

Klabin S.A.

Relatório Analítico

Ratings

Moeda Estrangeira (ME)

IDR de Longo Prazo	BBB-
Notas Seniores Sem Garantia	BBB-

Moeda Local (ML)

IDR de Longo Prazo	BBB--
--------------------	-------

Nacional

Rating de Longo Prazo	AAA(bra)
-----------------------	----------

IDR – *Issuer default rating* – Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor.

Perspectiva

IDR de Longo Prazo em ME	Negativa
IDR de Longo Prazo em ML	Negativa
Rating Nacional de Longo Prazo	Negativa

Dados Financeiros

(BRL Mil.)	LTM	
	31/03/16	31/12/15
Receita	5.843	5.688
EBITDA	1.971	1.925
Marg. EBITDA (%)	33,7	33,8
FFO	1.369	976
FCF	(2.939)	(3.438)
Caixa	5.880	5.611
Dívida Total Aj.	18.749	18.824
Dívida Total Aj./EBITDAR (x)	9,5	9,8
Alavancagem Ajust. Pelo FFO (x)	9,4	13,1
EBITDA/Despesa Bruta com Juros (x)	1,7	1,9

Pesquisa Relacionada

[Fitch Afirma IDRs 'BBB-' da Klabin; Perspectiva Negativa \(19 de maio 2016\);](#)

[Fitch Revisa Escala de Ratings Nacionais Brasileira; Revisa Ratings de Vários Emissores \(19 de maio 2016\);](#)

[Panorama de Celulose na América Latina \(19 de maio 2016\).](#)

Analistas

Fernanda Rezende
+55 21 4503-2619
fernanda.rezende@fitchratings.com

Claudio Miori
+55 11 4504-2207
claudio.miori@fitchratings.com

Principais Fundamentos dos Ratings

Posição de Liderança: Os ratings da Klabin S.A. (Klabin) refletem a liderança da empresa no setor brasileiro de embalagens, sua ampla base florestal, que lhe permite ter baixa estrutura de custo de produção, assim como o elevado nível de suas operações verticalmente integradas, o que aumenta a flexibilidade de produção no competitivo e fragmentado setor de embalagens.

Posição Sustentável dos Negócios: A Klabin supre a maior parte de suas necessidades de fibra de árvores de fibra longa e fibra curta cultivadas com os 235 mil hectares de plantações que desenvolve nos 489 mil hectares de sua propriedade, o que lhe assegurará uma estrutura de custos de produção competitiva no futuro. Seu porte, o acesso à fibra de baixo custo e a integração elevada, em relação a muitos de seus competidores, lhe proporcionam vantagens competitivas sustentáveis.

Sólida Liquidez: A sólida liquidez e o baixo risco de refinanciamento da Klabin continuam sendo os importantes fundamentos de crédito da companhia. O cronograma de amortização da dívida é administrável e bem distribuído. A Fitch espera que a empresa continue preservando forte liquidez, posicionando-se conservadoramente para enfrentar a volatilidade de preço e a demanda inerente à indústria de embalagem.

Alavancagem Deverá Se Reduzir Gradualmente: A alavancagem da Klabin é alta e está acima das expectativas da Fitch de que a alavancagem líquida ficaria próxima a 5,0 vezes durante a fase de construção da fábrica. A Fitch acredita que a alavancagem líquida da Klabin se reduzirá para cerca de 3,0 vezes até o final de 2017, e incorpora um período de investimentos mais baixos antes de iniciar uma nova fase de investimentos, prevista para 2019 e 2020.

Desempenho Operacional Deve Permanecer Forte: A geração de EBITDA da Klabin se beneficiou da depreciação do real em relação ao dólar, o que compensou, em parte, a retração da demanda por produtos de embalagem. Pelas projeções da Fitch, a Klabin gerará aproximadamente BRL3,0 bilhões de EBITDA em 2016 e BRL3,7 bilhões em 2017. O fluxo de caixa livre (FCF) deve permanecer negativo em 2016, pois os investimentos devem totalizar BRL2,6 bilhões durante o ano.

Perspectiva Negativa: A Perspectiva Negativa reflete a elevada alavancagem da companhia após a conclusão da fábrica de celulose Puma, que iniciou operações em março. Pelas projeções do cenário-base da Fitch, a alavancagem líquida da Klabin se reduzirá para em torno de 3,0 vezes até o final de 2017. Caso a companhia decida seguir com os investimentos na nova máquina de papel-cartão, que demandará USD900 milhões, o processo de desalavancagem atrasará em relação às expectativas do cenário-base da Fitch, e os ratings da Klabin perderão o grau de investimento.

Sensibilidade do Rating

Ações de Rating Negativas: Os principais fatores que, individual ou coletivamente, podem levar a uma ação de rating negativa incluem: expectativa de que a alavancagem líquida permanecerá acima de 3,5 vezes em 2017; ambiente macroeconômico mais instável, que enfraqueça a demanda por produtos da companhia, assim como os preços; e uma aquisição financiada por dívida.

Ações de Rating Positivas: Uma ação de rating positiva não é esperada a médio prazo.

Perfil Financeiro

Liquidez e Estrutura da Dívida

A sólida liquidez e o baixo risco de refinanciamento da Klabin permanecem como importantes fundamentos de crédito. Em 31 de março de 2016, a empresa possuía BRL5,9 bilhões de caixa e aplicações financeiras e BRL18,7 bilhões de dívida total, dos quais BRL2,4 bilhões têm vencimento no curto prazo. A liquidez é fortalecida por uma linha *standby* não utilizada de BRL600 milhões.

O cronograma de amortização da dívida é administrável e bem distribuído. A Klabin possui amortizações de dívida de BRL1,5 bilhão em 2016; BRL2,4 bilhões, em 2017; e BRL2,5 bilhões, em 2018. A Fitch espera que a empresa continue preservando forte liquidez, posicionando-se conservadoramente para enfrentar a volatilidade de preço e a demanda inerente à indústria de embalagem.

Aproximadamente BRL18 bilhões da dívida da Klabin se referem a dívidas bancárias, e BRL420 milhões são obrigações relativas a impostos, financiadas por meio do programa Refis, do governo federal. Em torno de 67% da dívida bancária da companhia estão denominados em dólar. A dívida com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) totalizava BRL4,4 bilhões, denominada, principalmente, em reais. A dívida da Klabin junto ao BNDES é garantida por terras, prédios, máquinas e equipamentos. A maior parte do restante das obrigações se refere a pré-pagamentos de exportação, emissão de debêntures, notas seniores e notas de crédito de exportação junto a bancos.

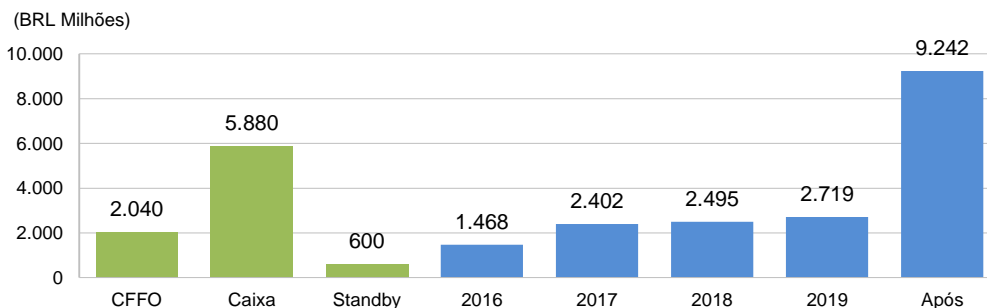
A alavancagem da Klabin é alta e está acima das expectativas da Fitch de que a alavancagem líquida ficaria próxima a 5,0 vezes durante a fase de construção da fábrica. A Fitch acredita que a alavancagem líquida da Klabin se reduzirá para em torno de 3,0 vezes até o final de 2017, beneficiando-se do fluxo de caixa da nova planta de celulose, que deve gerar cerca de USD300 de EBITDA por tonelada, adicionando aproximadamente BRL1,7 bilhão à geração anual de EBITDA, considerando uma taxa de câmbio de BRL3,9 por dólar e custo caixa de produção médio de USD200 por tonelada.

O cenário-base incorpora um período de investimentos mais baixo antes de iniciar uma nova fase de investimentos, prevista para 2019 e 2020. Investimentos de BRL7,6 bilhões em 2014 e 2015, combinados ao impacto da desvalorização do real na dívida em dólar da companhia, contribuíram para uma forte elevação da alavancagem líquida, para 6,5 vezes, no período de 12 meses encerrado em março de 2016.

Metodologia Aplicada

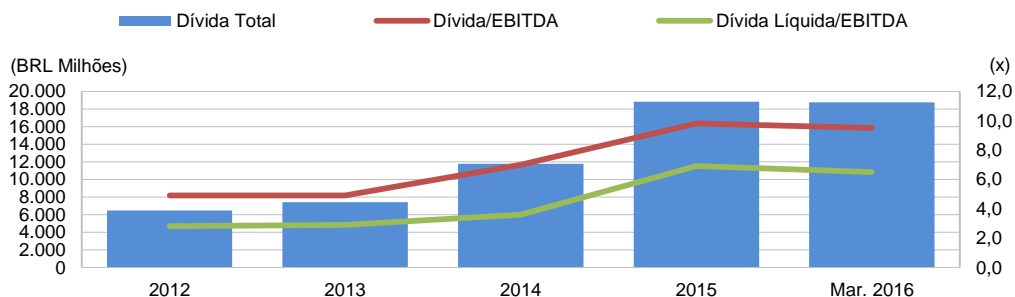
Metodologia de Ratings Corporativos – Incluindo Ratings de Curto Prazo e Vínculo Entre Matrizes e Subsidiárias (agosto de 2015).

Cronograma de Amortização da Dívida (Março de 2016)**



** Não inclui dívida com refinanciamento fiscal, de BRL420 milhões. Fonte: Fitch, Klabin.

Dívida Total e Alavancagem



Fonte: Klabin, Fitch.

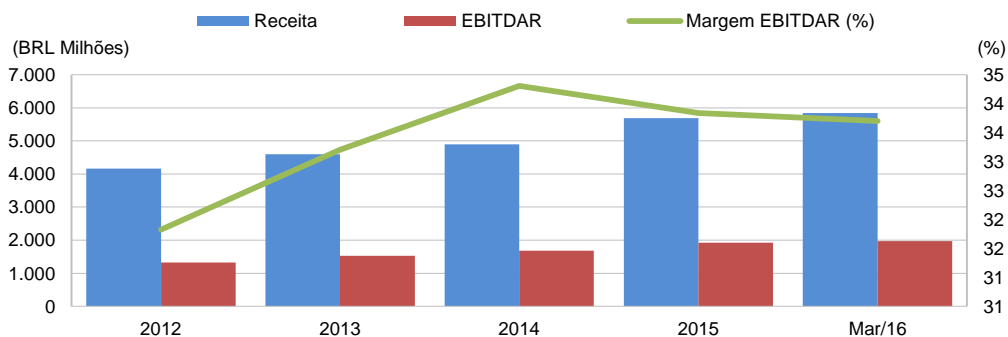
Análise de Fluxo de Caixa

Pelas projeções da Fitch, a Klabin gerará aproximadamente BRL3,0 bilhões de EBITDA em 2016 e BRL3,7 bilhões em 2017, considerando um preço líquido de celulose BEKP de USD550 por tonelada. O FCF deve permanecer negativo em 2016, pois os investimentos devem totalizar BRL2,6 bilhões durante o ano, incluindo o investimento residual de BRL1,9 bilhão alocado no projeto Puma. A nova fábrica deverá melhorar o fluxo de caixa operacional e resultar em FCF de BRL2 bilhões entre 2017 e 2018. No período de 12 meses encerrado em 31 de março de 2016, a companhia gerou EBITDA de BRL2,0 bilhões e recursos das operações (FFO) de BRL1,4 bilhão. O FCF foi negativo em BRL2,9 bilhões, dados os investimentos de BRL4,5 bilhões e o pagamento de dividendos de BRL498 milhões.

A geração de EBITDA da Klabin se beneficiou da depreciação do real em relação ao dólar, o que compensou, em parte, a retração da demanda por produtos de embalagem. A estratégia de redirecionar as vendas para o mercado externo foi positiva e demonstrou a flexibilidade da Klabin e sua diversificação de produtos. As exportações aumentaram para 32% das vendas em 2015, de 25% em 2014.

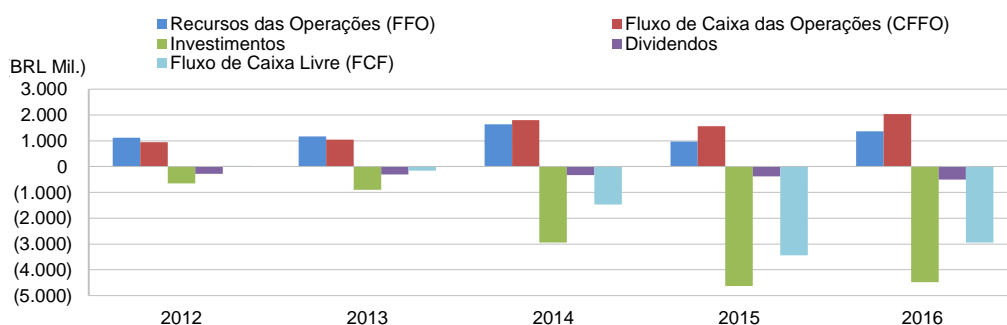
A margem de EBITDA, de 33,7%, é elevada para a indústria e reflete a forte posição de mercado e a integrada estrutura de custos da companhia. A concentração na indústria de alimentos também adiciona estabilidade às vendas da Klabin, uma vez que esse segmento é relativamente resiliente à retração da economia brasileira. Em 2015, a Klabin vendeu 1,8 milhão de toneladas de papel, patamar estável comparado a 2014, além de 3,2 milhões de toneladas de madeira. Os cartões revestidos continuam sendo a principal fonte de receita da companhia, representando 37% do total em 2015.

Desempenho Financeiro — Anual



Fonte: Fitch, Klabin.

Desempenho do Fluxo de Caixa



Fonte: Klabin, Fitch.

FX Screener

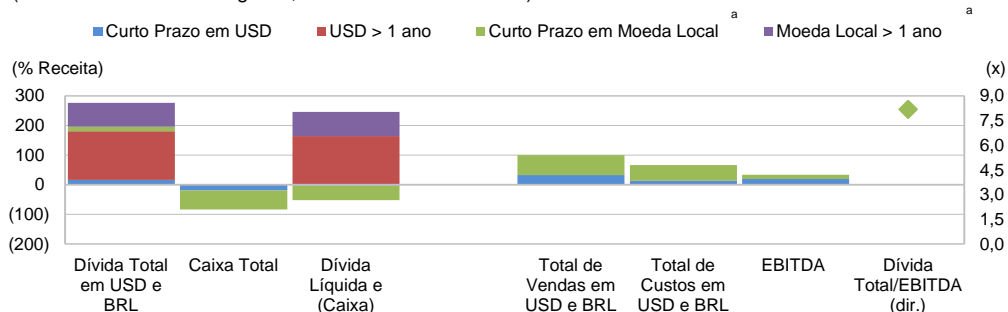
O gráfico Fitch FX Screener mostra as estimativas da Fitch em relação à dívida, às vendas e aos custos operacionais da Klabin em moedas estrangeira e local, ilustrando as proporções relativas, em vez de fornecer números exatos. Assim, reconhece as limitações do cálculo de divisão de moedas para um exercício financeiro específico.

A Fitch faz estimativas, às vezes com base em informações dos gestores das companhias, quanto aos recebimentos em moeda estrangeira ou à receita atrelada à moeda estrangeira em relação aos custos. No gráfico, a dívida de curto prazo em moeda estrangeira (geralmente dívida denominada em dólares) é destacada, desde que, em um mercado de moedas volátil, esta dívida tenha que ser paga com recursos em moeda estrangeira, utilizando caixa ou mediante refinanciamento nos mercados de títulos ou bancário.

A exposição da Klabin ao risco cambial se reduzirá, com a entrada em operações da nova fábrica de celulose em março de 2016. Em 2015, a companhia exportou em torno de 32% de suas vendas. Aproximadamente 65% da dívida total é denominada em dólares americanos, e uma desvalorização do real em 10% deve resultar em aumento de 0,2 vez a alavancagem líquida. Em torno de 25% do caixa e aplicações financeiras totais são investidos em moeda forte. A Klabin não utiliza *hedge* em sua dívida em moeda estrangeira.

Fitch FX Screener

(Klabin S.A. — 'BBB-/Negativa, 31 de dezembro de 2015)



^aMoeda Local representada como o equivalente em USD.
Fonte: Fitch.

Pares

Emissor	País
BBB+	
Empresas CMPC S.A.	Chile
BBB	
Celulosa Arauco y Constitucion S.A.	Chile
BBB-	
Fibria Celulose S.A.	Brasil
Klabin S.A.	Brasil
BB	
Suzano Papel e Celulose S.A.	Brasil

Fonte: Fitch Ratings.

Análise Entre Pares do Setor

BRL Milhões	Klabin S.A.	Fibria Celulose S.A.	Suzano Papel e Celulose S.A.	Eldorado Brasil Celulose S.A.
LTM	3/31/16	3/31/16	3/31/16	3/31/16
Rating de Longo Prazo	BBB-	BBB-	BB	B+
Perspectiva	Negativa	Estável	Positiva	Estável

Estatísticas financeiras

	Klabin S.A.	Fibria Celulose S.A.	Suzano Papel e Celulose S.A.	Eldorado Brasil Celulose S.A.
Receita Líquida	5.843	10.479	10.785	3.326
Varição de Receita (%)	17	41	35	37
EBITDA	1.971	5.621	4.809	1.679
Margem do EBITDA (%)	34	54	45	51
Fluxo de Caixa Livre	(2.939)	(685)	1.095	319
Dívida Total Ajustada	18.749	11.499	14.882	8.919
Caixa e Aplicações Financeiras	5.880	1.677	2.845	727
Recursos das Operações	1.369	4.898	3.842	846
Investimentos	(4.481)	(3.421)	(1.529)	526

Indicadores de crédito (x)

	Klabin S.A.	Fibria Celulose S.A.	Suzano Papel e Celulose S.A.	Eldorado Brasil Celulose S.A.
EBITDA/Despesa Bruta com Juros	1,7	13,2	4,6	2,6
Dívida Ajustada/EBITDAR	9,5	2,0	3,1	5,3
Cobertura dos Juros pelos Recursos das Operações	1,7	12,1	4,4	2,2

IDR – *Issuer Default Rating* - Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor – YoY – Ano a Ano.
Fonte: Fitch.

Histórico de Rating

Data	LP IDR (ME)	Perspectiva
19/5/16	BBB-	Negativa
10/5/16	BBB-	Negativa
16/12/15	BBB-	Negativa
1/10/15	BBB-	Estável
22/5/15	BBB-	Estável
16/6/14	BBB-	Negativa
17/6/13	BBB-	Negativa
18/6/12	BBB-	Estável

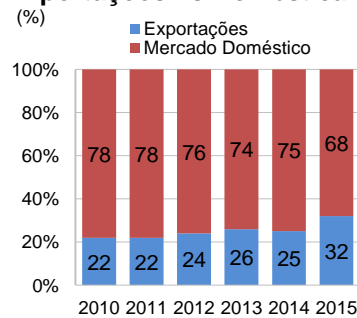
LP – Longo Prazo/ IDR - *Issuer Default Rating* – Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor de Longo Prazo / ME – Moeda Estrangeira.
Fonte: Fitch Ratings

Perfil da Empresa

A Klabin é uma empresa integrada de celulose, papel e embalagens, cujas operações estão localizadas principalmente no Brasil. A companhia é líder nos segmentos de caixas de papelão ondulado e em cartões revestidos no Brasil, com participações de mercado de 16% e de 50%, respectivamente. É a única produtora de embalagens de papel-cartão para líquidos (LPB-Liquid Packaging Board) no mercado brasileiro e é a maior produtora de kraftliner e de sacos multiwall e industriais do país. As vendas de embalagens LPB são concentradas em um cliente, que responde por 20% do total de vendas da companhia.

A Klabin supre a maior parte de suas necessidades de fibra de árvores de fibra longa e fibra curta cultivadas com os 235 mil hectares de plantações que desenvolve nos 489 mil hectares de sua propriedade, o que lhe assegura uma estrutura de custos de produção competitiva no futuro. Em 31 de dezembro de 2015, o valor contábil das terras da companhia era de cerca de BRL2,0 bilhões, e o valor dos ativos biológicos de suas plantações florestais, de BRL3,6 bilhões. O porte da empresa, seu acesso à fibra de baixo custo e a integração elevada, em relação a muitos de seus competidores proporcionam vantagens competitivas sustentáveis.

Receita Líquida – Exportações vs Doméstica



Fonte: Fitch, Klabin.

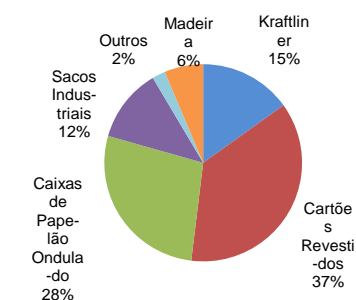
Cartões Revestidos (34% da Receita Líquida em 2015)

O segmento de cartões revestidos é o principal gerador de receita da Klabin. A empresa é a única produtora de LPB do Brasil. Esta é uma clara vantagem da companhia em relação a muitos de seus pares na região e em termos globais.

Segundo a Indústria Brasileira de Árvores (IBÁ), os embarques brasileiros de cartões revestidos (excluindo o LPB) tiveram redução de 6% em 2015. Durante este período, as vendas de cartões revestidos da Klabin, incluindo o LPB, aumentaram 7,6%. Em 2015, aproximadamente 58% das vendas de cartões revestidos foram para o mercado doméstico e 42%, destinados à exportação. A receita líquida do segmento cresceu 26%, devido ao impacto da desvalorização do real sobre as exportações e aos maiores volumes de vendas.

Os principais concorrentes da companhia em não-LPB são Suzano, Papyrus e Ibema Itapagé. A Suzano é a maior e a mais competitiva entre as empresas citadas. Os concorrentes internacionais da Klabin incluem a Mead/Westvaco (América do Norte), a Graphic Packaging International (América do Norte), a Korsnäs (Europa), a Stora Enso (Europa) e a CMPC (América Latina).

Receita Líquida por Segmento (2015)



Fonte: Fitch, Klabin.

Caixas de Papelão Ondulado (27% da Receita Líquida em 2015)

Em 2015, o volume de vendas de caixas de papelão ondulado teve redução de 4%, para 550 mil toneladas, devido à desaceleração da economia brasileira, uma vez que 100% das vendas são destinadas ao mercado doméstico. De acordo com a Associação Brasileira de Caixas Onduladas, o mercado de caixas de papelão ondulado diminuiu em 3,1% durante o ano. Os preços das caixas de papelão ondulado aumentaram 3% em 2015. As receitas diminuíram 1%, para BRL1.562 milhões em 2015.

A Klabin compra OCC no mercado local para o papel reciclado que utiliza na fabricação de caixas de papelão ondulado. De modo geral, o teor de fibra de suas caixas de papelão ondulado tem 70% de fibra virgem e 30% de fibra reciclada, quase o oposto do percentual de seus concorrentes. Rígese, International Paper e Trombini são os principais competidores nos mercados de caixas de papelão ondulado e de kraftliner.

Kraftliner (15% da Receita Líquida em 2015)

As vendas de kraftliner totalizaram 418 mil toneladas em 2015, um crescimento de 7,5% frente às 389 mil toneladas reportadas em 2014. Em 2015, aproximadamente 28% do volume de vendas de kraftliner foram para o mercado doméstico e 72%, destinados à exportação, concentradas principalmente para a América Latina e Ásia. A receita cresceu 34% para BRL858 milhões em 2015. De acordo com a FOEX, os preços internacionais de kraftliner aumentaram, atingindo EUR592/ton no quarto trimestre de 2015, frente a EUR566/ton no mesmo período de 2014.

A Klabin produz kraftliner da celulose virgem. Isto cria uma vantagem competitiva, pois permite que a companhia seja menos vulnerável a elevações cíclicas dos preços das aparas. Seus principais concorrentes no mercado doméstico são Rigesa, International Paper e Trombini. No mercado externo, a Klabin compete com a Smurfit Kappa Group PLC (Europa), a Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA (Europa), a Portucel SA (Europa), a Papel Misionero S.A.I.F.C. (América Latina), a Sappi Ltd. (África), a Weyerhaeuser Co. (América do Norte) e a Smurfit-Stone Container Corp. (América do Norte).

Sacos Industriais (12% da Receita Líquida em 2015)

A Klabin tem unidades de produção de sacos industriais no Brasil e na Argentina. As vendas do produto tiveram leve redução de 0,4% em 2015, atingindo 140 mil toneladas, enquanto a receita cresceu 15,5%, para BRL689 milhões, uma vez que a companhia redirecionou as vendas para o mercado externo e se beneficiou da depreciação do real.

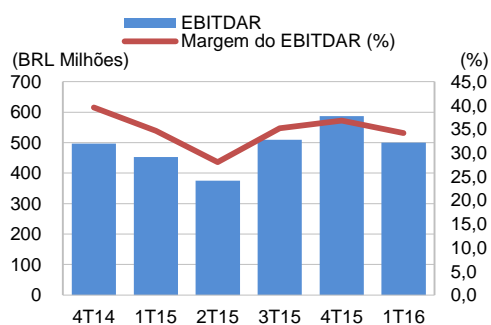
O principal consumidor de sacos é a indústria de construções, que responde por cerca de 80% da demanda. As demais indústrias que têm volume razoável de demanda por sacos industriais são as de alimentos, grãos, químicos e minerais. O setor brasileiro de cimento deverá permanecer pressionado pela demanda mais fraca a curto e médio prazos, devido ao enfraquecimento nos setores de infraestrutura/construção e incorporação residencial. Os principais concorrentes no mercado doméstico da Klabin são Trombini, Cocelpa, Conpel e Iguazu.

Madeira (6% da Receita Líquida em 2015)

A Klabin é autossuficiente no abastecimento de madeira. Em 2015, o volume de vendas de madeira foi de 3.204 mil toneladas, crescimento de 11,6% em relação a 2014, enquanto a receita líquida cresceu 9%, totalizando BRL362 milhões.

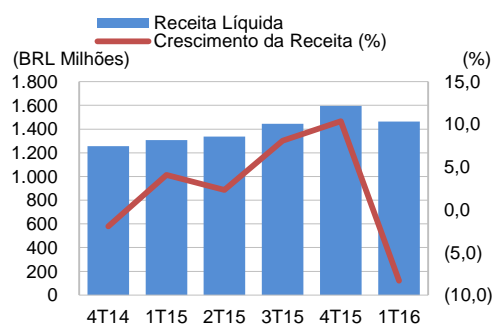
Tendências do Setor

Tendências do EBITDA



Fonte: Fitch, Klabin.

Tendências da Receita

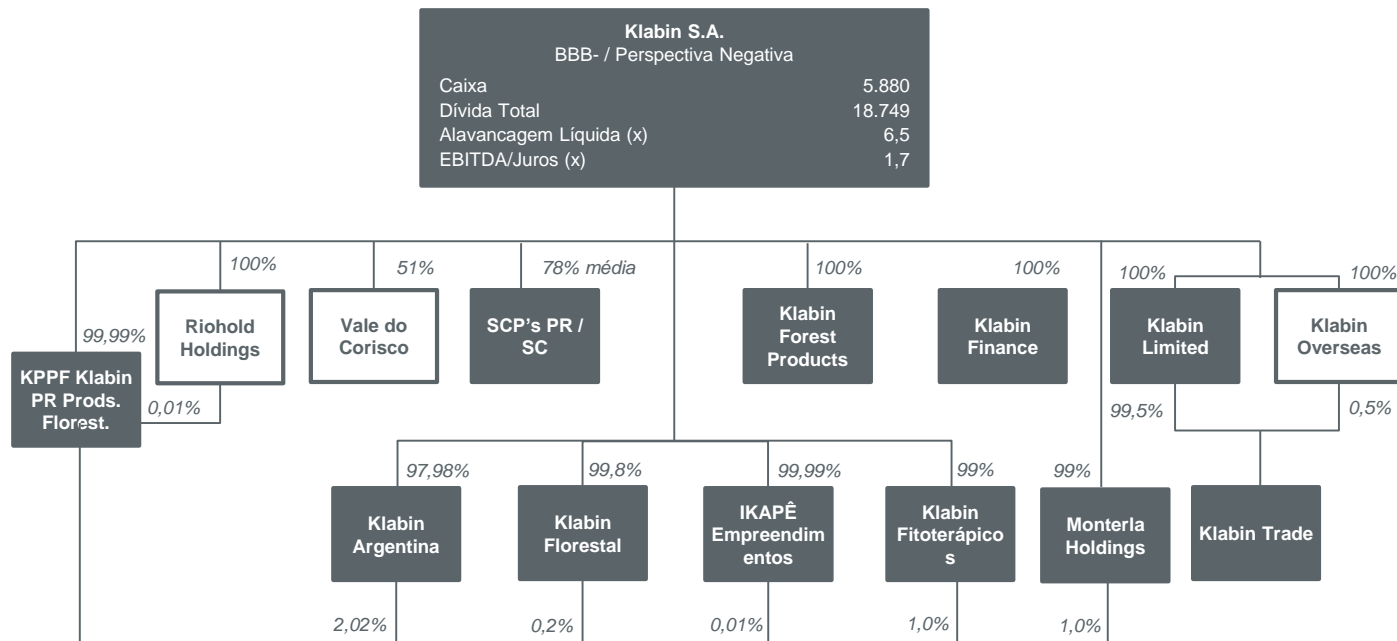


Fonte: Fitch, Klabin.

Estrutura Corporativa

Estrutura Organizacional — Klabin S.A.

(BRL Milhões, 31 de Março de 2016)



☐ Não consolidado

Fonte: Klabin, Fitch

Principais Premissas:

- Crescimento do volume de vendas, excluindo vendas de celulose, de 5% em 2016 e estável em 2017;
- Volume de vendas de celulose de 850 mil toneladas em 2016 e 1,4 milhão de toneladas em 2017;
- Custo caixa médio de produção de celulose de USD200 por tonelada;
- Investimentos anuais entre BRL800 milhões e BRL1 bilhão em 2017 e 2018;
- FCF positivo em 2017;
- Taxa de câmbio de BRL/USD 3,9 em 2016 e 2017.

Resumo das Projeções – Klabin S.A.

(BRL 000)	Histórico			Projeções da Fitch		
	31/12/13	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18
Resumo da Demonstração dos Resultados						
Receita Líquida (líquida de receita de construção)	4.599.337	4.893.882	5.687.589	7.377.358	8.188.470	8.643.725
Crescimento da Receita (%)	10,5%	6,4%	16,2%	29,7%	11,0%	5,6%
EBITDA Operacional	1.527.281	1.678.947	1.924.795	3.032.892	3.707.615	3.883.700
Margem de EBITDA Operacional (%)	33,2%	34,3%	33,8%	41,1%	45,3%	44,9%
EBITDAR Operacional	1.527.281	1.678.947	1.924.795	3.032.892	3.707.615	3.883.700
Margem de EBITDAR Operacional (%)	33,2%	34,3%	33,8%	41,1%	45,3%	44,9%
Lucro Operacional	760.728	726.982	926.068	1.941.918	2.623.295	2.814.688
Margem do Lucro Operacional (%)	16,5%	14,9%	16,3%	26,3%	32,0%	32,6%
Despesa Bruta com Juros	-350.287	-595.568	-1.015.369	-1.277.956	-1.199.051	-1.115.626
Lucro Antes dos Impostos	380.218	1.053.623	-1.947.808	1.143.962	1.904.243	2.179.062
Resumo do Balanço Patrimonial						
Caixa e Equivalentes	2.979.383	5.743.437	5.610.866	3.153.137	3.211.337	3.092.196
Dívida Total com Capital Híbrido	7.410.926	11.780.445	18.823.568	17.451.568	16.596.568	15.096.568
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido	7.410.926	11.780.445	18.823.568	17.451.568	16.596.568	15.096.568
Dívida Líquida	4.431.543	6.037.008	13.212.702	14.298.431	13.385.231	12.004.372
Resumo do Fluxo de Caixa						
EBITDA Operacional	1.527.281	1.678.947	1.924.795	3.032.892	3.707.615	3.883.700
Despesa Bruta com Juros	-306.533	-392.969	-997.319	-1.277.956	-1.199.051	-1.115.626
Custo Financeiro Implícito (%)	4,1%	4,1%	6,5%	7,0%	7,0%	7,0%
Despesa com Impostos	-149.719	-11.052	-16.326	-205.913	-514.146	-588.347
Dividendos Recebidos Menos Dividendos Distribuídos Não Contr.				0	0	0
Outros Itens Antes dos Recursos das Operações	93.462	364.966	64.726	450.000	450.000	450.000
Recursos das Operações	1.164.491	1.639.892	975.876	1.999.023	2.444.418	2.629.727
Margem dos Recursos das Operações (%)	25,3%	33,5%	17,2%	27,1%	29,9%	30,4%
Variação no Capital de Giro	-122.735	163.592	591.359	-270.240	-203.694	-22.189
Fluxo de Caixa das Operações (Definido pela Fitch)	1.041.756	1.803.484	1.567.235	1.728.783	2.240.724	2.607.538
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente						
Investimentos no Imobilizado	-899.411	-2.945.435	-4.627.205			
Intensidade de Capital (Investimentos no Imobilizado/Receita) (%)	19,6%	60,2%	81,4%			
Dividendos	-301.074	-332.054	-377.995			
Aquisições e Desinvestimentos, Líquido	16.203	18.277	14.672			
Investimentos, Dividendos, Aquisições & Outros Itens Antes do FCF	-1.184.282	-3.259.212	-4.990.528	-2.814.512	-1.327.524	-1.226.679
Fluxo de Caixa Livre Após Aquisições & Desinvestimentos	-142.526	-1.455.728	-3.423.293	-1.085.729	913.200	1.380.859
Margem do Fluxo de Caixa Livre (Após Aquisições Líquidas) (%)	-3,1%	-29,7%	-60,2%	-14,7%	11,2%	16,0%
Outros Itens do Fluxo de Caixa de Investimento e Financiamento						
Recursos de Dívida, Líquido	300.809	3.299.720	3.411.474	-1.372.000	-855.000	-1.500.000
Recursos de Capital, Líquido	-3.927	903.310	-27.360	0	0	0
Variação do Saldo de Caixa	221.994	2.764.054	-132.585	-2.457.729	58.200	-119.141
Índices de Cobertura (x)						
Cobertura dos Juros pelos Recursos das Operações	4,2	3,9	1,4	2,2	2,7	3,0
Cobertura das Cobranças Fixas pelos Recursos das Operações	4,2	3,9	1,4	2,2	2,7	3,0
EBITDAR Operacional/(Despesa Bruta com Juros + Despesa com Aluguel)	4,4	2,8	1,9	2,4	3,1	3,5
EBITDA Operacional/Despesa Bruta com Juros	5,0	4,3	1,9	2,4	3,1	3,5
Índices de Alavancagem (x)						
Dívida Total Ajustada/EBITDAR Operacional	4,9	7,0	9,8	5,8	4,5	3,9
Dívida Líquida Ajustada/EBITDAR Operacional	2,9	3,6	6,9	4,7	3,6	3,1
Dívida Total com Capital Híbrido/EBITDA Operacional	4,9	7,0	9,8	5,8	4,5	3,9
Alavancagem Ajustada pelos Recursos das Operações	5,8	7,6	13,1	6,2	5,2	4,6
Alavancagem Liq. Ajust. pelos Recursos das Operações	3,5	3,9	9,2	5,1	4,2	3,6

COMO INTERPRETAR AS PROJEÇÕES APRESENTADAS: As projeções apresentadas se baseiam nas projeções do cenário de rating conservador produzidas internamente na agência. As projeções não representam as estimativas dos emissores classificados. As projeções publicadas acima são apenas um componente utilizado pela Fitch para atribuir um rating ou determinar uma perspectiva de rating. As informações presentes na projeção refletem elementos significativos, porém não totais, das premissas de rating da Fitch para o desempenho financeiro do emissor. Assim, não podem ser usadas para estabelecer um rating e não devem se apoiar neste propósito. As projeções da Fitch são elaboradas com uma ferramenta de propriedade interna, que utiliza as premissas da agência sobre desempenho financeiro e operacional, que podem não refletir as premissas que o leitor faria. As definições próprias da Fitch de termos financeiros, como EBITDA, dívida ou fluxo de caixa livre, podem diferir das do leitor. A Fitch pode obter acesso, periodicamente, a informações confidenciais de elementos de planejamento futuro do emissor. Alguns elementos podem ter sido omitidos destas projeções, mesmo quando incluídos nas deliberações internas da agência, sempre que a Fitch, a seu critério, considerar que os dados possam ser sensíveis em contextos comerciais, legais ou regulatórios. As projeções (assim como a íntegra deste relatório) são produzidas estritamente de acordo com os disclaimers presentes no final deste documento. A Fitch pode atualizar as projeções em relatórios futuros, mas não assume responsabilidade em fazê-lo.

Fonte: Fitch

A presente publicação não é um relatório de classificação de risco de crédito para os efeitos do artigo 16 da Instrução CVM no 521/12.

O rating acima foi solicitado pelo, ou em nome do, emissor, e, portanto, a Fitch foi compensada pela avaliação do rating.

TODOS OS RATINGS DE CRÉDITO DA FITCH ESTÃO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR ESSAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). AS DEFINIÇÕES E TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM WWW.FITCHRATINGS.COM. OS RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS PUBLICADOS ESTÃO PERMANENTEMENTE DISPONÍVEIS NESTE SITE. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH E POLÍTICAS DE CONFIDENCIALIDADE, CONFLITOS DE INTERESSE; SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL) DE AFILIADAS, COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO "CÓDIGO DE CONDUTA".

Copyright © 2016 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall Street, NY, NY 10004. Telefone: 1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Ao atribuir e manter seus ratings, a Fitch conta com informações factuais que recebe de emissores e *underwriters* e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch executa uma pesquisa razoável das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém razoável verificação destas informações de fontes independentes, na medida em que estas fontes estejam disponíveis com determinado patamar de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emitente esteja localizado, da disponibilidade e natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações pré-existentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir seus ratings, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e predições sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado.

As informações neste relatório são fornecidas "tal como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião se apoia em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhuma classificação é de responsabilidade exclusiva de um indivíduo, ou de um grupo de indivíduos. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser modificados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxação sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe honorários de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e *underwriters* para avaliar os títulos. Estes honorários geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante o pagamento de uma única taxa anual. Tais honorários podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e distribuição por meios eletrônicos, a pesquisa da Fitch poderá ser disponibilizada para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.