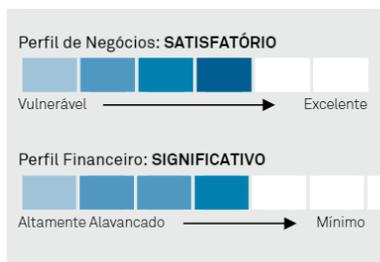


Análise Detalhada

Klabin S.A.

15 de dezembro de 2021



ANALISTA PRINCIPAL

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

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

Luciano Gremone
Buenos Aires
54 (11) 4891-2143
luciano.gremone
@spglobal.com

Destaques da Análise de Crédito

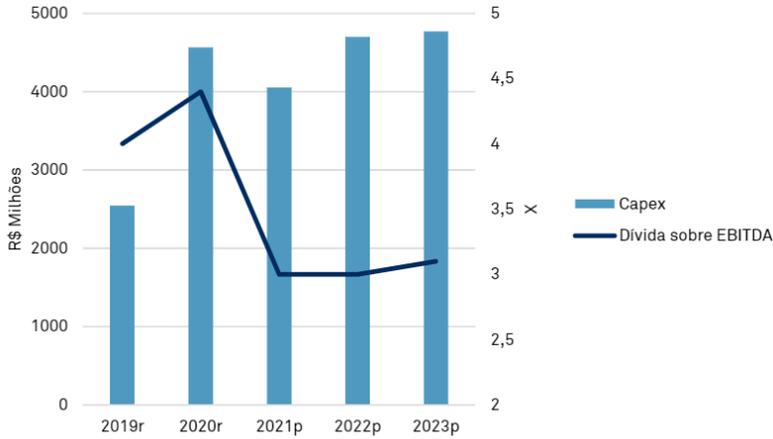
Principais pontos fortes	Principais riscos
A Klabin é líder nos mercados de embalagens de papel no Brasil e mantém relacionamento duradouro com seus clientes.	Exposição à ciclicidade da indústria florestal e de produtos de papel, em que os preços de venda e a produção são voláteis.
Capacidade de ajustar o mix de vendas e gerenciar os volumes de exportação de acordo com a demanda do mercado.	A política financeira da Klabin lhe possibilita atingir um índice de dívida líquida sobre EBITDA de 4,5x durante o ciclo de investimentos, e ainda há um histórico limitado de comprometimento da empresa com suas políticas financeiras em períodos de desaceleração na indústria.
Integração vertical permite boa rentabilidade.	

Maiores volumes e preços altos estão resultando em maior rentabilidade. A demanda saudável do mercado final – já que a maior parte da produção da Klabin está relacionada a necessidades básicas –, a alta nos preços e o real mais fraco levaram a um crescimento de 37% da receita nos primeiros nove meses de 2021 em relação ao mesmo período do ano passado. A nova capacidade de 305 mil toneladas por ano de embalagens de papelão ondulado e as 148 mil toneladas anuais de papéis para embalagens a partir da aquisição da International Paper (concluída no quarto trimestre de 2020) também contribuíram para o crescimento da receita. Além disso, a flexibilidade operacional da Klabin para alternar a produção entre fibra longa e fluff, e entre kraftliner e as unidades de conversão, e para gerenciar as exportações também proporciona vantagens de mercado. A empresa consegue captar melhores preços dependendo do mix de produtos. Com a alta nos preços em todos os segmentos em 2021, a rentabilidade da empresa aumentou e a margem EBITDA provavelmente ficará em torno de 45% ao final de 2021.

Para 2022, esperamos novos aumentos de volumes, sobretudo decorrentes da nova máquina de kraftliner do projeto Puma II da empresa, que iniciou a produção no final de agosto de 2021. Por outro lado, poderemos ver certa compressão da margem em relação aos atuais níveis elevados, devido à queda nos preços da celulose, à inflação de custos sobre matérias-primas e às despesas com pessoal, embora até o momento a empresa tenha conseguido repassar o aumento de custos para os preços finais. Projetamos uma margem EBITDA entre 41%-43% em 2022, ainda saudável e superior à de 2019-2020.

O investimento deve permanecer elevado até pelo menos 2023. Do total dos investimentos previstos no projeto Puma II, a Klabin desembolsou R\$ 7,1 bilhões desde 2019, grande parte na primeira máquina, que adicionará 450 mil toneladas à capacidade no segmento de kraftliner após o período de *ramp up* até 2024. Com a segunda fase de Puma II, que consiste na construção de uma máquina de papel-cartão com capacidade anual de 460 mil toneladas, prevista para iniciar as operações no segundo trimestre de 2023, a Klabin espera desembolsar mais R\$ 5,8 bilhões. Em junho de 2021, a empresa anunciou novos investimentos em expansão no valor de R\$ 342 milhões até 2022, sendo a maior parte desse montante destinada à ampliação da capacidade das fábricas de Betim (MG), Goiana (PE) e Lages (SC). Os investimentos (capex) anuais, incluindo aqueles para manutenção, devem girar em torno de R\$ 4,7 bilhões em 2022 e 2023, limitando a geração de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*).

Gráfico 1 - Capex versus a dívida sobre EBITDA



Fonte: Arquivos da empresa e da S&P Global Ratings. r-Realizado. P. Projetado.

EBITDA mais forte e alavancagem controlada mesmo com os elevados investimentos devem permitir maior distribuição de dividendos. Como a Klabin provavelmente conseguirá financiar a maior parte de seu plano de investimento nos próximos dois anos com fluxos de caixa operacionais, assumimos um nível de endividamento relativamente estável. Considerando isso, esperamos uma alavancagem controlada, de cerca de 3,0x até 2023, versus 4,4x em 2020. Esse patamar está alinhado às políticas financeiras da empresa, que requerem um índice de dívida sobre EBITDA entre 2,5x-3,5x ou de até 4,5x durante ciclos de investimentos em projetos de expansão. Nesse cenário, prevemos que a distribuição de dividendos será em torno de 15% a 25% do EBITDA ajustado.

Perspectiva

A perspectiva estável é porque esperamos que a demanda sólida e os preços saudáveis continuem nos próximos trimestres, levando a um índice de dívida sobre EBITDA em torno de 3,0x e de geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida na faixa de 20%. Projetamos essas métricas mesmo com os investimentos ainda elevados nos próximos dois anos, e excluindo-se possíveis efeitos de um descasamento cambial temporário.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar nossos ratings da Klabin nos próximos 12-18 meses se houver um enfraquecimento significativo nos indicadores de alavancagem, com a dívida sobre EBITDA persistentemente acima de 4,5x e o FFO sobre dívida abaixo de 12% após a conclusão do investimento em Puma II. Isso poderá vir de um cenário de queda nos preços, aliado a uma valorização do real ou, ainda, de uma estratégia de crescimento mais agressiva.

Cenário de elevação

Consideraremos uma ação de rating positiva se houver um fortalecimento nos indicadores de crédito da Klabin de forma consistente. Também precisaríamos ver a adesão da empresa às suas políticas financeiras publicadas no ano passado. Apesar de não ser provável nos próximos 12

meses, uma elevação dependeria de a empresa atingir uma dívida sobre EBITDA abaixo de 3x e FFO sobre dívida acima de 30% ao longo do ciclo de investimentos.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- Crescimento do PIB brasileiro de 4,8% em 2021, 0,8% em 2022 e 2,0% em 2023.
- Taxa de câmbio média de R\$ 5,37 por US\$ 1 em 2021, R\$ 5,48/US\$ 1 em 2022 e R\$ 5,53/US\$ 1 em 2023, contra R\$ 5,16 por US\$ 1 em 2020, beneficiando receitas e margens.
- Preço médio da celulose de fibra curta (BHKP - *bleached hardwood kraft pulp*) listado na Europa perto de US\$ 1.000 por tonelada (t) em 2021, caindo para quase 10% em 2022 e 2023, em relação a US\$ 680/t em 2020. Aplicamos um desconto de cerca de 35% aos preços listados.
- Preços crescentes de papéis e embalagens de acordo com inflação, depreciação do real e aumentos de preços registrados nos últimos trimestres, principalmente em kraftliner, devido à redução dos volumes exportados dos Estados Unidos em meio à forte demanda.
- Custos e despesas subindo cerca de 35% em 2021 em relação a 2020, em razão de uma maior participação dos produtos de embalagem e do aumento nos custos dos produtos químicos, combustível e energia. As pressões inflacionárias diminuirão em 2022 e 2023, com os custos e despesas subindo cerca de 15% em 2022 e por volta de 5% em 2023.
- Investimento anual de aproximadamente R\$ 4,0 bilhões em 2021 e R\$ 4,7 bilhões em 2022 e 2023.
- Distribuição de dividendos em torno de R\$ 400 milhões em 2021 e na faixa de R\$ 1,5 bilhão em 2022 e 2023.

Principais Métricas*

Klabin S.A.					
R\$ Milhões	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
Receita	10.271	11.948	~15.600	16.500-17.500	17.500-18.500
EBITDA	3.475	4.704	~7.000	7.000-7.500	7.500-8.000
Margem EBITDA (%)	36,5	39,4	~45	42-43	41-43
Geração interna de caixa (FFO)	2.327	3.255	~4.500	4.000-4.500	4.200-4.700
Investimentos (capex)	2.546	4.566	~4.000	~4.700	~4.800
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	389	1.014	~850	~(200)	0-200
Dívida	14.856	20.605	~20.700	22.000-22.500	23.000-24.000
Dívida sobre EBITDA (x)	4,0	4,4	~3,0	3,0-3,4	3,0-3,4
FFO sobre dívida (%)	15,7	15,8	~22,0	17-20	17-20
FOCF sobre dívida (%)	2,6	4,9	~4,0	~(1)	~0

*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings.

R: Real

E: Estimado

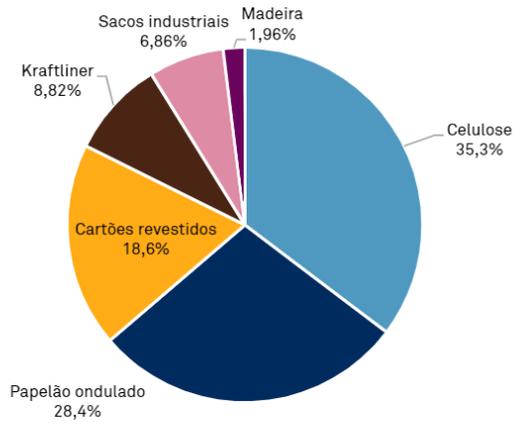
P: Projetado

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 24 fábricas no Brasil e uma na Argentina. Possui 585.000 hectares de terras com 270.000 hectares de florestas plantadas (156.000 hectares de fibra longa e 114.000 de fibra curta), o suficiente para suprir sua produção atual. Suas unidades de negócios abrangem os segmentos florestal (madeira plantada 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).

Gráfico 2 - Composição da receita líquida



Fonte: Arquivos da empresa e da S&P Global Ratings

Comparação com os pares

No segmento florestal, comparamos a Klabin principalmente com outras empresas da América do Sul porque seus custos são afetados pelas mesmas condições climáticas e se beneficiam do acesso a recursos naturais superiores. A capacidade de produção da Klabin é menor que a da Suzano S.A. e a da Celulosa Arauco y Constitucion S.A. Por outro lado, as margens da empresa são mais estáveis e superiores que as das empresas não brasileiras. Isso graças à sua forte presença em mercados finais resilientes (tanto regional quanto globalmente) e às suas linhas de produção integradas e autossuficientes voltadas ao segmento de papel e embalagens, que também lhe garante uma gama de produtos mais diversificada.

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

Comparação com os pares					
	Klabin	Suzano S.A.	Celulosa Arauco	WestRock	IP
Ratings de emissor em moeda estrangeira	BB+/Estável/--	BBB-/Estável/--	BBB-/Estável/--	BBB/Estável/A-2	BBB/Estável/A-2
Ratings de emissor em moeda local	BB+/Estável/--	BBB-/Estável/--	BBB-/Estável/--	BBB/Estável/A-2	BBB/Estável/A-2
Período	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual
Fim do período	2020-12-31	2020-12-31	2020-12-31	2021-09-30	2020-12-31
Milhões de US\$					
Receita	2.301	5.865	4.733	18.746	20.580
EBITDA	906	2.871	1.028	3.045	3.345
Geração interna de caixa (FFO)	627	2.135	741	2.357	2.454
Juros	312	738	285	450	643
Juros-caixa pagos	277	700	306	416	729
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	1.075	2.525	1.106	2.460	3.165
Investimentos (capex)	879	941	1.668	802	720
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	195	1.584	(562)	1.658	2.445
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	139	1.584	(563)	1.302	1.597
Caixa e investimentos de curto prazo	1.263	1.742	1.065	291	595
Caixa disponível bruto	1.263	1.742	1.065	291	595
Dívida	3.968	13.492	5.226	8.971	9.326
Patrimônio líquido	844	1.413	7.416	11.692	7.868
Margem EBITDA (%)	39,4	48,9	21,7	16,2	16,3
Retorno sobre capital (%)	14,1	10,9	3,8	6,7	10,6
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	2,9	3,9	3,6	6,8	5,2
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	3,3	4,1	3,4	6,7	4,4
Dívida/EBITDA (x)	4,4	4,7	5,1	2,9	2,8
FFO/dívida (%)	15,8	15,8	14,2	26,3	26,3
OCF/dívida (%)	27,1	18,7	21,2	27,4	33,9
FOCF/dívida (%)	4,9	11,7	(10,8)	18,5	26,2
DCF/dívida (%)	3,5	11,7	(10,8)	14,5	17,1

Risco de Negócios

A Klabin possui sólida posição no mercado 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 às de seus pares internacionais. Apesar desses pontos fortes, a natureza cíclica da indústria florestal e de produtos de papel restringe de certa forma os negócios da empresa. A Klabin consegue diminuir a volatilidade porque pode aumentar exportações ou ajustar seu diversificado mix de produtos comercializados com base no que é mais rentável. Embora o segmento de papéis e embalagens no Brasil seja fragmentado e competitivo, a Klabin ocupa posição de liderança,

detendo uma participação de mercado de 42% em kraftliner, 36% em cartões revestidos e 50% em sacos industriais. Acreditamos que os relacionamentos duradouros e a natureza resiliente dos mercados finais (focados em alimentos e bens de consumo) mitigam o risco de concentração de clientes. Em 2020, um cliente relevante no segmento de papel respondia por quase 12% da receita líquida total da empresa, mas nenhum outro cliente representava mais do que 10%. Além disso, o acesso da Klabin a fibras de rápido crescimento e de alta qualidade no Brasil lhe confere uma vantagem sobre os concorrentes internacionais.

O projeto de investimento Puma II da empresa agregará capacidade e flexibilidade nos próximos anos. A primeira máquina do projeto entrou em operação no terceiro trimestre de 2021 e atingirá 450 mil toneladas/ano de capacidade no segmento de kraftliner até 2024. O projeto consiste de uma linha de fibras principal para a produção de celulose não branqueada integrada a uma máquina de papel kraftliner e kraftliner branco (*white top liner*) que será o primeiro papel kraftliner do mundo produzido a partir de 100% de fibras de eucalipto (denominado Eukaliner®). Esse produto permite melhor qualidade no processo de impressão e é mais sustentável, além de reduzir o custo caixa para a Klabin.

No início deste ano, a Klabin anunciou uma mudança em seu plano de investimentos. A segunda máquina a ser instalada será de papel-cartão que também produzirá kraftliner, em vez de ter uma máquina apenas para kraftliner, que era o plano inicial. Isso aumentará a produção de itens de maior valor-agregado e a flexibilidade, impulsionando a diversificação dos negócios da empresa e provavelmente reduzindo a volatilidade, apesar do capex um pouco mais alto. A nova máquina terá capacidade para 460.000 t/ano após um período de *ramp-up* de cerca de três anos (estimado entre 2023-2026).

Risco Financeiro

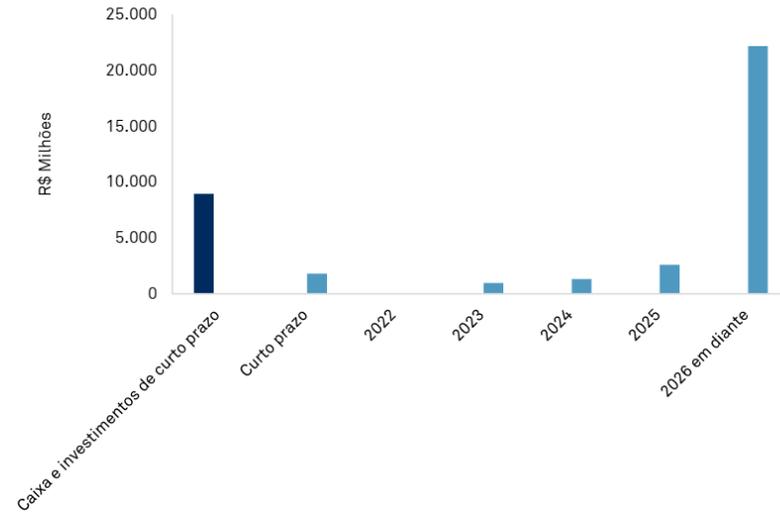
Volumes mais altos, preços melhores e depreciação do real ajudaram a melhorar as margens e o fluxo de caixa da Klabin este ano em um ritmo mais rápido do que projetávamos antes. Apesar de prevermos uma queda nos preços da celulose para o próximo ano, a combinação de maiores volumes (principalmente de kraftliner) com preços mais altos para produtos e embalagens de papel deve compensar e possibilitar níveis de alavancagem relativamente estáveis, com a dívida líquida sobre EBITDA em torno de 3,0x nos próximos anos versus 4,4x em 2020 e 4,0x em 2019.

A Klabin ainda tem investimentos consideráveis planejados até 2023 para Puma II, mas esperamos que os financie majoritariamente com fluxos de caixa operacionais e sua sólida posição de caixa. De qualquer forma, a empresa contratou um financiamento para esse projeto, mas até agora apenas uma parte foi desembolsada. Isso proporciona flexibilidade financeira adequada se houver uma piora nas condições de mercado.

Em junho de 2020, a Klabin anunciou novas políticas financeiras relacionadas à alavancagem e dividendos. A empresa buscará manter a dívida líquida sobre EBITDA (medida em dólares) em 2,5x-3,5x e podendo atingir 4,5x durante os ciclo de investimentos nos projetos de expansão (orgânicos ou via aquisições somando, pelo menos, US\$ 1 bilhão). Além disso, a empresa só pagará dividendos acima do mínimo permitido por lei se estiver abaixo da meta de alavancagem de 3,5x. Acreditamos que essas políticas sinalizam um compromisso com a manutenção da qualidade de crédito, mas a tolerância de 4,5x durante o ciclo de investimentos pode representar alguns riscos e limitar de certa forma nossos ratings da Klabin à atual categoria. Acompanharemos a adesão da empresa a essas políticas financeiras e aos níveis de alavancagem.

Vencimentos de dívida

Gráfico 3 - Vencimentos de dívida



Fonte: Arquivos da empresa e da S&P Global Ratings

Resumo financeiro

Fim do período	Dez-31- 2015	Dez-31- 2016	Dez-31- 2017	Dez-31- 2018	Dez-31- 2019	Dez-31- 2020
Período do reporte	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r
Moeda (mil.)	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Receitas	5.688	7.091	8.373	10.016	10.272	11.949
EBITDA	1.918	2.216	2.695	4.085	3.746	4.704
Geração interna de caixa (FFO)	839	1.106	1.681	2.833	2.328	3.256
Despesas com juros	1.329	1.283	1.162	1.210	1.486	1.622
Juros-caixa pagos	1.079	1.110	1.008	1.092	1.213	1.439
Fluxo de caixa operacional (OCF)	1.486	1.120	1.813	2.839	2.935	5.581
Investimentos (capex)	4.313	2.436	925	1.096	2.546	4.567
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(2.828)	(1.316)	888	1.743	389	1.014
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	(3.238)	(1.788)	369	903	(576)	720
Caixa e investimentos de curto prazo	5.611	6.464	8.272	7.047	9.731	6.557
Caixa disponível bruto	5.611	6.464	8.272	7.047	9.731	6.557
Dívida	13.274	12.965	11.966	13.147	14.857	20.606
Patrimônio líquido	4.917	6.665	7.234	6.533	6.501	4.385
Índices ajustados						
Margem EBITDA (%)	33,7	31,3	32,2	40,8	36,5	39,4
Retorno sobre capital (%)	14,9	11,7	11,3	16,8	12,9	14,1
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	1,4	1,7	2,3	3,4	2,5	2,9
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	1,8	2,0	2,7	3,6	2,9	3,3
Dívida/EBITDA (x)	6,9	5,9	4,4	3,2	4,0	4,4
FFO/dívida (%)	6,3	8,5	14,0	21,6	15,7	15,8
OCF/dívida (%)	11,2	8,6	15,2	21,6	19,8	27,1
FOCF/dívida (%)	(21,3)	(10,2)	7,4	13,3	2,6	4,9
DCF/dívida (%)	(24,4)	(13,8)	3,1	6,9	(3,9)	3,5

r. Realizado

Reconciliação anual

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

	Dívida	Capital dos acionistas	Receitas	EBITDA	Lucro operacional	Despesas com juros	EBITDA ajustado pela S&PGR	Fluxo de caixa operacional	Dividendos	Capex
Ano financeiro	31-Dez-20									
Montantes reportados pela empresa	26.339	4.385	11.949	5.565	3.182	1.403	4.704	5.791	294	4.786
Impostos-caixa pagos	-	-	-	-	-	-	(10)	-	-	-
Juros-caixa pagos	-	-	-	-	-	-	(1.220)	-	-	-
Passivos de arrendamentos	823	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caixa acessível e investimentos líquidos	(6.557)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Juros capitalizados	-	-	-	0	0	219	(219)	(219)	-	(219)
Dividendos dos investimentos acionários	-	-	-	8	-	-	-	-	-	-
Receita não operacional (despesa)	-	-	-	-	285	-	-	-	-	-
Reclassificação de juros e fluxos de caixa de dividendos	-	-	-	-	-	-	-	8	-	-
EBITDA - Ganhos/(Perdas) sobre disposições de propriedade, planta e equipamento (PP&E)	-	-	-	(64)	(64)	-	-	-	-	-
EBITDA: ganhos/(perdas) de valuation	-	-	-	(658)	(658)	-	-	-	-	-
EBITDA: Outras receitas/(despesas)	-	-	-	(206)	(206)	-	-	-	-	-
EBITDA: Outros	-	-	-	60	60	-	-	-	-	-
EBIT: Outros	-	-	-	-	658	-	-	-	-	-
Capital de giro: outros	-	-	-	-	-	-	-	(43)	-	-
OCF: Derivativos	-	-	-	-	-	-	-	43	-	-
Ajustes totais	(5.733)	0	0	(860)	75	219	(1.449)	(210)	0	(219)
Montantes ajustados pela S&P Global Ratings	Dívida	Patrimônio líquido	Receitas	EBITDA	EBIT	Despesas com juros	FFO	OCF	Dividendos	Capex
	20.606	4.385	11.949	4.704	3.256	1.622	3.256	5.581	294	4.567

Liquidez

Vemos a liquidez da Klabin como forte com base em nossa expectativa de que suas fontes de caixa excederão os usos em mais de 2x nos próximos 24 meses. O elevado montante que a empresa dispõe em caixa – que era de aproximadamente R\$ 9 bilhões em setembro de 2021 – será parcialmente usado para financiar os investimentos de Puma II, além de possibilitar flexibilidade financeira para enfrentar desacelerações inesperadas. Esperamos que a posição de caixa diminua nos próximos anos, mas que continue superior a R\$ 5 bilhões, proporcionando um colchão de liquidez suficiente, combinado com a linha de crédito rotativa da Klabin. Além disso, a empresa não está sujeita a cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) em sua dívida e desfruta de relacionamentos sólidos e bem estabelecidos com bancos, e de uma alta posição em geral nos mercados de crédito.

Principais fontes de liquidez

- Posição de caixa de R\$ 8,9 bilhões em setembro de 2021;
- Linha de crédito não utilizada de US\$ 500 milhões;
- FFO-caixa por volta de R\$ 5,0 bilhões nos próximos 12 meses após setembro de 2021.

Principais usos de liquidez

- Vencimentos das dívidas de curto prazo de R\$ 1,8 bilhão em setembro de 2021;
- Capex de cerca de R\$ 4,5 bilhões nos próximos 12 meses após setembro de 2021;
- Necessidades de capital de giro de cerca de R\$ 300 milhões;
- Dividendos em torno de R\$ 1,2 bilhão nos próximos 12 meses após setembro de 2021.

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

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 - *greenhouse gas*), resíduos e poluição. Por outro lado, a Klabin se beneficia das condições climáticas favoráveis para eucalipto e pinus, que apresentam as taxas mais altas de colheita 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 75%) resultam em uma estrutura de custos bastante competitiva. O custo caixa de celulose da empresa está atualmente na faixa de US\$ 180 por tonelada, um dos 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 mediante 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 consequência e dada a concentração de ativos da empresa no Brasil, podemos classificá-la em até três degraus acima do rating soberano brasileiro e em até um degrau acima da avaliação de Transferência & Conversibilidade (T&C) do país.

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

- PIB nacional caindo 10% em 2022, resultando em queda similar nos volumes domésticos de celulose, papel e embalagens;
- Taxas de inflação duplicando e a empresa não conseguindo repassar consequentemente os aumentos de custos para os 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 caíram para o patamar mais baixo em 10 anos;
- Taxas de juros duplicando, aumentando as despesas com juros da dívida local indexada à taxa flutuante;
- Um *haircut* (corte) 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 brasileira.

Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

O rating de emissão das notas *senior unsecured* da Klabin é 'BB+' e o de suas debêntures *senior unsecured* é 'brAAA'. O rating de recuperação '3' dessas dívidas indica nossa expectativa de uma recuperação de cerca de 60% para os credores *unsecured* em um cenário de default hipotético.

Principais fatores analíticos

- Assumimos um cenário com condições econômicas e industriais em deterioração, com queda nos preços da celulose e do papel por um longo período, enfraquecendo significativamente os fluxos de caixa que não seriam suficientes para atender aos pagamentos de juros e principal da empresa e aos investimentos em manutenção.
- Em nosso cenário de default, o EBITDA cairia drasticamente cerca de 50% em relação ao EBITDA atualmente projetado para 2023, após a maior parte do *ramp up* da primeira máquina do projeto Puma II.
- Em um cenário de default, esperamos que a Klabin se reorganize em vez de ser liquidada, dada a sua sólida posição de mercado nos segmentos de papel e embalagens.
- Avaliamos a empresa com base na continuidade de suas operações (*going-concern basis*), usando um múltiplo de 5,0x aplicado ao nosso EBITDA de emergência projetado, que resulta em um valor da empresa (EV - *enterprise value*) bruto em emergência estimado de aproximadamente R\$ 19,8 bilhões.

Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado do default: 2026
- EBITDA de emergência: R\$ 4,0 bilhões
- Múltiplo de EV implícito: 5,0x
- EV bruto estimado de emergência: R\$ 19,8 bilhões

Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- EV líquido após 5% de custos administrativos: R\$ 18,8 bilhões
- Dívida *senior secured*: R\$ 820 milhões
- Dívida *senior unsecured*: R\$ 27,9 bilhões
- Expectativa de recuperação: 60%

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	Neutra (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 degrau)
Perfil de crédito individual (SACP)	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.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
- [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
- [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
- [ARQUIVADO - Principais fatores de Crédito para o Setor de Recipientes e Embalagens](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [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

Tabela Detalhada de Ratings (Ratings em 15 de dezembro de 2021)**Klabin S.A.**

Rating de Crédito de Emissor

Escala Global	BB+/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Rating de Emissão <i>Senior Secured</i>	
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./--

Escala Global

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.

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.