

As empresas latino-americanas de produtos florestais continuam enfrentando as desacelerações econômicas da indústria

12 de abril de 2024

Este relatório não constitui uma ação de rating.

Principais Conclusões

- A S&P Global Ratings acredita que os baixos preços de celulose e investimentos caros manterão a alavancagem dos produtores de papel e celulose da América Latina em níveis mais elevados durante 2024. Avaliamos quatro das maiores empresas da indústria, localizadas no Chile e no Brasil.
- A conclusão da construção da fábrica do projeto Cerrado da Suzano neste ano marcará o fim de uma grande fase de investimentos em celulose, que aumentou a capacidade da indústria global em mais de 7,5 milhões de toneladas.
- Volumes adicionais e custos mais baixos deverão permitir uma recuperação parcial das métricas de crédito dos produtores chilenos este ano, após um 2023 desafiador. Esperamos maiores preços de celulose e condições de mercado mais favoráveis para as empresas latino-americanas a partir de 2025.
- Se os preços de celulose caíssem 10% ou 20% abaixo da nossa projeção de caso-base em 2024, a qualidade de crédito dos *players* chilenos poderia ter um desempenho inferior à de seus pares brasileiros.

O excesso de oferta reduzirá os preços

Esperamos que os preços médios de celulose em 2024 permaneçam praticamente estáveis, uma vez que o aumento da capacidade deverá superar a demanda. Consideramos que os preços caíam até 5% em relação aos níveis da China em 2023 e aumentem até 5% na Europa. Os preços mais baixos, especialmente na China, continuarão pressionando o EBITDA e o fluxo de caixa dos produtores de celulose da América Latina até 2024. (Avaliamos quatro dos maiores players da indústria na região, localizados no Chile e no Brasil.) Ainda assim, os preços médios em 2024 deverão ser significativamente maiores (entre 20% e 50% dependendo da região e do tipo de celulose) do que os preços mínimos em 2020. Esse aumento resulta de níveis de estoques mais saudáveis e inflação de custos, que elevaram o custo marginal.

Os preços de celulose de fibras curtas despencaram na China no segundo trimestre de 2023. Os preços de celulose branqueada de eucalipto (BEKP – *bleached eucalyptus kraftwood pulp*) caíram de US\$730 por tonelada em março para US\$480 em maio, abaixo do custo marginal dos

ANALISTA PRINCIPAL

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

CONTATOS ANALÍTICOS ADICIONAIS

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

Francisco Gomez Comelli
Buenos Aires
54 (11) 4891-2112
francisco.comelli@spglobal.com

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

As empresas latino-americanas de produtos florestais continuam enfrentando as desacelerações econômicas da indústria

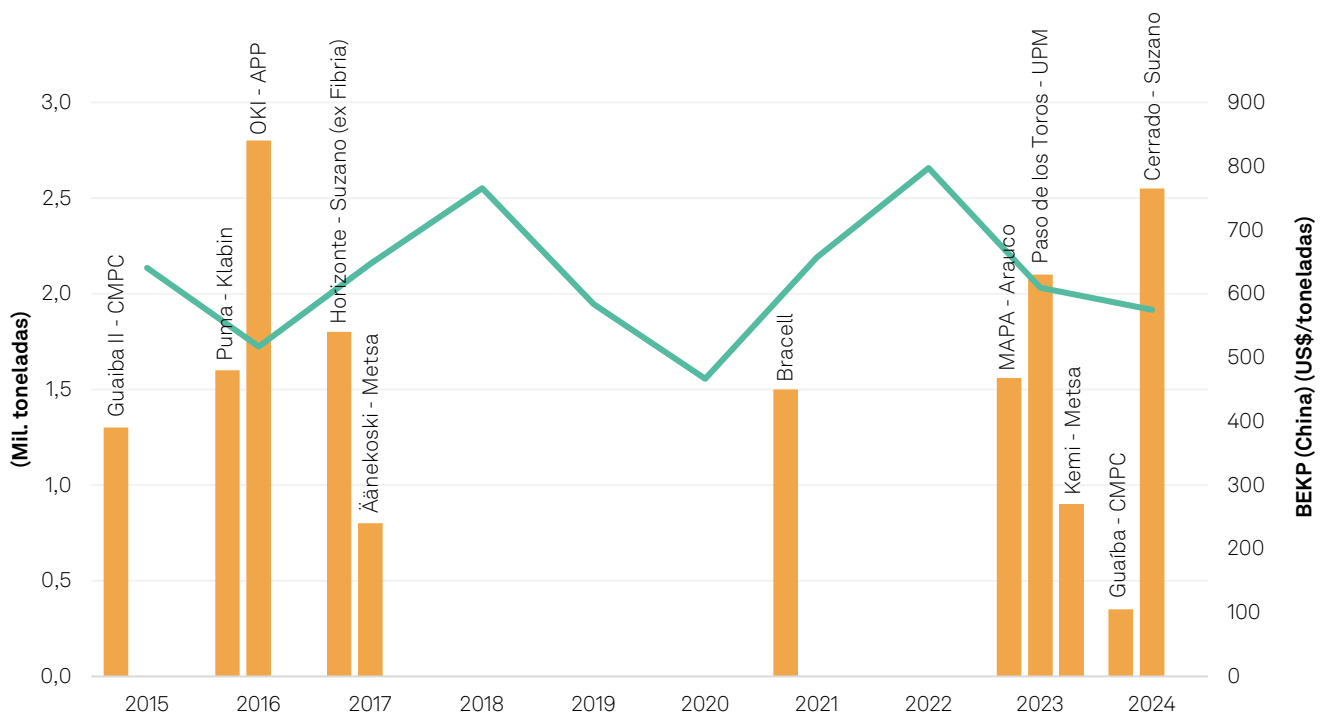
produtores menos eficientes. Da mesma forma, os preços de celulose de fibras curtas na Europa no ano passado caíram de US\$1.280 por tonelada em fevereiro para US\$800 em agosto. As quedas nos preços globais das fibras longas também foram consideráveis, mas não foram tão acentuadas como as de fibras curtas. Os preços excessivamente baixos geraram uma explosão no reabastecimento de estoque – primeiro na China e depois na Europa – o que resultou em diversos aumentos de preços entre junho de 2023 e abril de 2024. Por fim, os preços de celulose de fibras curtas na China e na Europa foram de, em média, US\$610 e US\$1.000 por tonelada, respectivamente, e os das fibras longas foram de US\$760 e US\$1.260 por tonelada durante 2023.

Os menores ciclos de preços foram em grande parte impulsionados por condições econômicas globais fracas e pelo ingresso de volumes adicionais no mercado. Este último consistia em:

- A fábrica do projeto MAPA da [Celulosa Arauco y Constitucion S.A.](#) (Arauco; BBB-/Estável/--) no Chile, que adiciona 1,5 milhão de toneladas líquidas e iniciou o seu *ramp-up* em março de 2023;
- A nova fábrica de celulose da [UPM-Kymmene Corp.](#) (BBB+/Positiva/A-2) no Uruguai, com 2,1 milhões de toneladas de capacidade, que começou a operar em abril de 2023;
- A instalação de Kemi da [Metsa Board Corp.](#) (BBB-/Estável/A-3) na Finlândia, que adiciona 880.000 toneladas líquidas, inaugurada em setembro de 2023;
- A expansão da fábrica Guaíba da [Empresas CMPC S.A.](#) (CMPC; BBB-/Estável/--) que adiciona 350.000 toneladas e iniciou o seu *ramp-up* em novembro de 2023.

Gráfico 1

Capacidade adicionais versus preços de celulose



A linha representa o preço de celulose. Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

A fábrica do projeto Cerrado da [Suzano S.A.](#) (BBB-/Estável/-- e brAAA/Estável/--), no Mato Grosso, que adicionará 2,55 milhões de toneladas de BEKP, deve começar a operar no segundo trimestre de 2024. Esta instalação marcará o fim de uma fase de expansão global de celulose

que adicionará mais de 7,5 milhões de toneladas de produção bruta entre 2023 e 2025, cuja maior parte é proveniente do segmento competitivo de fibras curtas na América do Sul.

Estimamos um acréscimo líquido da capacidade, incluindo *ramp-ups*, paralizações temporárias e conversões, de 5,0 milhões-5,5 milhões de toneladas no mesmo período, em comparação com o crescimento da demanda de 3,5 milhões-4,0 milhões de toneladas. O reabastecimento dos estoques dos produtores chineses de celulose em meio a preços mais baixos após a reabertura econômica do país em 2023, sustentou uma demanda um pouco maior do que o esperado no segundo semestre do ano, enquanto a demanda europeia começou o ano um pouco mais forte do que o esperado. No entanto, acreditamos que esta demanda não impulsionará os preços em 2024. As condições econômicas globais permanecem fracas e o incentivo ao reabastecimento de estoques a preços baixos só deverá se materializar se os preços caírem abaixo dos custos marginais durante várias semanas ou se os gargalos logísticos se agravarem.

O nosso cenário de caso-base incorpora alguns riscos negativos e considera que os preços não permanecerão abaixo dos custos marginais durante mais do que algumas semanas, já que isso provocaria reduções de capacidade ou de reabastecimento dos estoques. Alguns dos riscos incluem:

- Demanda mais fraca por celulose por parte da China (menor crescimento econômico, facilidade na regulamentação ambiental, integração de capacidade);
- Os preços permanecem abaixo dos custos caixa dos produtores com custos mais altos durante um maior tempo do que em desacelerações econômicas anteriores;
- Crescimento econômico e demanda globais mais fracos do que o projetado (maiores riscos geopolíticos, aumento da inflação etc.);
- Margens mais restritas para os produtores de papel; e
- Depreciação do euro e do yuan, pressionando as margens dos produtores de papel.

Os fundamentos favoráveis da indústria no médio e longo prazos

Após o início das operações do projeto Cerrado no segundo trimestre de 2024, não há planos confirmados publicamente para construir uma outra grande planta nos próximos três ou quatro anos. As condições de financiamento e disponibilidade de madeira mais restritas criam desafios para as novas instalações e a entrada de novos *players*. Os estudos ambientais e as aprovações do governo local também levam um tempo considerável no planejamento antecipado de grandes projetos.

A expansão da fábrica OKI da Asia Pulp & Paper Co. Ltd. (não avaliada), sediada na Indonésia, pode ser concluída no final de 2025, mas a empresa não divulgou publicamente qualquer informação sobre o progresso. Essa expansão poderá adicionar uma capacidade de 3 milhões de toneladas de celulose, mas cerca de metade deverá ser integrada à produção de papel. Além disso, a empresa tem um fraco histórico de *ramp-up*, como visto com a OKI, o que poderá diminuir o ritmo de entrada dos volumes adicionais deste projeto no mercado.

A Eldorado Brasil Celulose S.A. (não avaliada), produtora brasileira de celulose, também tem planos de expansão, mas a disputa entre seus acionistas impede que estes avancem. Além disso, a Paracel S.A. planeja construir uma nova fábrica de celulose no Paraguai. Porém, entendemos que em meio às condições de mercado de capitais mais restritas, a empresa enfrenta dificuldades para obter financiamento para a construção da fábrica.

O único projeto sobre o qual há informações mais precisas é o da planta Sucuriu, da Arauco, no Mato Grosso. A empresa ainda não recebeu aprovações ambientais ou do conselho, mas assinou

um acordo com o governo local para a construção da fábrica e está expandindo sua base florestal para alimentar a nova planta. A construção começaria em 2025 e a fábrica poderá entrar em operação em 2028. O investimento está estimado em US\$3 bilhões e a planta produzirá 2,5 milhões de toneladas de BEKP por ano em plena capacidade.

Esperamos que o crescimento econômico, especialmente nos países em desenvolvimento, continue amparando a demanda por produtos de cuidados pessoais, dos quais um dos seus principais insumos é a celulose. Além disso, esperamos que o envelhecimento da população, os rigorosos controles ambientais na China, a expansão do *e-commerce* e o foco nas mudanças climáticas (embalagens sustentáveis, especialidades etc) devam sustentar a demanda global por celulose. Como resultado, acreditamos que a demanda poderá continuar aumentando em cerca de 1,2 milhões de toneladas por ano, pelo menos nos próximos três anos.

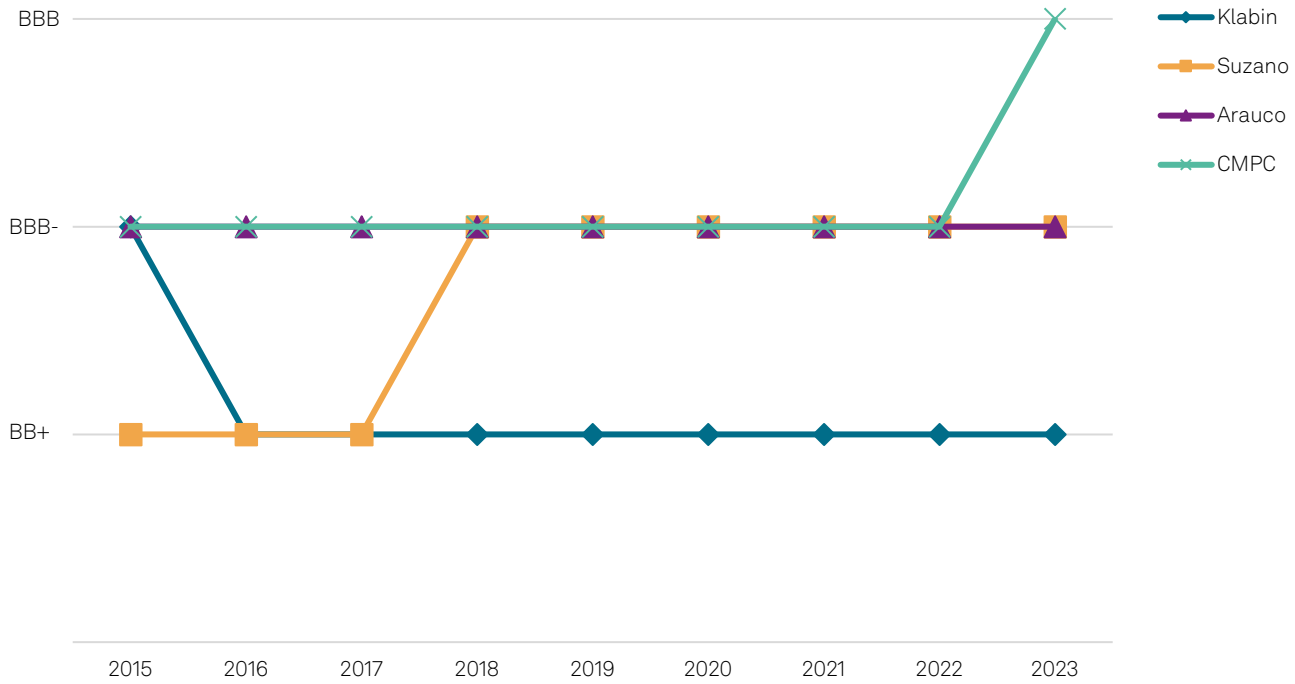
A maior capacidade dos *players* latino-americanos não prejudicou a qualidade de crédito

Na última década, os quatro maiores produtores latino-americanos de celulose avaliados ([Klabin S.A.](#) [BB+/Estável/-- e brAAA/Estável/--], Suzano, CMPC e Arauco) mantiveram investimentos robustos sem considerável impacto negativo nos ratings. As nossas avaliações dos perfis de risco financeiro e de negócios das empresas já incorporaram a natureza intensiva de capital da indústria. Além disso, tentamos avaliar os perfis financeiros das empresas ao longo dos ciclos, utilizando uma média móvel de três a cinco anos. O último rebaixamento dos ratings atribuídos à essas entidades foi o da Klabin em 2016, durante uma crise de preços e maior alavancagem devido à construção da fábrica Puma. Alteramos a perspectiva dos ratings da Arauco e da Suzano para negativa entre 2019 e 2021 em meio à desaceleração cíclica e aos robustos investimentos. No entanto, a rápida e acentuada melhoria dos preços de celulose, as injeções de capital, as reduções de dividendos e as vendas de ativos impediram os rebaixamentos dos ratings de ambas as empresas. Abaixo está uma breve visão geral das quatro entidades.

As empresas latino-americanas de produtos florestais continuam enfrentando as desacelerações econômicas da indústria

Gráfico 2

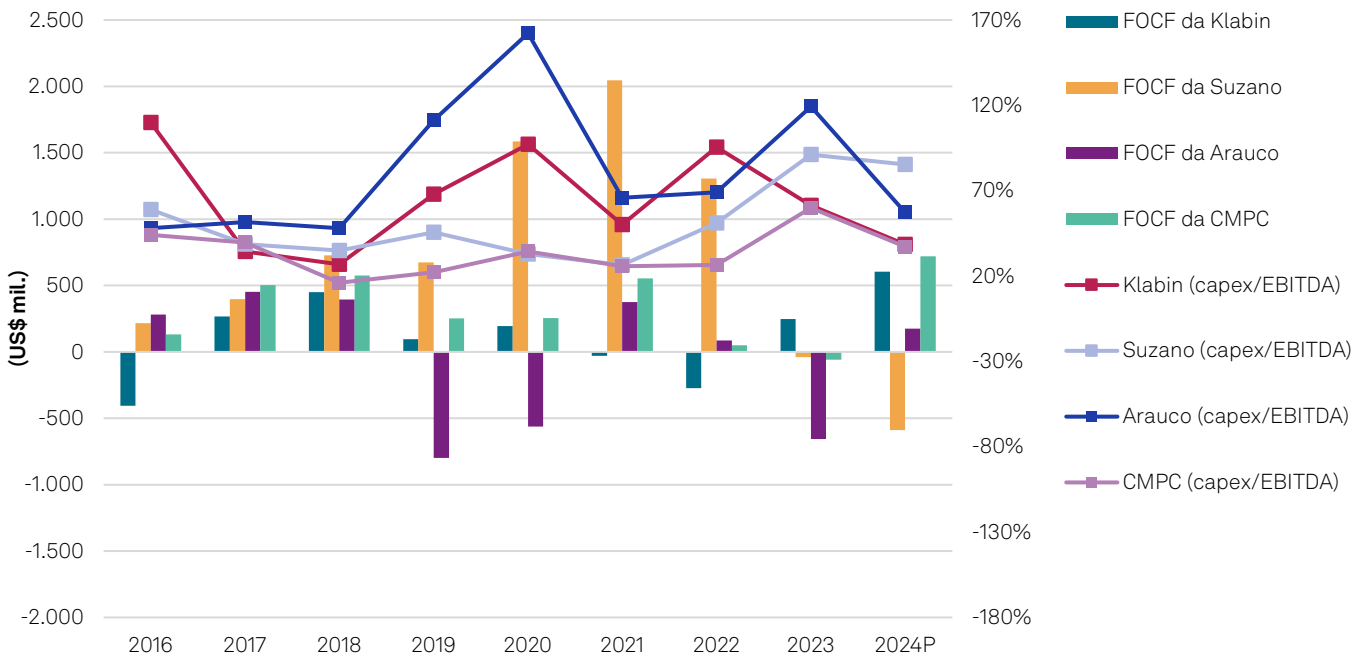
Histórico de rating



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Gráfico 3

Intensidade de capex



P: Projetado. Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

CMPC

Das quatro empresas, a CMPC manteve investimentos (capex) um pouco menos agressivos nos últimos cinco anos. Seu último grande projeto de celulose foi o Guaíba II, concluído em 2015, que adicionou 1,3 milhão de toneladas de celulose e exigiu um investimento de cerca de US\$2,1 bilhões. No entanto, considerando o capex e as fusões e aquisições (M&As - *mergers and acquisitions*), a CMPC tem investido, em média, US\$650 milhões anualmente nos últimos cinco anos.

O projeto BioCMPC na planta Celulosa Guaíba II no Brasil começou a operar em 10 de novembro de 2023 e adicionará 350 mil toneladas de capacidade de celulose em 2024. O custo do projeto foi de US\$513 milhões. Por outro lado, desde 2019, a CMPC gastou quase US\$1,0 bilhão em aquisições através das suas unidades Softys e de bioembalagens. Nos últimos anos, os investimentos de expansão da empresa concentraram-se principalmente na diversificação de produtos de valor agregado, que foram em grande parte financiados pelas receitas provenientes dos preços saudáveis de celulose.

A S&P Global Ratings elevou o rating da CMPC em abril de 2023, refletindo sua política financeira conservadora e disciplina prudente, apesar de sua expansão durante o ciclo da indústria. As métricas de crédito da empresa foram pressionadas com a volatilidade dos preços, mas o índice de dívida ajustada sobre EBITDA foi de, em média, 2,8x entre 2018 e 2023. Em dezembro de 2023, a dívida ajustada sobre EBITDA atingiu 3,9x, mas projetamos que os volumes adicionais de Guaíba, os menores custos relacionados à parada de fábricas, bem como menores custos de manutenção e de queimadas reduzirão a alavancagem para cerca de 3,0x em 2024.

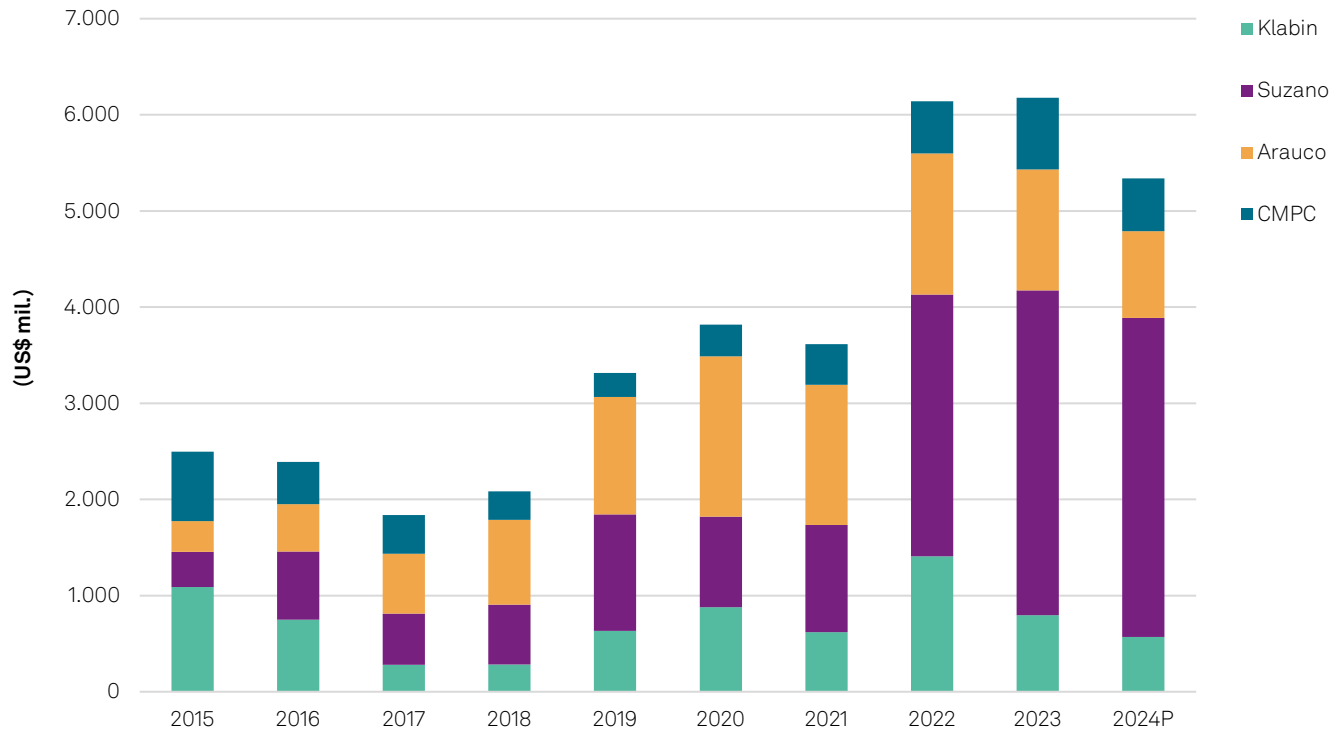
Arauco

As métricas de crédito da Arauco têm sido as mais voláteis entre seus pares regionais avaliados. A perspectiva do rating na escala global da empresa era negativa entre outubro de 2019 e abril de 2021. Sua alavancagem aumentou para 5,1x em 2020 em meio a preços baixos e alto capex para a Linha 3 da Arauco (projeto MAPA). O projeto envolveu a expansão da capacidade em 1,56 milhão de toneladas de fibra curta e representou um investimento de cerca de US\$3,0 bilhões. Além disso, a empresa expandiu o seu negócio de madeira nos últimos anos. A Arauco investe cerca de US\$1,5 bilhão anualmente.

A fábrica do projeto MAPA começou a operar no segundo semestre de 2023 e deverá atingir plena capacidade no segundo trimestre de 2024. A alavancagem da Arauco aumentou para 6,3x em 2023 em meio aos baixos preços de celulose e aos custos de *ramp-up* do projeto MAPA. Apesar do desvio significativo do limite de alavancagem, o rating da empresa permanece inalterado. Isso ocorre porque esperamos uma rápida recuperação resultante da maior produção de celulose em 2024 e menores capex, custos e necessidades de capital de giro. Além disso, o desinvestimento de ativos florestais da empresa por cerca de US\$1,1 bilhão ajudará a reduzir a alavancagem para níveis ligeiramente abaixo de 3,5x até ao final de 2024. Além disso, a controladora Empresas Copec S.A. (BBB/Estável/--) permaneceu resiliente ao longo do ciclo, devido ao seu robusto negócio de combustíveis e ao fluxo de caixa adicional de seu investimento em mineração, permitindo que a empresa fornecesse suporte à Arauco durante a desaceleração econômica, como já ocorreu no passado. Por fim, a Arauco tem um longo histórico de planejamento e prudente execução de grandes investimentos.

Gráfico 4

Capex total



P: Projetado. Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Klabin

A Klabin concluiu seu projeto Puma em 2016, que adicionou 1,5 milhão de toneladas de celulose, e representou um investimento de cerca de US\$2,3 bilhões. Entre 2018 e 2023, a taxa composta de crescimento anual (CAGR - *compound annual growth rate*) do volume total vendido da Klabin foi de 15%, impulsionada principalmente pelo aumento de 18,6% na capacidade de papéis e embalagens. No mesmo período, o capex foi de, em média, US\$840 milhões por ano.

A política financeira da Klabin permite dívida líquida sobre EBITDA de até 4,5x durante os ciclos de investimentos, e sua alavancagem permaneceu entre 3,0x-4,5x durante a construção do Puma II. Isso aconteceu devido ao sólido fluxo de caixa interno decorrente de maiores volumes e preços elevados de celulose e embalagens durante a maior parte dos anos de maior capex.

O projeto Puma II foi construído entre 2019-2023. A primeira fase do projeto começou com a máquina de papel 27 em agosto de 2021, agregando 450 mil toneladas de Eukaliner (*Kraftliner* feito 100% com eucalipto) à capacidade instalada anual. E a segunda fase teve início em junho de 2023, agregando 460 mil toneladas de papel-cartão.

No período, o custo-caixa da Klabin aumentou devido à sua necessidade de adquirir madeira de terceiros para dar suporte ao início do projeto. Mas sua integração vertical e capacidade de converter a produção de papel em caixas de papelão ondulado geraram rentabilidade e fluxo de caixa sólidos. Em dezembro de 2023, a empresa anunciou a aquisição de 84.690 hectares de florestas e ativos por US\$1,16 bilhão (cerca de R\$ 6 bilhões) da Arauco para atender às suas necessidades de madeira para 2024-2028 e, conseqüentemente, diminuir o custo-caixa. Projetamos que a alavancagem poderá aumentar ligeiramente para 4,0x-4,5x em 2024, mas ainda estará dentro do limite do rating atual.

Suzano

Desde a compra e incorporação da Fibria Celulose S.A. (não avaliada) no início de 2019, a Suzano tornou-se a maior produtora global de celulose de fibra curta. Atualmente, a empresa tem capacidade de produção de 10,9 milhões de toneladas por ano – cerca de 14% da capacidade global de celulose – e adicionará 2,55 milhões de toneladas quando sua nova fábrica do projeto Cerrado estiver em plena operação (o início da operação está previsto para junho de 2024). O custo do projeto é de cerca de R\$ 22,2 bilhões (aproximadamente US\$4,4 bilhões), sendo que a maior parte foi usada durante 2022-2024. Apesar dos grandes investimentos e dos preços baixos de celulose em 2023-2024, esperamos que a empresa mantenha uma alavancagem próxima de 3,5x em ambos os anos e próxima de 3,0x na média de três anos, o que está em linha com nosso nível de rating 'BBB-' da empresa.

A Suzano também aderiu à sua política financeira que limita a dívida sobre EBITDA abaixo de 3,0x ou até 3,5x durante os ciclos de investimento. Em meio a preços muito baixos de celulose e dívida adicional para incorporar a Fibria em 2019 e 2020, a alavancagem da empresa atingiu mais de 5,0x. A Suzano cortou o pagamento de dividendos, vendeu ativos não essenciais e melhorou a gestão do capital de giro para reduzir rapidamente a alavancagem às suas metas, resultando na estabilidade do rating.

Apesar da diversificação, os preços de celulose continuam influenciando o desempenho operacional e as métricas de crédito

Entre os *players* avaliados na região, a Klabin tem a menor produção de celulose. Como a empresa tem aumentado a capacidade em papel e embalagens, acreditamos que o seu desempenho deverá permanecer menos volátil do que o dos seus pares regionais. Em 2019-2023, o EBITDA da empresa variou entre R\$ 3,7 bilhões-R\$ 7,8 bilhões (US\$960 milhões-US\$1,5 bilhão) e a alavancagem entre 3,0x-4,5x.

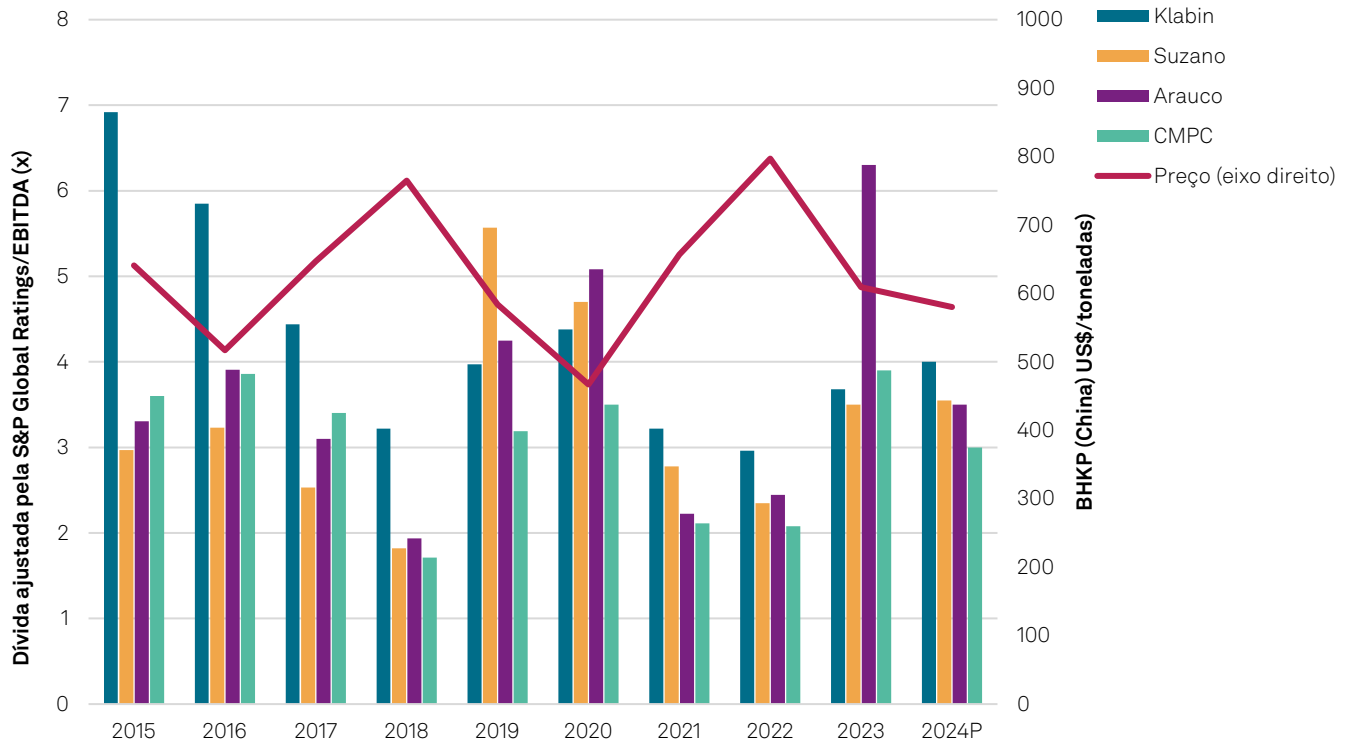
Cerca de 40% do volume total vendido da Klabin em 2023 foi de celulose e o restante foi de papel e embalagens, enquanto a composição do EBITDA foi de 36% e 64%, respectivamente. Nos próximos anos, esperamos que a participação de celulose no EBITDA total diminua, acompanhando a maior produção de papel e embalagens com o *ramp-up* do Puma II. A empresa estima que seu EBITDA aumentará em aproximadamente R\$ 3 bilhões (equivalente a US\$600 milhões) até 2027, com o *ramp-up* completo das fábricas Puma II e Figueira. O início da operação deste último projeto está previsto para o segundo trimestre de 2024 e adicionará uma capacidade de cerca de 100 mil toneladas de caixas de papelão ondulado.

Desde 2019, a CMPC adicionou nova capacidade em *tissue*, cuidados pessoais, sacos de papel *kraft*, outros produtos de papel e bioembalagens por meio das aquisições da Sepac, Carta Fabril e Iguazu no Brasil, e PI Mabe no México por um total de US\$842 milhões. Como resultado, a CMPC tornou-se uma das maiores fabricantes de produtos de cuidados pessoais e papel higiênico da região. No entanto, o negócio de celulose representou cerca de 74% do EBITDA da empresa nos últimos cinco anos.

Em 2019-2023, o EBITDA da CMPC ficou na faixa de US\$1,0 bilhão-US\$2,1 bilhões, e a alavancagem entre 2,1x e 3,9x. Em 2023, os preços realizados de celulose e o EBITDA consolidado da empresa caíram 25% e 39%, respectivamente, em relação a 2022. Ao mesmo tempo, o seu índice de dívida sobre EBITDA aumentou para 3,9x em 2023, versus 2,1x em 2022.

Gráfico 5

Alavancagem versus preços de celulose



P: Projetado. Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Além de ser uma das maiores produtoras mundiais de celulose, a Arauco também é uma das maiores fabricantes mundiais de painéis de madeira e de madeira maciça, com 12,4 milhões de metros cúbicos (m3) de capacidade instalada. A empresa também manteve grandes investimentos neste negócio. Em 2019, a Arauco concluiu seu projeto Grayling por US\$450 milhões, que adicionou 800.000 m3 de produção de painéis de madeira nos EUA. Além disso, a Arauco investirá cerca de US\$240 milhões até 2026 para construir uma nova fábrica de fibra de média densidade com capacidade de 300.000 m3 em Zitácuaro, no México. Apesar do seu grande negócio de painéis de madeira e madeira maciça, os resultados da Arauco têm sido historicamente voláteis. Isto deve-se à forte correlação com os preços de celulose e à sua inerente volatilidade, e ao fato de os negócios da madeira e dos painéis estarem expostos às desacelerações econômicas e à volatilidade dos preços.

Em 2023, o segmento de madeira da Arauco representou 48% do EBITDA, versus 25% em 2019. Esse aumento é resultado da expansão da capacidade no segmento de madeira, mas também devido aos preços mais fracos de celulose em 2023. Em 2019-2023, o EBITDA variou entre US\$1,1 bilhão-US\$2,2 bilhões e a alavancagem entre 2,2x-6,3x. Dados os baixos preços de celulose, entre outros fatores, a Arauco reportou dívida ajustada sobre EBITDA de 6,3x em 2023, um aumento significativo em relação aos 2,3x em 2022.

A celulose representa de 80%-85% do EBITDA da Suzano, embora a empresa seja um dos principais players no mercado brasileiro de papel para impressão e escrita (cerca de 42% de participação de mercado), papel-cartão (22%) e tissue (mais de 24%). A empresa expandiu sua participação de mercado nesta última categoria por meio da aquisição dos ativos brasileiros de tissue da Kimberly-Clark em 2023, aumentando a sua capacidade de tissue para cerca de 300.000 toneladas, versus 150.000 toneladas anteriormente.

As empresas latino-americanas de produtos florestais continuam enfrentando as desacelerações econômicas da indústria

Em dezembro de 2023, a empresa anunciou planos para construir uma nova fábrica de *tissue* (60 mil toneladas por ano) e uma unidade de celulose *fluff* (340 mil toneladas por ano). Esses projetos estão alinhados com a estratégia de longo prazo da empresa para mitigar a volatilidade dos lucros decorrente de sua exposição aos ciclos de preços de commodities, mas será uma operação menor comparada ao tamanho do segmento de celulose da Suzano. Em 2019-2023, o EBITDA da Suzano foi de R\$ 10 bilhões-R\$ 28 bilhões (US\$2,5 bilhões-US\$ 5,6 bilhões), enquanto sua alavancagem ficou entre 2,3x e 5,6x.

Tabela 1

		CMPC	Arauco	Klabin	Suzano
Rating		BBB/Estável/--	BBB-/Estável/--	BB+/Estável/--	BBB-/Estável/--
Avaliação do perfil de risco de negócios		Satisfatório	Satisfatório	Satisfatório	Satisfatório
Avaliação do perfil de risco financeiro		Intermediário	Significativo	Significativo	Significativo
Eficiência operacional	Custo-caixa de celulose (quartil)	Primeiro e segundo quartil	Primeiro e segundo quartil	Primeiro quartil	Primeiro quartil
	Autossuficiente em energia	75%	100%	97%	100%
	Autossuficiente em madeira	75% no Chile 100% no Brasil	100%	60% no Paraná	65%
	Diversificação geográfica da produção de celulose	Chile e Brasil	Chile, Uruguai e Argentina	Brasil	Brasil
Escala, escopo e diversificação	Número de instalações	46 (4 fábricas de celulose)	7 fábricas de celulose, 26 instalações de painéis de madeira e 10 de madeira maciça	23 (1 fábrica de celulose)	12 fábricas
	Capacidade de produção de celulose (mil. toneladas)	4,4	5,3	1,6	10,9
	Capacidade de produto de valor agregado (mil. toneladas, exceto Arauco em mil. m ³)	2,6	12,4	3,0	1,5
	Produtos de valor agregado	<i>Tissue</i> , produtos de cuidados pessoais, papel-cartão, papel ondulado e caixas de papelão ondulado	Painéis de madeira, madeira serrada e compensada	Cartões revestidos, caixas de papelão ondulado e sacos industriais	Papéis revestidos e não revestidos para escrita e impressão, papel-cartão e <i>tissue</i>
Vantagem competitiva	Posição de liderança de mercado	Quarta maior produtora global de celulose, maior produtora de <i>tissue</i> e segunda maior em produtos de cuidados pessoais na América Latina, segunda maior	Terceira maior produtora global de celulose e segunda maior produtora de painéis	Participações de mercado no Brasil: - 61% Kraftliner - 35% cartões revestidos - 50% sacos industriais - 22% caixas de papelão ondulado	Maior produtor global de celulose, 39% de participação de mercado de papel no Brasil, maior player com 24% de participação de

	produtora global de sack kraft	mercado no Brasil em tissue
--	-----------------------------------	--------------------------------

Análise de cenário

Para testar como as empresas de produtos florestais avaliadas da América Latina poderiam lidar com novas quedas nos preços de celulose, conduzimos uma análise de cenário. Focamos em duas métricas de crédito: EBITDA ajustado total e dívida sobre EBITDA. Conforme mencionado acima, nosso cenário de caso-base projeta que os preços médios de celulose para 2024 permanecerão em grande parte alinhados com os de 2023.

Para entendermos o impacto nas métricas de crédito, aplicamos dois cenários de estresse de preços, com preços de referência caindo 10% e 20%.

Em termos de severidade, a menos impactada seria a Klabin devido à sua moderada contribuição de EBITDA advindo da celulose. Por outro lado, a Suzano seria a mais prejudicada, visto que seu negócio de celulose gera cerca de 85% do EBITDA. No entanto, as empresas chilenas (CMPC e Arauco) estariam mais comprometidas do que os seus pares brasileiros do ponto de vista de rating, porque as suas métricas excederiam os gatilhos negativos pelo segundo ano consecutivo.

Tabela 2

	2023		2024 caso-base			2024, queda de 10% dos preços de celulose			2024, queda de 20% dos preços de celulose		
	Dívida/EBITDA	EBITDA	Dívida/EBITDA	EBITDA	Dívida/EBITDA	EBITDA	Δ	Dívida/EBITDA	EBITDA	Δ	Dívida/EBITDA
Gatilho de rebaixamento (x)	(US\$ bilhões)	(x)	(US\$ bilhões)	(x)	(US\$ bilhões)	(US\$ bilhões)		(x)	(US\$ bilhões)		(x)
Suzano	3,5	3.600	3,5	3.790	3,6	3.089	-18,49%	4,5	2.054	-45,80%	5,9
Arauco	3,5	1.053	6,3	1.572	3,5	1.305	-16,98%	4,4	1.040	-33,84%	5,7
CMPC	3,0	1.245	3,9	1.480	3,0	1.330	-10,14%	3,4	1.184	-20,00%	3,9
Klabin	4,0	1.258	3,7	1.445	4,0	1.352	-6,42%	4,3	1.259	-12,85%	4,6

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, completitude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZABILIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

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

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

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

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

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