

RELATÓRIO DE CRÉDITO*

17 de abril de 2024

Klabin S.A.

Análise de crédito atualizada

Atualização

Ratings

Klabin S.A.	
Rating Corporativo (CFR)	AAA.br
14ª Emissão de Debêntures	AAA.br
Perspectiva	Estável

(*) Esta publicação não anuncia uma Ação de Rating e, portanto, não deve ser considerada um Relatório de Classificação de Risco de Crédito, nos termos do disposto no artigo 16 da Resolução CVM no 9/2020. Consulte a página www.moodylocal.com/country/br para visualizar os Comunicados relativos às Ações de Rating referenciadas nesta publicação.

CONTATOS

Yael Shavitt +55.11.3043.7347

Senior Credit Analyst ML

yael.shavitt@moody.com

Pedro Chaves +55.11.3956.8794

Associate/ML

pedro.chaves@moody.com

Patricia Maniero +55.11.3043.6066

Director – Credit Analyst ML

patricia.maniero@moody.com

SERVIÇO AO CLIENTE

Brasil +55.11.3043.7300

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
Indicadores						
Dívida Bruta / EBITDA	5,4x	4,2x	3,5x	4,8x	4,5x – 5,0x	4,2x – 4,7x
EBIT / Despesa Financeira	1,4x	2,7x	2,7x	1,5x	1,5x – 2,0x	1,5x – 2,0x
CFO / Dívida Bruta	19,4%	10,6%	21,0%	15,5%	10% – 15%	10% – 15%
R\$ (bilhões)						
Receita Líquida	11,5	16,5	20,0	18,0	16,5 – 18,5	16,5 – 18,5
EBITDA	5,1	7,3	8,5	7,0	6,0 – 8,0	6,5 – 8,5

[1] Todas as métricas de crédito quantitativas incorporam os ajustes-padrão da Moody's Local para as demonstrações financeiras de empresas não-financeiras. Fonte: Klabin, Econômica e Moody's Local

Resumo

O perfil de crédito da Klabin reflete seu sólido perfil de negócios, que é sustentado pela robusta escala, posição de liderança no mercado brasileiro de papel e embalagens, e forte diversificação. Com um modelo de negócios verticalmente integrado, que inclui uma ampla base de ativos florestais, a Companhia tem apresentado uma forte rentabilidade histórica, como resultado de sua estrutura de custos competitiva e de sua flexibilidade para ajustar seu *mix* de produção de acordo com as condições de mercado. A prudente gestão financeira e sólida posição de liquidez são considerações positivas importantes ao crédito. Por outro lado, a Klabin apresenta moderada exposição cambial, além de estar exposta à volatilidade inerente ao setor de celulose, o qual representou 36% do seu EBITDA durante o ano de 2023, assim como à dinâmica do mercado de embalagens. Ainda, consideramos que a Companhia possui uma política de elevada distribuição de dividendos, mesmo em meio a um robusto ciclo de investimentos.

Reconhecemos que a Companhia tem apresentado métricas de alavancagem mais elevadas e geração de fluxo de caixa livre (FCF) negativa, em virtude dos altos investimentos previstos em seus projetos de expansão e da manutenção da elevada distribuição de dividendos. Além dos investimentos nos Projeto Puma II e Figueira, através dos quais a Companhia tem expandido sua capacidade produtiva no segmento de papéis, a Klabin anunciou, em dezembro de 2023, o Projeto Caetê, que consistirá na aquisição de 150 mil hectares de terras da Celulosa Arauco y Constitución S.A. ("Arauco"), localizadas majoritariamente no Paraná, por R\$ 5,8 bilhões e cujo fechamento é esperado para o segundo trimestre de 2024.

Diante das novas emissões realizadas para financiar o Projeto Caetê e da redução de EBITDA, a alavancagem bruta ajustada (dívida bruta/EBITDA) da Companhia atingiu um pico 4,8x em dezembro de 2023, acima da nossa expectativa anterior em torno de 4,0x e da média de 3,9x entre 2021 e 2022. Reconhecemos que as métricas de crédito da Klabin estão mais pressionadas, devendo a alavancagem bruta ajustada ficar entre 4,5x e 5,0x em 2024. Consideramos, contudo, que a Companhia se beneficiará de sinergias de custos com colheita e logística, de modo que esperamos que sua alavancagem bruta inicie trajetória de normalização a partir de 2025. Além disso, a Moody's Local pondera que sua posição de liquidez é um importante mitigador em meio ao processo esperado de redução de alavancagem ao longo dos próximos anos.

Pontos fortes de crédito

- » Posição de liderança como maior produtora e exportadora de papéis para embalagem do Brasil.
- » Forte diversificação geográfica e de produtos.
- » Custo de produção competitivo e modelo de negócios verticalizado com ampla base de ativos florestais.
- » Gestão financeira prudente e posição de liquidez sólida.

Desafios de crédito

- » Exposição à volatilidade de preço de celulose.
- » Política de elevada distribuição de dividendos, mesmo em meio a ciclo de investimentos.
- » Investimentos podem seguir pressionando a liquidez da Companhia em 2024, com os Projetos Puma II, Figueira e Caetê.

Perspectiva do Rating

A perspectiva estável dos ratings reflete nossa visão de que as métricas de crédito da Klabin permanecerão sólidas, apesar do atual ciclo de investimentos da Companhia e das perspectivas futuras de queda nos preços da celulose. Além disso, a perspectiva estável do rating incorpora as expectativas da Moody's Local de que a Companhia manterá sua abordagem conservadora com relação ao perfil de endividamento e à gestão de liquidez.

Fatores que poderiam levar a uma elevação dos ratings

O rating da Klabin está no patamar mais alto da escala e, portanto, não pode ser elevado.

Fatores que poderiam levar a um rebaixamento dos ratings

O rating da Klabin pode sofrer pressão negativa no caso de mudanças significativas nas condições de seus principais mercados, podendo levar a um enfraquecimento de seu perfil de crédito. Quantitativamente, o rating pode ser rebaixados se a alavancagem medida por dívida bruta / EBITDA permanecer acima de 4,0x por um período prolongado de tempo e sem perspectivas de melhora, ao mesmo tempo em que a liquidez da Companhia se deteriorar de forma material.

Perfil

Sediada em São Paulo, a Klabin é a maior produtora e exportadora de papéis para embalagens do Brasil, além de ser uma grande produtora de celulose de fibra curta, fibra longa e *fluff*. Atualmente, sua capacidade de produção total é de 4,6 milhões de toneladas por ano, distribuídas em 3,0 milhões de toneladas de papel e 1,6 milhão de toneladas de celulose. A Companhia possui 22 unidades industriais no Brasil e uma na Argentina, além de escritórios comerciais em dez estados brasileiros, na América do Norte e Europa. Em 2023, a Klabin registrou receita líquida de R\$ 18,0 bilhões e margem EBITDA ajustada de 38,7%

A Klabin é uma companhia de capital aberto. Atualmente, a família fundadora é titular da maioria do capital votante, enquanto as demais ações da Companhia, ordinárias e preferenciais, estão em livre circulação no mercado.

Principais considerações de crédito

Robusta escala, posição de liderança nos segmentos de papéis e embalagens e diversificação

Com uma receita de R\$ 18 bilhões em 2023, a Klabin se posiciona como a maior produtora, exportadora e recicladora de papéis e embalagens do Brasil, além de ser uma grande produtora de celulose. Atualmente, a Companhia opera por meio de dois principais segmentos, sendo eles: papéis e embalagens, e celulose.

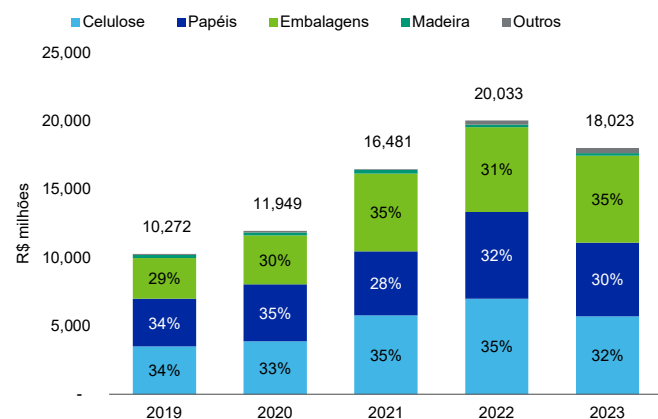
O **segmento de papéis e embalagens** da Klabin inclui quatro principais linhas de negócios: *kraftliner*, papelão ondulado, cartões revestidos e sacos industriais. Ao final de 2023, sua capacidade produção de papéis e embalagens era de 3,0 milhões de toneladas por ano. Em todas essas linhas de negócios a Klabin apresenta participação de mercado relevante no Brasil, em termos de capacidade instalada, conforme segue: em *kraftliner* a Klabin possui 61% de participação de mercado nacional, 35% em papel cartão, 50% em sacos industriais e 22% em caixas de papelão. Com forte atuação no mercado local, a maior parte das vendas de papel e embalagens da Klabin é destinada ao segmento de alimentos (67%), o qual é relativamente resiliente contra choques econômicos, seguida por bens de consumo (13%), construção (8%) e outros (12%).

No **segmento de celulose**, a Klabin é a única empresa brasileira com capacidade de vender celulose de madeira dura (eucalipto / fibra curta) celulose de madeira macia (pinus / fibra longa) e *fluff*. A celulose de fibra curta é majoritariamente usada nos mercados de *tissue* (papel higiênico, lenços de papel, guardanapos) e papéis para imprimir e escrever (livros, papel-imprensa, catálogos). Já a celulose de fibra longa é majoritariamente usada nos mercados de papéis gráficos e embalagens. Em 2016, a Klabin iniciou as operações da Puma, sua fábrica de celulose, com capacidade de produção anual de 1,6 milhão de toneladas das quais 1,15 milhão de toneladas são de fibra curta (eucalipto) e 450 mil toneladas são de fibra longa (pinus). Além disso, parte da produção da Unidade Puma é convertida em celulose *fluff*, que é um importante insumo utilizado na fabricação de fraldas e absorventes. Atualmente, o segmento de celulose representa aproximadamente 32% das receitas da Companhia, sendo que a maior parte da celulose vendida é destinada ao mercado externo. Aproximadamente um terço da celulose da Klabin é vendida no mercado doméstico, enquanto os dois terços restantes são destinados a mercados na Europa, Ásia e outros (Oriente Médio, Estados Unidos).

Figura 1:

Maior parte da receita vem do segmento de papéis e embalagens,...

Evolução da abertura de receita líquida por segmento

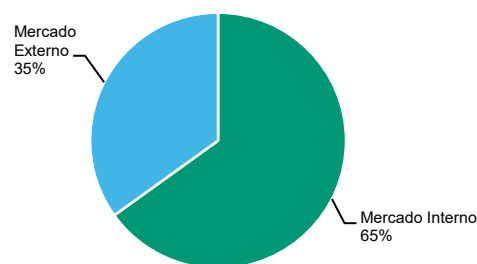


Fonte: Klabin

Figura 2:

...cujas vendas são majoritariamente destinadas ao mercado interno

Abertura da receita líquida da Klabin por mercado em 2023



Fonte: Klabin

Consideramos que a diversificação de negócios da Klabin é um ponto positivo ao seu perfil de crédito. O setor de celulose confere à Klabin diversificação geográfica de receitas e potencial para ganhos significativos de rentabilidade, conforme observamos em anos em que os preços de celulose se mantiveram em patamares elevados. Contudo, ponderamos que este é um setor intrinsecamente volátil. Já o setor de papel e embalagens proporciona moderada estabilidade às margens da Companhia, uma vez que a maior parte dos papéis e embalagens produzidos pela Klabin são destinados ao resiliente setor de alimentos.

Puma II e novos projetos fortalecerão ainda mais a posição competitiva da Klabin

Em abril de 2019, a Klabin anunciou um projeto de expansão de sua capacidade no segmento de papéis para embalagem, denominado Projeto Puma II. A partir de 2027, quando o Projeto Puma II estiver com a rampa de produção concluída, a Klabin terá adicionado 910 mil toneladas de papel à sua capacidade anual de produção. Esse incremento de capacidade fortalecerá ainda mais sua posição competitiva no mercado nacional de papéis, ao mesmo tempo que reduzirá sua exposição à volatilidade intrínseca do segmento de celulose, uma vez que a representatividade de papéis e embalagens nos resultados passará de aproximadamente 64% do EBITDA em 2023 para cerca de 73% até 2025. Ao final de 2023, aproximadamente 59% da capacidade adicional de Puma II já estava em operação.

A instalação do Projeto Puma II tem se dado em duas etapas. A primeira etapa consiste na construção de uma linha principal de fibras para a produção de papel *eukaliner*, que é o primeiro papel do tipo *kraftliner* feito inteiramente através de fibras de eucalipto. O início das operações do Projeto Puma II com a máquina MP27 se deu em agosto de 2021, com capacidade de produção anual de 100 mil toneladas de *eukaliner*. O *ramp-up* das operações desta linha principal será concluído em 2024, quando a capacidade anual de produção de papel *eukaliner* atingirá 450 mil toneladas, sendo que 400 mil toneladas já estavam em operação ao final de 2023.

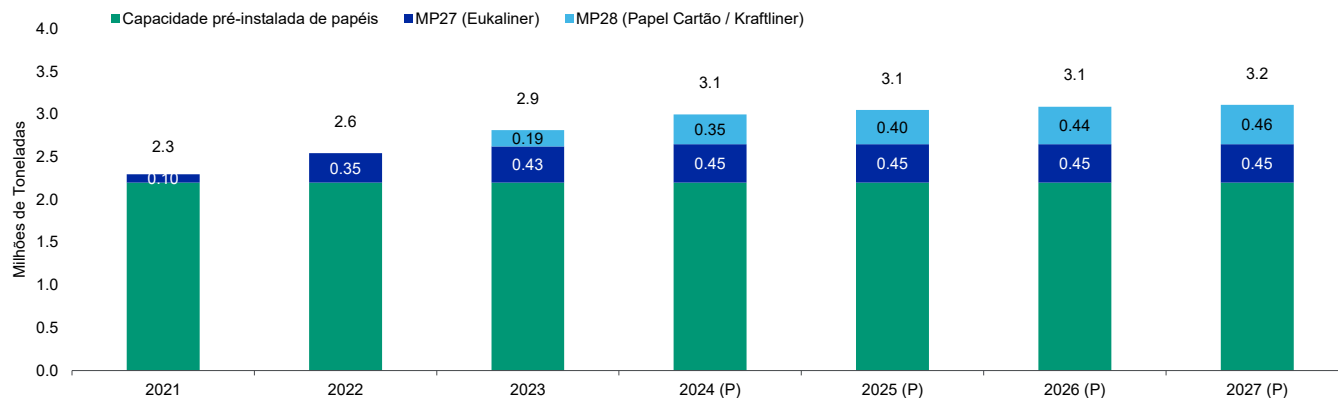
A segunda etapa do Projeto Puma II contempla a construção de uma linha complementar de fibras, a MP28, com capacidade de produção anual de 460 mil toneladas de papel cartão e *kraftliner*. O início das operações desta linha complementar ocorreu no segundo trimestre de 2023, adicionando 162 mil toneladas à capacidade de produção da Klabin, com previsão de atingir 350 mil toneladas em 2024, e *ramp-up* programado para ser atingido a partir de 2027. Além do cartão tradicional marrom, a MP28 terá capacidade de produção de cartão branco, a partir de 2024, diversificando a base de produtos da Companhia e acessando um segmento de maior valor agregado.

O Projeto Puma II apresenta estrutura de custos altamente competitiva. Comparativamente, no médio prazo seu custo de produção será inferior ao custo de produção dos atuais ativos da Klabin. O investimento total para a construção do Projeto Puma II é de R\$ 12,9 bilhões,

o qual está sendo financiado majoritariamente com linhas de financiamento com bancos de fomento, que possuem taxas atrativas. Até dezembro de 2023, a Companhia já havia realizado cerca de 97% dos desembolsos previstos, com o restante a ser realizado ao longo de 2024.

Figura 3:

Ramp-up Estimado de Puma II¹



Fonte: Klabin e Moody's local

¹ Não considera demais projetos de expansão de capacidade de papéis em implementação

Além de Puma II, a Companhia também tem investido em diversas outras iniciativas a fim de continuar aumentando sua capacidade, especialmente por meio de produtos de maior valor agregado, inseridos em cenários de demanda mais resilientes, e cuja produção apresenta vantagens competitivas com relação à estrutura de custos. Nesse contexto, a Klabin realizou investimentos para ampliar sua unidade de conversão de papelão ondulado em Horizonte, no estado do Ceará, em 80 mil toneladas por ano, que já se encontra em operação desde o início de março de 2023. Do investimento total de R\$ 188 milhões, R\$ 100 milhões foram realizados em 2022, e R\$ 88 milhões ao longo de 2023.

Outro investimento relevante da Companhia, o Projeto Figueira tem por objetivo a construção de uma nova unidade de produção de papelão ondulado em Piracicaba, no estado de São Paulo. A unidade terá capacidade produtiva de 240 mil toneladas por ano com previsão de início das operações no segundo trimestre de 2024. O *ramp-up* deverá ser atingido até 2027. Do investimento total de R\$ 1,6 bilhões, R\$ 104 milhões foram realizados em 2022, R\$ 560 milhões em 2023, R\$ 573 milhões estão previstos para 2024 e R\$ 329 milhões para 2025.

Por fim, em dezembro de 2023, a Klabin anunciou o Projeto Caetê, que consiste na aquisição de 150 mil hectares de terras da Celulosa Arauco y Constitución S.A. ("Arauco"), localizadas majoritariamente no estado do Paraná. A aquisição inclui 85 mil hectares de terras produtivas e 31,5 mil toneladas de madeira em pé (21,7 milhões de toneladas de pinus e 9,7 milhões de toneladas de eucalipto), por R\$ 5,8 bilhões. O fechamento da aquisição depende de aprovações regulatórias, e está previsto para o segundo trimestre de 2024. A aquisição beneficiará a Companhia ao garantir o suprimento de madeira para abastecer as Máquinas de Papel 27 e 28 do Projeto Puma II, aumentando a verticalização e autossuficiência da Companhia, e reduzindo incertezas relativas ao suprimento de matéria prima.

O Projeto Caetê também trará sinergias relevantes à Companhia, especialmente de 2025 em diante. Consideramos que a Companhia se beneficiará de uma redução em *capex* futuro de R\$ 4 bilhões referente à compra de madeira pelos próximos 5 anos, e das sinergias de custos com colheita e logística, uma vez que os ativos estão localizados próximos de suas plantas no Paraná. A Companhia sinaliza uma redução de 4% no custo caixa de produção no primeiro ano, com ganhos anuais de EBITDA entre R\$ 350-400 milhões no período entre 2025 a 2028. Adicionalmente, a Companhia indica um excedente de 60 mil hectares de terras após a colheita do primeiro ciclo, que pode ser monetizado.

Posição de custos competitiva, favorecida por modelo de negócios verticalizado

O modelo de negócios da Klabin é altamente verticalizado. Atualmente, a Companhia possui 330 mil hectares de florestas plantadas e 377 mil hectares de florestas preservadas. A Klabin é referência mundial em produtividade e manejo florestal. Suas florestas atualmente suprem cerca de 50% de suas necessidades de madeira, sendo o restante suprido por fornecedores locais com os quais a Klabin possui um longo histórico de relacionamento. Com a conclusão do Projeto Caetê, a Klabin espera atingir 75% de autossuficiência em eucalipto até 2026 e em pinus até 2037.

Os ativos florestais da Companhia estão localizados na região do sul do Brasil, e se beneficiam das condições de solo e clima da região. Adicionalmente, os ativos florestais da Klabin estão localizados próximos de suas plantas de celulose e papel – o raio médio entre os

ativos florestais e industriais da Klabin é de 139 quilômetros, já abaixo da média do setor, com a entrada dos blocos do Projeto Caetê, esse raio deverá cair para 121 quilômetros.

Como resultado de sua verticalização, enquanto a produtividade florestal média da Klabin para o pinus é de 39 metros cúbicos por hectare por ano a média nacional é de 31. Já para o eucalipto, a produtividade média da Klabin é de 54 metros cúbicos por hectare por ano, contra uma média nacional de 33.

A competitiva estrutura de custos da Klabin é tida como um dos pilares do seu sólido perfil de crédito. Na visão da Moody's Local, a habilidade da Klabin de controlar parcialmente seus custos de matéria-prima é crucial para mitigar as volatilidades intrínsecas de seus principais segmentos de atuação.

Fundamentos positivos de seus principais segmentos de atuação, apesar de maior volatilidade em 2023

Ao longo dos últimos anos, a Klabin vem registrando forte uma performance operacional, sustentada por patamares elevados de preços, ganhos de margem EBITDA e novas entradas de capacidade relativas principalmente a Puma II.

Em 2023, no segmento de **papéis e embalagens**, os volumes de vendas ficaram pressionados, contudo a Companhia conseguiu sustentar crescimento de EBITDA devido ao seu rigoroso controle de custos e capacidade de repasses de preços. Em papéis, apesar do início da MP28 para produção de papel-cartão desde junho, houve aumento de apenas 1% nas vendas de cartões. No entanto, apesar de baixo crescimento de volume, a receita apresentou aumento de 11% diante do reajuste de preços. Já em *containerboard*, houve uma queda de 31% nas vendas e de 48% na receita líquida, devido a um cenário de demanda mais desafiador e uma queda de preços por aumento de capacidade da indústria. Diante dessa situação, a Klabin buscou priorizar paradas de produção mercadológicas e de maior integração do *kraftliner* em suas fábricas de papelão ondulado.

Em embalagens, o início da operação de máquina ondulateira de papelão na planta de Horizonte aumentou a capacidade de produção da Companhia em 80 mil toneladas. Apesar do aumento de capacidade, houve redução de 1,4% em termos de toneladas vendidas, devido principalmente à menor gramatura de caixas produzidas pela Klabin, enquanto a área vendida em m² apresentou estabilidade (+0,5%). Ainda assim, devido a reajustes de preços, a Companhia registrou um aumento de 2% na receita de venda de caixas. Por fim, o segmento de sacos industriais, cuja demanda é encabeçada pela indústria cimenteira, foi afetado pela redução do consumo de cimento, observando-se ao longo do ano uma redução de 8% no volume de sacos vendidos pela Klabin. A receita, contudo, aumentou 6%, em razão de estratégia de venda de produtos de maior valor agregado, como sacos de ração animal, sementes, café e farinha, e repasse de preços.

Assim, o segmento de papéis e embalagens da Klabin recuou 6% em termos de receita no ano; contudo seu EBITDA reportado cresceu 4% em comparação ao ano anterior, o que evidencia a eficiente gestão de custos feita pela Klabin mesmo em anos mais desafiadores e sua flexibilidade de produção. Destacamos ainda os fundamentos positivos de longo prazo para o segmento, dado, entre outros, a crescente substituição do plástico pelo papel, além do aumento de vendas online e exposição da Klabin ao segmento de alimentos que historicamente apresenta relativa resiliência.

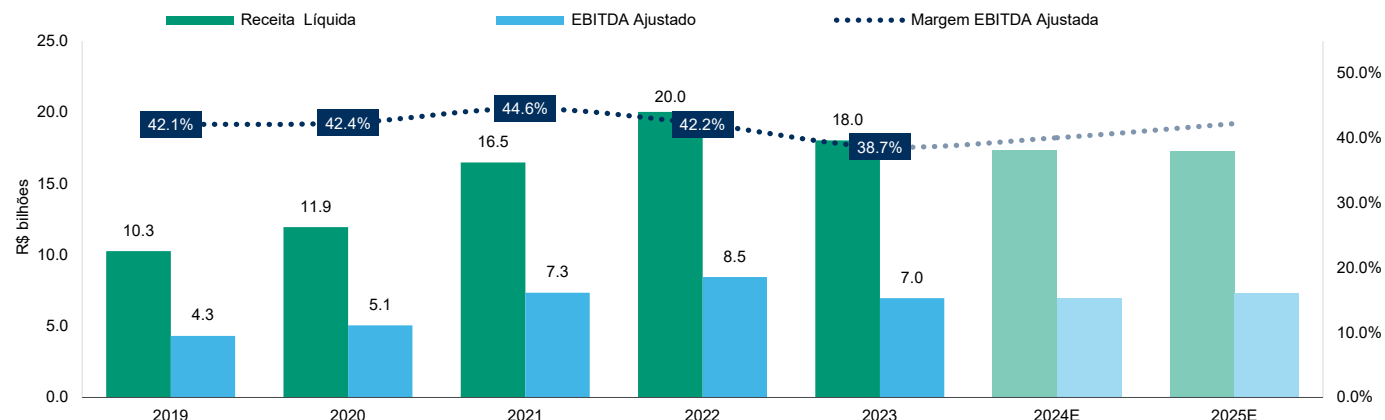
Já o segmento de **celulose** apresentou volume de vendas estável em 2023. Contudo, a receita de vendas do segmento foi impactada pela apreciação do real frente ao dólar, e pelos níveis de preços de celulose inferiores àqueles observados ao longo de 2022, conforme já era antecipado. O preço líquido de venda por tonelada da Klabin caiu em média 19% em comparação com o ano anterior (para R\$ 3.683 por tonelada, de R\$ 4.531). Como resultado, receita e EBITDA reportados do segmento de celulose da Klabin recuaram 19% e 43%, respectivamente, em 2023, comparado ao forte resultado do ano anterior.

A entrada de nova capacidade produtiva e eficiente controle de custos resultaram em aumento de 1% no custo caixa total da Klabin em 2023, apesar da redução de volume vendido de 5% puxada principalmente por papéis e embalagens. Em termos consolidados, ao longo de 2023 a Companhia apresentou redução de 10% em sua receita líquida, que atingiu R\$ 18,0 bilhões. Em termos de margem EBITDA, apresentou margem EBITDA ajustada de 38,7%, mais pressionada em relação à média de 42,8% dos últimos quatro anos, contudo ainda mantida em patamar elevado. Entre 2019 e 2022, anos nos quais a Companhia se beneficiou de preços elevados de celulose e de desvalorização do real frente ao dólar.

Figura 4:

Margem EBITDA ajustada da Companhia se manterá próxima a 40% em 2024, e entre 40% e 45% no médio prazo

Evolução da receita e margem EBITDA ajustada da Klabin



Fonte: Klabin e Moody's local

Ao longo dos próximos 12-18 meses, estimamos que os preços de celulose permanecerão mais pressionados em relação aos observados nos anos mais recentes, devido a um crescimento global ainda fraco e entradas de capacidade no mercado. Esperamos preços em torno de US\$ 495 por tonelada para fibra curta, US\$ 750 por tonelada para fibra longa, e US\$ 840 por tonelada para *fluff* em 2024. Por outro lado, esperamos que o resultado operacional da Companhia se beneficiará de uma retomada pela demanda de papéis e embalagens em 2024, especialmente proveniente do setor alimentício, assim como das novas entradas de capacidade relacionadas aos projetos em curso da Companhia (especialmente Puma e Figueira) e da retomada de produção em máquinas que sofreram paradas mercadológicas em 2023. A Companhia também deverá se beneficiar, no médio prazo, de maior diluição de custos fixos e de sinergias relacionadas ao Projeto Caetê, com aumento de verticalização e redução do raio médio entre florestas e planta no Paraná. Dessa forma, estimamos que a margem EBITDA ajustada da Companhia se manterá próxima a 40% em 2024, e entre 40% e 45% no médio prazo.

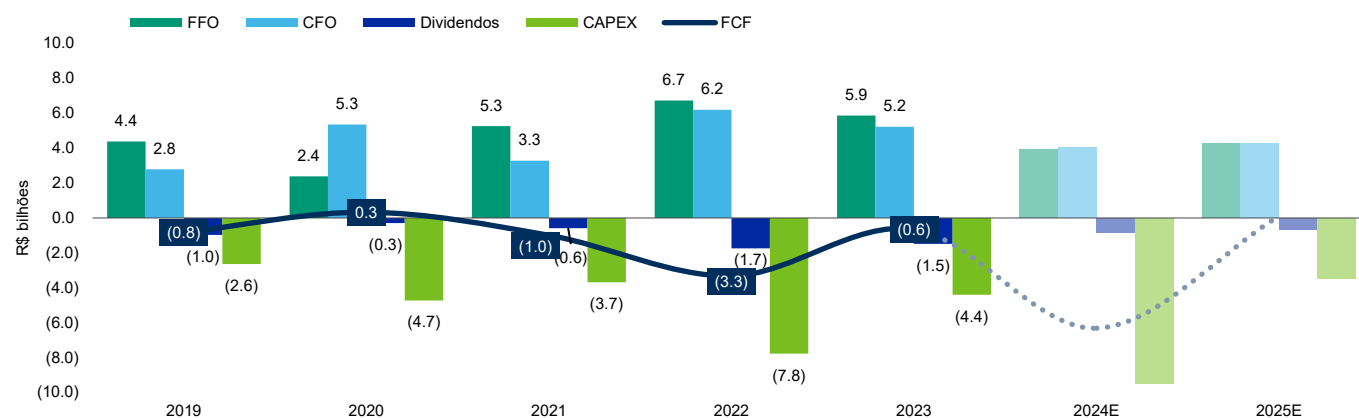
Fluxo de caixa livre e alavancagem bruta ficarão pressionados em 2024, normalizando no médio prazo

Apesar do forte desempenho operacional, com geração de caixa operacional (CFO) média em torno de R\$ 5 bilhões por ano nos últimos quatro anos, a Companhia apresentou geração negativa de fluxo de caixa livre (FCF) entre os anos de 2021 e 2023 devido aos projetos em curso, especialmente Puma II. Reconhecemos que tais projetos irão contribuir com o ganho de escala e a competitividade da Klabin, mas ponderamos que a geração de fluxo de caixa livre da Companhia será negativa na ordem de R\$ 6 bilhões em 2024. A Moody's Local estima que a Klabin passará a gerar FCF levemente positivo a partir de 2025, sem considerar potenciais projetos ainda não aprovados.

Figura 5:

Forte ciclo de investimento tem pressionado a geração de fluxo de caixa livre da Companhia

Evolução da geração de fluxo de caixa da Klabin



Fonte: Klabin e Moody's local

Em termos de alavancagem bruta ajustada (dívida bruta/EBITDA), a Companhia historicamente apresenta um indicador ajustado mais elevado durante ciclos de investimentos relevantes. A alavancagem bruta ajustada apresentou trajetória de queda em 2021 e 2022 (4,2x

e 3,5x, respectivamente, contra 5,4x em 2020), devido à maior geração de EBITDA no período resultante dos elevados preços de celulose. Após o anúncio do Projeto Caetê, contudo, a Companhia realizou novas emissões de dívida ao final de 2023, que servirão para o pagamento da aquisição. A aquisição será financiada com caixa próprio e dívidas já desembolsadas pela Klabin no quarto trimestre de 2023, que totalizam cerca de R\$ 3,7 bilhões - incluindo um empréstimo sindicalizado (R\$ 3,0 bilhões) e uma NCE (R\$ 0,7 bilhão). Assim, a Companhia finalizou o ano com um saldo de dívida bruta ajustada de R\$ 33,7 bilhões, contra R\$ 29,5 bilhões em 2022. A dívida bruta ajustada inclui empréstimos e financiamentos, arrendamentos e passivos de pensão.

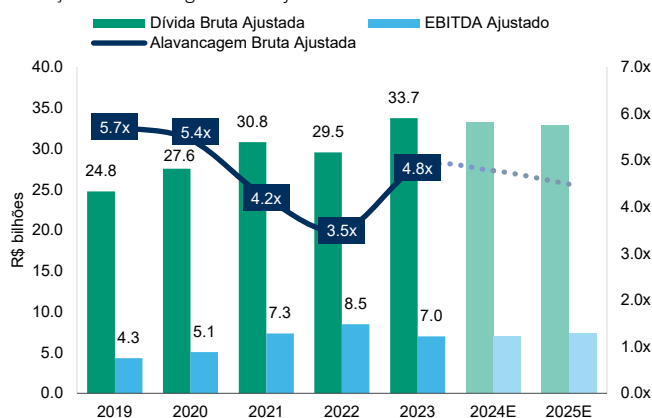
Diante das novas emissões realizadas para financiar o Projeto Caetê e da redução de EBITDA, a alavancagem bruta ajustada (dívida bruta/EBITDA) da Companhia atingiu um pico 4,8x em dezembro de 2023, acima da nossa expectativa anterior em torno de 4,0x e da média de 3,9x entre 2021 e 2022. Reconhecemos que as métricas de crédito da Companhia estão mais pressionadas, devendo a alavancagem bruta ajustada ficar entre 4,5x e 5,0x em 2024 ao considerar a aquisição, o atual ciclo de investimentos e a esperada queda nos preços de celulose. Consideramos, contudo, que a Companhia se beneficiará de sinergias de custos com colheita e logística, de modo que esperamos que sua alavancagem bruta inicie trajetória de normalização a partir de 2025. Dessa forma, esperamos que sua alavancagem bruta ajustada retorne para patamares abaixo de 4,5x a partir de 2025.

Ao mesmo tempo, devido ao aumento do patamar de dívida bruta da Companhia, a cobertura de juros ajustada (EBIT/ despesa financeira) reduziu para 1,5x em 2023, de 2,7x em 2022. Estimamos que no médio prazo esse indicador se manterá entre 1,5x e 2,0x, uma vez que a Companhia deve permanecer com elevado saldo de dívida bruta e as taxas de juros devem permanecer em patamares elevados.

Figura 6:

Esperamos que sua alavancagem bruta ajustada retorne para patamares abaixo de 4,5x a partir de 2025...

Evolução da alavancagem bruta ajustada da Klabin

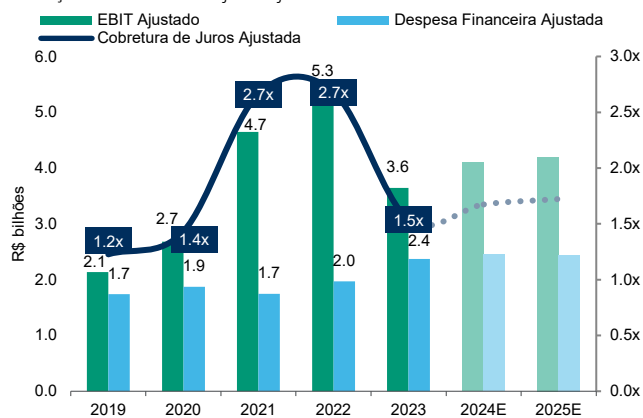


Fonte: Klabin e Moody's local

Figura 7:

... enquanto sua cobertura de juros ajustada deve se manter entre 1,5x e 2,0x

Evolução da cobertura de juros ajustada da Klabin



Fonte: Klabin e Moody's local

Condições estruturais

O rating da 14ª Emissão de Debêntures (lastro de uma emissão de Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA) está em linha com o rating corporativo (CFR) da Klabin. As Debêntures são simples e de espécie quirografária, no montante de R\$ 2,5 bilhões. O pagamento de principal será feito em uma única parcela na data de vencimento, em maio de 2034. A remuneração é paga semestralmente, nos meses de maio e novembro de cada ano, e corresponde à variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acrescido de 6,7694% ao ano. A estrutura da emissão não conta com *covenants* financeiros.

Considerações Ambientais, Sociais e de Governança (ESG)

A indústria de papel e celulose enfrenta riscos **ambientais** moderados, relacionados à emissão de gás carbônico, poluição da água, e contaminação do solo. Nesse sentido, a Klabin busca mitigar tais riscos em suas operações. Suas florestas possuem certificação do ISO 14001, do Forest Stewardship Council Klabin, da FSSC 22000, que é uma das mais avançadas certificações de procedência do papel para embalagem de alimentos. Adicionalmente, a Companhia possui uma agenda de compromissos ambientais a serem cumpridos até 2030.

No âmbito **social**, enxergamos riscos moderados relacionados ao setor, relacionados principalmente à segurança e saúde de funcionários no processo produtivo. Atualmente, a Klabin implementa programas para o desenvolvimento local, com o objetivo de gerar impacto socioambiental positivo e potencializar a economia das comunidades onde atua, como ações de capacitação que beneficiam pequenos produtores e comunidades.

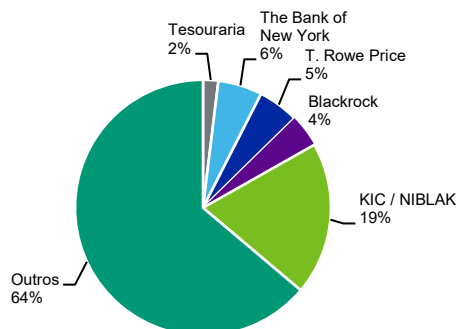
Em termos de **governança**, a Klabin é uma companhia de capital aberto desde 1979. Atualmente, a Klabin Irmãos S.A. (45,41% das ações ordinárias) e Niblak Participações S.A. (6,82% das ações ordinárias) são titulares da maioria do capital votante da Klabin. As demais ações

da Companhia, ordinárias e preferenciais estão em livre circulação no mercado. A Klabin faz parte do Nível 2 de governança corporativa da B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão ("B3", AAA.br estável).

Figura 8:

Estrutura Societária (Participação Não Votante)

Em março de 2024

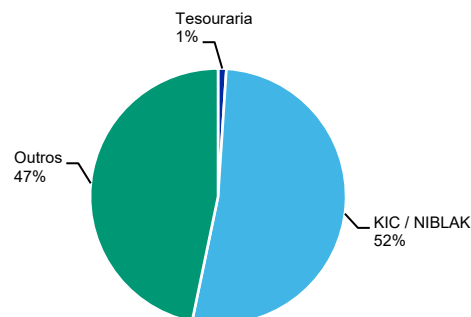


Fonte: Klabin

Figura 9:

Estrutura Societária (Participação Votante)

Em março de 2024



Fonte: Klabin

A maioria dos membros do Conselho de Administração da Klabin é eleita por seus acionistas controladores (Klabin Irmãos S.A. e Niblak Participações S.A.). Atualmente, o Conselho de Administração da Klabin possui 15 membros, sendo que seis deles são independentes. Os votos dos membros do Conselho de Administração, que são representantes dos acionistas controladores, são vinculados às decisões tomadas previamente em Assembleia Geral ou reunião do Conselho de Administração da Klabin Irmãos S.A. e da Niblak Participações S.A., nos termos do acordo de acionistas destas duas entidades.

Como resultado, os acionistas controladores da Klabin têm a capacidade de, além de eleger a maioria do Conselho de Administração da Companhia, tomar decisões estratégicas acerca da companhia tais como: decisões relativas a aquisições e outras oportunidades de negócios, declaração de dividendos que excedam as exigências mínimas do Estatuto Social e da Lei das Sociedades Anônimas e emissão de ações adicionais e outros títulos. Por outro lado, reconhecemos que a governança corporativa da Klabin resultou em sólido histórico operacional.

A Klabin possui política financeira conservadora, apesar de política de elevada distribuição de dividendos mesmo em meio a ciclo de investimentos. A Companhia reportou alavancagem líquida ajustada de 3,3x em 2023, em conformidade com sua política financeira. A política financeira da Klabin é de manter sua alavancagem líquida entre 2,5x e 3,5x fora de ciclos de investimentos, e entre 3,5x e 4,5x em ciclos de investimentos relevantes (como é o atual caso). A alavancagem da Companhia é monitorada em dólares, dada sua elevada exposição a esta moeda. Com relação à distribuição de dividendos, a política da Klabin é de distribuição do mínimo legal (25% do lucro líquido do exercício anterior) ou entre 15% e 25% do EBITDA anual. Principalmente em períodos de ciclos de investimentos, essa elevada distribuição de dividendos pode pressionar ainda mais a geração de fluxo de caixa livre da Companhia.

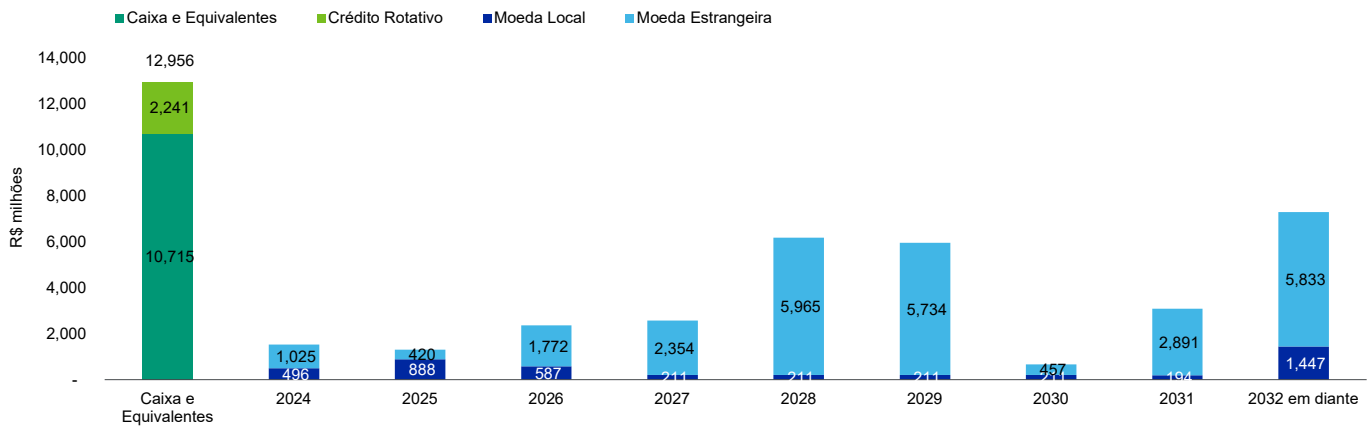
Análise de Liquidez

A Klabin possui liquidez robusta. Em dezembro de 2023, sua posição de caixa e equivalentes de caixa totalizou R\$ 10,7 bilhões, sendo suficiente para cumprir com todos os seus empréstimos e financiamentos vincendos até 2027 e parte dos vencimentos de 2028. Ponderamos que parte dos recursos em caixa no período serão empregados no pagamento da aquisição de ativos florestais da Arauco. Ainda assim, mesmo após a saída de caixa para pagamento da aquisição, consideramos que a liquidez da Companhia permanecerá saudável, com uma posição de caixa que cobrirá em mais de três vezes sua dívida financeira de curto prazo.

Adicionalmente, a Klabin possui uma linha de crédito comprometida, de US\$ 500 milhões (aproximadamente R\$ 2,5 bilhões), com vencimento em 2026. A linha encontra-se disponível, e até o presente momento não foi utilizada. Além disso, a Companhia possui 330 mil hectares de florestas plantadas, cujo valor contábil atingiu R\$ 9,2 bilhões em dezembro de 2023 e podem ser consideradas uma fonte alternativa de liquidez, uma vez que poderiam ser vendidas em caso de necessidade de recursos adicionais pela Companhia.

A Klabin possui como política a manutenção de posição de liquidez necessária para cobrir seus compromissos de principal e pagamento de juros pelo período de 24 meses. O cronograma de amortização de dívidas alongado da Klabin também é positivo para seu perfil de crédito. O prazo médio da dívida da Companhia é de aproximadamente 7,8 anos.

Figura 10:
Cronograma de amortização de dívida da Klabin
Em dezembro de 2023

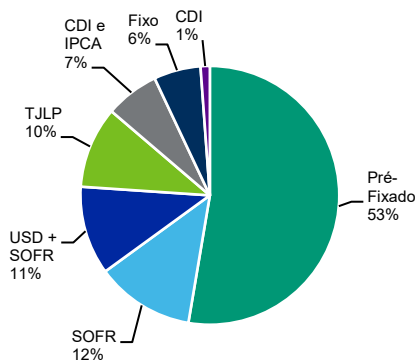


Fonte: Klabin

Ressaltamos que, nos últimos anos, a Klabin realizou operações de desconto de recebíveis. No ano de 2023, as operações atingiram o montante de R\$ 7,3 bilhões (contra R\$ 7,1 bilhões em 2022). A alavancagem bruta pro-forma da Companhia, incluindo essas operações, ficaria em 5,9x em dezembro de 2023 (4,3x em dezembro de 2022).

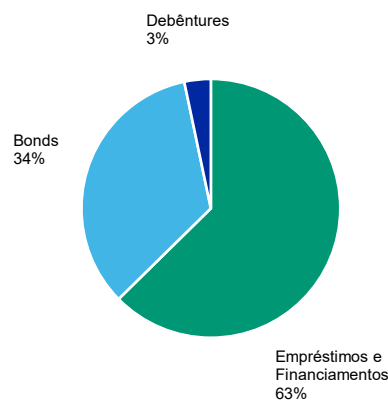
O endividamento da Klabin é majoritariamente composto por dívidas em moeda estrangeira e sem garantia, sendo que 34% da dívida financeira total é composta por *bonds*. As dívidas da Klabin não apresentam *covenants* financeiros. A Klabin possuía, ao final de 2023, 72% de sua dívida em moeda estrangeira contratada a taxas pré-fixadas cujo custo médio era de 5,7% a.a. (representando 59% de sua dívida financeira total). Em relação à sua dívida em moeda local, a maioria está atrelada ao IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), sendo que apenas 20% da dívida em moeda local está atrelada ao CDI (Certificado de Depósito Interbancário), correspondendo a cerca de 9% de sua dívida financeira total.

Figura 11:
Abertura da dívida por indexador
Em dezembro de 2023



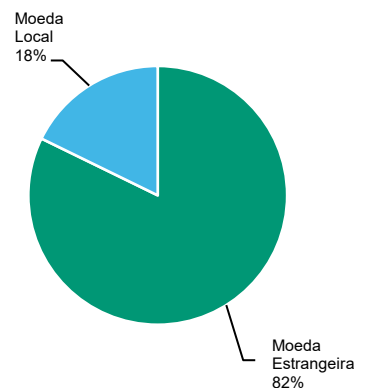
Fonte: Klabin

Figura 12:
Abertura da dívida por instrumento
Em dezembro de 2023



Fonte: Klabin

Figura 13:
Abertura da dívida por moeda
Em dezembro de 2023



Fonte: Klabin

Metodologia utilizada em relação ao(s) rating(s) da(s) entidade(s) e/ou emissão(ões) referenciado(s) neste Relatório de Crédito

- » Metodologia de Rating para Empresas Não-Financeiras, publicada em 25 de outubro de 2023, disponível em www.moodyslocal.com/country/br

O presente relatório não deve ser considerado como publicidade, propaganda, divulgação ou recomendação de compra, venda, ou negociação dos instrumentos objeto destas classificações de risco de crédito.

© 2024 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. e/ou suas licenciadas e afiliadas (em conjunto, "MOODY'S"). Todos os direitos reservados.

OS RATINGS DE CRÉDITO ATRIBUÍDOS PELAS AFILIADAS DE RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S SÃO AS OPINIÕES ATUAIS DA MOODY'S SOBRE O RISCO FUTURO RELATIVO DE CRÉDITO DE ENTIDADES, COMPROMISSOS DE CRÉDITO, DÍVIDA OU VALORES MOBILIÁRIOS EQUIVALENTES À DÍVIDA, DE MODO QUE OS MATERIAIS, PRODUTOS, SERVIÇOS E AS INFORMAÇÕES PUBLICADAS, OU DE ALGUMA FORMA DISPONIBILIZADAS, PELA MOODY'S (COLETIVAMENTE "MATERIAIS") PODEM INCLUIR TAIS OPINIÕES ATUAIS. A MOODY'S DEFINE RISCO DE CRÉDITO COMO O RISCO DE UMA ENTIDADE NÃO CUMPRIR COM AS SUAS OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS E FINANCEIRAS NA DEVIDA DATA DE VENCIMENTO E QUAISQUER PERDAS FINANCEIRAS ESTIMADAS EM CASO DE INADIMPLENTO ("DEFAULT"). VER A PUBLICAÇÃO APLICÁVEL DA MOODY'S RELACIONADA AOS SÍMBOLOS E DEFINIÇÕES DE RATINGS DE CRÉDITO PARA MAIS INFORMAÇÕES SOBRE OS TIPOS DE OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS E FINANCEIRAS ENDEREÇADAS PELOS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S INVERTORS SERVICE. OS RATINGS DE CRÉDITO NÃO TRATAM DE QUALQUER OUTRO RISCO, INCLUINDO, MAS NÃO SE LIMITANDO A: RISCO DE LIQUIDEZ, RISCO DE VALOR DE MERCADO OU VOLATILIDADE DE PREÇOS. OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES E OUTRAS OPINIÕES CONTIDAS NOS MATERIAIS DA MOODY'S NÃO SÃO DECLARAÇÕES SOBRE FATOS ATUAIS OU HISTÓRICOS. OS MATERIAIS DA MOODY'S PODERÃO TAMBÉM INCLUIR ESTIMATIVAS DO RISCO DE CRÉDITO BASEADAS EM MODELOS QUANTITATIVOS E OPINIÕES RELACIONADAS OU COMENTÁRIOS PUBLICADOS PELA MOODY'S ANALYTICS, INC. E/OU SUAS AFILIADAS. OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONSTITUEM OU FORNECEM ACONSELHAMENTO FINANCEIRO OU DE INVESTIMENTO. OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONFIGURAM E NÃO PRESTAM RECOMENDAÇÕES PARA A COMPRA, VENDA OU DETENÇÃO DE UM DETERMINADO VALOR MOBILIÁRIO. OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONSTITUEM RECOMENDAÇÕES SOBRE A ADEQUAÇÃO DE UM INVESTIMENTO PARA UM DETERMINADO INVESTIDOR. A MOODY'S ATRIBUI SEUS RATINGS DE CRÉDITO, SUAS AVALIAÇÕES E OUTRAS OPINIÕES, E DIVULGA, OU DE ALGUMA FORMA DISPONIBILIZA, OS SEUS MATERIAIS ASSUMINDO E PRESSUPONDO QUE CADA INVESTIDOR FARÁ O SEU PRÓPRIO ESTUDO, COM A DEVIDA DILIGÊNCIA, E PROCEDERÁ À AVALIAÇÃO DE CADA VALOR MOBILIÁRIO QUE TENHA A INTENÇÃO DE COMPRAR, DETER OU VENDER.

OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, SUAS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO SÃO DESTINADAS PARA O USO DE INVESTIDORES DE VAREJO E SERIA IMPRUDENTE E INADEQUADO AOS INVESTIDORES DE VAREJO USAR OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES OU MATERIAIS DA MOODY'S AO TOMAR UMA DECISÃO DE INVESTIMENTO. EM CASO DE DÚVIDA, O INVESTIDOR DEVERÁ ENTRAR EM CONTATO COM UM CONSULTOR FINANCEIRO OU OUTRO CONSULTOR PROFISSIONAL.

TODAS AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE DOCUMENTO ESTÃO PROTEGIDAS POR LEI, INCLUINDO, ENTRE OUTROS, OS DIREITOS DE AUTOR, E NÃO PODEM SER COPIADAS, REPRODUZIDAS, ALTERADAS, RETRANSMITIDAS, TRANSMITIDAS, DIVULGADAS, REDISTRIBUÍDAS OU REVENDIDAS OU ARMAZENADAS PARA USO SUBSEQUENTE PARA QUALQUER UM DESTES FINS, NO TODO OU EM PARTE, POR QUALQUER FORMA OU MEIO, POR QUALQUER PESSOA, SEM O CONSENTIMENTO PRÉVIO, POR ESCRITO, DA MOODY'S. PARA FINS DE CLAREZA, NENHUMA INFORMAÇÃO CONTIDA AQUI PODE SER UTILIZADA PARA DESENVOLVER, APERFEIÇOAR, TREINAR OU RETREINAR QUALQUER PROGRAMA DE SOFTWARE OU BANCO DE DADOS, INCLUINDO, MAS NÃO SE LIMITANDO A, QUALQUER SOFTWARE DE INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL, APRENDIZADO DE MÁQUINA OU PROCESSAMENTO DE LINGUAGEM NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGIA E/OU MODELO.

OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS DA MOODY'S NÃO SÃO DESTINADOS PARA O USO, POR QUALQUER PESSOA, COMO UMA REFERÊNCIA ("BENCHMARK"), JÁ QUE ESTE TERMO É DEFINIDO APENAS PARA FINS REGULATÓRIOS E, PORTANTO, NÃO DEVEM SER UTILIZADOS DE QUALQUER MODO QUE POSSA RESULTAR QUE SEJAM CONSIDERANDOS REFERÊNCIAS (BENCHMARK).

Toda a informação contida neste documento foi obtida pela MOODY'S junto de fontes que esta considera precisas e confiáveis. Contudo, devido à possibilidade de erro humano ou mecânico, bem como outros fatores, a informação contida neste documento é fornecida no estado em que se encontra ("AS IS"), sem qualquer tipo de garantia, seja de que espécie for. A MOODY'S adota todas as medidas necessárias para que a informação utilizada para a atribuição de ratings de crédito seja de suficiente qualidade e provenha de fontes que a MOODY'S considera confiáveis, incluindo, quando apropriado, terceiros independentes. Contudo, a MOODY'S não presta serviços de auditoria e não pode, em todos os casos, verificar ou confirmar, de forma independente, as informações recebidas nos processos de ratings de crédito ou na preparação de seus Materiais.

Na medida do permitido por lei, a MOODY'S e seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças e fornecedores não aceitam qualquer responsabilidade perante qualquer pessoa ou entidade relativamente a quaisquer danos ou perdas, indiretos, especiais, consequenciais ou incidentais, decorrentes ou relacionados com a informação aqui incluída ou pelo uso, ou pela inaptidão de usar tal informação, mesmo que a MOODY'S ou os seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças ou fornecedores sejam informados com antecedência da possibilidade de ocorrência de tais perdas ou danos, incluindo, mas não se limitando a: (a) qualquer perda de lucros presentes ou futuros; ou (b) qualquer perda ou dano que ocorra em que o instrumento financeiro relevante não seja objeto de um rating de crédito específico atribuído pela MOODY'S.

Na medida do permitido por lei, a MOODY'S e seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças e fornecedores não aceitam qualquer responsabilidade por quaisquer perdas ou danos, diretos ou compensatórios, causados a qualquer pessoa ou entidade, incluindo, entre outros, por negligência (mas excluindo fraude, conduta dolosa ou qualquer outro tipo de responsabilidade que, para que não subsistam dúvidas, por lei, não possa ser excluída) por parte de, ou qualquer contingência dentro ou fora do controle da, MOODY'S ou de seus administradores, membros de órgão sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças ou fornecedores, decorrentes ou relacionadas com a informação aqui incluída, ou pelo uso, ou pela inaptidão de usar tal informação.

A MOODY'S NÃO PRESTA NENHUMA GARANTIA, EXPRESSA OU IMPLÍCITA, QUANTO À PRECISÃO, ATUALIDADE, COMPLETUDE, VALOR COMERCIAL OU ADEQUAÇÃO A QUALQUER FIM ESPECÍFICO DE QUALQUER RATING DE CRÉDITO, AVALIAÇÃO, OUTRA OPINIÃO OU INFORMAÇÕES DADAS OU PRESTADAS, POR QUALQUER MEIO OU FORMA, PELA MOODY'S.

A Moody's Investors Service, Inc., uma agência de rating de crédito, subsidiária integral da Moody's Corporation ("MCO"), pelo presente, divulga que a maioria dos emissores de títulos de dívida (incluindo obrigações emitidas por entidades privadas e por entidades públicas locais, outros títulos de dívida, notas promissórias e papel comercial) e de ações preferenciais classificadas pela Moody's Investors Service, Inc., acordaram, antes da atribuição de qualquer rating de crédito, pagar à Moody's Investors Service, Inc., para fins de avaliação de ratings de crédito e serviços prestados por esta agência. A MCO e a Moody's Invertors Sevices também mantêm políticas e procedimentos destinados a preservar a independência dos ratings de crédito da M Moody's Invertors Sevices e de seus processos de ratings de crédito. São incluídas anualmente no website www.moody.com, sob o título "Investor Relations — Corporate Governance — Charter Documents — Director and Shareholder Affiliation Policy" informações acerca de certas relações que possam existir entre administradores da MCO e as entidades classificadas com ratings de crédito e entre as entidades que possuem ratings da Moody's Invertors Sevices, Inc. e que também informaram publicamente à SEC (Security and Exchange Commission – EUA) que detêm participação societária maior que 5% na MCO.

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., e Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (coletivamente, as "Moody's Non-NRSRO CRAs") são todas subsidiárias de agências de classificação de risco integralmente detidas de forma indireta pela MCO. Nenhuma das Moody's Non-NRSRO CRAs é uma Organização de Classificação de Risco Estatístico Nacionalmente Reconhecida (NRSRO).

Termos adicionais apenas para a Austrália: qualquer publicação deste documento na Austrália será feita nos termos da Licença para Serviços Financeiros Australiana da afiliada da MOODY'S, a Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 e/ou pela Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL

383569 (conforme aplicável). Este documento deve ser fornecido apenas a distribuidores ("wholesale clients"), de acordo com o estabelecido pelo artigo 761G da Lei Societária Australiana de 2001. Ao continuar a acessar esse documento a partir da Austrália, o usuário declara e garante à MOODY'S que é um distribuidor ou um representante de um distribuidor, e que não irá, nem a entidade que representa irá, direta ou indiretamente, divulgar este documento ou o seu conteúdo a clientes de varejo, de acordo com o significado estabelecido pelo artigo 761G da Lei Societária Australiana de 2001. O rating de crédito da Moody's é uma opinião em relação à idoneidade creditícia de uma obrigação de dívida do emissor e não diz respeito às ações do emissor ou qualquer outro tipo de valores mobiliários disponíveis para investidores de varejo.

Termos adicionais apenas para a Índia: As classificações de crédito da Moody's, avaliações, outras opiniões e Materiais não têm a intenção de ser, e não devem ser, utilizadas ou consideradas, por usuários localizados na Índia em relação a valores mobiliários listados ou propostos para listagem em bolsas de valores indianas.

Termos adicionais referentes a Opiniões de Terceiros (conforme definido nos Símbolos e Definições de Classificação da Moody's Investors Service): Por favor, observe que uma Opinião de Terceiros ('SPO') não é uma 'classificação de crédito'. A emissão de SPOs não é uma atividade regulamentada em muitas jurisdições, incluindo Singapura. JAPÃO: No Japão, o desenvolvimento e a oferta de SPOs se enquadram na categoria de 'Negócios Auxiliares', não em 'Negócios de Classificação de Crédito', e não estão sujeitos às regulamentações aplicáveis aos 'Negócios de Classificação de Crédito' sob a Lei de Instrumentos Financeiros e Câmbio do Japão e suas regulamentações relevantes. RPC: Qualquer SPO: (1) não constitui uma Avaliação de Bônus Verde da RPC conforme definido por quaisquer leis ou regulamentos relevantes da RPC; (2) não pode ser incluído em nenhum documento de declaração de registro, circular de oferta, prospecto ou qualquer outro documento enviado às autoridades reguladoras da RPC ou utilizado de outra forma para atender a qualquer requisito de divulgação regulatória da RPC; e (3) não pode ser utilizado na RPC para qualquer fim regulatório ou para qualquer outro fim que não seja permitido pelas leis ou regulamentos relevantes da RPC. Para os fins deste aviso legal, "RPC" refere-se ao continente da República Popular da China, excluindo Hong Kong, Macau e Taiwan.