financeiro**

| Perfil de Risco de Negócios | Perfil de Risco Financeiro | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mínimo | Modesto | Intermediário | **Significativo** | Agressivo | Altamente Alavancado |
| Excelente | aaa/aa+ | Aa | a+/a | a- | bbb | bbb-/bb+ |
| Forte | aa/aa- | a+/a | a-/bbb+ | bbb | bb+ | bb |
| **Satisfatório** | a/a- | bbb+ | bbb/bbb- | **bbb-/bb+** | bb | b+ |
| Regular | bbb/bbb- | bbb- | bb+ | bb | bb- | b |
| Fraco | bb+ | bb+ | bb | bb- | b+ | b/b- |
| Vulnerável | bb- | bb- | bb-/b+ | b+ | b | b- |

**Tabela Detalhada de Ratings (Ratings em 8 de outubro de 2020)**

| | |
|---|---|
| **Klabin S.A.** | |
| Rating de Crédito de Emissor | |
| Escala Global | BB+/Estável/-- |
| Escala Nacional Brasil | brAAA/Estável/-- |
| Rating de Emissão *Senior Unsecured* | |
| Escala Nacional Brasil | 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./-- |
| *Escala Nacional Brasil* | |
| 16-Ago-2017 | 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© 2020 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, completitude, 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 COMERCIABILIDADE, 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 sites na www.standardandpoors.com (gratuito), e www.ratingsdirect.com e www.globalcreditportal.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.standardandpoors.com/usratingsfees.

**Austrália**

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).