

Ratings 'BB+/brAA' da Klabin S.A. reafirmados, por expectativa de desalavancagem; perspectiva segue estável

Analista principal:

Felipe Speranzini, São Paulo, 55 (11) 3039-9751, felipe.speranzin@spglobal.com

Contato analítico adicional:

Renata Lotfi, São Paulo, 55 (11) 3039-9724, renata.lotfi@spglobal.com

Líder do comitê de rating:

Diego Ocampo, São Paulo, 55 (11) 3039-9769, diego.ocampo@spglobal.com

Resumo

- Esperamos que a produtora brasileira de celulose, papéis e embalagens Klabin se beneficie do início das operações (*ramp-up*) de sua nova fábrica de celulose, localizada no Paraná, e das condições mais estáveis na indústria, conseqüentemente melhorando sua eficiência operacional e reduzindo gradualmente a alavancagem.
- Nesse contexto, reafirmamos os ratings 'BB+' na escala global e 'brAA' na Escala Nacional Brasil atribuídos à empresa.
- A perspectiva estável baseia-se em nossa expectativa de que a Klabin registrará fluxos de caixa operacional sólidos e manterá um nível robusto de liquidez, enquanto reduz gradualmente sua alavancagem.

Ação de Rating

São Paulo (S&P Global Ratings), 26 de junho de 2017 – A S&P Global Ratings reafirmou hoje os ratings de crédito corporativo 'BB+' na escala global e 'brAA' na Escala Nacional Brasil atribuídos à **Klabin S.A.** (Klabin). A perspectiva permanece estável.

Ao mesmo tempo, reafirmamos o rating de crédito de emissão 'BB+' das notas *senior unsecured* no valor de US\$500 milhões emitidas pelo veículo de emissão Klabin Finance S.A., as quais são garantidas pela Klabin. O rating de recuperação '3' das notas permanece inalterado, com base em nossa expectativa de uma recuperação significativa (65%) em um cenário hipotético de *default*.

Fundamentos

A reafirmação dos ratings da Klabin é amparada pela combinação da menor necessidade de investimentos (capex), de condições de mercado favoráveis, e do início bem-sucedido de uma nova fábrica de celulose – o projeto Puma – nos próximos 12-18 meses. A nova fábrica elevou o índice de dívida ajustada sobre EBITDA para 7x em dezembro de 2015, mas o aumento dos volumes e os controles de custo têm ajudado a Klabin a reduzir gradualmente sua alavancagem; o índice de dívida ajustada sobre EBITDA totalizou 5,6x no período de 12 meses findos em março de 2017. Esperamos que esse índice continue reduzindo – ficando ligeiramente acima de 4,0x em 2017 e entre 3,5x-3,8x em 2018.

Embora a demanda por produtos de papel esteja relativamente fraca no Brasil este ano, os preços mais fortes da celulose devem contribuir para um aumento das receitas e lucros. Além disso, esperamos agora que a empresa reduza consideravelmente seus investimentos de capital após o *ramp-up* do projeto Puma e se concentre na eficiência e na otimização de sua produção. Acreditamos que possam surgir oportunidades de fusão e aquisição (F&A) em 2017 e 2018, uma vez que o mercado brasileiro de papel e embalagens é bastante fragmentado. Contudo, acreditamos que qualquer potencial transação será de pequeno porte e oportunística.

Continuamos avaliando a Klabin como bem posicionada nos segmentos de papel e embalagens. Seu sólido relacionamento com muitos de seus clientes e as características de seus produtos a permitem ajustar seu *mix* de vendas ou até mesmo aumentar as exportações com base na demanda. Além disso, a integração vertical de suas fábricas de produção tem proporcionado eficiências operacionais, que se traduziram na melhora das margens.

Nossas premissas de caso-base para a Klabin incluem:

- Crescimento do PIB brasileiro de 0,5% em 2017 e 2,0% em 2018, com taxas de câmbio médias de R\$ 3,20/US\$1,00 em 2017 e R\$ 3,30/US\$1,00 em 2018;
- Produção anual de celulose de 1,4 milhão de toneladas em 2017 e 1,5 milhão de toneladas em 2018, comparado a 0,8 milhão de toneladas em 2016;
- Preços listados da celulose kraft branqueada de eucalipto (BEKP) na Europa de US\$750/t em 2017 e US\$720/t em 2018, versus US\$696/t em 2016. Consideramos um desconto de 35% nos preços listados;
- Preços de papel e embalagens relativamente estáveis, uma vez que os preços médios de venda mais altos no Brasil devido à inflação serão compensados pelos preços mais baixos de exportação (em reais) e pela recente apreciação do real;
- A combinação da recuperação ainda fraca na demanda de papel e embalagens no Brasil será mais do que compensada pelo *ramp-up* do projeto Puma, pelos preços mais altos da celulose e pelo aumento das exportações em 2017 e 2018;
- Uma queda no custo de caixa por tonelada para R\$ 1.300/t em 2017, versus R\$ 1.500/t em 2016, resultado das economias de escala após o início das operações de Puma;
- Investimentos (capex) anuais de cerca de R\$ 1,0 bilhão em 2017 e R\$ 850 milhões em 2018, comparados a R\$ 2,4 bilhões em 2016.

Com base nessas premissas, chegamos às seguintes métricas de crédito e indicadores:

- EBITDA de aproximadamente R\$ 2,8 bilhões em 2017 e R\$ 2,9 bilhões em 2018;
- Margem EBITDA entre 33%-36% em 2017 e 2018;
- Índice de dívida líquida sobre EBITDA de 4,0x-4,5x em 2017, reduzindo-se para 3,5x-4,0x em 2018; e
- Geração interna de caixa (FFO) sobre dívida líquida próxima a 20% nos próximos dois anos.

Ratings acima do rating soberano

Avaliamos a Klabin um degrau acima do rating em moeda estrangeira do Brasil (BB/CW Neg./B), refletindo nossa visão de uma probabilidade considerável de que a empresa não entrará em *default* em um cenário de *default* soberano. Em nossa opinião, a Klabin apresenta sensibilidade moderada à economia doméstica, uma vez que seus negócios são voltados à exportação. Como resultado, de acordo com nosso critério, podemos avaliar a Klabin até três degraus acima do rating soberano do Brasil. Nossas principais premissas de um cenário hipotético de *default* do Brasil são:

- Declínio de 10% no PIB e nos volumes domésticos de papel e embalagens em 2016;
- Taxa de inflação aumentando em dobro, com a empresa elevando os preços domésticos para compensar os custos mais elevados;
- Depreciação de 50% no real, o que dobraria os custos do serviço da dívida da Klabin relacionados à sua dívida em moeda estrangeira (em termos de moeda local), mas também aumentando sua receita de exportação;
- Preços de fibra longa em US\$550/t, em linha com aqueles registrados em meados de 2009, quando os preços alcançaram o volume mais baixo em 10 anos;
- Taxas de juros aumentando em dobro para empréstimos à taxa flutuante;
- Corte (*haircut*) de 70% nos investimentos em títulos do governo brasileiro ou em bancos nacionais que não sejam sistemicamente importantes; e
- Capex limitado aos níveis de manutenção, em cerca de R\$ 650 milhões.

Em nossa visão, nesse cenário, a empresa manteria o índice de fontes sobre usos de liquidez superior a 1x nos próximos 12 meses. Acreditamos que o negócio da Klabin parcialmente orientado à exportação, sua capacidade para redirecionar a produção de papel para outras regiões se o mercado doméstico se deteriorar, e a maioria de seus custos denominada em reais são fatores que isolam parcialmente a empresa de uma potencial desaceleração econômica no Brasil.

Liquidez

Avaliamos agora a liquidez da Klabin como forte. Esperamos que as fontes de liquidez da empresa excedam os usos em ao menos 50% nos próximos 12 meses. Acreditamos que o expressivo saldo de caixa da empresa de R\$ 7,3 bilhões em março de 2017 proporcione maior flexibilidade financeira para enfrentar desacelerações inesperadas. A empresa tem mantido um colchão de liquidez adequado, mesmo em períodos de altos investimentos. Além disso, a Klabin não está sujeita a cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) em suas dívidas e possui relacionamentos bem estabelecidos e sólidos com os bancos.

Principais fontes de liquidez:

- Reservas de caixa de R\$ 7,3 bilhões em 31 de março de 2017; e
- FFO anual próximo a R\$ 2,2 bilhões.

Principais usos de liquidez:

- Vencimentos de dívida de curto prazo de R\$ 2,7 bilhões em 31 de março de 2017;
- Capex anual de R\$ 1 bilhão em 2017 e R\$ 850 milhões em 2018; e
- Distribuição de dividendos de R\$ 560 milhões em 2017 e R\$ 600 milhões em 2018.

Perspectiva

A perspectiva estável reflete nossa opinião de que a empresa continuará reduzindo a alavancagem em 2017 e 2018, considerando a maior geração de fluxo de caixa do projeto Puma e o cenário favorável para os preços da celulose.

Cenário de rebaixamento

Uma ação de rating negativa nos próximos 12 meses será possível se o ritmo de desalavancagem diminuir, levando o índice de dívida ajustada sobre EBITDA acima de 4,0x e o FFO sobre dívida abaixo de 12% em 2018. Isso poderá ocorrer, por exemplo, se os preços da celulose permanecerem na faixa de (ou inferior a) US\$650/t em 2018, acompanhados por uma maior apreciação do real. Também poderemos rebaixar os ratings da empresa se seus negócios domésticos se expandirem, limitando nossa visão da diferença máxima potencial entre os ratings da Klabin e o rating soberano em um evento de rebaixamento deste último.

Cenário de elevação

Uma elevação dos ratings da empresa é atualmente limitada por sua alta alavancagem e por sua tolerância ao risco para picos de alavancagem, o que, em nossa opinião, é superior à de seus pares avaliados com grau de investimento. Uma elevação dependeria, particularmente, de um fortalecimento sustentável do perfil de risco financeiro da Klabin. Também esperaríamos que a empresa mantivesse políticas financeiras claras e sustentáveis, suportando um nível conservador de alavancagem (dívida líquida sobre EBITDA abaixo de 3x e FFO sobre dívida acima de 30%) ao longo do ciclo no médio a longo prazo.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

KLABIN S.A.

Ratings de Crédito Corporativo	
Escala global	BB+/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAA/Estável/--
Risco de Negócios	
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Moderadamente alto
Posição competitiva	Satisfatória
Risco Financeiro	
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Âncora	bbb-
Modificadores	
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)

Análise de Recuperação

Principais fatores analíticos

- O rating 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*.
- Em nosso cenário de *default*, o EBITDA se reduziria em torno de 35%.
- Avaliamos a empresa com base no princípio de continuidade de suas operações, usando um múltiplo de 5,0x aplicado a nosso EBITDA de emergência projetado, o que resulta em um valor da empresa (*Enterprise Value* ou EV) de emergência bruto estimado de cerca de R\$ 13,8 bilhões.
- Nossa análise de recuperação pressupõe que, em um cenário hipotético de *default*, as notas *senior unsecured* se classificariam *pari passu* às dívidas *senior unsecured* existentes e futuras da empresa, sujeitas ainda a prioridades estatutárias, como obrigações fiscais e trabalhistas.

Default simulado e premissas de avaliação:

- Ano simulado do *default*: 2022
- EBITDA de emergência: R\$ 1,7 bilhão
- Múltiplo do valor da empresa implícito: 5,0x
- EV bruto estimado após emergência: R\$ 13,8 bilhões

Estrutura de prioridade de pagamentos (waterfall):

- EV líquido após custos administrativos de 5%: R\$ 13,1 bilhões
- Dívidas prioritárias: R\$ 870 milhões
- Dívida *senior secured*: R\$ 3,2 bilhões
- Dívida *unsecured*: R\$ 13,7 bilhões
- Expectativa de recuperação: 65%

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, por isso devem ser lidos em conjunto com tais critérios. Por favor, veja os critérios de rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- *General Criteria: Methodology For Linking Long-Term And Short-Term Ratings*, 7 de abril de 2017
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Tabelas de mapeamento das escalas nacionais e regionais da S&P Global Ratings](#), 1º de junho de 2016
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Ratings de Crédito nas Escalas Nacionais e Regionais](#), 22 de setembro de 2014
- [Principais Fatores de Crédito para a Indústria de Papel e Produtos Florestais](#), 12 de fevereiro de 2014
- [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
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 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
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009
- [2008 Critério de Ratings Corporativos: Avaliação de emissões](#), 15 de abril de 2008
- [Manual de Capital Híbrido: Setembro Edição de 2008](#), 15 de setembro de 2008

LISTAS DE RATINGS

Ratings Reafirmados

KLABIN S.A.

Ratings de Crédito Corporativo

Escala global

Moeda estrangeira BB+/Estável/--

Moeda local BB+/Estável/--

Escala Nacional Brasil brAA/Estável/--

Rating de Emissão

Notas *senior unsecured* BB+

Rating de Recuperação 3 (65%)

EMISSOR

DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL

DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING

KLABIN S.A.

Ratings de Crédito de Emissor

Escala global

Moeda estrangeira longo prazo 8 de outubro de 1998 29 de junho de 2016

Moeda local longo prazo 8 de outubro de 1998 29 de junho de 2016

Escala Nacional Brasil longo prazo 5 de novembro de 2004 29 de junho de 2016

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

Outros serviços fornecidos ao emissor

Não há outros serviços prestados a este emissor, clique [aqui](#) para mais informações.

Atributos e limitações do rating de crédito

A S&P Global Ratings utiliza informações em suas análises de crédito provenientes de fontes consideradas confiáveis, incluindo aquelas fornecidas pelo emissor. A S&P Global Ratings não realiza auditorias ou quaisquer processos de *due diligence* ou de verificação independente da informação recebida do emissor ou de terceiros em conexão com seus processos de rating de crédito ou de monitoramento dos ratings atribuídos. A S&P Global Ratings não verifica a completude e a precisão das informações que recebe. A informação que nos é fornecida pode, de fato, conter imprecisões ou omissões que possam ser relevantes para a análise de crédito de rating.

Em conexão com a análise deste (s) rating (s) de crédito, a S&P Global Ratings acredita que há informação suficiente e de qualidade satisfatória de maneira a permitir-lhe ter uma opinião de rating de crédito. A atribuição de um rating de crédito para um emissor ou emissão pela S&P Global Ratings não deve ser vista como uma garantia da precisão, completude ou tempestividade da (i) informação na qual a S&P Global Ratings se baseou em conexão com o rating de crédito ou (ii) dos resultados que possam ser obtidos por meio da utilização do rating de crédito ou de informações relacionadas.

Fontes de informação

Para atribuição e monitoramento de seus ratings a S&P Global Ratings utiliza, de acordo com o tipo de emissor/emissão, informações recebidas dos emissores e/ou de seus agentes e conselheiros, inclusive, balanços financeiros auditados do Ano Fiscal, informações financeiras trimestrais, informações corporativas, prospectos e outros materiais oferecidos, informações históricas e projetadas recebidas durante as reuniões com a administração dos emissores, bem como os relatórios de análises dos aspectos econômico-financeiros (MD&A) e similares da entidade avaliada e/ou de sua matriz. Além disso, utilizamos informações de domínio público, incluindo informações publicadas pelos reguladores de valores mobiliários, do setor bancário, de seguros e ou outros reguladores, bolsas de valores, e outras fontes públicas, bem como de serviços de informações de mercado nacionais e internacionais.

Aviso de ratings ao emissor

O aviso da S&P Global Ratings para os emissores em relação ao rating atribuído é abordado na política "[Notificações ao Emissor \(incluindo Apelações\)](#)".

Frequência de revisão de atribuição de ratings

O monitoramento da S&P Global Ratings de seus ratings de crédito é abordado em:

- [Descrição Geral do Processo de Ratings de Crédito \(seção de Revisão de Ratings de Crédito\)](#)
- [Política de Monitoramento](#)

Conflitos de interesse potenciais da S&P Global Ratings

A S&P Global Ratings publica a lista de conflitos de interesse reais ou potenciais em "[Conflitos de Interesse — Instrução N° 521/2012, Artigo 16 XII](#)" seção em www.standardandpoors.com.br.

Faixa limite de 5%

A S&P Global Ratings Brasil publica em seu Formulário de Referência apresentado em http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/disclosures o nome das entidades responsáveis por mais de 5% de suas receitas anuais.

Copyright© 2017 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 COMERCIALIZIDADE, 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.

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).