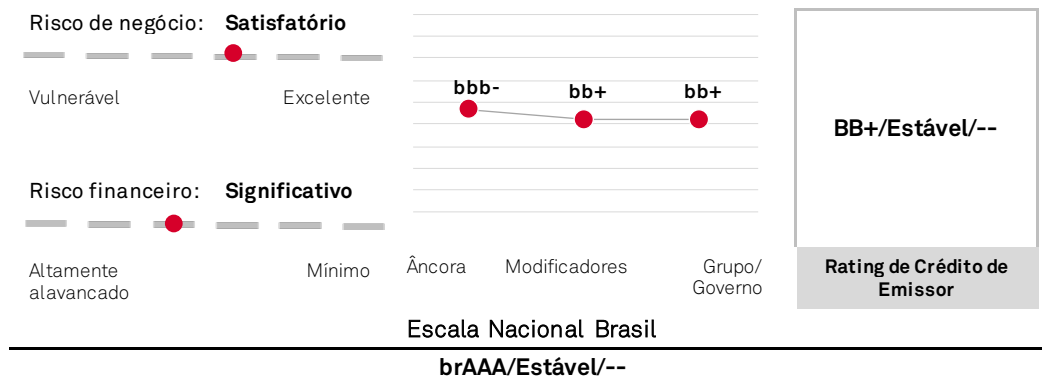


Análise Atualizada

Klabin S.A.

16 de setembro de 2024

Resumo de Classificação de Ratings



Analista principal

Fabiana Gobbi
São Paulo
55 (11) 3039-9733
fabiana.gobbi
@spglobal.com

Contatos analíticos adicionais

Amalia Bulacios
Buenos Aires
54 (11) 4891-2141
amalia.bulacios
@spglobal.com

Luísa Vilhena
São Paulo
55 (11) 3039-9727
luisa.vilhena
@spglobal.com

Destaques da Análise de Crédito

Resumo

Principais pontos fortes	Principais riscos
Posição de liderança no segmento de produção de embalagens de papel no Brasil, com relacionamentos de longa data com clientes.	Exposição à ciclicidade da indústria florestal e de produtos de papel, que tem custos de insumos e preços de venda voláteis.
Exposição ao segmento de embalagens traz previsibilidade de caixa versus sua exposição à indústria florestal e de produtos de papel.	Níveis de dívida relativamente altos em meio a ciclos intensivos de investimentos (capex).
Integração vertical aumenta a rentabilidade.	Maior tolerância à dívida durante os ciclos de investimento em comparação com seus pares.
Capacidade de converter a produção de papel em embalagens.	

Esperamos que as margens se recuperem em 2024 devido aos preços mais altos da celulose e nossa premissa de menor custo-caixa. Esperamos que a Klabin S.A. mantenha o custo-caixa controlado nos próximos anos, mesmo em meio ao primeiro ciclo de produção do PUMA II, devido ao menor uso de madeira de terceiros com a recente aquisição de terras e florestas, custos químicos ainda baixos (principalmente soda cáustica), preços mais baixos do petróleo Brent e custos de energia decrescentes à medida que a empresa aumenta o uso de sua planta de gaseificação de biomassa. No primeiro semestre de 2024, o custo-caixa da celulose da Klabin foi de US\$243/tonelada, uma redução de 9% em relação ao mesmo período do ano passado.

Tais aspectos, em conjunto com a recuperação dos preços da celulose, nos levaram a alterar a nossa projeção de margem EBITDA para cerca de 43% em 2024, ante nossa expectativa anterior próxima a 37%. Para 2025, esperamos margens em torno de 40%, pois projetamos alguma correção de preços devido ao excesso de oferta de celulose desde 2023. Esperamos que os preços médios da celulose caiam 10%-15% em 2025, dependendo do tipo de celulose e da região.

Após um grande ciclo de investimentos, acreditamos que a alavancagem diminuirá nos próximos anos. Esperamos um índice de dívida sobre EBITDA relativamente estável de cerca de 3,5x-4,0x em 2024-2025, contra 3,7x em 2023, devido à maior geração de EBITDA equilibrada por maiores níveis de dívida. Recentemente, a Klabin encerrou um grande ciclo de investimentos com a conclusão do projeto PUMA II no ano passado e o pagamento de R\$ 6,3 bilhões em julho de 2024 pela aquisição de terras e florestas. Os investimentos totais relacionados ao PUMA II somaram aproximadamente R\$ 12,6 bilhões durante 2019-2023. Agora, projetamos capex de cerca de R\$ 3,3 bilhões em 2024, R\$ 3 bilhões em 2025 e R\$ 2,7 bilhões em 2026, principalmente para manutenção das operações e modernização da unidade de Monte Alegre (instalação de uma nova caldeira de recuperação por um valor estimado de R\$ 1,7 bilhão com início de operação no quarto trimestre de 2026). Acreditamos que a empresa financiará os investimentos principalmente com geração interna de fluxo de caixa e continuará refinanciando os vencimentos da dívida estendendo o prazo médio.

Esperamos que a Klabin mantenha sua sólida posição de mercado nos segmentos de papel e embalagens no Brasil por meio de relacionamentos de longa data com clientes e diversificação de produtos. Embora o segmento de papéis e embalagens no Brasil permaneça fragmentado e competitivo, a empresa detém uma posição de liderança com participação de mercado de 60% em *Kraftliner*, 40% em papel-cartão, 50% em sacos industriais e 22% em caixas de papelão ondulado desde o segundo trimestre de 2024.

Acreditamos que a resiliência dos mercados finais de alimentos e bebidas (67% das vendas de papéis e embalagens da Klabin), seguido por bens de consumo (13%), aliada ao acesso a fibras de alta qualidade e crescimento rápido no Brasil, conferem à companhia uma vantagem sobre os players internacionais.

A empresa beneficia-se de uma exposição equilibrada a produtos commoditizados e de valor agregado com ampla presença geográfica. Nos próximos três anos, projetamos que a Klabin venderá 1,45 milhão-1,55 milhão de toneladas de celulose, cerca de 1,4 milhão-1,5 milhão de toneladas de papéis (cartão e *Kraftliner*) e até 1,2 milhão de toneladas de embalagens (caixas de papelão ondulado e sacos industriais). Em nossa visão, esse volume de vendas equilibrado deve fornecer alguma proteção de fluxo de caixa em meio aos ciclos de preços de celulose mais abruptos e mais curtos que a indústria vem passando.

Além disso, a empresa pode ajustar o seu mix de produtos e os volumes de exportação com base na demanda do mercado. Nosso cenário-base considera que a Klabin continuará vendendo 55%-65% de seu volume no mercado doméstico, exportando o restante para mais de 50 países, principalmente na Europa e Ásia-Pacífico. A companhia consegue diminuir a volatilidade por meio do aumento das exportações ou ajustando seu mix de produtos diversificado para os mais rentáveis.

Perspectiva

A perspectiva estável indica nossa expectativa de que Klabin continuará reportando sólidos fluxos de caixa, decorrente, principalmente, do aumento da capacidade com o começo das operações do PUMA II e alguma resiliência no setor de embalagens devido ao aumento das vendas de papel-cartão. Esperamos índice de dívida sobre EBITDA de cerca de 3,5x-4,0x, geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida de 15%-20% e um ainda fraco fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) em função do capex considerável.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os nossos ratings da Klabin nos próximos 12-18 meses se observarmos métricas de alavancagem significativamente mais fracas, com dívida sobre EBITDA acima de 4x e FFO sobre dívida abaixo de 20% em uma média móvel dos próximos três anos. Isso pode ocorrer após uma queda acentuada de preços e valorização do real, ou por uma estratégia de crescimento mais agressiva.

Cenário de elevação

Embora improvável nos próximos 12 meses em função das incertezas do mercado de celulose, uma elevação dos ratings atribuídos à Klabin ocorreria se observássemos a manutenção da sua disciplina financeira ao longo dos ciclos, com dívida sobre EBITDA próxima a 3x em uma média móvel dos próximos três anos. Isto também significaria que a empresa manteria dívida sobre EBITDA abaixo de 3x quando os preços da celulose estivessem altos.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- Crescimento do PIB do Brasil de cerca de 2,0% ao ano em 2024-2026;
- Inflação média do Brasil de 4,2% em 2024, 3,8% em 2025 e 3,5% em 2026;
- Taxas de câmbio médias de cerca de R\$ 5,10 por US\$1 em 2024, R\$ 5,18 por US\$1 em 2025 e R\$ 5,33 por US\$1 em 2026;
- Preço médio de celulose de fibra curta (BHKP - *bleached hardwood kraft pulp*) na Europa perto de US\$1.350 por tonelada em 2024, e entre US\$1.100-US\$1.150/ton em 2025-2026. Aplicamos um desconto de cerca de 35% aos preços listados;
- Recuperação da demanda por celulose resultará em um volume total produzido de 1,45 milhão-1,55 milhão em 2024-2026;
- Preço do papel-cartão em torno de R\$ 5.250/ton em 2024 e crescendo 2%-3% em 2025-2026;
- Preços do *Kraftliner* de R\$ 3.000-R\$ 3.500 por tonelada em 2024-2026;
- Preços de caixas de papelão ondulado e sacos industriais em cerca de R\$ 5.850/ton em 2024 e crescendo 3%-4% em 2025-2026;
- Menor custo-caixa em 2024-2026, em comparação com 2023. Ainda como resultado dos baixos custos com produtos químicos (principalmente soda cáustica) e, principalmente, do menor uso de madeira de terceiros. Outras despesas relacionadas a produtos químicos, transporte, combustível e energia crescendo de acordo com a inflação e expansão de volume.
- Aumento das margens como resultado dos preços mais altos da celulose, juntamente com o mix de produtos vendidos e o menor custo-caixa.
- Capex anual de cerca de R\$ 3,3 bilhões em 2024, R\$ 3 bilhões em 2025 e R\$ 2,7 bilhões em 2026, principalmente para manutenção e expansão (Figueira e novo forno em Monte Alegre).
- Pagamento de R\$ 6,3 bilhões referentes à aquisição florestal e de terras em 2024 (projeto Caête).
- Distribuição de dividendos em 15%-25% da geração de EBITDA nos próximos anos.

Principais Métricas

Klabin S.A. – Resumo das projeções

Fim do período	31-dez-2020	31-dez-2021	31-dez-2022	31-dez-2023	31-dez-2024	31-dez-2025	31-dez-2026	31-dez-2027
R\$ milhões	2020R	2021R	2022R	2023R	2024E	2025P	2026P	2027P
Receita	11.949	16.481	20.033	18.024	19.214	19.493	21.195	21.231
Lucro bruto	7.051	10.217	12.633	10.124	10.796	10.858	12.657	12.832
EBITDA (reportado)	5.565	8.178	9.860	7.576	8.200	8.163	9.868	9.946
(+) Ajuste de arrendamento operacional	--	--	--	--	--	--	--	--
(+/-) Outros	(860)	(1.298)	(2.059)	(1.288)	(2)	(2)	(2)	(2)
EBITDA	4.704	6.879	7.801	6.288	8.198	8.161	9.866	9.944
(-) Juros-caixa pagos	(1.439)	(1.635)	(2.239)	(2.394)	(1.822)	(1.919)	(1.968)	(1.976)
(-) Imposto-caixa pago	(10)	(507)	(534)	(168)	(450)	(882)	(914)	(845)
(+/-) Outros	--	--	--	--	--	--	--	--
Geração interna de caixa (FFO - funds from operations)	3.256	4.738	5.027	3.726	5.926	5.361	6.984	7.123
EBIT	3.256	5.779	7.168	4.875	5.479	5.191	6.812	6.947
Despesa com juros	1.622	1.614	1.841	2.286	1.819	1.916	1.965	1.973
Fluxo de caixa operacional (OCF - operating cash flow)	5.581	3.277	5.997	5.058	6.012	5.490	6.578	7.564
Investimentos (capex)	4.567	3.447	7.441	3.860	3.035	3.880	3.133	2.767
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - free operating cash flow)	1.014	(169)	(1.444)	1.198	2.977	1.610	3.445	4.797
Dividendos	294	581	1.747	1.478	1.640	1.633	1.974	1.989
Recompra de ações (reportada)	--	--	--	--	--	--	--	--
Fluxo de caixa discricionário (DCF - discretionary cash flow)	720	(750)	(3.190)	(280)	1.337	(23)	1.472	2.808
Dívida (reportada)	26.339	29.338	27.541	31.341	33.847	33.638	34.038	32.816
(+) Passivos de arrendamentos	823	1.087	1.645	1.923	2.004	2.080	2.153	2.228
(+) Obrigações de benefícios pós-emprego	--	--	--	--	--	--	--	--
(-) Caixa acessível e investimentos líquidos	(6.557)	(8.422)	(6.502)	(10.715)	(6.707)	(5.305)	(5.996)	(6.441)
(+/-) Outros	--	181	387	582	582	582	582	582
Dívida	20.606	22.184	23.070	23.131	29.726	30.995	30.777	29.185
Patrimônio líquido	4.385	7.086	11.568	13.733	14.255	15.168	16.752	18.233
FOCF (ajustado pelo capex de arrendamento)	567	(616)	(2.211)	736	2.520	1.164	3.008	4.364
Despesa com juros (reportada)	1.403	1.183	1.157	1.782	1.819	1.916	1.965	1.973
Capex (reportado)	4.786	3.878	8.125	4.363	3.035	3.880	3.133	2.767
Caixa e investimentos de curto prazo (reportados)	6.557	8.422	6.502	10.715	6.707	5.305	5.996	6.441
Índices ajustados								
Dívida/EBITDA (x)	4,4	3,2	3,0	3,7	3,6	3,8	3,1	2,9
FFO/dívida (%)	15,8	21,4	21,8	16,1	19,9	17,3	22,7	24,4
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	3,3	3,9	3,2	2,6	4,3	3,8	4,5	4,6
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	2,9	4,3	4,2	2,8	4,5	4,3	5,0	5,0
OCF/dívida (%)	27,1	14,8	26,0	21,9	20,2	17,7	21,4	25,9
FOCF/dívida (%)	4,9	(0,8)	(6,3)	5,2	10,0	5,2	11,2	16,4
DCF/dívida (%)	3,5	(3,4)	(13,8)	(1,2)	4,5	(0,1)	4,8	9,6

FOCF ajustado pelo capex de arrendamento/dívida (%)	2,8	(2,8)	(9,6)	3,2	8,5	3,8	9,8	15,0
Crescimento anual da receita (%)	16,3	37,9	21,5	(10,0)	6,6	1,5	8,7	0,2
Margem bruta (%)	59,0	62,0	63,1	56,2	56,2	55,7	59,7	60,4
Margem EBITDA (%)	39,4	41,7	38,9	34,9	42,7	41,9	46,5	46,8
Retorno sobre capital (%)	14,1	21,3	22,4	13,6	13,6	11,5	14,5	14,6
Retorno sobre ativos totais (%)	9,3	14,9	16,0	9,5	9,6	8,8	11,3	11,3
EBITDA/juros caixa (x)	3,3	4,2	3,5	2,6	4,5	4,3	5,0	5,0
Cobertura de juros-caixa pelo EBIT (x)	2,0	3,6	3,9	2,1	3,0	2,7	3,5	3,5
Dívida/dívida e patrimônio líquido (%)	82,5	75,8	66,6	62,7	67,6	67,1	64,8	61,5
Cobertura cobrança fixa de dívida (x)	2,9	4,3	4,2	2,8	2,4	2,2	2,3	2,2
Dívida/dívida e patrimônio líquido não depreciado (%)	82,5	75,8	66,6	62,7	67,6	67,1	64,8	61,5

*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings, exceto se apresentado como reportado. R: Realizado. E: Estimado. P: Projetado

Política financeira limita os ratings. As políticas financeiras da empresa permitem dívida líquida sobre EBITDA de até 4,5x durante os ciclos de investimento (projetos internos ou fusões e aquisições [M&As - *merger and acquisitions*] totalizando pelo menos US\$1 bilhão), o que, em nossa visão, limita o rating, considerando que a Klabin opera na cíclica indústria florestal e de produtos de papel. Além disso, a empresa continuará pagando dividendos de 15%-25% do EBITDA ajustado caso sua alavancagem fique abaixo de 4,5x. A dívida líquida sobre EBITDA (medida em dólares americanos) deve ficar entre 2,5x-3,5x, quando a Klabin não realizar grandes investimentos.

Descrição da Empresa

A Klabin é uma das maiores produtoras brasileiras de papel e celulose, com foco em diversos produtos florestais, e é a maior produtora e exportadora de embalagens de papel do país. A empresa opera 23 fábricas no Brasil e uma na Argentina. Possui 908.000 hectares de terras, sendo 413.000 hectares de florestas plantadas (236.000 hectares de fibra longa e 177.000 de fibra curta). Suas unidades de negócios abrangem os segmentos florestal (madeiras plantadas de pinus e eucalipto), papéis (cartões revestidos e papel-cartão), celulose de mercado (fibra curta, fibra longa e fluff) e embalagens (sacos industriais e caixas de papelão ondulado).

Comparação com os Pares

No segmento de produtos florestais, comparamos a Klabin principalmente com outras empresas da América do Sul porque se beneficiam do acesso a recursos naturais superiores, maior disponibilidade de madeira e condições climáticas semelhantes, resultando em menores custos-caixa do que os pares globais. A Klabin possui menor capacidade e receita em comparação com a Suzano S.A. (BBB-/Estável/-- e brAAA/Estável/--) e a Celulosa Arauco y Constitucion S.A. (BBB-/Estável/--). No entanto, as margens da empresa são superiores às da Arauco devido à presença da Klabin no Brasil, permitindo custos-caixa menores do que o par chileno. Com uma exposição muito maior à celulose, a Suzano tem margens historicamente superiores às da Klabin.

A companhia está atrás de seus pares globais no segmento de embalagens e contêineres em termos de diversificação geográfica, capacidade de produção e receita. No entanto, a Klabin possui linhas de produção integradas e autossuficientes, que ajudam a aumentar sua rentabilidade em comparação com seus pares globais de embalagens.

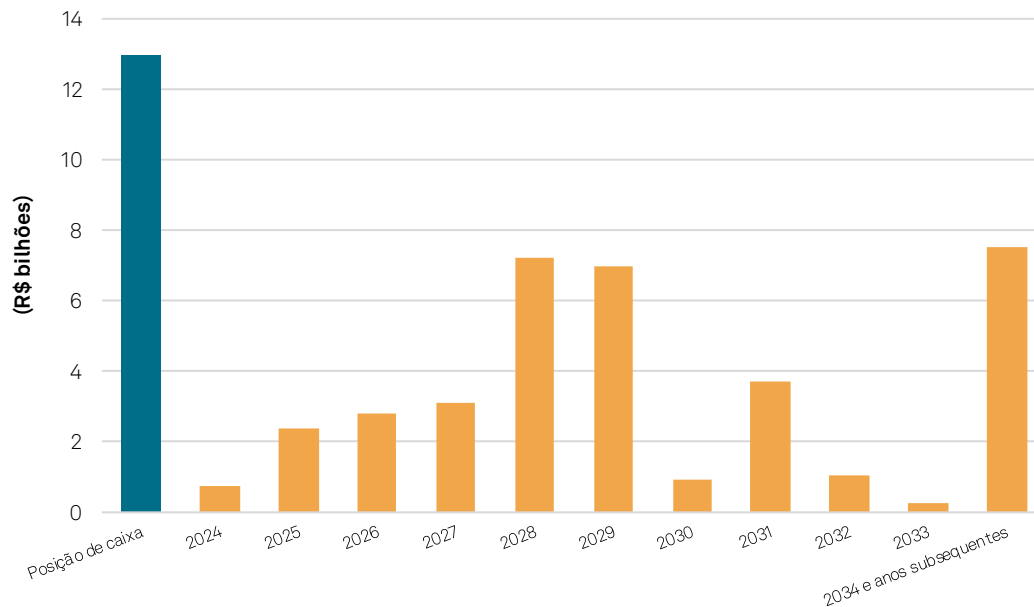
Klabin S.A. – Comparação com os pares

	Klabin S.A.	Suzano S.A.	Celulosa Arauco y Constitucion S.A.	Smurfit Kappa Group PLC
Rating de emissor em moeda estrangeira	BB+/Estável/--	BBB-/Estável/--	BBB-/Estável/--	BBB/Estável/--
Rating de emissor em moeda local	BB+/Estável/--	BBB-/Estável/--	BBB-/Estável/--	BBB/Estável/--
Rating de emissor na Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--	brAAA/Estável/--	--	--
Período	Anual	Anual	Anual	Anual
Fim do período	31-12-2023	31-12-2023	31-12-2023	31-12-2023
Milhões	R\$	R\$	R\$	R\$
Receita	18.024	39.756	29.170	60.454
EBITDA	6.288	17.999	5.107	10.619
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i>)	3.726	11.802	3.375	7.433
Juros	2.286	5.085	1.672	1.008
Juros-caixa pagos	2.394	5.889	1.594	1.008
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	5.058	16.200	2.904	7.938
Investimentos (capex)	3.860	16.397	6.095	4.553
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i>)	1.198	(197)	(3.191)	3.384
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	(280)	(1.270)	(4.563)	1.266
Caixa e investimentos de curto prazo	10.715	21.170	2.766	4.773
Caixa disponível bruto	10.715	21.170	2.766	4.773
Dívida	23.131	62.984	32.313	18.970
Patrimônio líquido	13.733	44.810	38.861	29.895
Margem EBITDA (%)	34,9	45,3	17,5	17,6
Retorno sobre capital (%)	13,6	12,0	3,0	14,9
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	2,8	3,5	3,1	10,5
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	2,6	3,0	3,1	8,4
Dívida/EBITDA (x)	3,7	3,5	6,3	1,8
FFO/dívida (%)	16,1	18,7	10,4	39,2
OCF/dívida (%)	21,9	25,7	9,0	41,8
FOCF/dívida (%)	5,2	(0,3)	(9,9)	17,8
DCF/dívida (%)	(1,2)	(2,0)	(14,1)	6,7

Gráfico 1

Perfil de vencimento de dívida

Dados em 30 de junho de 2024



Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Klabin S.A. – Resumo Financeiro

Fim do período	31-dez-2018	31-dez-2019	31-dez-2020	31-dez-2021	31-dez-2022	31-dez-2023
Período de reporte	2018R	2019R	2020R	2021R	2022R	2023R
Moeda	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Receitas	10.016	10.272	11.949	16.481	20.033	18.024
EBITDA	4.085	3.746	4.704	6.879	7.801	6.288
Geração interna de caixa (FFO - funds from operations)	2.833	2.328	3.256	4.738	5.027	3.726
Despesas com juros	1.210	1.486	1.622	1.614	1.841	2.286
Juros-caixa pagos	1.092	1.213	1.439	1.635	2.239	2.394
Fluxo de caixa operacional (OCF - operating cash flow)	2.839	2.935	5.581	3.277	5.997	5.058
Investimentos (capex)	1.096	2.546	4.567	3.447	7.441	3.860
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - free operating cash flow)	1.743	389	1.014	(169)	(1.444)	1.198
Fluxo de caixa discricionário (DCF - discretionary cash flow)	903	(576)	720	(750)	(3.190)	(280)
Caixa e investimentos de curto prazo	7.047	9.731	6.557	8.422	6.502	10.715
Caixa disponível bruto	7.047	9.731	6.557	8.422	6.502	10.715
Dívida	13.147	14.857	20.606	22.184	23.070	23.131
Patrimônio líquido	6.533	6.501	4.385	7.086	11.568	13.733
Índices ajustados						
Margem EBITDA (%)	40,8	36,5	39,4	41,7	38,9	34,9

Klabin S.A.

Retorno sobre capital (%)	16,8	12,9	14,1	21,3	22,4	13,6
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,4	2,5	2,9	4,3	4,2	2,8
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	3,6	2,9	3,3	3,9	3,2	2,6
Dívida/EBITDA (x)	3,2	4,0	4,4	3,2	3,0	3,7
FFO/dívida (%)	21,6	15,7	15,8	21,4	21,8	16,1
OCF/dívida (%)	21,6	19,8	27,1	14,8	26,0	21,9
FOCF/dívida (%)	13,3	2,6	4,9	(0,8)	(6,3)	5,2
DCF/dívida (%)	6,9	(3,9)	3,5	(3,4)	(13,8)	(1,2)

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 2024									
Montantes reportados pela empresa	31.341	11.585	18.024	7.576	4.249	1.782	6.288	7.593	1.478	4.363
Impostos-caixa pagos	-	-	-	-	-	-	(168)	-	-	-
Juros-caixa pagos	-	-	-	-	-	-	(1.891)	-	-	-
Passivos de arrendamentos	1.923	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caixa acessível e investimentos líquidos	(10.715)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Juros capitalizados	-	-	-	-	-	504	(504)	(504)	-	(504)
Dividendos recebidos de investimentos em ações	-	-	-	25	-	-	-	-	-	-
Resultado (despesas) de empresas não consolidadas	-	-	-	(15)	-	-	-	-	-	-
Receitas (despesas) não operacionais	-	-	-	-	695	-	-	-	-	-
Reclassificação de juros e fluxos de caixa de dividendos	-	-	-	-	-	-	-	(1.865)	-	-
Participação de não controladores/Participação minoritária	-	2.147	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida: Outros	582	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida: Derivativos										
Dívida: Opção de venda (put) de participações minoritárias										
Dívida: Passivos tributários										
EBITDA: Ganhos/(Perdas) com venda de imobilizado (PP&E)	-	-	-	(5)	(5)	-	-	-	-	-
EBITDA: Ganhos/perdas de valuation	-	-	-	(1.229)	(1.229)	-	-	-	-	-
EBITDA: Outros	-	-	-	(63)	(63)	-	-	-	-	-
EBIT: Outros	-	-	-	-	1.229	-	-	-	-	-
Capital de giro: Outros	-	-	-	-	-	-	-	(802)	-	-
OCF: Outros	-	-	-	-	-	-	-	637	-	-
Ajustes totais	(8.210)	2.147	-	(1.288)	626	504	(2.562)	(2.535)	-	(504)
Ajustes da S&P Global Ratings	Dívida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	EBIT	Despesas de juros	FFO	OCF	Dividendos	Capex
	23.131	13.733	18.024	6.288	4.875	2.286	3.726	5.058	1.478	3.860

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 1,6x nos próximos 12 meses. A grande posição de caixa da empresa, de aproximadamente R\$ 13 bilhões em junho de 2024, oferece flexibilidade financeira para enfrentar crises inesperadas e financiar projetos em andamento.

Esperamos que a linha de crédito rotativo de US\$500 milhões da Klabin continue permitindo um colchão de liquidez suficiente nos próximos anos. 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\$ 13 bilhões em junho de 2024.	– Vencimentos de dívida de curto prazo de R\$ 2,6 bilhões em junho de 2024.
– Linha de crédito não utilizada de US\$500 milhões (cerca de R\$ 2,6 bilhões).	– Capex de cerca de R\$ 3,2 bilhões nos próximos 12 meses a partir de junho de 2024.
– FFO-caixa de cerca de R\$ 5,8 bilhões nos próximos 12 meses a partir de junho de 2024.	– Necessidades de capital de giro de cerca de R\$ 425 milhões nos próximos 12 meses.
– Novas debêntures emitidas em agosto de 2024 totalizando R\$ 1,5 bilhão.	– Dividendos de cerca de R\$ 1,2 bilhão nos próximos 12 meses.
	– Pagamento de R\$ 6,3 bilhões pela aquisição de florestas e terras em julho de 2024.

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

Os fatores ambientais são uma consideração neutra em nossa análise de rating de crédito da Klabin. Por um lado, 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 grande 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 97% em 2023) resultam em uma estrutura de custos bastante competitiva. Além disso, a empresa vem reduzindo o consumo de produtos químicos e combustíveis fósseis no processo produtivo em razão da sua planta de gaseificação de biomassa.

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. Em termos de emissões de gases de efeito estufa, a empresa tem como meta reduzir as emissões por tonelada de celulose, papel e embalagens em 42% até 2030 (com bases nos valores de 2022) e zerar até 2050. A Klabin reduziu as emissões por tonelada em 14,2% em 2022 e 17,8% no final de 2023.

Ratings Acima do Soberano

Os ratings da Klabin estão um degrau 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 opinião, 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 da dívida em moeda estrangeira (em termos de moeda nacional), mas, por outro lado, aumentando suas receitas de exportação;
- Preços da celulose de fibra curta de cerca de US\$500 por tonelada, alinhado àqueles registrados em meados de 2020, quando os preços atingiram baixa recorde;
- Taxas de juros duplicando, aumentando as despesas com juros da dívida local indexada à taxa flutuante;
- 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 de certa forma a empresa de uma potencial desaceleração econômica no Brasil.

Ratings de Emissão – Análise de Recuperação

Ratings de emissão

	Valor da emissão	Vencimento	Rating de emissão	Rating de recuperação
Klabin S.A.				
12ª emissão de debêntures	R\$ 1 bilhão	19 de março de 2029	brAAA	3(65%)
Klabin Austria GmbH				
Senior notes 2029	US\$750 milhões	3 de abril de 2029	BB+	3(65%)
Senior notes 2031	US\$500 milhões	12 de janeiro de 2031	BB+	3(65%)
Senior notes 2049	US\$750 milhões	3 de abril de 2049	BB+	3(65%)

Principais fatores analíticos

- Os ratings de emissão das notas *senior unsecured* da Klabin é 'BB+'. O rating de recuperação '3' indica nossa expectativa de recuperação de cerca de 65% para os credores *unsecured* em um cenário hipotético de default.
- 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 35% comparado ao projetado atualmente para 2024.
- 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 de suas operações (*going-concern*), usando um múltiplo de 5,0x aplicado ao nosso EBITDA de emergência projetado, que resulta em um valor de empresa (EV - *enterprise value*) bruto estimado de emergência de aproximadamente R\$ 30 bilhões.

Default simulado e premissas de avaliação

- Jurisdição: Brasil
- Ano simulado do default: 2029
- EBITDA de emergência: R\$ 6 bilhões
- Múltiplo EV implicado: 5,0x
- EV bruto estimado de emergência: R\$ 30 bilhões

Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- EV líquido após custos administrativos de 5%: R\$ 28,5 bilhões
- Dívida *senior secured*: R\$ 11,3 bilhões
- Dívida *unsecured*: R\$ 26 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	Neutra (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis	Negativa (-1 degrau)
Perfil de crédito individual (SACP - stand-alone credit profile)	bb+

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.spglobal.com/ratings para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site www.capitaliq.com. Todos os ratings mencionados neste relatório são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em www.spglobal.com/ratings.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 8 de junho de 2023
- [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
- [Rating de recuperação para emissores corporativos em grau especulativo](#), 7 de dezembro 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
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [ARQUIVADO: Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013

Klabin S.A.

- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [ARQUIVADO: Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 13 de novembro de 2012
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011

Artigo

- [Tear Sheet: Klabin S.A.](#), 29 de novembro de 2023

Tabela de Ratings Detalhada (Em 13 de setembro de 2024)

Klabin S.A.		
Rating de Crédito de Emissor		BB+/Estável/--
Escala Nacional Brasil		brAAA/Estável/--
Debêntures <i>senior unsecured</i>		brAAA
Histórico do Rating de Crédito de Emissor		
29-Jun-2016		BB+/Estável/--
27-Out-2015		BBB-/Negativa/--
10-Set-2015		BBB-/CW Neg./--
16-Ago-2017	Escala Nacional Brasil	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 © 2024 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 COMERCIALIZAÇÃO, 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.