

Papel e Celulose

Atrasado para a festa? – Início de cobertura de Suzano e Klabin

Papel e Celulose
Relatório publicado em
08 de abril de 2024

Iniciando a cobertura de companhias brasileiras de papel e celulose e a Suzano é nossa preferida.

Acreditamos que as ações de SUZB e KLBN negociarão com base nos preços da celulose de fibra curta (BHKP) nos próximos meses, que devem atingir o pico de US\$710/t em abril e a mínima de US\$570/t em outubro. Temos preferência relativa por Suzano (Neutra) a Klabin (Venda), mesmo em um ciclo de baixa da celulose, pois (i) o VF/EBITDA 2025E de 5,6x da Suzano ainda representa um desconto de 15% sobre a sua média dos últimos 5 anos de 6,6x, enquanto o múltiplo de 7,3x 2025E da Klabin está cerca de 5% abaixo de sua média dos últimos 5 anos, de 7,7x; (ii) a trajetória de migração de dívida para capital próprio é mais clara para a Suzano devido ao seu retorno médio sobre o FCL de próximo de 15% em 2025–27E vs. os cerca de 8% da Klabin no mesmo período; e (iii) acreditamos que haja mais riscos positivos para a nossa projeção e para a projeção de consenso para a Suzano, conforme discutiremos adiante.

Preço da celulose: ventos desfavoráveis no curto prazo, mas fundamentos de longo prazo intactos.

O vigor do preço da celulose surpreendeu no 1T24, sustentado por demanda mais alta do que a esperada na Europa e China, instabilidades logísticas no Mar Vermelho, greves na Finlândia e estoques de celulose abaixo dos níveis normais. Accreditamos que o preço da celulose atingirá o pico de US\$710/t em abril de 2024 e o ponto mínimo de US\$570/t em outubro de 2024, queda que está dentro da faixa dos últimos nove ciclos de baixa da celulose (queda de 7% a 45%, ou US\$46–US\$388/t). Accreditamos que os preços cairão devido aos cerca de 2,0 milhões de toneladas de oferta adicional de celulose no ano e ao fim da recomposição dos estoques na China, o que já pode estar refletido nos futuros de celulose de fibra longa (BSKP) e nos preços de revenda de BHKP abaixo do nível spot (à vista), apesar da alta volatilidade. Do lado positivo, os fundamentos de médio e longo prazos seguem sólidos e acreditamos que o preço da celulose permanecerá acima da média histórica de US\$600/t nos próximos anos em virtude de (i) custos estruturalmente mais altos; (ii) crescimento da demanda; e (iii) restrições na oferta.

Suzano: aguardando para abrir os presentes; Neutra (PA de R\$71/ação); potencial de valorização de 13,0%. Vemos a proposição de risco/retorno das ações da SUZB como fraca, considerando sua alta de 23% desde o fim de janeiro e nossa crença de que as ações seguirão a queda no preço da celulose que projetamos. A recomendação Neutra (em vez de Venda) é justificada pelos múltiplos de avaliação atrativos e pelos retornos sobre o FCL a partir de 2025, resultantes principalmente do início do projeto Cerrado e dos preços de celulose acima de US\$600/t em 2025–28E. Reconhecemos que o preço das ações da Suzano (em US\$) caíram até 61% (média de -24%) do pico ao vale dos preços da celulose em alguns ciclos, e acreditamos que a tendência passada deve se repetir. Dito isso, as ações da SUZB subiram até 81% (média de +29%) a partir das respectivas mínimas dentro do ciclo de baixa da commodity. Por esse motivo, consideraríamos adotar uma postura mais positiva no nome antes que os preços de BHKP atinjam a mínima de US\$570/t que projetamos para o 4T24.

Klabin: parada no congestionamento; Venda (PA de R\$25/ação; potencial de valorização de 1,3%). Gostamos da história de crescimento do EBITDA da companhia (p.ex., taxa de crescimento anual composta de 10% em 2023–27E) e dos fundamentos de médio a curto prazos para o setor, mas por enquanto não gostamos da apreciação do valor de mercado, principalmente devido ao ritmo de desalavancagem nos próximos anos, ao potencial de valorização sobre nosso preço-alvo e aos seus múltiplos e retornos relativamente aos da Suzano e aos pares globais do setor de papel e embalagem. Além disso, apesar de a companhia estar menos exposta do que a Suzano à celulose (20%–25% do EBITDA 2024E total), o efeito desfavorável dos preços mais baixos de celulose sobre os resultados ainda poderá pesar sobre o preço de suas ações. Para que nossa visão se torne mais positiva, gostaríamos de ver (i) preços de papel e celulose mais altos do que o esperado e

Ricardo Monegaglia

+55 11 3175 7855
ricardo.neto@safra.com.br

Conrado Vegner, CFA

+55 11 3175 8892
conrado.vegner@safra.com.br

SUZB3

Recomendação	Neutra
Preço atual	R\$ 62,81
Preço-alvo	R\$ 71,00
Potencial de valorização	13,0%

KLBN11

Recomendação	Venda
Preço atual	R\$ 24,68
Preço-alvo	R\$ 25,00
Potencial de valorização	1,3%

desvalorização do real (R\$); (ii) queda do custo caixa total para abaixo de nossas estimativas; e/ou correção do preço da ação ou redução da dívida líquida mais rápida do que o esperado.

Riscos para nossas teses de investimento. (i) preços de celulose, papel e produtos de embalagem diferentes de nossas projeções; (ii) custos operacionais distintos de nossas projeções; (iii) ritmo de desalavancagem diferente de nossas expectativas; (iv) mudanças inesperadas nos planos de despesas de capital; e (v) taxa de câmbio US\$/R\$ diferente de nossas projeções.

Índice

Tese de investimento	04
Como investiríamos no setor	07
Suzano	12
Avaliação e projeções para Suzano	18
Klabin	23
Avaliação e projeções para Klabin	28
Mercados de papel e celulose	32
Riscos	40
ESG – Suzano	41
Governança corporativa de Suzano	42
ESG – Klabin	46
Governança corporativa de Klabin	47

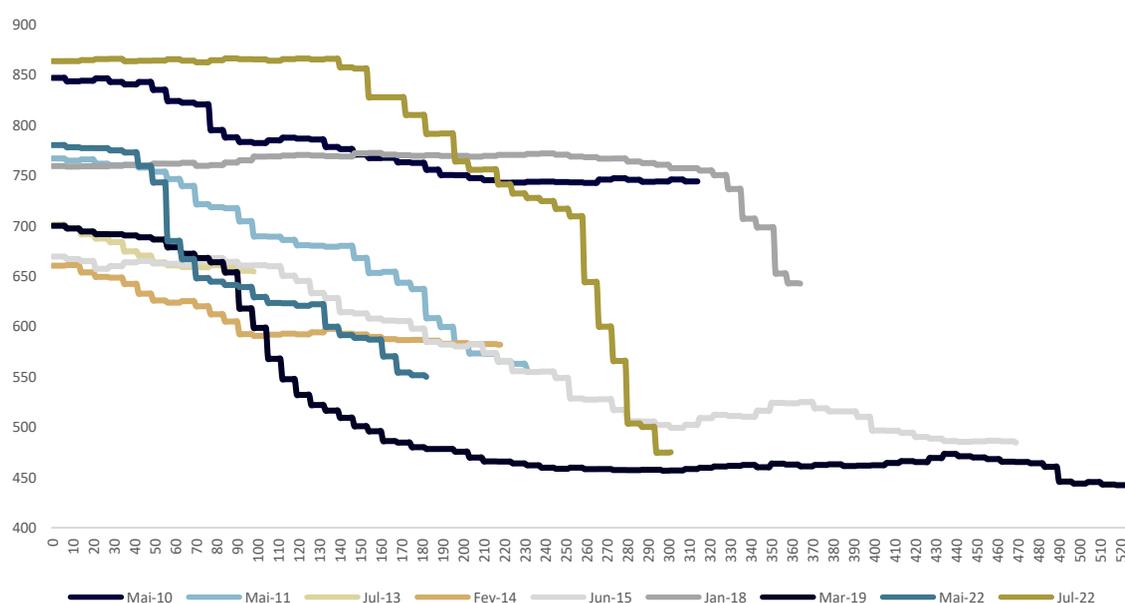
Tese de investimento

O preço da celulose cairá nos próximos meses? Acreditamos que sim, embora a um ritmo mais lento do que prevíamos anteriormente. Nós nos surpreendemos com o vigor do preço da celulose no 1T24, provavelmente beneficiado pela demanda mais alta do que a esperada na Europa e na China, por instabilidades logísticas no Mar Vermelho, por greves na Finlândia e pelos estoques de celulose abaixo dos níveis normais. Dito isso, acreditamos que o preço da celulose cairá devido aos cerca de 2,0 milhões de toneladas de oferta adicionais de celulose no ano e ao fim da recomposição dos estoques na China, o que já poderá se refletir nos preços futuros de BSKP e nos preços de revenda de BHKP abaixo do nível spot (à vista), apesar da alta volatilidade.

No entanto, recomendamos fortemente dar um passo atrás, e apontamos algumas das razões pelas quais acreditamos que o preço da celulose poderá cair menos e se recuperar mais rápido do que o projetado anteriormente. Idealmente, preferiríamos já adotar uma visão positiva para Suzano, mas iniciamos nossa cobertura da companhia com uma recomendação **Neutra** já que, depois da alta de 23% das ações desde o fim de janeiro, acreditamos que o nível de avaliação atual deverá oferecer menos proteção quando o preço da celulose entrar em tendência de queda, conforme prevemos. Por outro lado, iniciamos a cobertura de Klabin com uma recomendação de **Venda**, com base no nível de avaliação alto e na nossa preferência relativa por Suzano, mesmo em um cenário de ciclo de baixa no preço da celulose.

Preços da celulose normalmente caem rapidamente... Nos últimos nove ciclos de baixa, o preço da celulose caiu, em média, cerca de 24% (entre 7% e 45%), ou US\$180/t (entre US\$46/t e US\$388/t) a partir do seu pico, recuperando-se, em média, dez meses depois (entre 3 e 18 meses). Acreditamos que a maioria dos altos e baixos no preço da celulose foi causada por uma transferência de poder de compradores para vendedores (ou seja, variação nos estoques). Em nossa visão, os mercados de celulose funcionam em uma dinâmica clássica de commodities, em que produtores têm controle limitado sobre preços e, portanto, operam com alta utilização de capacidade, e preços são definidos pelo equilíbrio entre oferta e demanda no mercado.

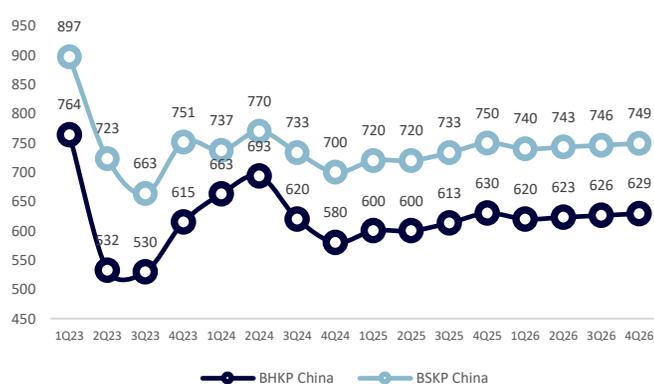
Figura 1. Queda do ponto máximo ao mínimo nos preços de BHKP na China (%; dias)



Fontes: Bloomberg, companhias e Safrá

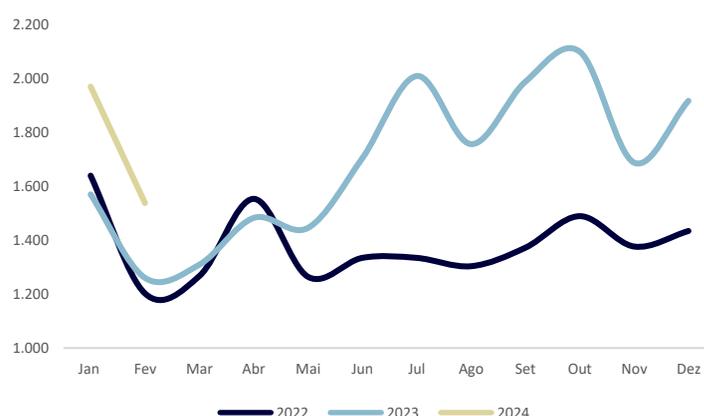
... e esperamos o início de um declínio em breve. Projetamos que o preço de BHKP na China atingirá o pico de US\$710/t em abril de 2024 e o ponto mínimo de US\$570/t, em outubro de 2024, antes de atingir US\$590/t até o fim de 2024. Acreditamos que o preço da celulose entrará em tendência de queda nos próximos meses, principalmente à medida que as taxas de utilização caírem, o que pode já estar refletido (i) nos preços futuros de BSKP para maio de 2024 cerca de US\$60/t abaixo do preço spot; e (ii) no preço de revenda de BHKP na China, que está US\$27/t abaixo do preço spot. Estimamos que a oferta de BHKP crescerá próximo de 2,0 milhões de toneladas em 2024 ante o ano anterior, enquanto a demanda seguirá estável, reduzindo as taxas de utilização de BHKP em 7% ante o ano anterior para 88%, excluindo paradas não planejadas. Projetamos que a produção de papel crescerá cerca de 1% ante o ano anterior em 2024 (aproximadamente 3 milhões de toneladas), mas prevemos desafios para o crescimento da demanda por celulose em virtude da retomada da capacidade de produtores integrados de celulose (redução de 1 a 2 milhões de toneladas em 2023) e da desaceleração na recomposição de estoques de clientes na China. Por exemplo, os embarques de celulose para a China aumentaram 3,7 milhões de toneladas em 2023 ante o ano anterior (ou 22%), enquanto as importações chinesas de cavacos de madeira diminuíram em 1,7 milhão de toneladas em volume equivalente de celulose (cerca de 19% na comparação anual). A tendência de alta continuou nos dois primeiros meses de 2024, com aumento de 24% nos embarques de celulose para a China na comparação com o mesmo período do ano anterior.

Figura 2. Projeções do Safrá para o preço da celulose (US\$/t)



Fontes: Suzano e Safrá

Figura 3. Embarques de celulose para a China (milhares de toneladas)



Fontes: PPPC e Safrá

Do lado positivo, os fundamentos de médio e longo prazos permanecem sólidos: acreditamos que o preço da celulose poderia estar ancorado nos custos... O custo marginal do produtor de celulose de fibra curta foi de cerca de US\$450/t no início de 2020 para um pico próximo de US\$600/t no fim de 2021, devido principalmente a custos mais altos de (i) energia (por exemplo, gás natural e petróleo); (ii) produtos químicos; (iii) madeira; e (iv) moedas locais mais fracas em relação ao dólar norte-americano. Estimamos que os custos marginais do produtor tenham chegado a próximo de US\$550/t no fim de 2023, uma queda estranhamente pequena se comparada a de picos anteriores, considerando que o preço de produtos químicos caiu pela metade, o preço do petróleo diminuiu cerca de 20% e o preço de cavacos de madeira encolheu aproximadamente 20% no 2S23. Acreditamos que uma boa parcela da inflação de custos desde 2020 poderia ser considerada estrutural, tendo em vista os níveis de custo mais recente de produtores do primeiro quartil e suas indicações de custo de longo prazo.

Além disso, não estamos preocupados com a possibilidade de a adição de nova oferta em 2024 reduzir o preço de equilíbrio por muito tempo. Isso porque o crescimento da demanda por celulose e a ausência de novos projetos poderiam contrabalançar esse efeito. Os custos de produtores integrados, até mesmo daqueles abaixo do quarto quartil da curva de custos, devem aumentar, particularmente os custos de madeira. Acreditamos que produtores integrados de celulose da China demandarão mais cavacos de madeira, mas esperamos crescimento limitado da disponibilidade no futuro próximo. Acreditamos que essa tendência poderia resultar em preços de

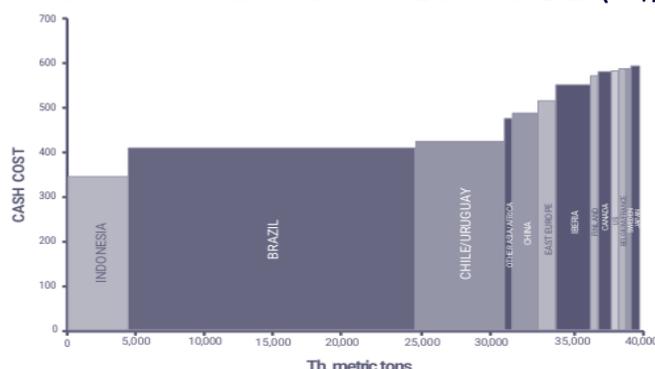
cavacos de madeira consistentemente acima de US\$200/tonelada métrica seca (bdmt) (ou US\$400/t de celulose equivalente) nos próximos anos.

Figura 4. Custo marginal do produtor de BHKP (US\$/t)



Fontes: Hawkins Wright, Suzano e Safrá

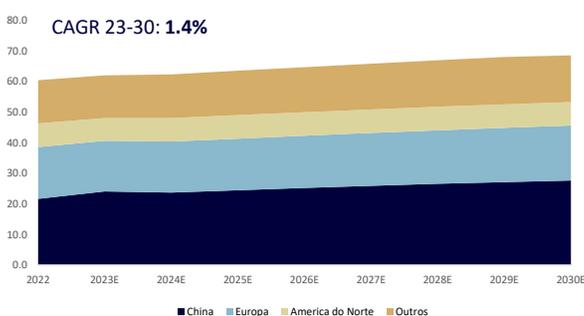
Figura 5. Curva de custo caixa de BHKP – dezembro de 2023 (US\$/t)



Fontes: Hawkins Wright e Safrá

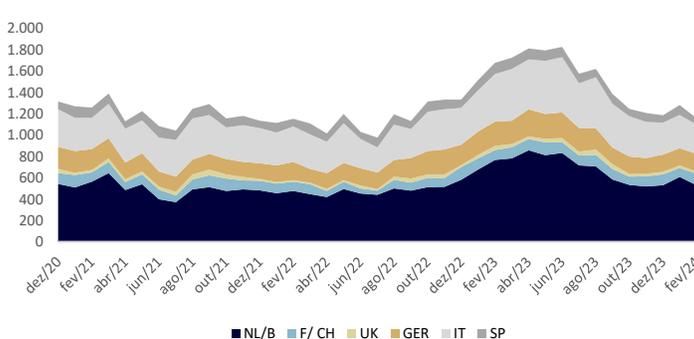
... com a ajuda da demanda crescente... Reconhecemos a dificuldade em apresentar um argumento positivo para commodities com base na visão para a demanda, mas acreditamos que os fundamentos para a demanda de celulose permanecem intactos, particularmente para produtos de papel tissue, que representam cerca de 45% do uso final da celulose. Apesar dos possíveis desafios para a demanda em 2024 devido à normalização dos estoques na China, existe a probabilidade de recomposição de estoques na Europa. Acreditamos que isso poderia compensar parcialmente a equação do equilíbrio de mercado no ano. Como exemplo, projetamos que a demanda por BHKP seguirá estável em 2024 na comparação com o ano anterior, antes de retornar para uma taxa de crescimento anual de cerca de 1 milhão de toneladas. No prazo mais longo, a mudança do plástico e de combustíveis fósseis para fibra virgem poderia gerar demanda incremental por celulose acima da que projetamos em nosso cenário-base, com 2 a 3 milhões de toneladas estimadas de demanda potencial não explorada, segundo a Suzano.

Figura 6. Demanda por pasta química branqueada (BCP) (milhões de toneladas)



Fontes: Hawkins Wright e Safrá

Figura 7. Estoques de celulose em portos europeus (milhares de toneladas)



Fontes: Europulp e Safrá

... e crescimento limitado na oferta. Nenhum outro projeto de celulose, além do Cerrado, está sendo atualmente construído. Portanto, a demanda possivelmente crescerá mais do que o incremento na capacidade de produção de celulose de mercado entre 2025 e 2028. Leva aproximadamente 30 meses para iniciar um projeto de celulose depois de sua aprovação. Portanto, há espaço limitado para aumentos inesperados na oferta até pelo menos 2027. O projeto Sucuriu está planejado para ter início em 2028 e é o próximo projeto confirmado com tamanho relevante depois do projeto Cerrado. Projetos recentes na América Latina apresentaram atrasos. Houve mais paradas não planejadas nos últimos anos, com perda média de cerca de 1,3 milhão de toneladas por ano na produção de BHKP em 2021–23, acima da perda de produção não planejada de 700 mil toneladas em nossa projeção para a oferta de BHKP. Acreditamos que o envelhecimento das fábricas de celulose, desastres ambientais mais frequentes e mudanças no mercado (por exemplo,

conversão de capacidade com diminuição da produção de polpa de celulose para produção de papéis e disponibilidade limitada de florestas) contribuirão para a continuidade dessa tendência.

Figura 8. Lista de investimentos planejados em capacidade de produção de BHKP

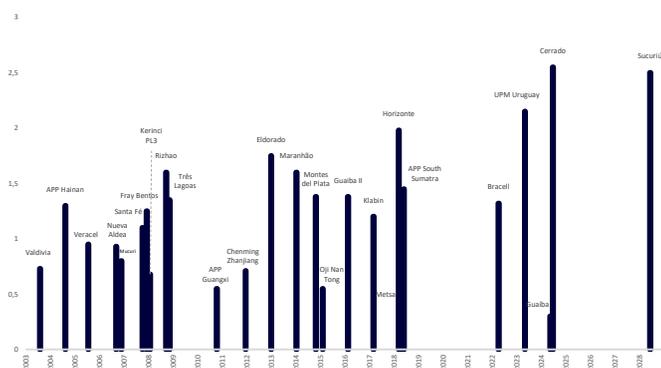
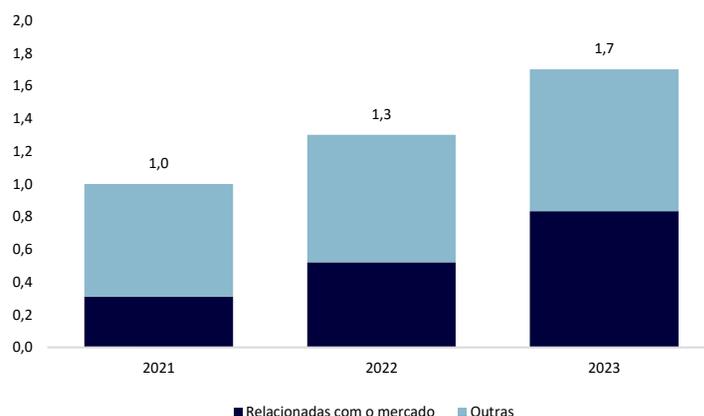


Figura 9. Paradas inesperadas na produção de BHKP (milhares de toneladas)



Fontes: Hawkins Wright, Pöyry e Safrá

Fontes: RISI, Suzano e Safrá

Como investiríamos no setor

Iniciamos a cobertura de Suzano com uma recomendação **Neutra** e um preço-alvo para o fim de 2024 de R\$71/ação (potencial de valorização de 13,0%), pois acreditamos que o preço da ação cairá juntamente com o preço da celulose antes de subir. As ações da Suzano dispararam 69% desde abril de 2023 (23% desde janeiro de 2024), e atualmente acreditamos que o potencial de valorização, calculado com base em diferentes metodologias de avaliação, não justifica uma recomendação de Compra. Nossa recomendação Neutra (em vez de Compra) é justificada pelos múltiplos de avaliação atrativos e pelos retornos sobre o FCL a partir de 2025, resultantes principalmente do início do projeto Cerrado e dos preços de celulose acima da média histórica de US\$600/t. Reconhecemos que o preço das ações da Suzano (em US\$) caiu até 61% (média de -24%) do pico ao vale dos preços da celulose em alguns ciclos. Nesses mesmos ciclos, as ações da SUZB subiram até 81% (média de +29%) a partir das respectivas mínimas no preço da ação. Por esse motivo, consideraríamos adotar uma postura mais positiva no nome antes que os preços de BHKP atinjam a mínima de US\$570/t que projetamos para o 4T24.

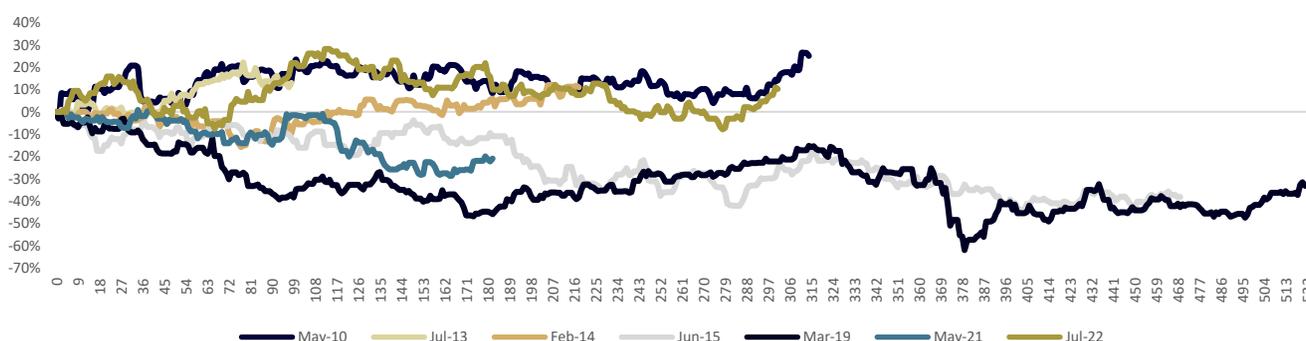
Por outro lado, iniciamos a cobertura de Klabin com uma recomendação de **Venda** e um preço-alvo de R\$25,0/unit (potencial de valorização de 1,3%), em virtude principalmente do potencial de valorização não atrativo sobre nosso preço-alvo calculado pelo fluxo de caixa descontado (FCD) – já que o preço de sua unit subiu 46% desde abril de 2023 (18% desde janeiro de 2024) – e de nossa preferência relativa por Suzano, mesmo em um cenário de ciclo de baixa no preço da celulose. Os múltiplos de avaliação e o retorno sobre o FCL da Klabin são menos atrativos do que os da Suzano nos próximos anos se considerarmos a taxa de crescimento anual composta de 10% no EBITDA da companhia em 2023–27E, e vemos menos riscos positivos para as nossas projeções e para as projeções de consenso em comparação com a Suzano. Além disso, o múltiplo VF/EBITDA de cerca de 7,3x da Klabin em 2025E representa um prêmio de 30% sobre a Suzano e um prêmio de 3% sobre produtores globais de papel e embalagem, em comparação com um prêmio médio de 17% e um desconto de 2% entre 2021 e 1T24, respectivamente. Continuamos esperando que a Klabin e os pares globais de papel e embalagem sejam negociados a preços alinhados nos próximos anos, assim como ocorre desde 2021.

As ações da SUZB caíram fortemente em ciclos passados do preço da celulose... As ações da SUZB (em US\$) perderam até 61% em valor (média de -24%) nos últimos ciclos de baixa, excluindo (i) o ciclo de 2011, que precedeu a oferta subsequente da companhia em 2012 e (ii) o ciclo de 2018,

quando as ações precificavam a aquisição da Fibria. Depois que as ações da SUZB atingiram seu ponto mínimo, o preço das ações subiu até 81% (média de 29%) depois que o preço da commodity chegou ao ponto mais baixo de cada respectivo ciclo, indicando para nós que as ações da companhia antecipam um ciclo de alta da commodity e que a maior parte do valor presente líquido do valor de mercado está ancorado em preços de longo prazo relativamente estáveis da commodity.

...mas vemos suporte relativamente maior ao preço das ações no próximo ciclo de baixa. Um dos motivos para nossa recomendação Neutra para a Suzano (em vez de Venda) é o desempenho do preço da ação durante o atual ciclo de alta da commodity em comparação com ciclos passados. As ações da Suzano (em US\$) aumentaram 20% nos 9 meses do atual ciclo de alta, abaixo da média dos ciclos anteriores. O preço da ação da SUZB aumentou próximo de 27%, em média, nos 9 meses após o preço da celulose atingir suas mínimas – excluímos também os ciclos de 2010 e 2013 devido à curta duração dos ciclos de alta que se seguiram (1 a 4 meses). Dito isso, acreditamos que o valor presente líquido do projeto Cerrado estava totalmente incorporado ao preço das ações da SUZB nesse período – estimamos que esse projeto tenha adicionado aproximadamente US\$1,2/SUZB (ou cerca de 14%) ao preço de SUZB no início do atual ciclo de alta. Pressupondo que isso seja verdadeiro, se excluirmos o valor presente líquido do projeto Cerrado do preço da ação, a diferença com relação à média histórica aumenta. As ações da Suzano aumentaram outros 25%, aproximadamente, desde a marca dos 9 meses e, embora o aumento esteja bem abaixo daquele no único ciclo passado que durou mais de 10 meses, esperamos que as ações da companhia acompanhem, em certa medida, o preço da celulose.

Figura 10. Desempenho do preço das ações da Suzano do pico ao vale nos preços de BHKP (%; dias)¹



Fontes: Bloomberg e Safrá
Preço das ações da SUZB em US\$

Figura 11. Desempenho do preço das ações da Suzano depois do fim do ciclo de baixa nos preços de BHKP (%)¹

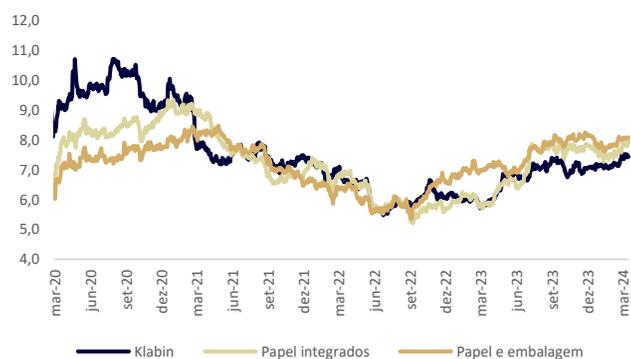
SUZB após queda do Preço do BHKP	Fim do ciclo de queda						
	Oct-13	Sep-14	Oct-16	Aug-20	Nov-21	Méd. Hist	May-23
3 meses	-2%	-5%	34%	4%	19%	13%	11%
6 meses		2%	33%	42%	10%	22%	19%
9 meses		25%	31%	42%	4%	27%	20%
10 meses			62%			62%	34%
10.5 meses			78%			78%	44%
Tamanho do ciclo de alta em meses	4.2	9.5	15.2	9.4	8.2		

Fontes: Bloomberg e Safrá
Preço das ações da SUZB em US\$

Avaliação de KLBN em relação a produtores globais integrados de papel e papel e embalagem. A Klabin é negociada em linha com a média dos produtores globais integrados de papel e de papel e embalagem desde o 1T21, a um múltiplo VF/EBITDA médio de 6,9x (desconto de 2%). A Klabin era negociada a um múltiplo VF/EBITDA médio de 7,7x no período entre 1T19 e 2T21, um prêmio de 7% sobre pares globais. Embora acreditemos que a companhia poderia ser negociada a um nível mais alto de VF/EBITDA, temos poucas razões para acreditar em uma alteração nos múltiplos de

volta para 8,0x ou mais, a menos que (i) haja uma alteração nos múltiplos de todo o setor; (ii) o negócio de papel e embalagem ganhe mais participação sobre a celulose nos resultados da companhia do que esperamos (cerca de 75% a partir de 2025 vs. 64% em 2023); ou (iii) a companhia se desalavanque mais rápido do que esperamos.

Figura 12. VF/EBITDA 12 meses à frente da Klabin e de pares globais



Fontes: Bloomberg e Safra

Figura 13. Desconto da Klabin sobre produtores integrados de papel e papel e embalagem



Fontes: Bloomberg e Safra

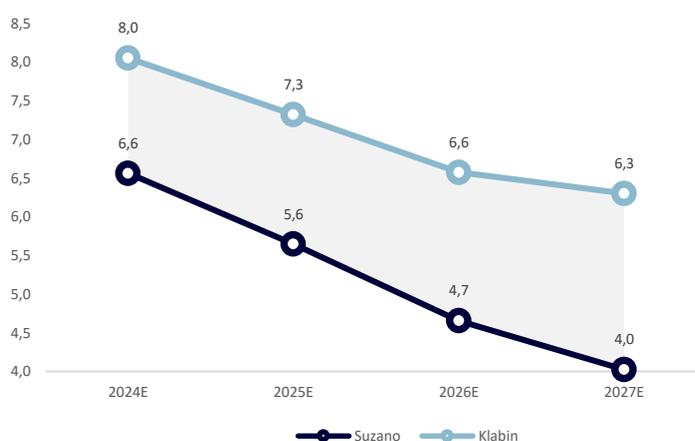
Preferência relativa por Suzano a Klabin. Os preços das ações da SUZB e KLBN subiram 69% e 46%, respectivamente, desde abril de 2023, em linha com o aumento no preço da celulose e do papel globalmente. O múltiplo VF/EBITDA da Suzano de 5,6x em 2025E ainda representa um desconto de cerca de 15% sobre sua média dos últimos cinco anos de 6,6x, enquanto o múltiplo da Klabin de 7,3x em 2025E é negociado a um desconto de apenas 5%, aproximadamente, sobre sua média dos últimos 5 anos, de 7,7x. Acreditamos que a trajetória de migração de dívida para capital próprio seja mais clara para a Suzano devido à sua gestão de caixa superior, com retorno médio sobre o FCL de próximo de 15% em 2025–27E, comparado aos cerca de 8% da Klabin no mesmo período; Além disso, projetamos que o EBITDA tanto da Suzano como da Klabin crescerá a uma taxa anual composta de cerca de 10% em 2023–27, mas acreditamos que haja mais riscos positivos para as nossas projeções e as projeções de consenso para a Suzano, conforme discutiremos abaixo.

Figura 14. Projeção para o retorno sobre o fluxo de caixa livre (%)



Fontes: Safra

Figura 15. Projeção para o múltiplo VF/EBITDA (x)



Fontes: Safra

Onde achamos que há mais potencial de valorização? Acreditamos que haja mais risco positivo em nossas projeções para a Suzano do que nas projeções para a Klabin, em virtude principalmente de (i) nossa projeção para custos em comparação com a projeção (guidance) apresentada pela companhia e (ii) nossa projeção para o preço de longo prazo da BHPK de US\$591/t (US\$620/t nominal no 1T26), que pode se mostrar baixa, caso os fundamentos da demanda sigam sólidos e a

inflação de custos da madeira acelerar nos próximos anos. Nossas projeções para o EBITDA da Suzano em 2024–2027 estão 2% acima do consenso da Visible Alpha, mas 7% acima para a Klabin.

A Suzano projetou desembolsos operacionais totais para celulose de R\$1.753/t em 2027 – em termos reais no fim de 2024, em plena capacidade –, abaixo de nossa projeção para os desembolsos operacionais totais de R\$1.861/t em 2027. A diferença entre a nossa projeção e a da companhia se encontra principalmente na linha do custo caixa, explicada pela nossa premissa de uma moeda local (R\$) mais fraca em 2027 (afetando os custos em US\$) e nossa visão mais conservadora para a redução do custo caixa nas operações atuais (excluindo o projeto Cerrado). Nossa projeção para o EBITDA de 2027 aumentará em 6% se a projeção da Suzano para 2027 for atingida à taxa de câmbio que projetamos de R\$ 5,26/US\$ (vs. a projeção da Suzano de R\$ 5,00/US\$).

Projetamos que o custo caixa total da Klabin (ou seja, todos os custos e despesas antes do EBITDA) cairá 6% ante o ano anterior para cerca de R\$2.960/t em 2024, abaixo da projeção da companhia de R\$3,100/t, pois esperamos que a Klabin antecipe parte dos benefícios do custo da madeira decorrentes da aquisição de Caetê. Dito isso, o saldo da redução de custos nos anos seguintes é menor. Projetamos que o EBITDA chegará a cerca de R\$9,3bi em 2027, ou R\$2,8bi acima do EBITDA dos últimos 12 meses de aproximadamente R\$6,5bi no 3T23. O aumento em nossa estimativa é mais baixo do que o projetado pela companhia para o período. Ainda assim, se sua projeção for alcançada, nosso EBITDA para 2027E aumentaria apenas cerca de 2%.

Figura 16. Sensibilidade do preço-alvo da Suzano¹

		2025 BHKP médio (\$/t)						
		590	600	610	620	630	640	650
USD/BRL méd. 2025 (milhare)	4.84	49	52	56	60	63	67	71
	4.94	52	56	60	64	67	71	75
	5.04	56	60	64	68	71	75	79
	5.14	60	64	67	71	75	79	83
	5.24	63	67	71	75	79	83	87
	5.34	67	71	75	79	83	87	91
	5.44	71	75	79	83	87	91	96

Fontes: Safr

As áreas destacadas mostram um potencial de valorização superior a 25%.

Figura 17. Sensibilidade do preço-alvo da Klabin¹

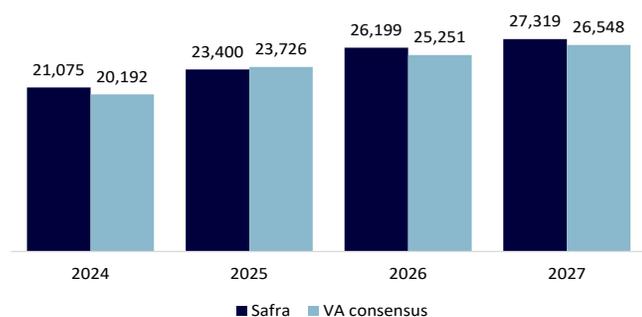
		2025 BHKP médio (\$/t)						
		590	600	610	620	630	640	650
USD/BRL méd. 2025 (milhare)	4.84	19	19	19	20	20	21	21
	4.94	20	21	21	22	22	23	23
	5.04	22	23	23	24	24	24	25
	5.14	24	24	25	25	26	26	27
	5.24	26	26	27	27	28	28	29
	5.34	28	28	29	29	29	30	30
	5.44	29	30	30	31	31	32	32

Fontes: Safr

As áreas destacadas mostram um potencial de valorização superior a 25%.

Figura 18. Projeção para o EBITDA da Suzano vs. consenso VA

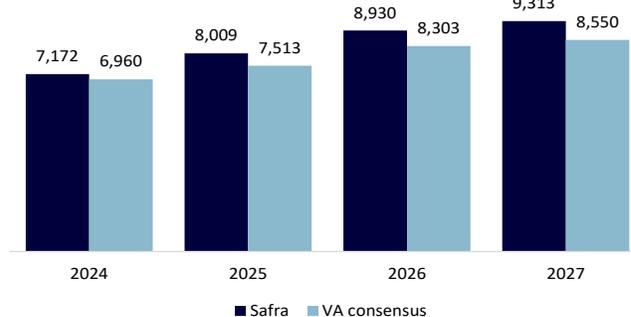
24-27 Safr vs. Cons: +2%



Fontes: Visible Alpha e Safr

Figura 19. Projeção para o EBITDA da Klabin vs. consenso VA

24-27 Safr vs. Cons: +7%



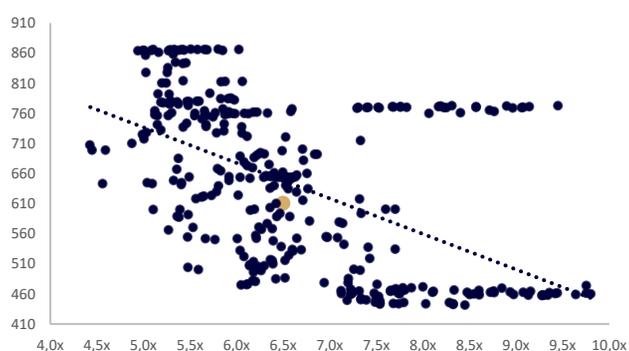
Fontes: Visible Alpha e Safr

Qual é o preço de longo prazo da celulose implícito nas ações da companhia? Estimamos um preço de US\$579/t para BHKP – em termos reais no 2T24 – implícito no valor de mercado à vista da Suzano, abaixo de nossa projeção de longo prazo para o preço de US\$591/t (preço nominal de US\$620/t no 1T26). Destacamos que o preço implícito sob a mesma metodologia era de US\$554/t no fim de janeiro, antes da disparada no preço da ação. A mesma análise para a Klabin resultou em

um preço de BHKP implícito de US\$601/t, o que reitera nossa preferência relativa por Suzano e recomendação de Venda para a Klabin.

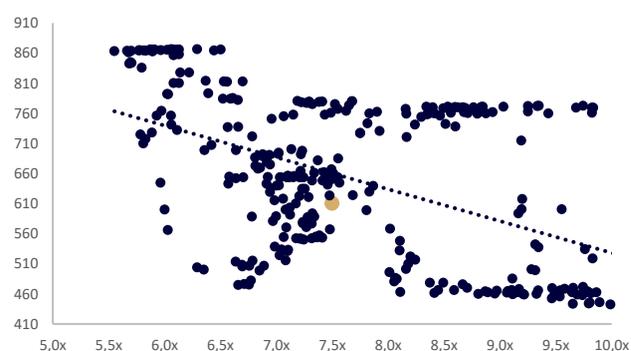
A qual múltiplo VF/EBITDA as ações são negociadas ao preço de US\$610/t para a BHKP? O múltiplo VF/EBITDA de 5,6x da Suzano em 2025E representa um desconto sobre o múltiplo VF/EBITDA de cerca de 6,5x 12 meses à frente ao qual a companhia era negociada quando o preço da BHKP se encontrava próximo de US\$610/t, que é nossa projeção média para 2025. O múltiplo VF/EBITDA da Klabin de cerca de 7,3x em 2025E encontra-se praticamente alinhado ao nível do VF/EBITDA ao qual era negociada ao preço de BHKP a US\$610/t no período. Acreditamos que alguns investidores poderão justificar a alteração dos múltiplos da Klabin nos últimos cinco anos pela adição de 1,4 milhão de toneladas por ano em capacidade de produção de papel e embalagem no período. Esses setores são historicamente negociados a um prêmio sobre a celulose devido aos resultados menos voláteis e à maior diferenciação do produto. Dito isso, destacamos que a contribuição proporcional desses segmentos para os resultados da Klabin aumentou modestos 6% desde 2019, muito menos do que a adição de capacidade de 33% no período.

Figura 20. VF/EBITDA 12 meses à frente histórico da Suzano vs. preço de BHKP na China (US\$/t; x)



Fontes: Bloomberg e Safra

Figura 21. VF/EBITDA 12 meses à frente histórico da Klabin vs. preço de BHKP na China (US\$/t; x)



Fontes: Bloomberg e Safra

Figura 22. Tabela de comparação

Companhia	Ações	Preço de Fechamento	Moeda	Valor de Mercado (US\$ mn)	ADTV 3M (US\$ mn)	VF/EBITDA		P/L		Retorno do dividendo	
						2024	2025	2024	2025	2024	2025
Mercado de Celulose											
Suzano - Safra	SUZB3 BZ Equity	62.8	BRL	16,181	53	6.6x	5.6x	13.1x	8.6x	3.6%	1.6%
Suzano	SUZB3 BZ Equity	62.8	BRL	16,181	53	6.9x	5.7x	12.5x	10.8x	1.8%	1.9%
CMPC	CMPC CI Equity	1,906	CLP	5,016	4	6.5x	5.9x	11.5x	9.2x	3.3%	3.8%
Papel Integrado											
Klabin - Safra	KLBN11 BZ Equity	24.7	BRL	5,480	17	8.0x	7.3x	17.6x	13.0x	5.3%	5.9%
Klabin	KLBN11 BZ Equity	24.7	BRL	5,480	17	7.9x	7.3x	15.3x	17.5x	5.0%	7.8%
UPM Kymmene	UPM FH Equity	31.9	EUR	18,473	37	10.3x	8.0x	17.0x	12.3x	4.8%	4.9%
International Paper Company	IP US Equity	38.7	USD	13,427	168	8.0x	7.1x	18.1x	13.9x	4.8%	4.8%
Stora Enso	STERV FH Equity	13.1	EUR	11,159	23	11.2x	8.3x	30.6x	16.5x	2.2%	3.1%
Copec	COPEC CI Equity	6,800	CLP	9,304	4	6.6x	6.0x	12.1x	11.8x	3.0%	3.1%
Sappi	SAP SJ Equity	5,460	ZAR	1,762	6	4.5x	4.3x	12.4x	6.4x	3.7%	5.4%
Metsa	METSA FH Equity	8.4	EUR	2,863	0	10.0x	7.1x	20.7x	12.5x	3.7%	4.1%
Papel e Embalagem											
Packing of America	PKG US Equity	187.7	USD	16,844	118	11.4x	10.3x	21.5x	18.9x	2.7%	2.7%
Westrock	WRK US Equity	48.9	USD	12,566	96	7.6x	6.4x	23.4x	14.3x	2.3%	2.4%
Mondi	MNDI LN Equity	1,399	GBP	7,800	28	7.9x	6.7x	15.2x	11.6x	7.4%	4.5%
BillerdKorsnas	BILL SS Equity	99.9	SEK	2,344	5	6.2x	5.0x	20.3x	12.2x	3.0%	4.4%
Nine Dragons Paper	2689 HK Equity	3.3	HKD	1,954	6	11.7x	8.7x	17.3x	6.2x	0.7%	2.7%
Lee & Man	2314 HK Equity	2.5	HKD	1,361	1	8.3x	7.5x	7.8x	6.8x	4.7%	5.4%

Fontes: Bloomberg e Safra

Suzano

Aguardando para abrir os presentes

Estamos iniciando a cobertura de Suzano (SUZB3) com uma recomendação Neutra e um preço-alvo de R\$71/ação para o fim de 2024, o que implica um potencial de valorização de cerca de 13%.

Vemos a Suzano em uma posição privilegiada para migrar de dívida para capital próprio nos próximos anos em virtude dos resultados incrementais do projeto Cerrado, de iniciativas de corte no custo caixa nas atuais operações e da oferta/demanda apertada em 2025–28. Acreditamos que a proposição de risco/retorno das ações da SUZB seja fraca, considerando sua alta de 23% desde o fim de janeiro e nossa crença de que as ações seguirão a queda que esperamos no preço da celulose nos próximos meses. Reconhecemos a trajetória para um valor de mercado mais alto no próximo ano, mas acreditamos que o potencial de valorização calculado com base em diferentes metodologias de avaliação não justifica uma recomendação de Compra. Para que nossa visão se torne mais positiva, gostaríamos de ver (i) preços de celulose mais altos do que o esperado e desvalorização do real (R\$); (ii) uma correção no preço das ações; e/ou (iii) a monetização de valor não aproveitado dos créditos de carbono e dos resultados incrementais de novos empreendimentos (por exemplo, agenda de bionegócios, celulose microfibrilada (MFC) e Suzano Ventures), que não estão contabilizados em nossas estimativas.

Avaliações de curto prazo estão OK, mas preferimos um ponto de entrada melhor. A Suzano é negociada a um múltiplo VF/EBITDA de 6,6x em 2024E e um preço implícito de BHKP de US\$657/t na China em 2024, o que não parece atrativo em comparação com seu VF/EBITDA de 6,0x–6,5x em seu ciclo médio a alto e nossa projeção para o preço da celulose de US\$639/t. Destacamos que os múltiplos de 2024 não incorporam um ano inteiro de resultados do projeto Cerrado, embora considere R\$4,6bi em despesas de capital para a expansão do projeto, mas acreditamos que haja risco de a SUZB ser negociada a múltiplos deprimidos temporariamente à medida que entrarmos no ciclo de baixa da commodity. Olhando para 2025, a Suzano é negociada a um VF/EBITDA de 5,6x e um preço implícito de BHKP de US\$568/t na China (a um VF/EBITDA justo de 6,5x), ambos abaixo do múltiplo de cerca de 6,5x ao qual a Suzano é negociada quando o preço da celulose está próximo de US\$610/t (Figura 20) e de nossa projeção de US\$611/t para o ano.

Diferencial de redução de custo no setor. Os custos de produção de celulose da Suzano aumentaram 47% desde o 2T20 para US\$165/t no 4T23, impulsionados por pressões inflacionárias que afetaram toda a indústria. Esse aumento é atribuível a (i) energia (por exemplo, gás natural e petróleo); (ii) produtos químicos; (iii) madeira; e (iv) uma moeda local (R\$) mais fraca. Ainda assim, seus custos permaneceram dentro do primeiro quartil do setor. A companhia reduzirá seus custos operacionais nos próximos anos com a aceleração da produção da fábrica Cerrado, principalmente devido ao fornecimento de madeira para o projeto dentro de um raio estrutural de 65km, que é muito inferior aos 201km da Suzano em 2023. Projetamos que o custo caixa de celulose da Suzano chegará a cerca de US\$154/t até 2027, e destacamos dificuldades adicionais nos custos decorrentes do projeto Cerrado nos anos seguintes, à medida que o projeto atingir um custo caixa (excluindo manutenção) de US\$71/t (R\$400/t) em termos reais em seu segundo ciclo florestal até o início de 2031. Acreditamos que investidores poderiam optar pelas ações da companhia em vez das ações de pares para aproveitar a expansão superior da lucratividade nos próximos anos.

Principais riscos para nossa visão Neutra: (i) preço da celulose abaixo/acima de nossas estimativas; (ii) custos maiores dos que projetamos; (iii) retornos marginais mais baixos sobre novos projetos devido à inflação florestal/da madeira; e (iv) taxa de câmbio US\$/R\$ diferente da que projetamos.

Metais e Mineração

Ricardo Monegaglia

+55 11 3175 7855

ricardo.neto@safra.com.br

Conrado Vegner, CFA

+55 11 3175 8892

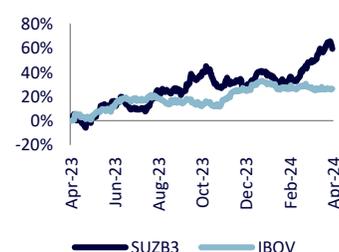
conrado.vegner@safra.com.br

SUZB3	
Recomendação	Neutra
Preço atual	R\$ 62,81
Preço-alvo	R\$ 71,00
Potencial de valorização	13,0%

Múltiplos	24E	25E	26E
VF/EBITDA	6,6x	5,6x	4,7x
P/L	13,1x	8,6x	6,8x

Dados de mercado	
Valor de mercado	R\$81,912bi
Mínima/máxima de 52 semanas	R\$37,15 / 65,51
Volume médio de negociação diário (3m)	R\$259mi
Ações em circulação	1,263bi
Free float	55,4%
Desempenho (12 meses)	53,3%
Desempenho acumulado no ano	12,9%

SUZB3 vs. Ibovespa



Fonte: Bloomberg e Safr

Suzano em resumo

A história da Suzano remonta a 1924, quando foi constituída como Companhia Suzano de Papel e Celulose. Desde então, a companhia se expandiu por meio de fusões, aquisições e iniciativas de crescimento para se tornar a maior produtora de celulose e celulose de mercado virgem de eucalipto do mundo. A Suzano gerencia cada aspecto da cadeia de suprimentos florestal, que começa com o cultivo de eucalipto em suas plantações. Essas plantações são a principal fonte de matérias-primas para suas unidades produtoras de celulose e papel. Seu portfólio de produtos inclui papel com e sem revestimento para imprimir e escrever, papel cartão, papel tissue, celulose de mercado e pasta fluff, atendendo aos setores de bens de consumo, edição, impressão e embalagem. A Suzano está dedicada em implementar práticas sustentáveis e ambientalmente responsáveis. Ela emprega métodos florestais sustentáveis, inclusive reflorestamento, preservação da biodiversidade e gestão da água. A companhia investe em pesquisa e desenvolvimento para melhorar processos e produtos, com ênfase na redução do impacto ambiental. Além de seus esforços ambientais, a Suzano participa de vários programas sociais para melhorar o bem-estar das comunidades locais.

Figura 23. Composição acionária

		Total	
Estrutura acionária	Ações	%	
Suzano Holding S.A.	367,612,329	28.2%	
David Feffer	53,443,973	4.1%	
Daniel Feffer	48,077,305	3.7%	
Jorge Feffer	47,687,570	3.7%	
Ruben Feffer	46,856,788	3.6%	
Alden Fundo de Investimento em Ações	26,154,744	2.0%	
Partes relacionadas	27,801,895	2.1%	
Administração	4,418,132	0.3%	
Subtotal	622,052,736	47.7%	
Tesouraria	20,649,356	1.6%	
Outros acionistas	661,415,523	50.7%	
Total	1,304,117,615	100.0%	

Fontes: Suzano e Safrá

Descrição dos ativos

Operações de papel e celulose. A Suzano produz produtos de papel e celulose em 11 unidades: (i) duas unidades produtoras de papel, celulose e fluff no Estado de São Paulo (unidades Suzano e Limeira); (ii) uma unidade produtora não integrada de papel no Estado de São Paulo (unidade Rio Verde); (iii) uma unidade produtora de celulose de mercado no Estado de São Paulo (unidade Jacaré); (iv) uma unidade integrada de papel, celulose e tissue no Estado da Bahia (unidade Mucuri); (v) uma unidade integrada de celulose e tissue no Estado do Maranhão (unidade Imperatriz); (vi) uma unidade produtora de celulose de mercado no Estado do Mato Grosso do Sul (unidade Três Lagoas); (vii) uma unidade produtora de celulose de mercado no Estado do Espírito Santo (unidade Aracruz); (viii) duas unidades produtoras não integradas de papel tissue (Facepa) nos Estados do Pará e Ceará (unidades Belém e Fortaleza); e (ix) uma joint venture entre Suzano e Stora-Enso no Estado da Bahia (Veracel).

Operações portuárias. A celulose produzida pela Suzano para exportação é transportada em navios dedicados ou em embarcações de serviço parcial, sob contratos de longo prazo ou spot, até seus terminais no exterior e é então entregue aos seus clientes. A Suzano tem operações nos portos de Itaqui (Estado do Maranhão), Santos (Estado de São Paulo) e Barra do Riacho (ou seja, Portocel, Estado do Espírito Santo).

Figura 24. Localização dos ativos

Presença Global

+100 países

-  Floresta
-  Fábrica
-  Ferrovia
-  Portos



12 fábricas estrategicamente localizadas

Fontes: Suzano e Safr

Figura 25. Capacidade de produção por unidade (milhares de toneladas por ano)

Mill	Celulose		Papel			Negócio adjacente
	Integrada	Pasta de celulose	Para imprimir e escrever	Papelão	Tissue	Lignina
Imperatriz	60	1,590	-	-	60	-
Mucuri	200	1,480	250	-	60	-
Suzano	450	170 ¹	350 ¹	200	-	-
Limeira	290	400	400	-	-	20 ²
Rio Verde	-	-	50	-	-	-
Facepa	-	-	-	-	30	-
Aracruz	-	2,340	-	-	-	-
Três Lagoas	-	3,250	-	-	-	-
Jacaré	-	1,100	-	-	-	-
Veracel	-	560	-	-	-	-
Mogi das Cruzes (ex KC)	-	-	-	-	130	-
Cerrado	-	2,550	-	-	-	-
Total	1,060	13,440¹	1,050¹	200	280	20

Fontes: Suzano e Safr

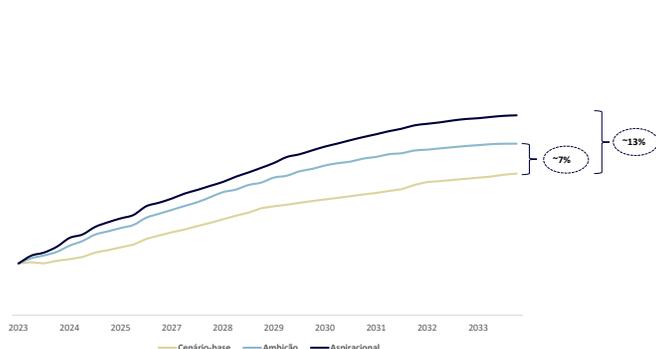
1 Flexibilidade para produzir fluff ou papel de imprimir e escrever | 2 Início da produção de lignina em 2019

Silvicultura e terras. A Suzano produz celulose de fibra curta a partir de fazendas de eucalipto, que somam uma área total de 1,6mi de hectares (ha), com incremento anual médio de 37,1 m³/ha/ano e área de conservação de 1,10mi ha em 2023. Em 2024, a companhia espera chegar a 1,67mi ha e 1,18mi ha de área produtiva e de conservação, respectivamente, alcançando uma área total de 2,85mi ha. A companhia expandiu a área de sua base florestal com a aquisição da Parkia (206 mil ha por R\$3,3bi) e de Caravelas (número de hectares não divulgado, por R\$336mi) em 2022. A Suzano anunciou recentemente ([aqui](#)) a aquisição de uma área de 70 mil ha (50 mil ha de área produtiva) no Estado do Mato Grosso do Sul, por R\$1,83bi. A base florestal está próxima das atuais operações da companhia no Estado, e acreditamos que a distância média percorrida pela madeira cortada está abaixo da média de 201km da Suzano em 2023.

A Suzano espera que a distância média percorrida pela madeira cortada diminua para 186 km em 2024–2025, 173 km em 2026–2028 e 150 km em 2029–2032.

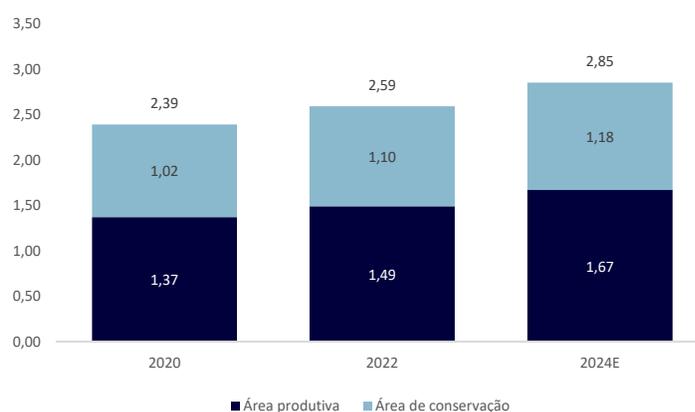
Do lado da produtividade, a companhia continua introduzindo novos experimentos genéticos para adequar as espécies ao zoneamento ambiental apropriado, ampliando campos florestais, aplicando as melhores práticas de acordo com as características de cada microrregião e reposicionando sua base florestal por meio de pesquisas climáticas para melhorar a eficiência de suas florestas.

Figura 26. Plano de produtividade madeireira da Suzano (MAI)



Fontes: Suzano e Safr

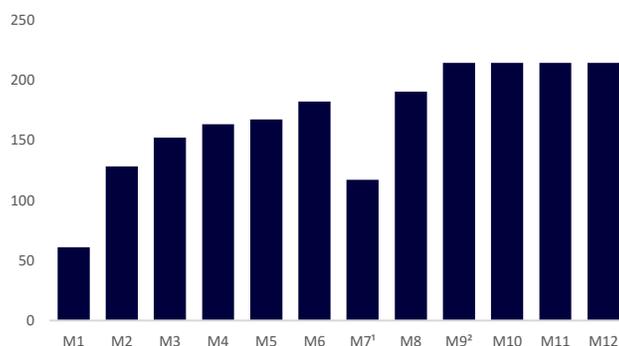
Figura 27. Composição da área da Suzano (mi ha)



Fontes: Suzano e Safr

Projeto Cerrado. Nova fábrica de BHKP com capacidade nominal de 2,55 milhões de toneladas por ano, localizada no município de Ribas do Rio Pardo, Mato Grosso do Sul. A companhia estima que a nova fábrica iniciará suas operações no fim do 2T24. O projeto Cerrado representa um importante progresso na estratégia de longo prazo da companhia, contribuindo para expandir sua competitividade estrutural (já que atende à demanda crescente por celulose de fibra curta) e para a evolução da sustentabilidade da companhia. Estimamos que o valor presente líquido do projeto seja de aproximadamente R\$6,0/SUZH, que já está incorporado às nossas estimativas.

Figura 28. Estimativa de produção mensal do projeto Cerrado (milhares de toneladas)



Fontes: Suzano e Safr

1 Parada programada para manutenção | 2 Conclusão da curva de aprendizagem do projeto

Figura 29. Sensibilidade do EBITDA do projeto Cerrado

Câmbio médio @ BRL 5,00/USD								
Preço médio de BHKP China	US\$/t	450	500	550	600	650	700	750
Custo caixa no 1º ciclo da madeira (incluindo manutenç	R\$/t	550	550	550	550	550	550	550
Custo caixa no 2º ciclo da madeira (incluindo manutenç	R\$/t	450	450	450	450	450	450	450
Custos de frete	US\$/t	70	70	70	70	70	70	70
VG&A + outras	R\$/t	146	163	179	195	211	228	244
EBITDA/t no 1º ciclo da madeira	R\$/t	1,204	1,438	1,671	1,905	2,139	2,373	2,606
EBITDA/t no 2º ciclo da madeira	R\$/t	1,304	1,538	1,771	2,005	2,239	2,473	2,706
Embarques (excl. manutenção)	ares de	2,458						
EBITDA do Cerrado no 1º ciclo da madeira	R\$ mi	2,959	3,533	4,108	4,682	5,257	5,832	6,406
EBITDA do Cerrado no 2º ciclo da madeira	R\$ mi	3,205	3,779	4,354	4,928	5,503	6,077	6,652

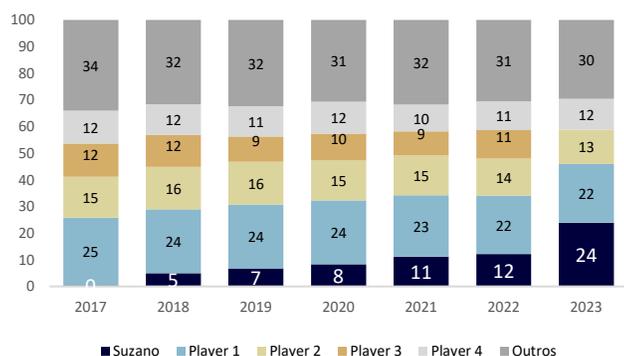
Fontes: Suzano e Safr

Nova fábrica de papel tissue em Aracruz. No segmento de papel tissue, a companhia é a atual líder de mercado, com cerca de 24% de participação de mercado em termos de valor. A aquisição da Kimberly Clark Brasil (“KC”) foi concluída em 2023 e adicionou 130 mil toneladas por ano de papel tissue à capacidade da companhia, de 280 mil toneladas por ano atualmente. A companhia planeja investir em uma nova fábrica de papel tissue (60 mil toneladas por ano) em Aracruz, que será comissionada em 2025 e iniciará suas operações no 1T26. A produção de papel tissue no Brasil soma 1,4 milhão de toneladas por ano, com crescimento médio anual de 3%. O consumo per capita no país ainda é bastante inferior ao de outros países na América Latina, na Europa e nos Estados Unidos.

A Suzano espera crescer ainda mais no segmento de papel tissue, tanto orgânica como inorganicamente. Uma importante vantagem sobre seus concorrentes é a sua marca Neve, que é a única no país com um prêmio de preço de 20% a 30%, o que resulta em lucratividade superior. Além disso, a companhia tem um canal de distribuição sólido, que melhorou ainda mais com a

aquisição da KC, e competitividade diferenciada em termos de custo. Há também a potencial monetização do imposto sobre valor agregado (IVA) a ser deduzido de novos investimentos.

Figura 30. Participação no mercado brasileiro de papel tissue por valor (%)



Fontes: Suzano e Saфра

Figura 31. Vantagens competitivas da Suzano no segmento de papel tissue no Brasil

VANTAGENS COMPETITIVAS

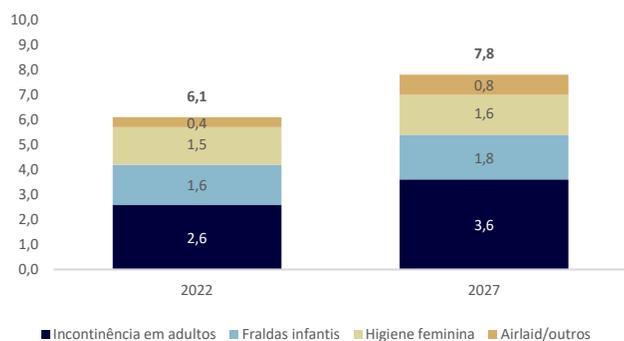
- ✓ **Distribuição**
 - Presença em +200 mil clientes no Brasil
 - TOP 1 Distribuição Ponderada Brasil¹
- ✓ **Flexibilidade de produção e eficiência logística**
 - 6 fábricas no Brasil
- ✓ **Marcas fortes e complementares**
 - Segmento premium *Neve* Marca TOP OF MIND²
 - Segmento mainstream *Mimmo* Marca mais presente nos lares brasileiros³
- ✓ **Complementaridade de categorias**
 - Papel toalha
 - Guardanapo
 - Lenço umedecido
 - Panos reutilizáveis
 - Lenços faciais
 - Linha institucional
- ✓ **Diferencial em competitividade de custo**
- ✓ **Monetização de ICMS**

Fontes: Suzano e Saфра

Conversão da máquina de secagem de celulose na fábrica de Limeira. A Suzano está investindo R\$490mi nesse projeto para converter a máquina de secagem de celulose e destravar 340 mil toneladas por ano em capacidade flexível para produzir fluff e/ou BHPK. O início de suas operações é esperado para o 4T25. O projeto aumentará a capacidade total de produção de fluff da companhia para 440 mil toneladas por ano. Ao se expandir no segmento de fluff, a Suzano visa se beneficiar de um mercado crescente, cuja demanda deve atingir 8 milhões de toneladas até 2027 (taxa de crescimento anual composta de 4,2% em 2022–27), e de sua vantagem competitiva em custos de produção (veja abaixo). Os custos associados à produção de fluff são mais altos se comparados com os custos de produção de celulose para papel, mas a Suzano espera obter margens superiores.

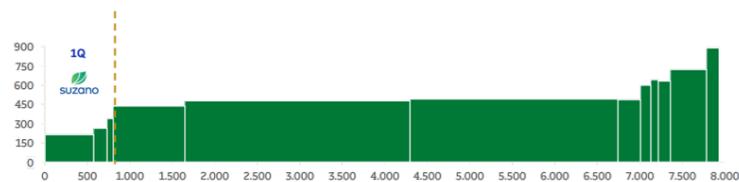
Os executivos da Suzano mencionaram no passado que clientes gostaram da ideia de comprar fluff de outra companhia além das três líderes de mercado que produzem fluff de pinheiro. O fluff de eucalipto apresenta algumas limitações em comparação com o fluff de pinheiro tradicional, e os clientes da Suzano continuam misturando os dois produtos. Por fim, a Suzano vendeu toda a sua produção de fluff em 2021–23.

Figura 32. Mercado de celulose fluff (milhões de toneladas)



Fontes: Suzano e Saфра

Figura 33. Curva de custo caixa de produção de fluff (US\$/t; milhares de toneladas)



Fontes: Suzano e Saфра

Agenda de biorrenováveis. A Suzano está desenvolvendo um novo segmento de negócios de biorrenováveis que consiste em: têxteis e celulose microfibrilada (MFC), lignínia, bio-óleo e energia verde, carbono e biomassa. A maioria dos novos segmentos está nos estágios iniciais, mas já gera resultados. Em têxteis, a companhia estreou no segmento em 2022 por meio de uma joint venture na Finlândia entre Suzano Ventures e Spinnova, investindo EUR22mi no setor e em uma fábrica-piloto de MFC em Limeira. O mercado potencial desse segmento é estimado em US\$75bi. A produção de lignínia está começando a acelerar e já triplicou de tamanho desde o seu início. No segmento de bio-óleo e energia verde, que tem um mercado potencial de US\$20bi, a companhia está firmando contratos com parceiros globais. Por fim, a companhia

tem projetos potenciais que somam mais de 30 milhões de toneladas de créditos de carbono, que poderiam ser monetizados no futuro.

Suzano Ventures. A Suzano Ventures foi criada em 2022 como um fundo de capital de risco (venture capital), com US\$70mi para investir em start-ups para aprimorar as iniciativas de inovação da companhia. Os segmentos nos quais a companhia se foca são: (i) biomassa de celulose; (ii) celulose moldada; (iii) empresas de agrotecnologia focadas na aceleração da agrossilvicultura; e (iv) sequestro de carbono. No último ano, a Suzano Ventures avaliou mais de 350 start-ups e investiu em três empresas. As transações com duas delas já foram aprovadas: (i) uma no segmento de biomateriais de eucalipto e (ii) outra no setor de tecnologia florestal.

Figura 34. Mercado potencial dos bionegócios da Suzano

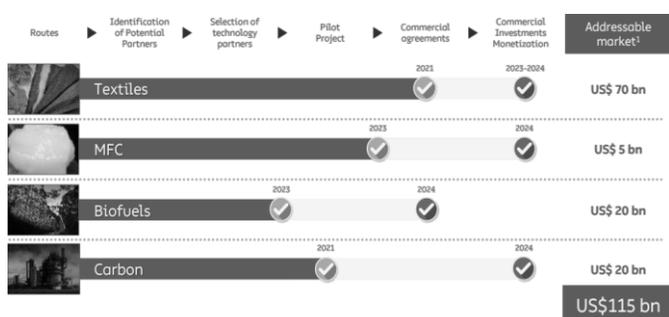
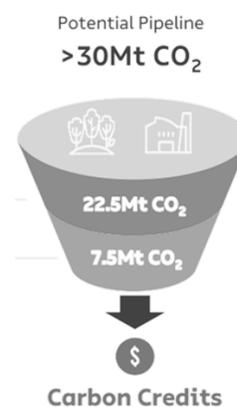


Figura 35. Projetos da Suzano de créditos potenciais de carbono



Fontes: Suzano e Safrá

Análise do time de Estratégia e Novos Negócios da Suzano com base nos relatórios da Spinnova, Ensyn, Task Force for Voluntary Carbon Markets e várias consultorias de mercado.

Fontes: Suzano e Safrá

Avaliação e projeções

Estamos estabelecendo um preço-alvo de 12 meses de R\$71,00/ação com base em uma avaliação calculada pelo método do fluxo de caixa descontado (DCF), usando um custo de capital de 13,6% e um custo de capital médio ponderado (WACC) de 12,0%. Esse nível implica um potencial de valorização de 13% e múltiplos VF/EBITDA de 6,6x e 5,6x para 2024 e 2025, respectivamente.

Figura 36. Premissas para a avaliação

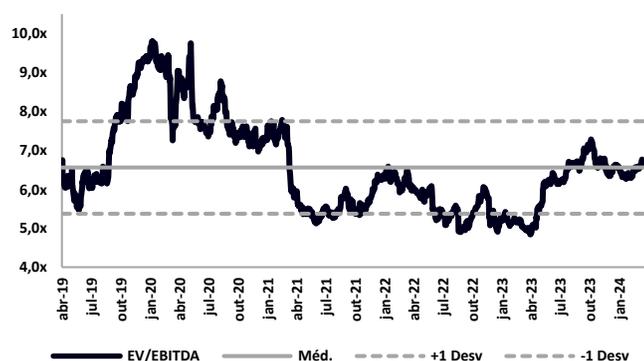
Premissas para taxa de desconto		Resumo da avaliação		Preço-alvo (R\$)	
Taxa livre de risco	4.00%	Taxa de crescimento na perpetuidade	3.0%	Preço atual (R\$)	62.81
Prêmio de risco	5.00%	VP fluxo de caixa	69,629	Preço-alvo (R\$)	71.00
Beta	1.0	VP perpetuidade	79,005	Potencial de valorização (%)	13.0%
Risco-país (p.b.)	250	Valor da firma	148,634	Retorno total (%)	16.6%
Diferencial de inflação	2.0%	Dívida líquida	(58,980)	Recomendação	Neutral
Ke (R\$)	13.6%	Investimentos	648		
Alíq. de imposto de renda	25%	Minoritários	(118)		
Custo da dívida	7.5%	Valor patrimonial	90,185		
Kd (R\$)	5.6%	Ações em circulação	1,263		
Dívida total	20%				
Patrimônio líquido	80%				
Custo médio ponderado de capital (R\$)	12.0%				

Fonte: Safrá

A Suzano vem sendo negociada a um VF/EBITDA médio de 6,6x nos últimos cinco anos, enquanto o preço da celulose se manteve, em média, em US\$615/t. Não existe uma empresa comparável perfeita à Suzano na América Latina devido à sua exposição mais alta à celulose em comparação com Klabin, CMPC e Copec. A Suzano é historicamente negociada a um desconto sobre Klabin, CMPC e Copec – embora o desconto tenha diminuído nos últimos cinco anos –, o que, em nossa visão, pode ser explicado principalmente pela diferença na composição das receitas das companhias. A celulose representa 90% da receita da Suzano, em comparação com 25%–45% para outras empresas de capital aberto na América Latina. Os segmentos de papel (por exemplo, tissue, papel de imprimir e escrever, papelão revestido), embalagem (por exemplo, caixas de papelão ondulado e sacos) e outros (por exemplo, distribuição de combustíveis) constituem o restante das receitas das companhias, inclusive da Suzano, e destacamos que produtores puros da commodity nesses segmentos são historicamente negociados a avaliações superiores ante produtores puros de celulose.

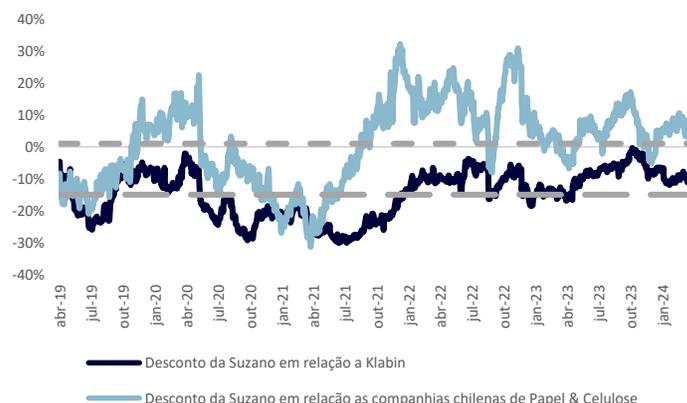
As ações da Suzano são negociadas atualmente a um desconto de 23% sobre a Klabin e a um desconto de 5% sobre a média dos produtores chilenos (ou seja, CMPC e Copec) com base no VF/EBITDA 2025E. Esse desconto sobre a Klabin se compara com o desconto médio de 15% nos cinco anos anteriores e um prêmio médio de 1% sobre produtores chilenos no mesmo período.

Figura 37. VF/EBITDA da Suzano um ano à frente



Fontes: Bloomberg e Safrá

Figura 38. Desconto da Suzano sobre a Klabin e empresas de papel e celulose chilenas



Fontes: Bloomberg e Safrá

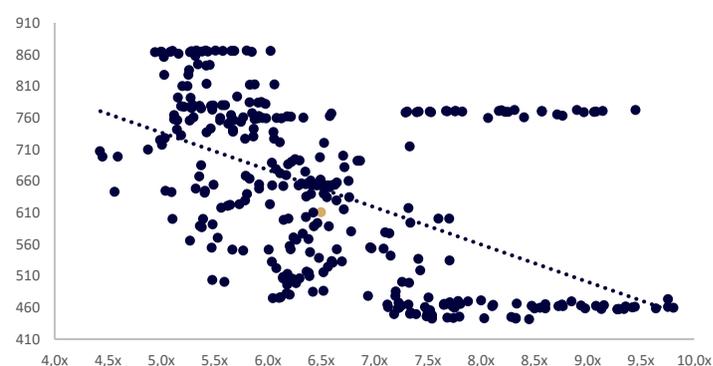
Vemos o preço das ações de Suzano refletindo um preço médio de BHKP significativamente mais baixo do que nossas estimativas para 2025. Usamos outras metodologias de avaliação para medir a atratividade das ações da Suzano depois do aumento de 23% no seu preço desde o fim de janeiro. Vemos o valor da Suzano (enterprise value) (ou seja, valor de mercado e nossas projeções para dívida líquida, investimentos e minoritários) incorporando um preço médio de US\$568/t para BHKP na China em 2025, muito abaixo de nossa projeção de US\$611/t. A Suzano é negociada a um preço descontado para 2025 sob essa metodologia de avaliação, com boa margem de segurança, considerando-se que (i) o preço anual da celulose na China ficou abaixo de US\$568/t apenas duas vezes na história; (ii) vemos espaço limitado para aumentos significativos nas despesas de capital e nos custos no ano; e (iii) a estratégia de fluxo de caixa de derivativos da companhia reduz o risco da valorização da moeda brasileira.

Figura 39. Preço implícito de BHKP na China em 2025

Câmbio médio 2025 @ BRL 5,09/USD						
Valor da firma	R\$ Mn	132,275	132,275	132,275	132,275	132,275
Múltiplo justo	x	5.5	6.0	6.5	7.0	7.5
EBITDA implícito	R\$ Mn	24,050	22,046	20,350	18,896	17,637
EBITDA - Papel	R\$ Mn	2,838	2,838	2,838	2,838	2,838
EBITDA implícito - celulose	\$/t	333	302	275	252	232
Custo caixa mercad. vend. por ton.	\$/t	-231	-231	-231	-231	-231
Despesas caixa por ton.	\$/t	-62	-62	-62	-62	-62
Preço implícito BHKP China CIF	\$/t	626	594	568	545	525

Fontes: Safrá

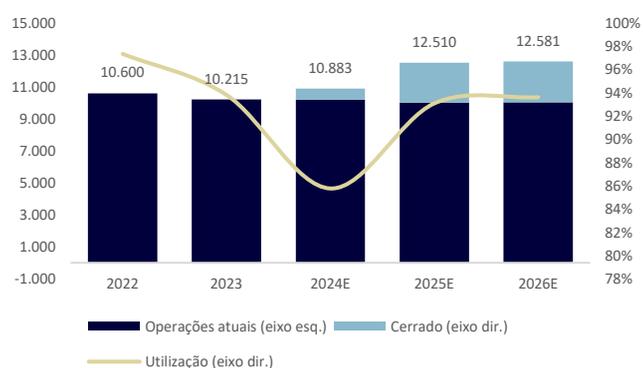
Figura 40. VF/EBITDA 12 meses à frente histórico da Suzano vs. preço de BHKP na China (US\$/t; x)



Fontes: Bloomberg e Safrá

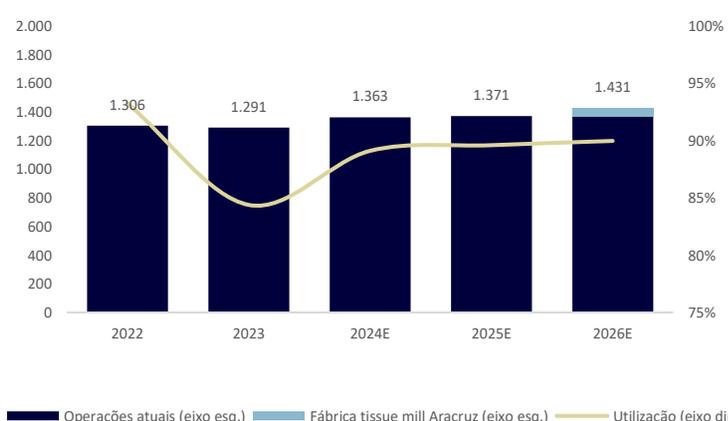
Projeção para embarques. A Suzano decidiu encerrar algumas linhas de celulose de custo mais alto em 2023, levando suas vendas de celulose para 10,2 milhões de toneladas no ano, representando uma queda de 4% na comparação anual. Segundo a companhia, os retornos gerados pela venda de celulose ao preço vigente na época estavam baixos em comparação com a taxa mínima de retorno (hurdle rate) da companhia. Projetamos que as atuais operações da Suzano retornarão a taxas de utilização normalizadas até 2025, estabilizando em cerca de 10,5 milhões de toneladas por ano. Além disso, projetamos que o Projeto Cerrado contribuirá com 700 mil toneladas para as vendas de celulose em 2024, aumentando para 2,3 milhões de toneladas em 2025 e um nível normalizado (excluindo manutenções) de 2,45 milhões de toneladas até 2026. Estimamos que os embarques de papel das operações atuais permanecerão inalterados entre 1,3 e 1,4 milhão de toneladas por ano (considerando as paradas anuais para manutenção), pois pressupomos que a companhia irá operar em plena capacidade. Em nossas premissas, a nova fábrica de tissue em Aracruz irá acelerar sua produção em 2026 e adicionar 58 mil toneladas por ano à produção de papel da Suzano.

Figura 41. Composição dos embarques de celulose (milhares de toneladas; %)



Fontes: Suzano e Safrá

Figura 42. Composição dos embarques de papel (milhares de toneladas; %)



Fontes: Suzano e Safrá

Projeção para desembolsos operacionais totais (TOD). Projetamos desembolsos operacionais para celulose da Suzano de cerca de R\$2.020/t em 2027, ou R\$1.861/t em termos reais (aproximadamente 5% acima do orçamento da Suzano). Acreditamos que o motivo da diferença entre nossas estimativas e o orçamento da Suzano para 2027 (Figura 43) seja nossa taxa de câmbio média de R\$5,26/US\$ e reduções de custo mais conservadoras nas atuais operações (excluindo o projeto Cerrado). A maior parte da redução de TOD por tonelada resultará de custos de transporte mais baixos, à medida que a Suzano reduzir a distância média para suprir madeira para suas operações de celulose.

Figura 43. Projeção para os desembolsos operacionais totais (US\$/t – termos reais)

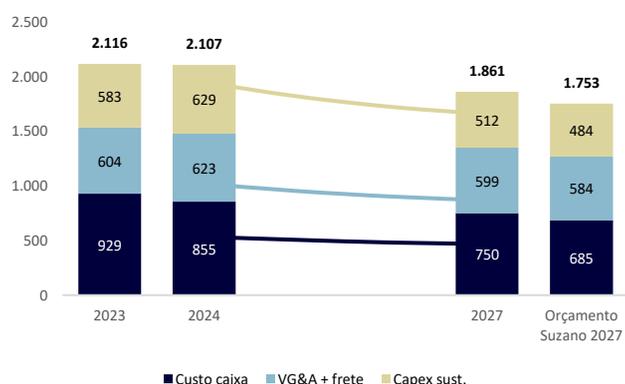
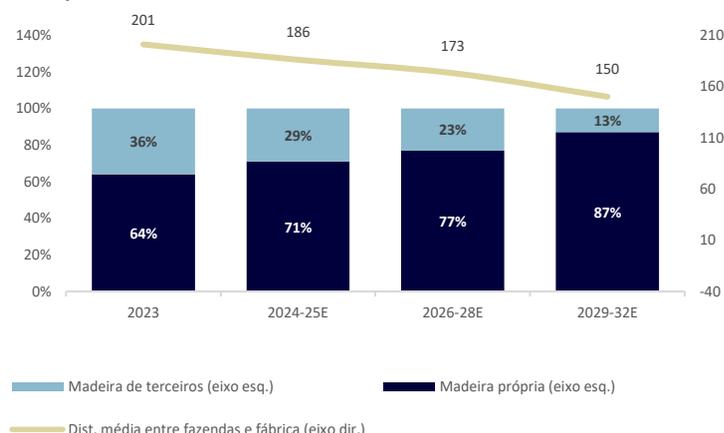


Figura 44. Composição do suprimento de madeira e distância entre floresta e fábrica (%; Km)



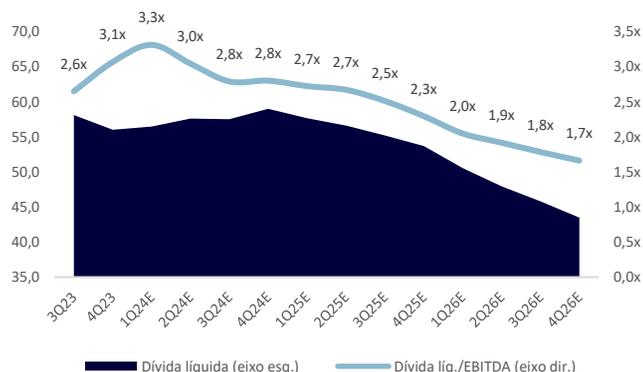
Fontes: Suzano e Safr

Fontes: Suzano e Safr

Retornos sobre FCL se tornam atrativos a partir de 2025. Projetamos retorno sobre o FCL para acionistas da Suzano de 2% em 2024, mas de cerca de 15%, em média, em 2025–27. Esses níveis estão próximos aos que projetamos para a Klabin no período. Não estimamos grandes desembolsos de despesas de capital depois da conclusão do projeto Cerrado em 2024, o que resultará, em nossa visão, em uma suave desalavancagem para a Suzano, mesmo que os preços de celulose fiquem abaixo de nossas estimativas.

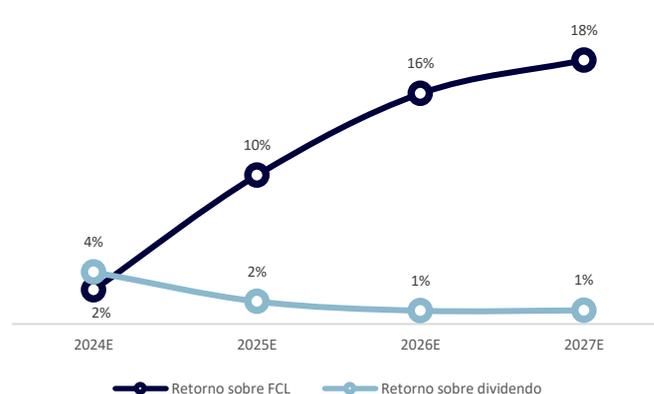
Não consideramos nenhum pagamento extraordinário de dividendos pela Suzano durante nosso período de projeção, resultando em um dividend yield de cerca de 2% em 2024–27E. Com base nos comentários mais recentes do time de administração sobre o assunto, a Suzano poderá continuar anunciando programas de recompra de ações, que já somaram aproximadamente R\$2,8bi (ou 60mi de ações) desde o 2T22. Esses níveis poderão aumentar caso a companhia opte por elevar os retornos aos acionistas, tendo em vista sua sólida posição de caixa (ou seja, dívida líquida/EBITDA abaixo de 2,0x a partir de 2026).

Figura 45. Dívida líquida e dívida líquida/EBITDA (R\$bi; x)



Fontes: Suzano e Safr

Figura 46. Retorno sobre o FCL e dividend yield (%)

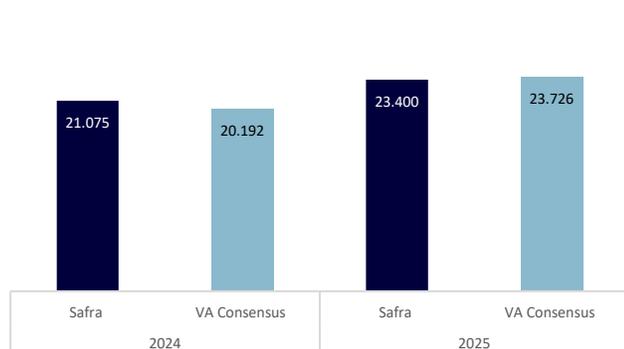


Fontes: Safr

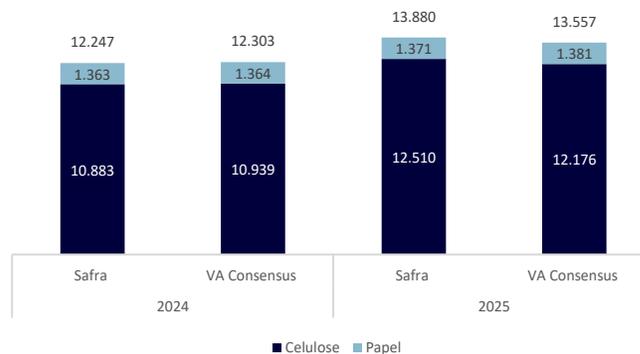
Figura 47. Estimativas do Safrá vs. consenso

	Unidade	2024E			2025E		
		Safrá	Cons.	Δ %	Safrá	Cons.	Δ %
Receita líquida	R\$ mi	43,391	42,171	2.9%	48,028	48,068	-0.1%
EBITDA	R\$ mi	21,075	20,192	4.4%	23,400	23,726	-1.4%
Margem EBITDA	%	48.6%	47.9%	0.7 p.p.	48.7%	49.4%	-0.6 p.p.
Lucro líquido	R\$ mi	6,037	6,774	-10.9%	9,102	7,003	30.0%
PA fim de 2024 (R\$/ação)	R\$/ação	71.00	69.17	2.6%			

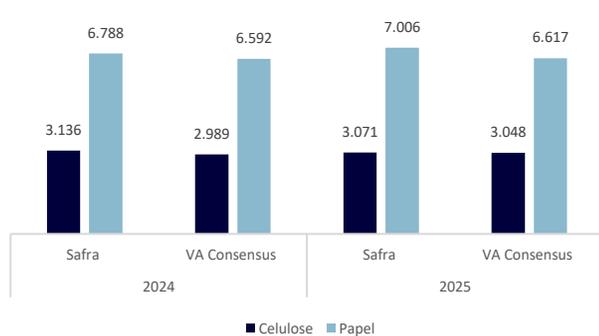
Fontes: Visible Alpha, Bloomberg e Safrá

Figura 48. EBITDA (R\$ mi)


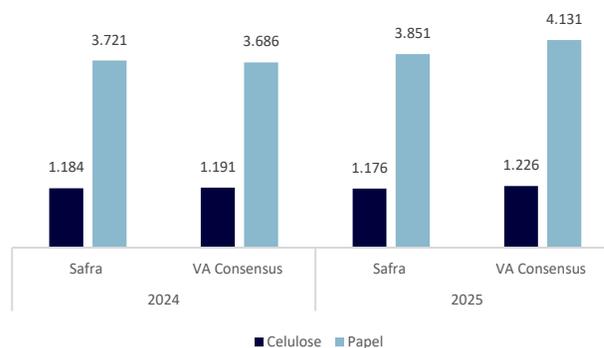
Fontes: Visible Alpha e Safrá

Figura 49. Volume de vendas (milhares de toneladas)


Fontes: Visible Alpha e Safrá

Figura 50. Receita por tonelada (R\$/t)


Fontes: Visible Alpha e Safrá

Figura 51. Custo caixa (R\$/t)


Fontes: Visible Alpha e Safrá

Figura 52. Safrá Analysis and Valuation Scorecard (SAVS) – R\$ mi

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E		2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Demonstração do resultado											
Receita líquida	39,756	43,391	48,028	51,055	52,755	Receita líquida	-20.2%	9.1%	10.7%	6.3%	3.3%
CVM	-25,077	-25,518	-28,429	-28,945	-29,664	Lucro bruto	-41.3%	21.8%	9.7%	12.8%	4.4%
Lucro bruto	14,679	17,873	19,599	22,110	23,091	Despesas de vendas, gerais e adm.	-12.9%	77.1%	8.2%	4.0%	2.0%
<i>Margem bruta</i>	37%	41%	41%	43%	44%	EBITDA	-35.2%	15.3%	11.0%	12.0%	4.3%
Despesas de vendas, gerais e adm.	-2,443	-4,326	-4,679	-4,868	-4,968	EBIT	-44.9%	10.7%	10.1%	15.6%	5.1%
<i>Despesas VG&A/receita líquida</i>	6%	10%	10%	10%	9%	Retorno e outros					
EBITDA	18,273	21,075	23,400	26,199	27,319	Retorno sobre capital investido (ROIC)	12%	11%	11%	13%	13%
<i>Margem EBITDA</i>	46%	49%	49%	51%	52%	Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	31%	12%	16%	17%	16%
EBIT	12,236	13,547	14,920	17,243	18,123	Dividend yield	1%	4%	2%	1%	1%
<i>Margem EBIT</i>	31%	31%	31%	34%	34%	Retorno do FCL para acionistas	6%	2%	10%	16%	18%
Resultado financeiro	5,781	-6,041	-2,824	-1,921	-1,012	Alavancagem					
Lucro antes dos impostos	17,997	7,546	12,136	15,361	17,151	Dívida líquida	56,003	58,980	53,655	43,481	31,451
Impostos	-3,891	-1,509	-3,034	-3,840	-4,288	Dívida líquida/patrimônio líquido	1.2	1.2	0.9	0.6	0.4
Lucro líquido	14,106	6,037	9,102	11,521	12,863	Dívida líquida/EBITDA	3.1	2.8	2.3	1.7	1.2
Balanco patrimonial						Dívida líquida/capital total	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
Caixa e equivalentes de caixa	21,170	20,711	27,065	38,285	51,378	Dívida líquida/ativos totais	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
Contas a receber	6,848	7,433	8,526	8,891	9,267	Avaliação					
Estoque	5,947	6,127	6,544	6,614	6,800	VF/EBITDA	7.0x	6.6x	5.6x	4.7x	4.0x
Total de ativos circulantes	38,569	38,875	46,739	58,395	72,048	P/L	5.1x	13.1x	8.6x	6.8x	6.1x
Realizável a longo prazo	6,903	6,903	6,903	6,903	6,903	Demonstração de fluxo de caixa livre					
Ativo permanente	98,121	107,115	108,577	108,775	108,506	Lucro operac. líq. depois dos imp. (NOPLAT)	11,928	11,515	12,384	13,967	14,317
Ativos totais	143,593	152,892	162,218	174,072	187,457	D&A, alocaç. do preço de compra e exaustão	7,321	8,250	9,221	9,784	10,106
Fornecedores	5,572	5,741	6,132	6,197	6,371	Variac. no valor justo dos ativos	-1,549	-722	-740	-827	-911
Dívida de curto prazo	4,758	4,914	4,977	5,041	5,107	Liquidação em dinheiro de derivativos	3,559	1,794	-249	-127	3
Total de exigíveis a curto prazo	14,795	15,119	15,573	15,703	15,943	Despesas de capital	-18,576	-16,481	-9,903	-9,115	-8,887
Dívida de longo prazo	72,414	74,777	75,743	76,725	77,722	Variac. capital de giro	1,906	-596	-1,119	-370	-387
Total de exigíveis a longo prazo	83,988	87,974	89,214	90,262	91,279	FCLF	4,588	3,760	9,593	13,312	14,242
Patrimônio líquido	44,810	49,799	57,431	68,107	80,235	Despesas financeiras líquidas	-2,834	-1,899	-1,520	-809	71
Total do passivo + patrimônio líquido	143,593	152,892	162,218	174,072	187,457	Variac. dívida	2,598	0	0	0	0
Demonstração de fluxo de caixa livre						Fluxo de caixa livre para os acionistas					
Lucro operac. líq. depois dos imp. (NOPLAT)	11,928	11,515	12,384	13,967	14,317						
D&A, alocaç. do preço de compra e exaustão	7,321	8,250	9,221	9,784	10,106						
Variac. no valor justo dos ativos	-1,549	-722	-740	-827	-911						
Liquidação em dinheiro de derivativos	3,559	1,794	-249	-127	3						
Despesas de capital	-18,576	-16,481	-9,903	-9,115	-8,887						
Variac. capital de giro	1,906	-596	-1,119	-370	-387						
FCLF	4,588	3,760	9,593	13,312	14,242						
Despesas financeiras líquidas	-2,834	-1,899	-1,520	-809	71						
Variac. dívida	2,598	0	0	0	0						
Fluxo de caixa livre para os acionistas	4,353	1,861	8,072	12,503	14,312						

Fontes: Suzano e Safrá

Klabin

Parada no congestionamento

Estamos iniciando a cobertura de Klabin (KLBN11) com uma recomendação de Venda e um preço-alvo de R\$25,0/ação para o fim de 2024, o que implica um potencial de valorização de cerca de 1,3%. As ações da Klabin aumentaram quase 18% desde janeiro de 2024, provavelmente devido à exposição da companhia aos preços de papel e celulose e ao tom positivo durante sua última conferência telefônica a respeito da redução de custos e da dinâmica do mercado em seus segmentos. Gostamos da história de crescimento do EBITDA da companhia (por exemplo, taxa de crescimento anual composta de 10% em 2023–27E) e dos fundamentos de médio a curto prazos para o setor, mas por enquanto não gostamos da história da apreciação do valor de mercado, principalmente devido ao ritmo de desalavancagem nos próximos anos, ao potencial de valorização sobre nosso preço-alvo e aos seus múltiplos e retornos relativos. Além disso, apesar de a companhia estar menos exposta do que a Suzano à celulose (20%–25% do EBITDA de 2024E total), ainda assim o efeito desfavorável dos preços mais baixos de celulose sobre os resultados poderá pesar sobre o preço de suas ações. Para que nossa visão se torne mais positiva, gostaríamos de ver (i) preços mais altos do que o esperado e desvalorização do real (R\$); (ii) queda do custo caixa total para abaixo de nossas estimativas; e/ou correção do preço da ação ou redução da dívida líquida mais rápida do que o esperado.

As avaliações estão altas, e acreditamos que a longa desalavancagem limitará o potencial de valorização das ações. A Klabin é negociada a um VF/EBITDA de 8,0x em 2024E, nível que parece alto em comparação com seu VF/EBITDA de cerca de 7,7x nos últimos 5 anos. Destacamos que os múltiplos de 2024 não incorporam um ano inteiro de resultados dos projetos Puma II e Figueira e os benefícios totais de custo decorrentes da aquisição de Caetê, mas inclui as respectivas despesas de capital e os custos de aquisição. Ao olharmos para 2025, o múltiplo VF/EBITDA de 7,3x ao qual Klabin é negociada (segundo nossas estimativas para o EBITDA) parece melhor, mas não brilhante em comparação com o de pares globais do setor de papel e embalagens (prêmio de 3% ante o prêmio médio de cinco anos de 7%) e o de Suzano (prêmio de 30% ante a média de cinco anos de 18%), mesmo levando em consideração nosso crescimento projetado para o EBITDA de aproximadamente 12% na comparação anual.

Crescimento das vendas + redução de custos = EBITDA mais alto. Projetamos que o EBITDA da Klabin chegará a cerca de R\$9,3bi em 2027 – ou R\$2,8bi acima do EBITDA dos últimos 12 meses de aproximadamente R\$6,5bi no 3T23 – e 2% abaixo das estimativas da companhia. O crescimento do EBITDA será impulsionado por uma combinação de volume de vendas mais alto e crescimento do custo caixa total inferior ao das receitas (ou seja, margem EBITDA mais alta). Projetamos que o volume de vendas da Klabin aumentará em 15%–16% em 2027E em comparação com 2023 para 4,20–4,25 milhões toneladas por ano devido ao início gradual dos projetos Puma II, Horizonte e Figueira e a vendas mais altas de papel kraft, nível que ainda está muito abaixo da capacidade disponível, excluindo a integração da produção de papel em embalagem. Projetamos custo caixa nominal total (ou seja, todos os custos e despesas, excluindo manutenção, antes do EBITDA) de R\$3.150/t em 2027 ante R\$3.223/t em 2023, depois de incorporarmos a meta de redução de custos de R\$350mn–R\$400mn por ano em virtude da aquisição de Caetê e da maior diluição de custos fixos, à medida que os volumes aumentarem. Projetamos EBITDA/t de R\$2.193/t em 2027, 28% acima do nível de 2023.

Principais riscos para nossa visão negativa: (i) preço de papel, celulose e embalagem acima de nossas estimativas; (ii) volumes de vendas acima de nossas projeções; (iii) custos abaixo de nossas estimativas; (iv) desalavancagem mais rápida; e (v) depreciação do R\$ acima da que projetamos.

Metais e Mineração

Ricardo Monegaglia

+55 11 3175 7855

ricardo.neto@safra.com.br

Conrado Vegner, CFA

+55 11 3175 8892

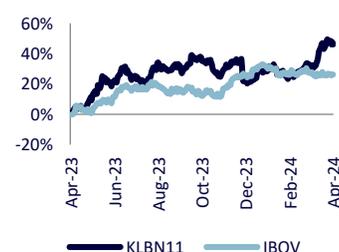
conrado.vegner@safra.com.br

KLBN11	
Recomendação	Venda
Preço atual	R\$ 24,68
Preço-alvo	R\$ 25,00
Potencial de valorização	1,3%

Múltiplos	24E	25E	26E
VF/EBITDA	8,0x	7,3x	6,6x
P/L	17,6x	13,0x	10,3x

Dados de mercado	
Valor de mercado	R\$ 27,738
Mínima/máxima de 52 semanas	R\$17,74 / 25,34
Volume médio de negociação diário (3m)	R\$ 130,5mi
Ações em circulação	1,103bi
Free float	63,8%
Desempenho (12 meses)	46,2%
Desempenho acumulado no ano	11,1%

KLBN11 vs. Ibovespa

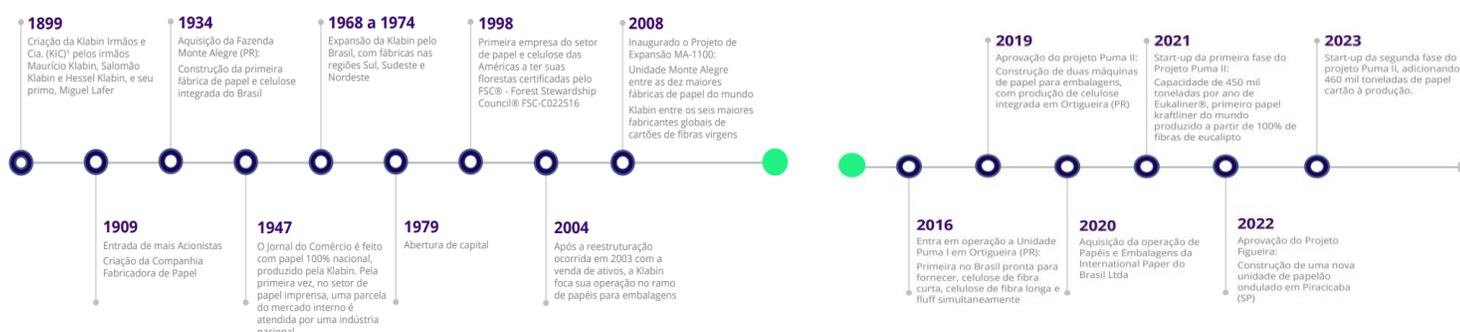


Fonte: Bloomberg e Saфра

Klabin em resumo

A Klabin S.A. foi fundada em 1899 pela família Klabin-Lafer como uma pequena fábrica de papel de escrever em São Paulo. No início dos anos 1920, graças a fusões e aquisições e a estratégias de crescimento, a companhia se tornou uma das três mais importantes empresas do setor de papel no Brasil e ainda é uma das empresas mais relevantes nos setores globais de papel, embalagem e celulose. A Klabin tem 23 fábricas e mais de 25 mil funcionários, produz 4,2 milhões de toneladas de papel e celulose e opera em toda a cadeia de valor florestal. A Klabin tem um dos ecossistemas mais completos no Brasil e notável presença, não apenas no Brasil, mas também nos mercados internacionais. Seus produtos são exportados mundialmente, servindo setores como os de embalagem, produtos de consumo e impressão.

Figura 53. Linha do tempo da Klabin



Fontes: Klabin

Figura 54. Composição acionária

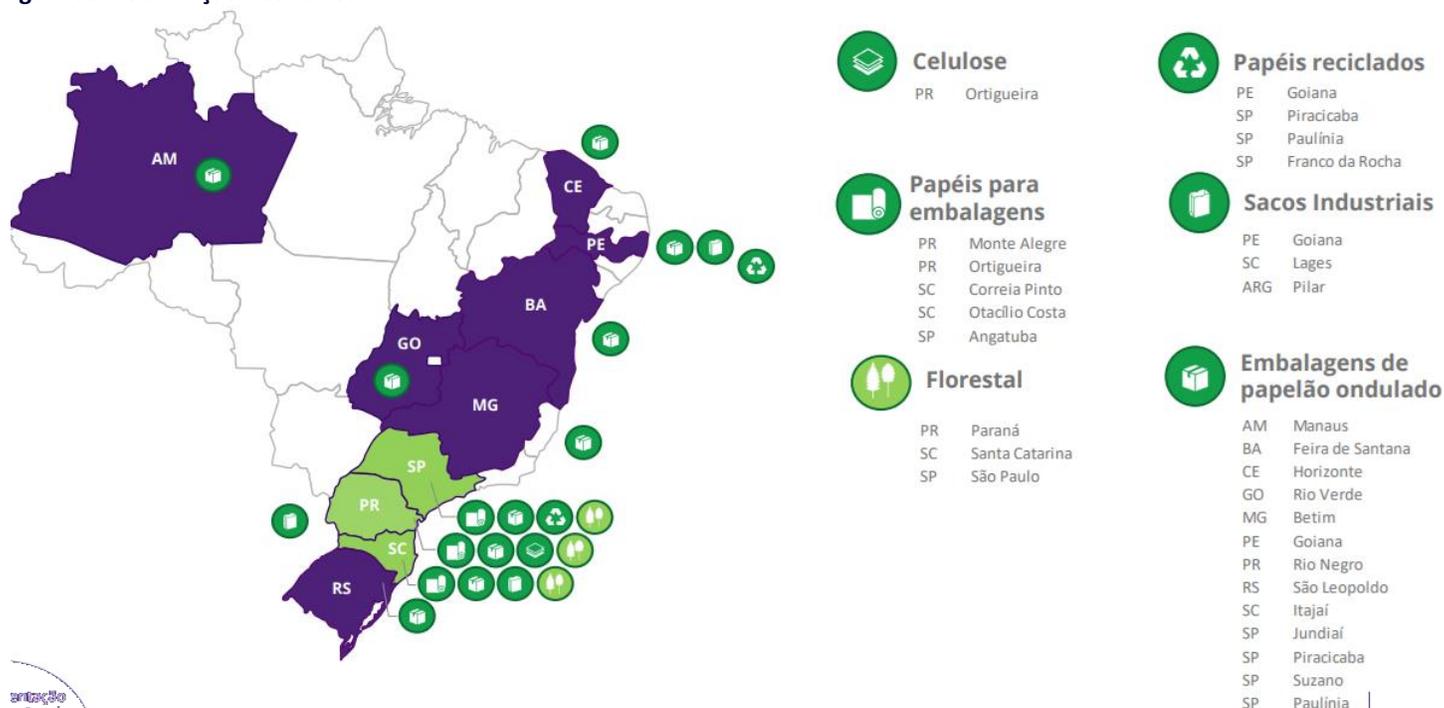
Estrutura acionária	KLB11		KLB3		KLB4		Total	
	Ações	%	Ações	%	Ações	%	Ações	%
KIC/NIBLAK	-	-	1,087,382,152	52.2%	-	-	1,087,382,152	19.4%
BONY	62,788,212	8.0%	62,788,212	3.0%	251,152,848	7.1%	313,941,060	5.6%
T.Rowe Price	57,991,957	7.4%	57,991,957	2.8%	231,967,828	6.6%	289,959,785	5.2%
Blackrock	46,411,739	5.9%	46,411,739	2.2%	185,646,956	5.3%	232,058,695	4.1%
Ações em tesouraria	21,730,215	2.8%	21,730,215	1.0%	86,920,860	2.5%	108,651,075	1.9%
Outros	599,714,473	76.0%	805,424,320	38.7%	2,780,475,669	78.6%	3,585,899,989	63.8%
TOTAL	788,636,596	100%	2,081,728,595	100%	3,536,164,161	100%	5,617,892,756	100%

Fontes: Klabin e Safrá

Descrição dos ativos

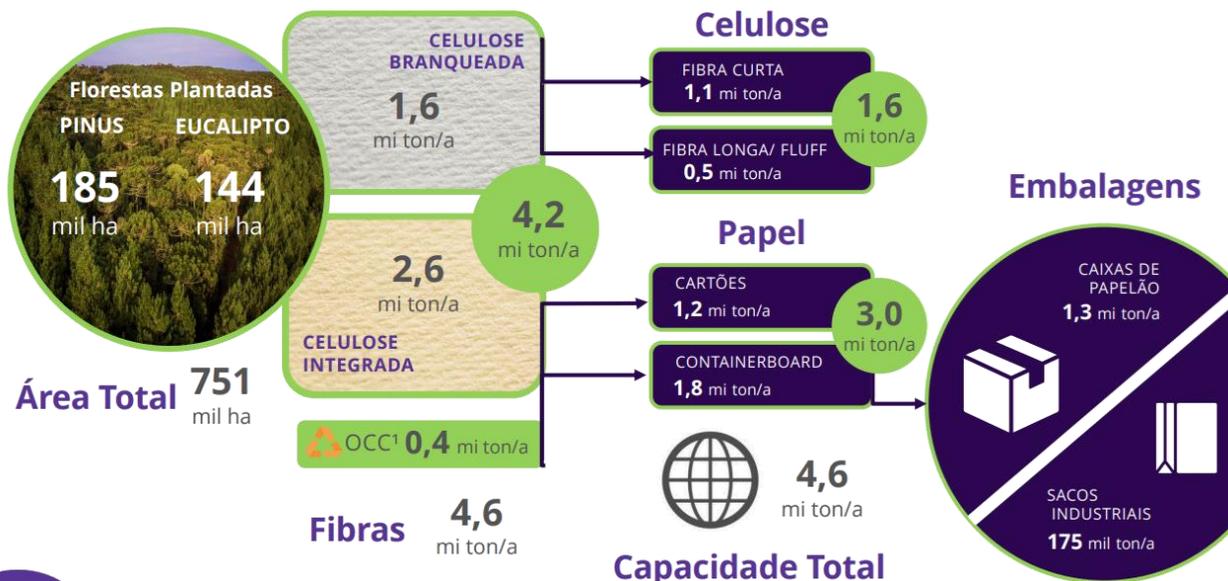
Operações. A Klabin fabrica produtos de celulose, papel e embalagens em 23 unidades: (i) duas unidades produtoras de papel e celulose, incluindo fluff, no Estado do Paraná (unidade Ortigueira); (ii) uma unidade produtora não integrada de papel no Estado de São Paulo (unidade Angatuba); (iii) uma unidade produtora não integrada de papel no Estado do Paraná (unidade Monte Verde); (iv) duas unidades produtoras não integradas de papel no Estado de Santa Catarina (unidades Correia Pinto e Otacílio Costa); (v) uma unidade integrada de papel reciclado e sacos industriais no Estado de Pernambuco (unidade Goiana); (vi) duas unidades integradas de caixas recicladas e de papelão no Estado de São Paulo (unidades de Piracicaba e Paulínia); (vii) uma unidade produtora não integrada de papel reciclado no Estado de São Paulo (unidade de Franco da Rocha); (viii) uma unidade produtora não integrada de papel reciclado no Estado de Santa Catarina (unidade de Lages); (ix) uma unidade produtora não integrada de papel reciclado na Argentina (unidade Pilar); (x) uma unidade de celulose e tissue no Estado do Maranhão (unidade de Imperatriz); e (xi) diversas unidades produtoras não integradas de caixas de papelão nos Estados de São Paulo (unidades de Suzano e Jundiaí), Santa Catarina (unidade de Itajaí), Rio Grande do Sul (unidade de São Leopoldo), Paraná (unidade de Rio Negro), Minas Gerais (unidade de Betim), Goiás (unidade de Rio Verde), Ceará (unidade de Horizonte), Bahia (unidade de Feira de Santana) e Amazonas (unidade de Manaus).

Figura 55: Localização dos ativos



Fontes: Klabin e Safr

Figura 56. Capacidade de produção por segmento



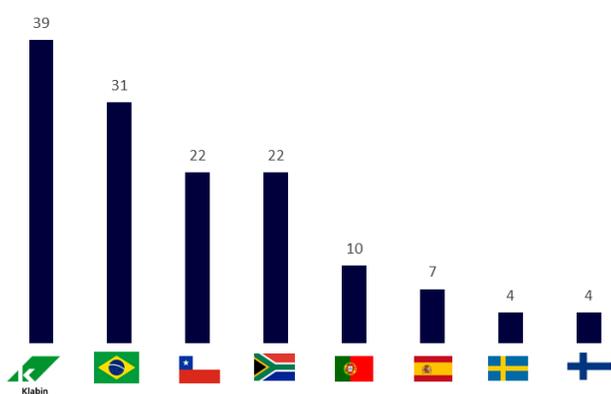
Fontes: Klabin e Saфра

Silvicultura e terras. A Klabin produz celulose de fibra curta e fibra longa a partir de fazendas de eucalipto e pinus e tem uma área total de 751 mil hectares, dos quais 30% são arrendados. A área produtiva de 375 mil hectares é composta por 144 mil hectares de eucalipto e 185 mil hectares de pinus. Com relação à produtividade, em dezembro de 2023 a companhia apresentava produtividade de 39 m³/ha/ano para pinus e de 54 m³/ha/ano para eucalipto.

A companhia anunciou recentemente o Projeto Caetê (veja aqui) que consistiu na aquisição de 150 mil hectares de terras (85 mil hectares de área produtiva) no Estado do Paraná, por US\$1,16bi. A base florestal suprirá o projeto Puma II e estará próxima das operações da companhia. Reconhecemos que o projeto deverá reduzir o custo caixa de colheita e transporte da companhia, e o projeto ultrapassa a meta de autossuficiência de 75% da Klabin.

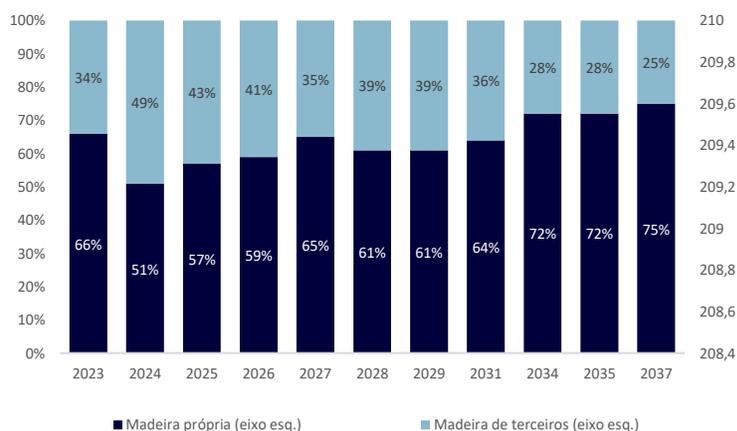
A distância média percorrida pela madeira cortada da Klabin no Paraná era de 72km antes do projeto Puma II, mas aumentou para 139km devido à maior necessidade de madeira do projeto. A Klabin pretende reduzir o raio médio para 121km com a aquisição das terras e florestas de Caetê e destaca que o raio médio poderia diminuir ainda mais para 108km depois da venda de terras excedentes, o que envolveria, em nossa visão, algum tipo de parceria com um fundo Timber Investment Management Organization (ou TIMO, fundo de investimento para aportes em ativos florestais), que tenha florestas/terras mais próximas de suas operações no Estado. Não consideramos essa redução adicional em nossas projeções para o cenário-base, o que acreditamos representar um risco positivo para nossas projeções para o custo da madeira.

Figura 57. Produtividade do pinus (m³/ha/ano)

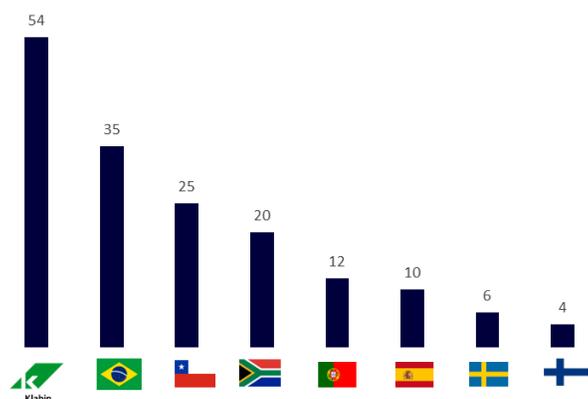


Fontes: Klabin e Saфра

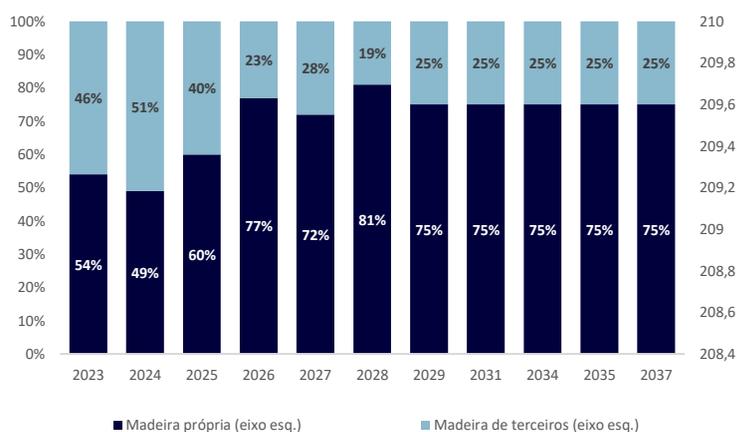
Figura 58. Composição das fontes de madeira de pinus da Klabin



Fontes: Klabin e Saфра

Figura 59. Produtividade do eucalipto (m³/ha/ano)


Fontes: Klabin e Safrá

Figura 60. Composição das fontes de madeira de eucalipto da Klabin


Fontes: Klabin e Safrá

Puma II. O projeto Puma II consiste em duas máquinas de papel e um investimento de R\$12,9bi, o maior na história da Klabin. A primeira fase do projeto, a máquina de papel 27 (PM27), entrou em operação no 3T21 e produz papéis da linha Kraftliner (papéis kraft) a partir da fibra de eucalipto (Eukaliner). A companhia espera que o projeto atinja sua capacidade nominal de 450 mil toneladas por ano em 2024. A segunda fase consiste na máquina de papel 28 (PM28), que é uma máquina de papel flexível capaz de produzir papelão revestido e papel kraft. O projeto entrou em operação no 2T23, e a PM28 adicionará uma capacidade de produção anual projetada de 460 mil toneladas por ano quando totalmente operacional (2027).

Figueira. O projeto Figueira foi aprovado em 2022 e consiste em uma nova unidade produtora de caixas de papelão com capacidade para 240 mil toneladas por ano, 2 máquinas onduladeiras de papelão e 9 impressoras em Piracicaba (Estado de São Paulo), com operações previstas para iniciarem no 2T24. A Klabin prevê aumento líquido de 100 mil toneladas por ano na produção depois da otimização dos ativos de embalagem existentes. Segundo o cronograma da companhia, o projeto deve atingir sua capacidade nominal até 2027.

Figura 61. Volume por fábrica e produto (milhares de toneladas)

Projeto/produto	Início das operações	Volume (milhares de ton.)							Total
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Puma II (PM 27)	3T21								
<i>Kraftliner</i>		99	354	374	450	-	-	-	450
Horizonte	1T23								
<i>Caixas de papelão</i>		-	-	80	-	-	-	-	80
Puma II (PM 28)	2T23								
<i>Papelão revestido</i>		-	-	49	245	400	440	460	460
<i>Kraftliner</i>		-	-	113	105	-	-	-	0
Figueira	2T24								
<i>Caixas de papelão</i>		-	-	-	25	50	70	100	100

Fontes: Klabin e Safrá

Avaliação e projeções

Estamos estabelecendo um preço-alvo de 12 meses de R\$25,00/ação com base em uma avaliação calculada pelo método do fluxo de caixa descontado (DCF), usando um custo de capital de 14,0% e um custo de capital médio ponderado (WACC) de 10,8%. Esse nível implica um potencial de valorização de 1,3% e múltiplos VF/EBITDA de 8,0x e 7,3x para 2024 e 2025, respectivamente.

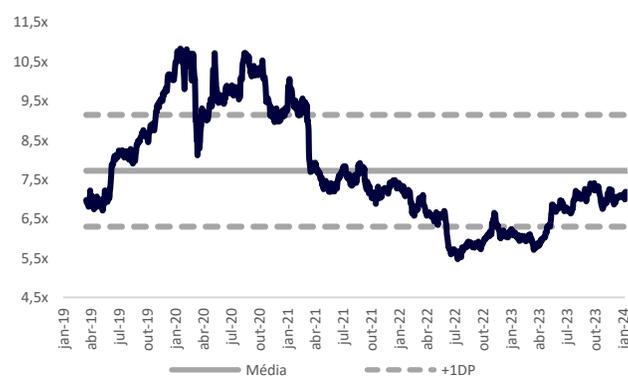
Figura 62. Premissas para a avaliação

Premissas para taxa de desconto	Resumo da avaliação	Preço-alvo (R\$)
Taxa livre de risco	Taxa de crescimento na perpetuidade	Preço atual (R\$)
4.00%	3.0%	24.68
Prêmio de risco	VP fluxo de caixa	Preço-alvo (R\$)
5.00%	24,619	25.00
Beta	VP perpetuidade	Potencial de valorização (%)
1.1	33,798	1.3%
Risco-país (p.b.)	Valor da firma	Retorno total (%)
250	58,416	6.6%
Diferencial de inflação	Dívida líquida	Recomendação
2.0%	(26,393)	Underperform
Ke (R\$)	Outros investimentos	
14.0%	297	
Aliq. de imposto de renda	Minoritários	
25%	(4,412)	
Custo da dívida	Valor patrimonial	
8.0%	27,908	
Kd (R\$)	Ações em circulação	
6.0%	1,103	
Dívida total		
40%		
Patrimônio líquido		
60%		
Custo médio ponderado de capital (R\$)		
10.8%		

Fonte: Safrá

A Klabin vem sendo negociada a um múltiplo VF/EBITDA médio de 7,7x nos últimos cinco anos, enquanto produtores integrados de papel vem sendo negociados a 7,3x e produtores de papel e embalagem, a 7,1x. A Klabin é negociada em linha com a média dos produtores globais integrados de papel e de papel e embalagem desde o 1T21, a um múltiplo VF/EBITDA médio de 6,9x (desconto de 2%). Embora acreditemos que a companhia poderia ser negociada a um VF/EBITDA mais alto, temos poucas razões para acreditar em uma alteração nos múltiplos de volta para 8,0x ou mais, a menos que (i) haja uma alteração nos múltiplos de todo o setor; (ii) o negócio de papel e embalagem ganhe mais participação sobre a celulose nos resultados da companhia do que esperamos (cerca de 75% a partir de 2025 vs. 64% em 2023); ou (iii) a companhia se desalavanque mais rápido do que esperamos.

Figura 63. VF/EBITDA da Klabin um ano à frente



Fontes: Bloomberg e Safrá

Figura 64. Desconto da Klabin sobre a média dos produtores integrados globais de papel e de papel e embalagem

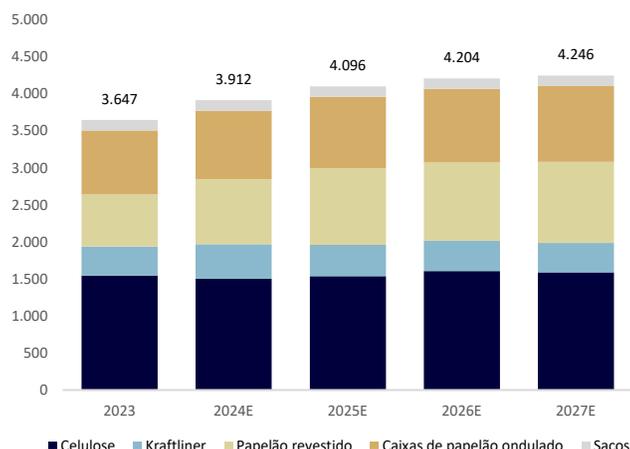


Fontes: Bloomberg e Safrá

Projeção para embarques. Os volumes de venda da Klabin caíram 5% ante o ano anterior em 2023, para 3,666 milhões de toneladas, apesar do início das operações da PM27 e PM28 de Horizonte e Puma II, o que é explicado pela decisão da companhia de fechar temporariamente algumas linhas de produção de papel Kraftliner de custo mais alto e aumentar a integração da produção de papel com seu negócio de embalagem. Estimamos um aumento de cerca de 7% no volume de vendas em 2024 ante o ano anterior, para próximo de 3,912 milhões de toneladas, à medida que incorporamos o início gradual sequencial de Puma II, o início das operações do projeto Figueira (25 mil toneladas em 2024) e o retorno parcial da capacidade cortada de papel Kraftliner. Projetamos que o volume de vendas da Klabin se estabilizará na faixa entre 4,2 milhões de toneladas por ano

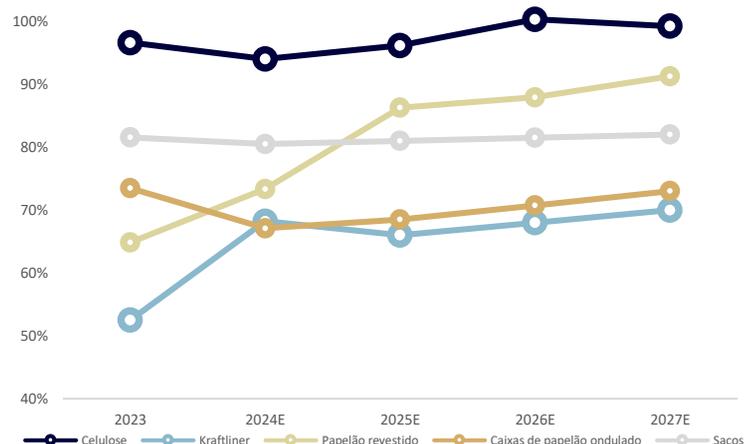
e 4,25 milhões de toneladas por ano, pressupondo a aceleração gradual das operações da PM28 e do projeto Figueira e elevação nas vendas de papel kraft, que ainda estão bem abaixo da capacidade disponível (excluindo a integração das produções de papel e embalagem).

Figura 65. Projeções para embarques (milhares de toneladas)¹



Fontes: Klabin e Safra
Excluindo outros produtos.

Figura 66. Projeções para utilização da capacidade (%)



Fontes: Klabin e Safra

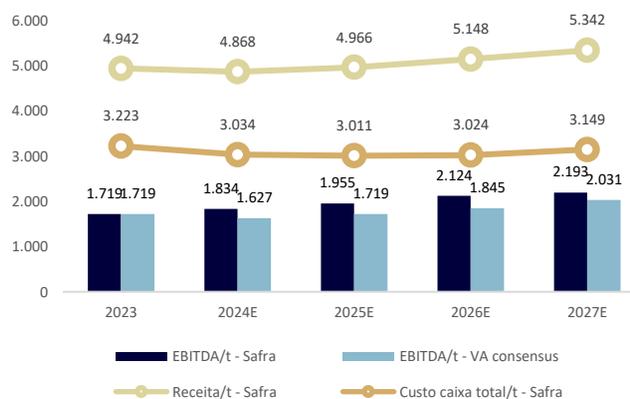
Custo caixa total (excluindo manutenção). Projetamos que a Klabin conseguirá começar a monetizar Caetê antes do que o estimado nas projeções da companhia para 2024 de custo caixa total de R\$3,100/t, o que nos leva a projetar custo caixa total de cerca de R\$2,960/t para o ano. O projeto ajudará a Klabin reduzir principalmente custos com madeira e outras despesas de vendas, gerais e administrativas. Acreditamos que a meta de redução de custos de R\$350mi a R\$400mi por ano a partir da aquisição será totalmente atingida até 2026, aumentando gradualmente a partir de 2024. Por fim, projetamos custo caixa total para a Klabin (excluindo manutenções) de R\$3.071/t em 2027, o que ajudará a companhia a atingir um EBITDA anual superior a R\$9bi.

Figura 67. Projeção para o custo caixa total (excluindo manutenções) (R\$/t)



Fontes: Klabin e Safra

Figura 68. Projeções para EBITDA, receita e custo caixa total por tonelada vs. consenso (R\$/t)



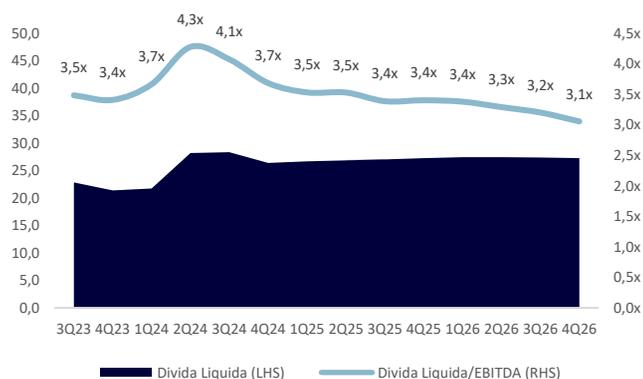
Fontes: Klabin, Visible Alpha e Safra

Retornos sobre FCL se tornam atrativos a partir de 2026. Estimamos um retorno sobre o fluxo de caixa livre para os acionistas da Klabin de 8% em 2024 e 5% em 2025. Os retornos se tornam mais atrativos depois, atingindo, em média, 10% em 2026–28E. Destacamos que o retorno médio de 2026–28E está cerca de 8 p.p. abaixo do nível que estimamos para a Suzano no período, o que explica por que acreditamos que a migração de dívida para valor de mercado é mais clara para a Suzano.

Consideramos que a Klabin continuará distribuindo 20% de seu EBITDA ao longo do período de projeção, resultando em um dividend yield de aproximadamente 6% em 2024–28E. Embora não seja nosso cenário-base, acreditamos que haja risco de o conselho de administração da

companhia aprovar uma redução na distribuição de dividendos, ao menos temporariamente, em virtude da alta alavancagem da Klabin (4,3x até o 2T24E) depois da integração dos ativos florestais da Arauco no Paraná e em Santa Catarina.

Figura 69. Dívida líquida e dívida líquida/EBITDA (R\$bi; x)



Fontes: Klabin e Safra

Figura 70. Retorno sobre o FCL e dividend yield (%)



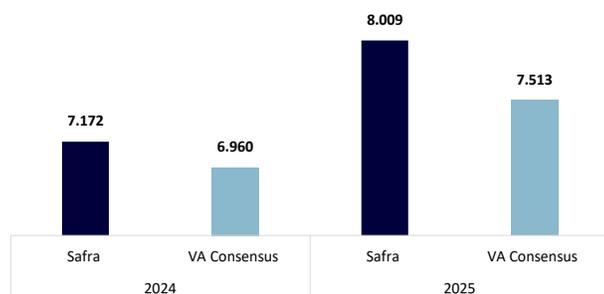
Fontes: Safra

Figura 71. Estimativas do Safra vs. consenso

Unidade	2024E			2025E			
	Safra	Cons.	Δ %	Safra	Cons.	Δ %	
Receita líquida	R\$ mi	19,042	19,572	-2.7%	20,342	20,534	-0.9%
EBITDA	R\$ mi	7,172	6,960	3.1%	8,009	7,513	6.6%
Margem EBITDA	%	37.7%	35.6%	2.1047	39.4%	36.6%	2.7847
Lucro líquido	R\$ mi	1,506	2,222	-32.2%	2,029	1,359	49.3%
PA 12M (R\$/ação)	R\$/ação	25.00	25.49	-1.9%			

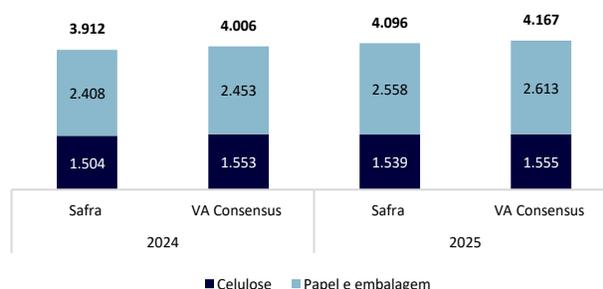
Fontes: Visible Alpha e Safra

Figura 72. EBITDA (R\$ mi)



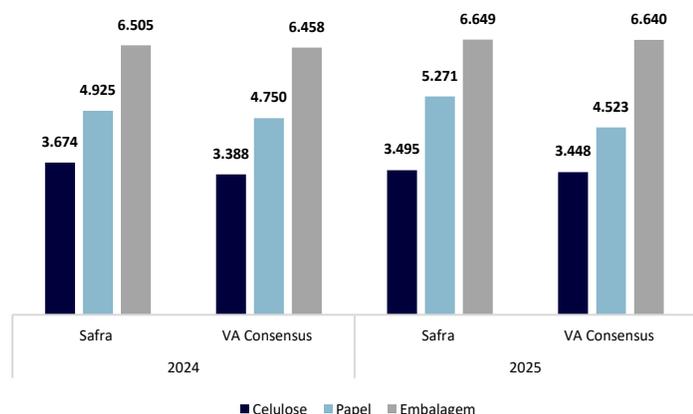
Fontes: Visible Alpha e Safra

Figura 73. Volume de vendas (milhares de toneladas)



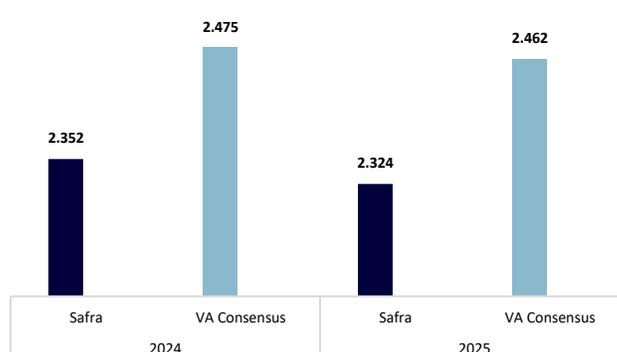
Fontes: Visible Alpha e Safra

Figura 74. Receita por tonelada (R\$/t)



Fontes: Visible Alpha e Safra

Figura 75. Custo caixa das mercadorias vendidas (R\$/t)



Fontes: Visible Alpha e Safra

Figura 76. Safrá Analysis and Valuation Scorecard (SAVS) – R\$ mi

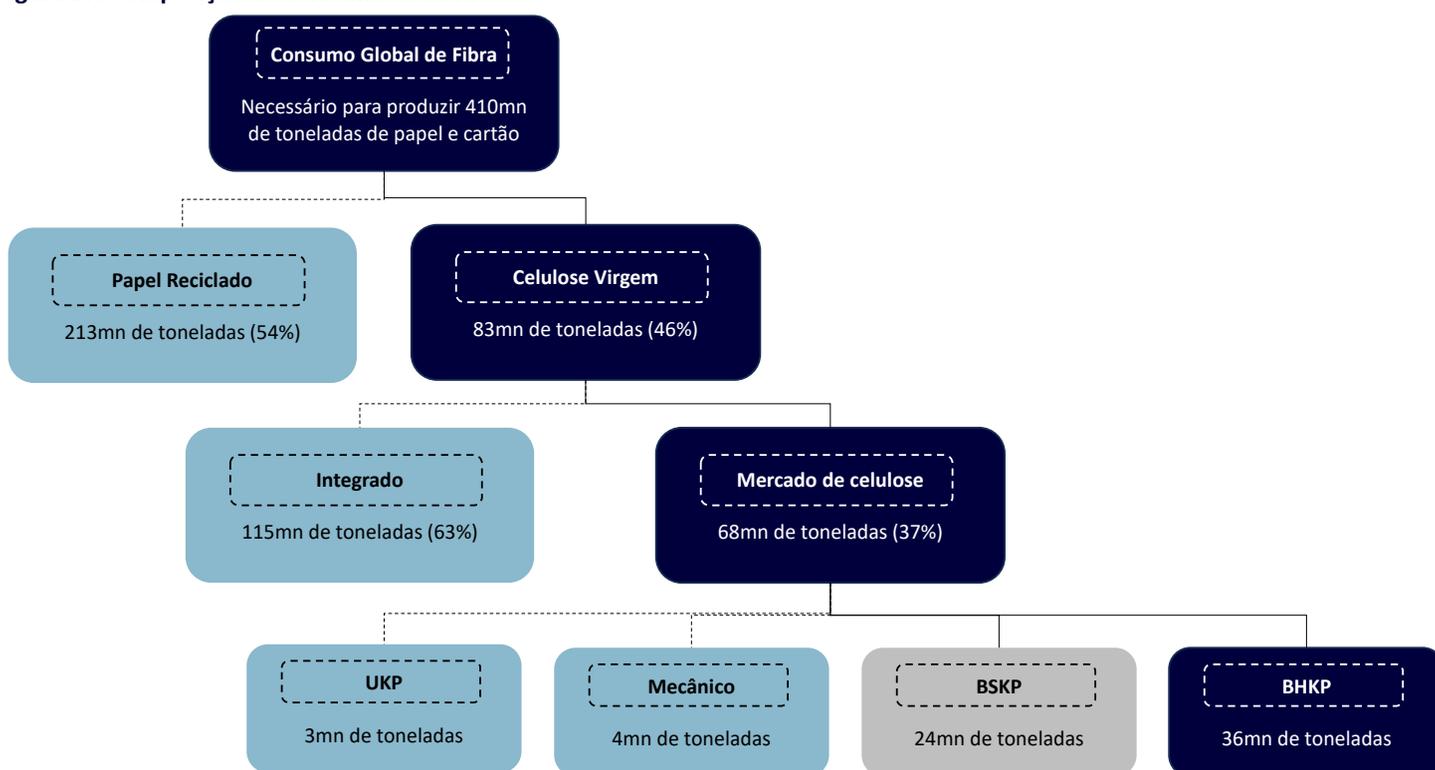
Demonstração do resultado	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	Taxa de crescimento ante o ano anterior	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Receita líquida	18,024	19,042	20,342	21,642	22,681	Receita líquida	-10.0%	5.7%	6.8%	6.4%	4.8%
CMV + variaç. valor justo dos ativos biológicos	-11,174	-11,339	-11,608	-12,033	-12,715	Lucro bruto	-28.0%	12.5%	13.4%	10.0%	3.7%
Lucro bruto	6,849	7,703	8,734	9,609	9,966	Despesas de vendas, gerais e adm.	-8.8%	2.1%	5.3%	5.0%	4.1%
<i>Margem bruta</i>	38%	40%	43%	44%	44%	EBITDA	-19.6%	14.6%	11.7%	11.5%	4.3%
Despesas de vendas, gerais e adm.	-2,615	-2,670	-2,812	-2,953	-3,074	EBIT	-36.3%	18.9%	17.7%	12.4%	3.5%
<i>Despesas VG&A/receita líquida</i>	-15%	-14%	-14%	-14%	-14%						
EBITDA	6,259	7,172	8,009	8,930	9,313						
<i>Margem EBITDA</i>	35%	38%	39%	41%	41%						
EBIT	4,235	5,033	5,922	6,656	6,892						
<i>Margem EBIT</i>	23%	26%	29%	31%	30%						
Resultado financeiro	-435	-2,837	-2,956	-2,911	-2,937	Retorno e outros	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Lucro antes dos impostos	3,814	2,214	2,984	3,764	3,974	Retorno sobre capital investido (ROIC)	12.4%	13.5%	12.2%	13.4%	13.6%
Impostos	-967	-664	-895	-1,129	-1,192	Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	25.5%	13.0%	17.1%	20.5%	20.4%
Participação de minoritários	153	44	60	75	79	Dividend yield	5.5%	5.3%	5.9%	6.6%	6.8%
Lucro líquido	2,695	1,506	2,029	2,559	2,702	Retorno do FCL para acionistas	6.2%	7.7%	5.1%	9.1%	10.0%
Balanco patrimonial	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	Alavancagem	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Caixa e equivalentes de caixa	10,715	7,386	7,462	8,361	9,416	Dívida líquida	21,349	26,393	27,227	27,267	27,178
Contas a receber	2,113	2,306	2,363	2,520	2,727	Dívida líquida/patrimônio líquido	1.8	2.3	2.3	2.1	2.0
Estoque	2,666	2,799	2,902	2,865	3,044	Dívida líquida/EBITDA	3.4	3.7	3.4	3.1	2.9
Total de ativos circulantes	16,497	13,495	13,731	14,750	16,192	Dívida líquida/capital total	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Realizável a longo prazo	38,938	45,235	46,497	47,228	47,847	Dívida líquida/ativos totais	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
Ativo permanente	25,387	27,105	28,574	29,566	30,484						
Ativos totais	55,435	58,730	60,227	61,978	64,039						
Fornecedores	2,600	2,730	2,830	2,795	2,970						
Dívida de curto prazo	1,561	1,631	1,676	1,723	1,772						
Total de exigíveis a curto prazo	5,876	6,076	6,222	6,233	6,456						
Dívida de longo prazo	29,780	30,992	31,857	32,748	33,666						
Total de exigíveis a longo prazo	35,826	36,586	37,451	38,342	39,260						
Patrimônio líquido	11,585	11,656	12,084	12,857	13,696						
Participações de não controladores	2,147	4,412	4,471	4,547	4,626						
Total do passivo + patrimônio líquido	55,435	58,730	60,227	61,978	64,039						
Demonstração de fluxo de caixa livre	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	Avaliação	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Lucro operac. líq. depois dos imp. (NOPLAT)	4,067	4,781	4,738	5,325	5,514	Vf/EBITDA	7.6	8.0	7.3	6.6	6.3
D&A e exaustão	3,327	3,330	3,541	3,704	3,823	P/L	8.6	17.6	13.0	10.3	9.8
Variaç. no valor justo dos ativos	-1,229	-1,190	-1,454	-1,431	-1,403						
Despesas de capital	-4,307	-3,344	-3,129	-2,779	-2,807						
Custo SPes	0	-160	-202	-208	-214						
Variaç. capital de giro	2	-197	-59	-157	-211						
FCLF	1,859	3,220	3,434	4,455	4,702						
Despesas financeiras líquidas	-348	-1,122	-2,046	-1,973	-1,970						
Variaç. dívida	0	0	0	0	0						
Fluxo de caixa livre para os acionistas	1,511	2,098	1,389	2,483	2,732						

Fontes: Klabin e Safrá

Mercados de papel e celulose

Visão geral dos mercados de celulose. O consumo global de papel é de cerca de 410 milhões de toneladas, que é também o nível necessário de consumo de fibra. A fibra é fornecida de duas formas: reciclada (54% da oferta) e celulose virgem (46%). Nós nos focamos na parte da oferta de celulose virgem, já que esse é um negócio-chave para as companhias sob nossa cobertura. O mercado de fibra virgem é dividido ainda em (i) celulose de mercado, que é a celulose virgem negociada entre produtores e consumidores (37% do mercado de celulose virgem), e (ii) celulose integrada (63%), ou celulose que é verticalmente integrada à produção de papel, que quase não é negociada devido a limitações logísticas ou de equipamento (por exemplo, falta de máquina de secagem de celulose). Por fim, a celulose de mercado é dividida principalmente em BHKP (53%) e BSKP (35%) – celulose branqueada –, e o restante é composto de celulose kraft não branqueada (UKP) e pasta mecânica.

Figura 77. Composição do consumo de fibra



Fontes: Hawkins Wright, CMPC e Safrá

Projeção para demanda de celulose de mercado. Nós usamos regressões entre a produção de papel e o consumo de celulose de mercado branqueada para construir nossa projeção para a demanda. Nossa análise projeta que a demanda crescerá a uma taxa de crescimento anual composta de 1,5% em 2023–28, de 62 milhões de toneladas em 2023E para 66,9 milhões de toneladas em 2028E. Olhando mais a fundo, estamos mais otimistas com a perspectiva para BHKP do que para BSKP, principalmente devido aos custos relativamente mais baixos e à maior disponibilidade de madeira, o que acreditamos que irá estimular uma tendência de substituição. Projetamos que a demanda por BHKP responderá por 77% do crescimento na demanda por celulose branqueada no período, com taxa de crescimento anual composta de 1,9%, enquanto a demanda por BSKP crescerá a uma taxa de 0,9%. Conforme mostrado abaixo, estimamos que o consumo de BHKP permanecerá estável sequencialmente em 2024 (já que a demanda em 2023 foi impulsionada pelo movimento de recomposição de estoques na China no 2S24) e retomará o crescimento em 2025.

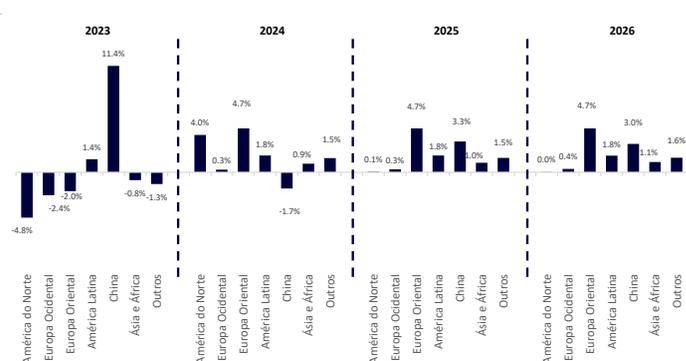
Uso final por país. A China foi a maior consumidora de celulose na última década. O país foi responsável por 87% do crescimento da demanda por celulose de mercado e aumentou sua participação na demanda global de 29% em 2014 para 39% em 2023. Projetamos que o consumo de polpa de celulose do país crescerá a uma taxa de crescimento anual composta de cerca de 2% em 2023–28, estimulado pela aceleração da atividade econômica e dos níveis de consumo. Acreditamos que as taxas de crescimento no consumo devam permanecer no mesmo nível de 2013–22 (taxa de crescimento anual composta de aproximadamente 4%). Em nossas projeções, as economias emergentes poderão liderar o crescimento no consumo de celulose nos próximos anos. Por exemplo, projetamos uma taxa de crescimento anual composta de 4,7% na demanda no Leste Europeu e de 1,8% na América Latina, em virtude de seu crescimento econômico superior e mudanças nos hábitos dos consumidores. Esperamos crescimento relativamente mais baixo nos mercados desenvolvidos, em virtude de um mercado de papéis tissue e gráfico já maduros. A demanda na América do Norte e na Europa Ocidental crescerá a uma taxa de crescimento anual composta de 0,4% a 0,8% em 2023–28.

Figura 78. Projeção para a demanda de celulose (milhões de toneladas)



Fontes: Safrá

Figura 79. Crescimento da demanda por celulose, por região (ante o ano anterior, %)

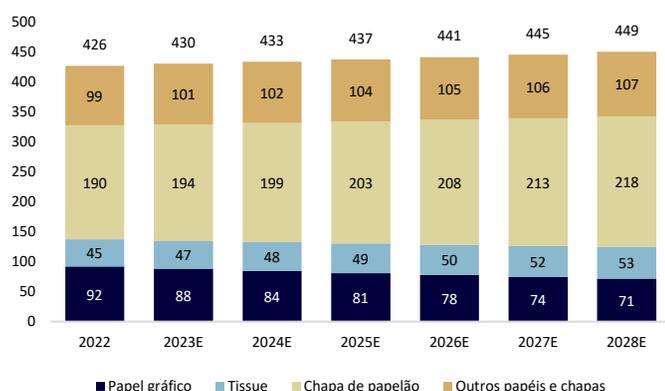


Fontes: Safrá

Projeção para a demanda de papel. Conforme mencionado acima, as fibras são usadas principalmente para a produção de papel. Dito isso, alguns produtos de papel respondem por uma parcela maior da demanda por fibra virgem. A produção de papel pode ser dividida em (i) papel gráfico (20% da produção – papel de imprensa e de imprimir e escrever); (ii) tissue (11%); (iii) chapa de papelão (45%); e (iv) outros papéis e chapas (24%). Tissue representa uma pequena parcela da produção de papel, mas corresponde a 45% da demanda por celulose de mercado, enquanto as chapas de papelão respondem por apenas 10%. Produtores de tissue suprem 78% de suas necessidades de fibra a partir da celulose virgem, enquanto produtores de chapa de papelão contam majoritariamente com a celulose reciclada. Portanto, não consideramos a produção de chapas de papelão como uma variável em nossa regressão para a demanda por celulose de mercado.

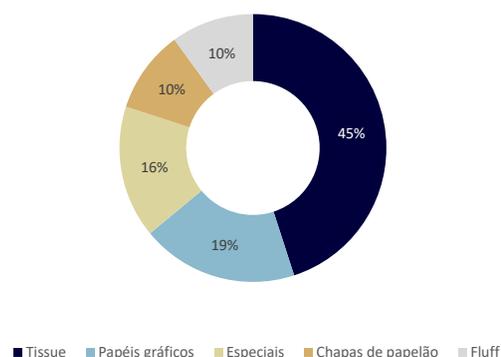
Construímos nossa projeção para a demanda de papel estimando a taxa de crescimento anual composta da produção de papel em cada país/região. Em uma visão global, projetamos que a demanda por tissue crescerá a uma taxa de crescimento anual composta de 2,4% em 2023–28; a de chapa de papelão, a 2,3%; a de outros papéis e chapas, a 1,2%; e a de papel gráfico, a -4,1%. Para mais detalhes, consulte a seção sobre produtos de papel.

Figura 80. Projeção para a demanda de papel (milhões de toneladas)



Fontes: RISI e Safrá

Figura 81. Demanda por celulose de mercado por uso final



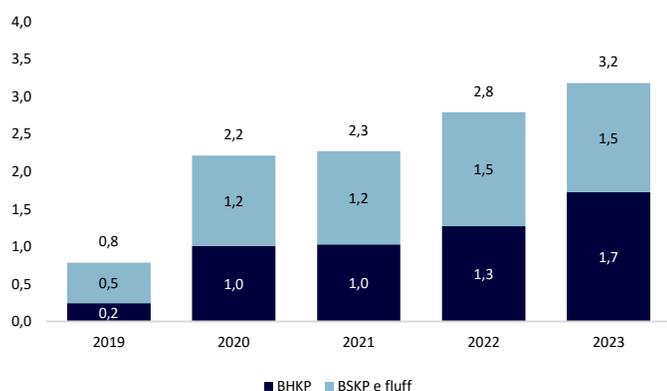
Fontes: Hawkins Wright e Safrá

Projeção para a capacidade de celulose de mercado. Os mercados de celulose têm sido marcados pelo início ou pela aceleração gradual de um novo projeto todos os anos desde o início do século. O único período que se destaca é de 2019 a 2021, quando dois fatores distintos ocorreram: (i) redução nos estoques da Suzano, o que significou quase um novo projeto de celulose acelerando em 2019; e (ii) restrições relacionadas à covid, que levaram a um atraso nos projetos MAPA e Paso de Los Toros em 2020–21. Em 2024, esperamos cerca de 2,0 milhões de toneladas adicionais de capacidade de BHKP em comparação com 2023, devido à aceleração gradual do projeto MAPA da Arauco, do projeto Paso de los Toros da UPM e do projeto bioCMPC da CMPC, bem como do projeto Cerrado da Suzano (que continuará em 2025). Depois disso, vemos um vácuo de oferta no mercado de celulose, já que os próximos projetos em nossas projeções – o projeto Sucuriu da Arauco (capacidade de 2,5 milhões de toneladas) – só entrará em operação em 2028. Além disso, vemos riscos limitados de oferta adicional não esperada, já que leva cerca de 30 meses para iniciar um projeto de celulose depois de sua aprovação.

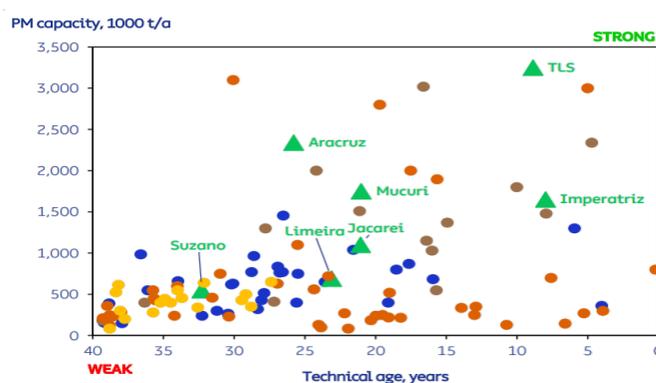
Houve mais paradas não planejadas nos últimos anos, ocasionando perdas médias de produção próximas de 2,7 milhões de toneladas de 2021 a 2023. Acreditamos que fábricas de celulose em envelhecimento, disponibilidade limitada de florestas e mudanças climáticas contribuirão para a continuidade dessa tendência. Por outro lado, nossa projeção inclui 1,2 milhão de toneladas por ano (0,7 milhão de toneladas de BHKP e 0,5 milhão de toneladas de BSKP) em perdas de produção inesperadas.

Há alguns projetos não confirmados que valem ser mencionados, já que eles poderiam levar a revisões negativas em nossas projeções para as taxas de produção.

- (i) **Parcel:** 1,8 milhão de toneladas em capacidade de BHKP no Paraguai. O presidente do conselho da empresa mencionou durante uma conferência da Fastmarkets em meados de 2023 que o projeto começaria a ser construído em 2024. Nesse ínterim, a empresa contratou Flavio Deganutti (ex-diretor de papéis da Klabin) como seu CEO.
- (ii) **Vanguarda II:** Segunda linha de celulose da Eldorado, com 2,2 milhões de toneladas por ano de BHKP, no Mato Grosso do Sul, Brasil. A empresa aprovou o projeto, mas as discussões a respeito do controle da Eldorado tornam difícil determinar com precisão o cronograma desse projeto.
- (iii) **EUCA Energy:** 2 milhões de toneladas por ano de capacidade de BHKP no Mato Grosso, Brasil. O projeto recebeu certas licenças, mas o financiamento parece ser uma limitação no momento.
- (iv) **Expansão da OKI:** A expansão da fábrica de BHKP da Asia Pulp & Paper, na Sumatra do Sul, foi discutida algumas vezes por veículos de imprensa nos últimos anos, alguns dos quais observaram o desejo da empresa de aumentar a capacidade da fábrica de 2,8 para 7,0 milhões de toneladas por ano.

Figura 82. Perdas não planejadas de celulose de mercado (milhões de toneladas)


Fontes: RISI, Brian McClay, Hawkins Wright e Safrá

Figura 83. Idade técnica e escala da capacidade de produção de celulose de mercado BHKP


Fontes: Pöyry e Safrá

Figura 84. Oferta e demanda de BHKP

Demanda por BHKP (milhões de ton.)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
China	16.7	16.3	16.9	17.6	18.2	18.7	19.2	19.6
Europa Ocidental	8.3	8.3	8.4	8.4	8.5	8.5	8.6	8.6
América do Norte	3.2	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
América Latina	2.9	3.0	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5
Europa Oriental	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	1.9	2.0
Ásia e África	5.6	5.7	5.8	5.9	6.0	6.1	6.3	6.1
Total	38.1	38.1	39.1	40.1	41.0	41.9	42.7	43.3

Capacidade de BHKP (milhões de ton.)	41.9	43.9	45.5	45.2	44.8	45.1	46.4	47.0
Paradas não programadas	1.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Taxa operacional	91%	87%	86%	89%	91%	93%	92%	92%
Taxa operacional (excl. paradas não programadas)	95%	88%	87%	90%	93%	94%	93%	93%

Fontes: Hawkins Wright, companhias e Safrá

Figura 85. Oferta e demanda de BSKP

Demanda por BSKP (milhões de ton.)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
China	7.4	7.4	7.5	7.6	7.7	7.8	7.9	8.0
Europa Ocidental	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
América do Norte	4.2	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3
América Latina	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Europa Oriental	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9
Ásia e África	4.5	4.6	4.6	4.7	4.7	4.8	4.8	4.7
Total	23.9	24.2	24.4	24.6	24.8	25.0	25.2	25.3

Capacidade de BSKP (milhões de ton.)	28.5	28.4	28.1	27.8	27.5	27.2	26.9	26.6
Paradas não programadas	1.5	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Taxa operacional	84%	85%	87%	89%	90%	92%	94%	95%
Taxa operacional (excl. paradas não programadas)	88%	87%	88%	90%	92%	94%	96%	97%

Fontes: Hawkins Wright, companhias e Safrá

Produtos de celulose

A celulose kraft branqueada de fibra curta (BHKP) é um tipo de celulose produzida a partir de árvores de fibra curta usando o processo Kraft, que envolve o cozimento de cavacos de madeira em uma mistura de produtos químicos. Esse processo remove lignina, hemicelulose e outras impurezas. A BHKP é conhecida por seu brilho intenso, excelentes propriedades de resistência e capacidade de produzir uma superfície lisa quando usada para a fabricação de papel. É

amplamente usada na produção de papéis para imprimir e escrever, papéis tissue, papéis especiais e chapas de papelão.

A **celulose kraft branqueada de fibra longa (BSKP)** é um tipo de celulose derivada de árvores de fibra longa, usando o processo de polpação. A BSKP é conhecida por sua excelente resistência à tração e a rasgos, o que a torna ideal para aplicações que exigem durabilidade, como materiais para embalagem e papéis especiais. É comumente usada na produção de papéis para escrever, tissue, papel cartão e papéis para imprimir e para escrever de alta qualidade devido às suas propriedades superiores de resistência e volume.

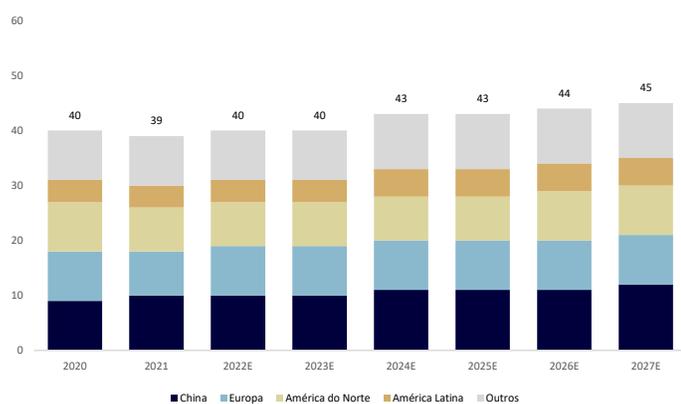
Fluff é um tipo de celulose produzida a partir de fibras curtas e longas por processos mecânicos e químicos. Caracteriza-se pela sua elevada absorção, resiliência e volume, tornando-a ideal para produtos de higiene absorventes, como fraldas, produtos de higiene feminina e absorventes para incontinência de adultos. A celulose fluff é processada para ter fibras individuais relativamente curtas e frouxamente ligadas, o que lhe confere capacidade de rápida absorção de líquidos e propriedades superiores de absorção de umidade. Com o envelhecimento da população, o mercado de produtos para incontinência urinária em adultos oferece excelentes oportunidades. O Brasil é o terceiro maior mercado de fraldas descartáveis no mundo.

A **celulose solúvel** é um tipo de celulose produzida a partir da madeira por meio de processos químicos especializados, principalmente para a produção de viscose e liocel. Sua produção envolve a quebra das fibras de madeira em pasta por meio de tratamentos químicos, resultando em uma celulose altamente pura e uniforme. A celulose solúvel caracteriza-se pelo seu elevado teor de celulose e baixos níveis de impurezas, o que a torna adequada para várias aplicações industriais além da tradicional produção de papel. É normalmente utilizada na produção de rayon, acetato e celofane, bem como na produção de papéis especiais, têxteis e outros produtos à base de celulose.

Produtos de papel

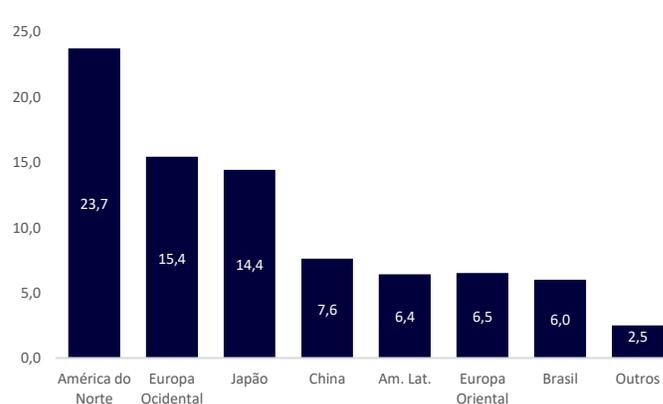
Segundo a Hawkins Wright, o **papel tissue** representa aproximadamente 45% da demanda por celulose e apenas 4% da demanda por fibra reciclável. O tissue é um tipo de papel usado em produtos de higiene, limpeza e embalagem e é encontrado em lenços de papel, papéis higiênicos e toalhas de papel. Sua produção aumentou a uma taxa de crescimento anual composta de 3,5% de 2013 a 2022, segundo a RISI, atingindo cerca de 45 milhões de toneladas em 2022. O consumo de tissue aumentou principalmente em virtude dos seguintes fatores (i) crescimento populacional e tendências de urbanização; e (ii) conscientização sobre higiene, com ênfase crescente na higiene pessoal e pública, principalmente devido a preocupações globais com saúde, como a pandemia de covid-19.

Figura 86. Demanda por papel tissue (milhões de toneladas)



Fontes: PPPC e Safra

Figura 87. Consumo per capita de tissue (kg)

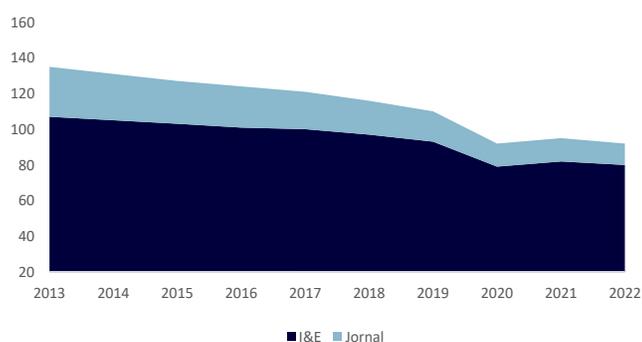


Fontes: PPPC World Tissue e Safra

Papéis gráficos representam em torno de 20% da demanda por celulose, segundo a Hawkins Wright, e apenas 3% da demanda por fibra reciclada. Papéis gráficos (ou seja, papel de escrever e imprimir e papel de imprensa) são um tipo de papel usado para imprimir documentos e escrever sobre eles. Sua produção caiu a uma taxa de crescimento anual composta de 4,2% de 2013 a 2022, segundo a RISI, alcançando cerca de 92 milhões de toneladas em 2022. O consumo de papéis gráficos diminuiu principalmente em virtude (i) da ascensão das plataformas digitais, o que diminuiu a demanda por materiais impressos, como jornais, revistas e materiais publicitários, já que mais pessoas optam por conteúdo on-line; e (ii) da busca de empresas tradicionais de mídia impressa por alternativas ao papel que sejam mais eficazes em termos de custos, como publicidade e canais de comunicação digitais.

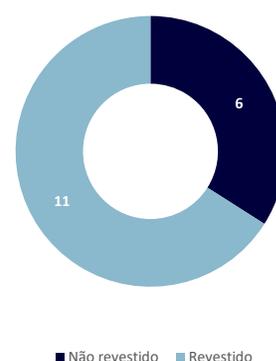
Embora a tendência geral seja na direção da digitalização, ainda há situações e mercados em que produtos de papéis gráficos são necessários. Eventos especiais, datas comemorativas e campanhas promocionais podem gerar aumentos temporários na demanda por produtos de papéis gráficos, como livros escolares, banners e pôsteres. Em períodos de expansão econômica, empresas podem aumentar seus esforços publicitários e de marketing, levando a um aumento na demanda por materiais impressos, como brochuras, catálogos e materiais promocionais.

Figura 88. Produção de papel gráfico (milhões de toneladas)



Fontes: Organização das Nações Unidas para a Alimentação e a Agricultura e Safrá

Figura 89. Paradas no setor de papel de imprimir e de escrever em 2016–23E (milhões de toneladas)



Fontes: Suzano e Safrá

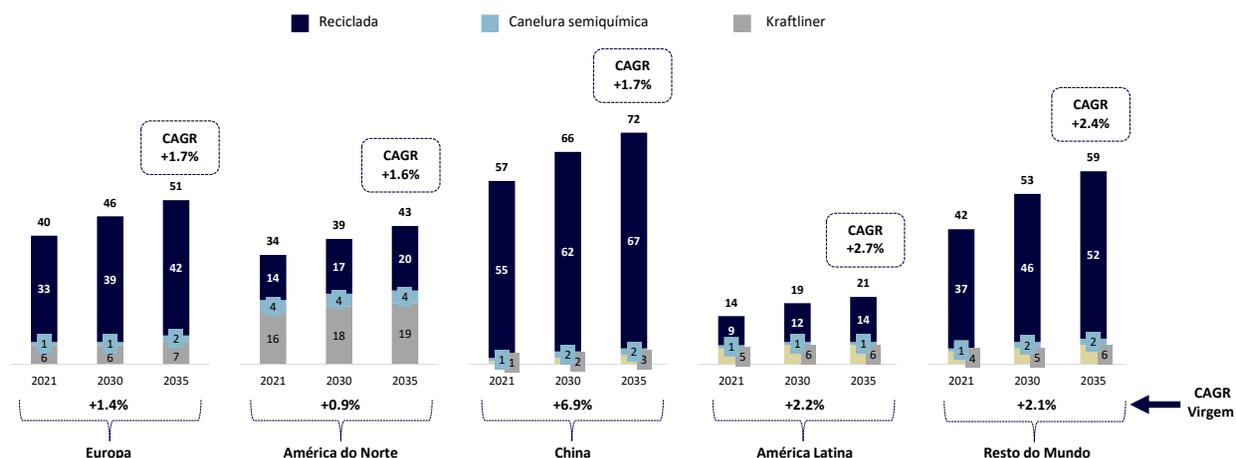
Os papéis de embalagem representam cerca de 10% da demanda por celulose, segundo a Hawkins Wright, mas respondem por 71% da demanda por fibra reciclada (aproximadamente 250 milhões de toneladas). Papéis de embalagem (kraftliner, papelão revestido e chapa de papelão) são usados principalmente em aplicações para embalagem. Segundo a RISI, a produção de chapas de papelão aumentou a uma taxa de crescimento anual composta de 2,6% de 2013 a 2022, atingindo 190 milhões de toneladas em 2022. A produção de outros papéis e de chapas aumentou a uma taxa de crescimento anual composta de 1,2% de 2013 a 2022, também de acordo com a RISI, para 99 milhões de toneladas em 2022.

Kraftliner é um papel mais forte com alta resistência à umidade, representando uma alternativa a caixas sólidas ou de papelão. O papel é feito a partir de aparas de papelão ondulado (OCC) e fibras virgens, em uma proporção de 80% de OCC e 20% de fibras virgens. Os principais usos são para empacotamento e preenchimento de espaços, sendo uma alternativa ao plástico. Os principais determinantes da demanda são as caixas usadas em diversos segmentos, principalmente: produtos alimentícios, produtos químicos e derivados, cultivo de frutas e flores, avicultura, bebidas, cigarro, metalurgia, fragrâncias e cosméticos, entre outros.

Papelão revestido refere-se a papéis revestidos com um acabamento brilhante, semibrilhante ou fosco para aprimorar as propriedades da superfície do papel. É um tipo de papel versátil usado para escrever, imprimir e em embalagens. As cores do papel não desbotam nem borram. Outro aspecto importante é sua capacidade de absorção de tinta, o que resulta em uma reprodução mais precisa e maior resiliência e resistência. Os principais determinantes da demanda são: entrega de

alimentos e consumo de alimentos para viagem; embalagem para produtos de alto valor, como cosméticos, eletrônicos e produtos de luxo; caixas para alimentos, já que o uso de caixas de papel reciclado foi banido; e substituição do plástico.

Figura 90. Demanda por chapas de papelão (milhões de toneladas)



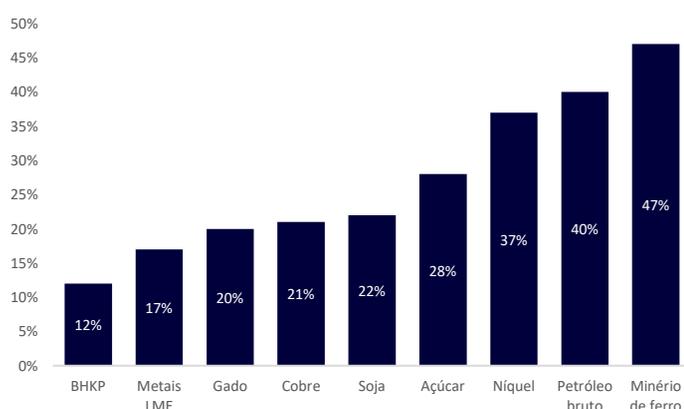
Fontes: ÄFRY, Jay Partners, RISI, Numera Analytics, web site das companhias, análises da Klabin e Safra

Os papéis especiais representam aproximadamente 16% da demanda por celulose, de acordo com a Hawkins Wright, e apenas 3% da demanda por fibra reciclada. Papéis especiais referem-se a papéis feitos para finalidades ou aplicações específicas além da escrita e impressão comuns. Abrangem uma ampla variedade de papéis criados para funções singulares, como embalagem, artesanato, rotulagem e impressões especiais. Existem papéis especiais em diversas texturas, acabamentos e gramaturas que atendem às necessidades de setores e projetos criativos diferentes. Esses papéis são normalmente usados para aplicações especializadas, como convites de casamento, embalagens para alimentos, projetos artísticos e rótulos industriais.

Riscos

Riscos inerentes a commodities. O preço da celulose foi o menos volátil dentre uma cesta de commodities (veja abaixo), mas ainda assim adiciona volatilidade aos resultados dos produtores. Em virtude da alta exposição dos resultados da Suzano – e dos resultados da Klabin, embora em menor magnitude – à celulose, reconhecemos que seus resultados operacionais de curto prazo poderiam variar abruptamente dentro do ciclo da commodity, afetando o preço das ações no setor. Além disso, assim como outras commodities, o consumo de papel e celulose está exposto a indicadores macroeconômicos globais (por exemplo, crescimento do PIB, crescimento do consumo), o que pode levar a um nível de demanda diferente daquele projetado por nós. A gestão da oferta e dos estoques por consumidores representa um risco para preços e, portanto, para resultados.

Figura 91. Volatilidade histórica do preço de commodities



Fontes: Suzano e Saфра

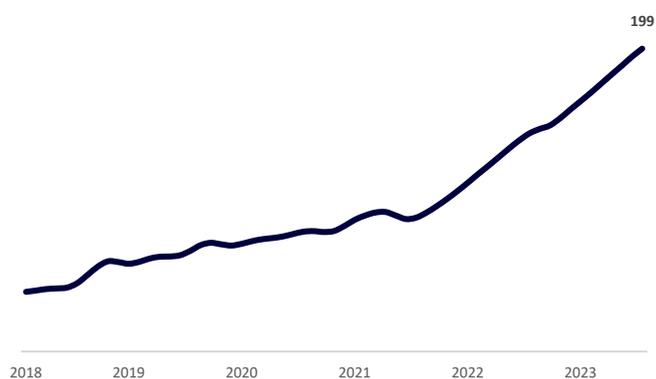
Figura 92. Demanda por celulose vs. PIB real



Fontes: FMI e Saфра

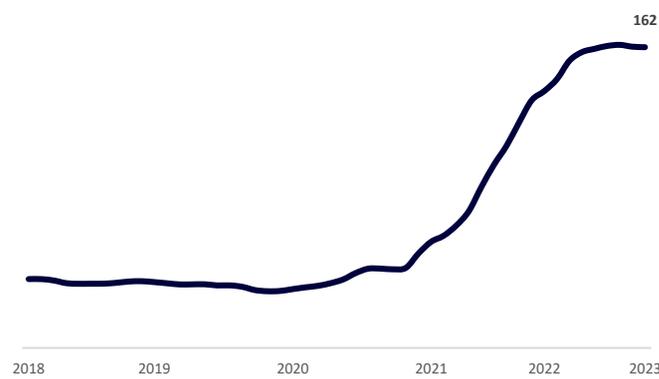
Disponibilidades de madeira. Conforme mencionado anteriormente neste relatório, o preço da madeira foi o principal responsável pela recente inflação de custos no setor, e uma equação mais apertada entre disponibilidade e necessidade de madeira deve resultar em inflação adicional nos preços de terras/florestas nos próximos anos. Acreditamos que essa tendência inflacionária afetará os produtores brasileiros de celulose e deverá reduzir os retornos marginais sobre nova capacidade. Dito isso, empresas no Hemisfério Norte devem sofrer um impacto maior. Para contextualizar, o ciclo da madeira de pinus da Klabin de 12 a 14 anos no Paraná é significativamente mais curto do que os níveis de até 70 anos no Hemisfério Norte.

Figura 93. Índice de preço de mercado médio da madeira para celulose (base 100 = 2018)



Fontes: Pöyry/AFRY e Saфра

Figura 94. Índice de preço médio de terras para cultivo (base 100 = 2018)



Fontes: S&P Global e Saфра

Decisões de alocação de capital. Acreditamos que empresas de papel e celulose brasileiras tenham o crescimento em seu DNA em detrimento do pagamento de dividendos. Sempre que a alavancagem financeira das empresas atinge um nível considerado subótimo em termos de estrutura de capital, essas empresas normalmente buscam oportunidades de crescimento. Acreditamos que as empresas tenham um alto nível de exigência para aprovar novos investimentos e, embora as TIRs ultrapassem o custo de capital, investidores não pagam por crescimento antecipadamente. Valores de mercado e múltiplos VF/EBITDA normalmente têm desempenho fraco nos trimestres seguintes ao do anúncio de projetos de crescimento. Por outro lado, essas métricas se expandem um ano antes de os projetos iniciarem suas operações.

Figura 95. Resumo do valor de mercado e dos múltiplos VF/EBITDA dentro do ciclo de investimentos

Company/Project	Anúncio		1A após o início do projeto	
	Valor de Mercado	VF/EBITDA	Valor de Mercado	VF/EBITDA
Suzano/Imperatriz	↓	= ↓	↑	↑
Copec/Montes del Plata	=	=	↓	↓
CMPC/Guaíba II	= ↓	= ↓	↑	=
Klabin/Puma	=	= ↓	↑	↑
Fibria/Horizonte II	↑	= ↓	↑	↑
Arauco/Mapa	↓	↓	=	= ↑
UPM/Paso de los Toros	=	↑	↑	↓
Suzano/Cerrado	↓	=	↑	↑

Fontes: Bloomberg e Safrá

Flutuações em moeda local. Os resultados operacionais da Suzano e da Klabin têm exposição líquida ao dólar norte-americano devido a um descasamento entre receitas e custos e despesas denominados em moeda estrangeira. A maior parte das receitas da Suzano é denominada em dólar norte-americano (cerca de 80%) e apenas uma parcela pequena de seus custos de mercadorias vendidas e despesas de vendas, gerais e administrativas (aproximadamente 20%) está atrelada à moeda. Para contextualizar, o EBITDA da Suzano aumenta cerca de R\$600mi a cada aumento de R\$0,10/US\$. Os resultados da Klabin estão menos expostos à exportações do que os da Suzano, embora os preços domésticos de papel e celulose estejam ancorados em preços de referência internacionais (em dólar norte-americano). O EBITDA da Klabin aumenta cerca de R\$200mi a cada aumento de R\$0,10/US\$.

Figura 96. Sensibilidade do EBITDA de 2025E da Suzano

USD/BRL méd. 2025 (milhares de ton.)	2025 BHKP médio (\$/t)						
	546	566	586	606	626	646	666
4.79	18.2	19.3	20.5	21.6	22.8	23.9	25.0
4.89	18.7	19.9	21.0	22.2	23.4	24.5	25.7
4.99	19.2	20.4	21.6	22.8	24.0	25.2	26.4
5.09	19.8	21.0	22.2	23.4	24.6	25.8	27.0
5.19	20.3	21.5	22.7	24.0	25.2	26.4	27.7
5.29	20.8	22.0	23.3	24.6	25.8	27.1	28.3
5.39	21.3	22.6	23.9	25.1	26.4	27.7	29.0

Fontes: Safrá

Figura 97. Sensibilidade do EBITDA de 2025E da Klabin

USD/BRL méd. 2025 (milhares de ton.)	2025 BHKP médio (\$/t)						
	544	564	584	604	624	644	664
4.79	6.9	7.0	7.2	7.3	7.5	7.6	7.8
4.89	7.1	7.2	7.4	7.5	7.7	7.8	8.0
4.99	7.3	7.5	7.6	7.8	7.9	8.1	8.2
5.09	7.5	7.7	7.9	8.0	8.2	8.3	8.5
5.19	7.8	7.9	8.1	8.2	8.4	8.6	8.7
5.29	8.0	8.1	8.3	8.5	8.6	8.8	9.0
5.39	8.2	8.4	8.5	8.7	8.9	9.0	9.2

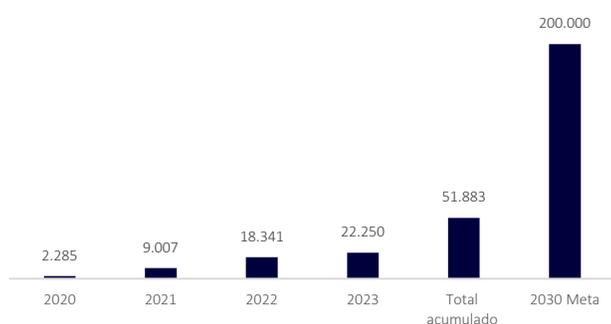
Fontes: Safrá

ESG – Suzano

Em nossa opinião, a Suzano está altamente comprometida com práticas sociais, ambientais e de governança (ESG). Da dívida da companhia, 40% estão atrelados a compromissos com a sustentabilidade. Nos últimos anos, a Suzano implementou algumas iniciativas que envolveram, principalmente, reflorestamento, investimentos em negócios sustentáveis, programas sociais e também redução nas emissões de gases de efeito estufa (GEE). A eficiência da companhia em incorporar práticas ESG em suas operações é reconhecida por premiações nacionais e internacionais e por sua posição de destaque em rankings de práticas ESG. A agenda da companhia relacionada a práticas ESG está focada nos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), que consistem em 15 objetivos de sustentabilidade de longo prazo para 2030 relacionados ao combate à crise climática, ao fornecimento de produtos renováveis, à redução da pobreza, à preservação da biodiversidade, entre outros. Outra iniciativa importante que faz parte da agenda ESG da Suzano é o lançamento da Suzano Ventures, um fundo de capital de risco (venture capital) que busca impulsionar investimentos em start-ups (US\$70mi) no Brasil e no exterior para acelerar processos abertos de inovação e estimular o empreendedorismo no segmento de soluções bioeconômicas baseadas em florestas cultivadas.

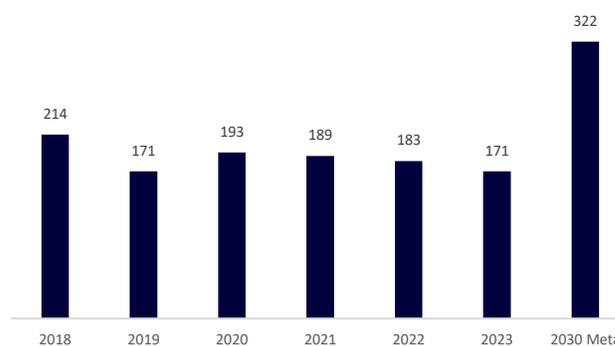
Na condição de grande produtora florestal e de papel e celulose, as florestas da Suzano são certificadas pelo Forest Stewardship Council® (FSC®) e pelo Programa Brasileiro de Certificação Florestal/Programa para o Reconhecimento da Certificação Florestal (CERFLOR /PEFC), que atestam a gestão florestal sustentável e responsável da companhia. A companhia também recebeu o selo Gold no EcoVadis Sustainability Rating 2022 e está entre as top 10% no S&P Global’s Sustainability Yearbook.

Figura 98. Número de pessoas que deixaram a linha de pobreza



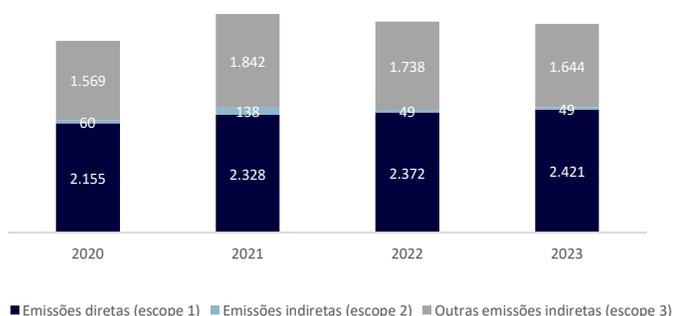
Fontes: Suzano e Safr

Figura 99. Energia renovável exportada (em MWm)



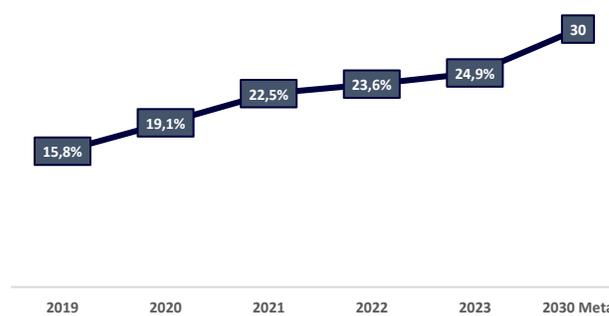
Fontes: Suzano e Safr

Figura 100. Emissões de escopo 1 e 2/emissões de toneladas de CO2 equivalente



Fontes: Suzano e Safr

Figura 101. % de líderes do sexo feminino



Fontes: Suzano e Safr

Meio ambiente. As iniciativas ambientais da companhia estão focadas em reflorestamento, criação de corredores ecológicos, uso de energia renovável e redução de emissões de GEE. Em 2023, a Suzano conectou 55 mil hectares de floresta a corredores ecológicos e quer atingir 500 mil hectares de áreas prioritárias para conservação da biodiversidade até 2030. Portanto, a companhia plantou 1,2 milhão de sementes por dia em 2023 (estável ante 2022).

Atualmente, 88% das unidades de produção da companhia são autossuficientes em eletricidade e exportam o excesso para o Sistema Interconectado Nacional (SIN). Em 2023, a Suzano exportou 171 MWm e pretende aumentar esse nível em 50% até 2030. Com relação às emissões de GEE, a Suzano tem o objetivo de reduzir as emissões por tonelada em 15% até 2030.

Governança corporativa. A Suzano está listada no segmento do Novo Mercado, o nível mais alto de governança corporativa da B3. As ADRs da companhia são também listadas na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE), no nível do 2 de governança corporativa. O conselho de administração da Suzano é composto de 9 membros, dos quais 33% são mulheres e 56% são membros independentes.

Aspectos sociais. Nos últimos anos, a Suzano tem demonstrado seu compromisso com iniciativas sociais. Essas iniciativas incluem, principalmente, maior diversidade em posições de liderança e programas de desenvolvimento social. Atualmente, 24,9% das posições de liderança da companhia são ocupadas por mulheres (um aumento de 9,1 p.p. em comparação com 2019) e 20,4% são ocupadas por funcionários negros (um aumento de 1,7 p.p. em comparação com 2019). Em relação a programas de desenvolvimento social, a Suzano promoveu 32 iniciativas de voluntariado em 2022, que beneficiaram 276 mil pessoas e tiraram 51.883 pessoas da linha de pobreza desde 2020.

Conselho de administração da Suzano

David Feffer. Presidente do conselho da Suzano. É graduado em Administração de Empresas no Brasil e possui diversos cursos de especialização em instituições de prestígio, como Harvard Business School, Columbia University, IMD, The Aspen Institute, Singularity University e Stanford University (EUA). No grupo econômico da Suzano, ocupou diversas posições desde 2003, incluindo como presidente do conselho e coordenador do Comitê de Gestão e Finanças, coordenador do Comitê de Sustentabilidade e Estratégia e membro do Comitê de Estratégia, Inovação e Pessoas. Desde 2003, ocupa também a posição de CEO da Suzano Holding S.A., e desde 2001 é membro do conselho e CEO da Polpar S.A. É CEO da IPLF Holding S.A. desde 2004 e ocupou posições na Premesa S.A. de 2001 a 2015, onde se tornou CEO em abril de 2015. É membro de diversas instituições sociais e culturais, inclusive como presidente do conselho da Escola Alef Peretz, membro do Conselho Deliberativo da Sociedade Beneficente Israelita Brasileira Albert Einstein e vice-presidente do conselho e presidente do Conselho Superior do Instituto Ecofuturo – Futuro para o Desenvolvimento Sustentável.

Daniel Feffer. Vice-presidente do conselho da Suzano. É graduado em Direito pela Universidade Mackenzie e cursou especialização na Fundação Getúlio Vargas, na Harvard University, no Massachusetts Institute of Technology (MIT), no IMD e na London Business School. Atualmente, é vice-presidente do conselho de administração da ICC Brasil, vice-presidente do Comitê de Sustentabilidade e Estratégia, vice-presidente do Conselho Curador da Fundação Arymax, presidente do conselho e vice-presidente do Conselho Superior do Instituto Ecofuturo – Futuro para o Desenvolvimento Sustentável, presidente do conselho da Indústria Brasileira de Árvores (IBÁ), membro do conselho do Instituto Econômico para Desenvolvimento Industrial (IEDI) e presidente da Iniciativa de Tecnologia e Comércio Inteligente. É membro fundador do conselho do

Compromisso Todos Pela Educação e atua nos conselhos da Fiesp e do Movimento Brasil Competitivo (MBC), entre outros.

Nildemar Secches. Membro independente do conselho da Suzano. É formado em Engenharia Mecânica pela Universidade de São Paulo (USP) e pós-graduado em Finanças pela PUC-RJ, com doutorado em Economia pela Unicamp. Além de sua atual posição no conselho da Suzano, é também vice-presidente do conselho da WEG S.A., Iochpe-Maxion S.A. e Ultrapar Participações S.A. Atuou como diretor do BNDES, diretor corporativo da Iochpe-Maxion Holding e CEO da Perdigão S.A. Foi presidente do conselho da BRF – Brasil Foods até abril de 2013 e também membro do conselho do Itaú Unibanco.

Ana Paula Pessoa. Sócia, investidora e presidente do conselho da Kunumi AI, start-up líder em inteligência artificial no Brasil. Foi membro independente dos conselhos de administração da News Corporation (Nova York), do Vinci Group (Paris) e do Credit Suisse AG (Zurique). É membro do conselho da Aegea Saneamento e do Conselho Global (GAC) da Universidade de Stanford, Suas posições anteriores incluem diretora financeira do Comitê Organizador dos Jogos Olímpicos e Paralímpicos Rio 2016 e fundadora da Brunswick São Paulo. Foi CFO da Infoglobo Comunicações de 2001 a 2011. Anteriormente, ocupou diversas posições executivas nas Organizações Globo desde 1993. Trabalhou no Banco Mundial em Washington, DC, e para o Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento em Nova York e Benin, África Ocidental. É graduada e tem mestrado em Economia do Desenvolvimento pela Universidade de Stanford.

Gabriela Feffer Moll. É formada em Administração Hoteleira, com MBA executivo pela Fundação Dom Cabral. Possui cursos executivos pela Harvard University, Insper e Insead. Além de atuar no conselho da Suzano, é também membro do conselho da MDS, membro do Comitê de ESG e Pessoas da Bionexo e membro do conselho do Grupo de Empoderamento e Liderança Feminina (ELF) da Federação Israelita do Estado de São Paulo. Em 2015, ingressou na Dotz, onde trabalhou no desenvolvimento de negócios e implementou um modelo de autoatendimento 100% digital para abertura no mercado de pequenos negócios. Iniciou sua carreira no Grupo de Incentivo (GI) e fundou a AG Sport em 2010. Na Suzano, liderou a comunicação de produtos e a transformação digital da Unidade de Papel e Embalagens e trabalhou na célula de integração após a fusão da companhia com a Fibria.

Maria Priscila Rodini Vansetti Machado. É formada em Engenharia Agrônoma pela ESALQ/USP e concluiu o programa Executive Management e Global Strategy Leadership pela Wharton School (Universidade da Pensilvânia). Iniciou sua carreira na DuPont Brasil na divisão agrícola, onde ocupou diversas posições de liderança. Atuou como diretora de negócios da DuPont Canadá e como diretora global de planejamento estratégico da divisão de proteção de cultivos da DuPont. Retornou ao Brasil como CEO da DuPont e vice-presidente para a América Latina da divisão de Proteção de Cultivos e posteriormente tornou-se diretora global de estratégia e desenvolvimento de negócios da Corteva Agrisciences. Por vários anos, atuou no conselho de administração da Câmara Americana de Comércio (AmCham), da Associação Brasileira da Indústria Química (Abiquim), do Conselho de Agronegócio da Fiesp e da Associação Canadense de Proteção de Cultivos (CropLife Canada). Atualmente, é membro do conselho do Conselho do Centro Internacional de Indianópolis e do Diálogo Inter-Americano.

Paulo Rogerio Caffarelli. É formado em Direito pela PUC-Curitiba, com MBA em Direito Societário e Finanças (FGV/RJ) e mestrado em Gestão e Economia de Negócios (Universidade de Brasília). Atuou como CEO da Cielo S.A. de 2018 a 2021. No Banco do Brasil, atuou como vice-presidente de atacado, negócios internacionais e private banking e mercado de capitais (BB BI) de 2011 a 2014 e exerceu o cargo de presidente de 2016 a 2018. Ocupou posições no Ministério da Fazenda e foi diretor executivo da Companhia Siderúrgica Nacional. Atuou no conselho de várias empresas, como Banco do Brasil S.A., Brasilprev, Elo Participações S.A., Banco Votorantim, CBSS Visavale (Alelo), Vale, Brasilcap Capitalização e Banco Votorantim. Foi também membro do conselho consultivo da Febraban desde maio de 2020.

Paulo Sergio Kakinoff. É formado em Administração de Empresas pela Universidade Mackenzie. Atualmente, é conselheiro da companhia. Ocupa diversas posições em outras organizações como membro do conselho de administração de Porto Seguro S.A., Grupo Vamos S.A., Tembici S.A. e diretor-presidente da GOL Linhas Aéreas, desde 2012. Iniciou sua carreira como estagiário na

Volkswagen do Brasil, onde trabalhou por 19 anos ocupando diversas como diretor de vendas e marketing, diretor executivo para a América do Sul na matriz (Alemanha). Foi nomeado presidente da Audi no Brasil em 2009, permanecendo na posição até junho de 2012. Foi membro independente do conselho da GOL Linhas Aéreas por dois anos, desde abril de 2022.

Rodrigo Calvo Galindo. CEO da Cogna Educação S.A. desde 2011, é gestor de instituições de ensino há mais de 28 anos. Foi CEO da Kroton Educacional, do Grupo Educacional IUNI e ocupou posições administrativas em diversas instituições educacionais no Brasil. É atualmente conselheiro de Cogna, Burger King Brasil, Clínica SIM e Endeavor.

Figura 102. Conselho de administração

Nome	Posição	Eleição
David Feffer	Presidente do conselho	jun-01
Daniel Feffer	Vice-presidente do conselho	jun-01
Nildemar Secches	Membro do conselho	abr-08
Ana Paula Pessoa	Membro independente do conselho	abr-19
Gabriela Feffer Moll	Membro do conselho	abr-22
Maria Priscila Rodini Vansetti Machado	Membro independente do conselho	abr-16
Paulo Rogerio Caffarelli	Membro independente do conselho	mai-20
Paulo Sergio Kakinoff	Membro independente do conselho	abr-22
Rodrigo Calvo Galindo	Membro independente do conselho	mai-20

Fontes: Suzano e Safrá

Diretoria da Suzano

Walter Schalka. CEO (desde 2013). É formado em Engenharia pelo ITA e tem pós-graduação pela FGV, IMD e Harvard Business School. Foi eleito pela RISI o CEO do ano para o setor de celulose e papel na América Latina em 2015, 2016 e 2017.

João Alberto Fernandez de Abreu*. CEO recém-nomeado. Assumirá a posição em 1º de julho de 2024 depois de um processo de sucessão ordenado a partir de 2 de abril de 2024, conduzido em conjunto por Walter Shalka e João Abreu. Foi membro do conselho da logen Energy, foi CEO da Rumo e COO da Raízen Energia S.A., ocupou posições na Shell no Brasil, no Reino Unido e na Argentina e supervisionou o desenvolvimento e a implementação da primeira usina integrada de etanol de segunda geração da Raízen.

Aires Galhardo. Diretor executivo – operação celulose. É bacharel e pós-graduado em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) e ocupou posições na Fibria Celulose S.A., Votorantim Celulose e Papel S.A. (Fibria atualmente), Companhia de Bebidas das Américas (Ambev).

Carlos Aníbal de Almeida Jr. Diretor executivo – florestal e suprimentos. É bacharel em Engenharia Elétrica pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) e tem MBA pela IBMEC São Paulo. Ingressou na Suzano em 2003, onde ocupou diversas posições de liderança.

Christian Orglmeister. Diretor executivo – estratégia, gente, comunicação, TI e digital. É membro independente do Comitê de Pessoas da Suzano desde 2016. É formado em Engenharia pela FEI, tem especialização pela FGV e MBA Executivo pela TRIUM (LSE, HEC, e NYU).

Fernando de Lellis Garcia Bertolucci. Diretor executivo – sustentabilidade, pesquisa e inovação. É responsável pelos desenvolvimentos tecnológicos nas áreas de melhoramento genético, biotecnologia, manejo florestal, processos e produtos de celulose, papel e biorrefinaria / biomateriais. É formado em Agronomia e tem mestrado em Melhoramento Genético de Plantas pela ESAL / UFLA, com 31 anos de experiência na indústria de produtos florestais.

Leonardo Grimaldi. Diretor executivo – comercial celulose e logística. É formado em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas e possui cursos de especialização em Wharton e Singularity University. É também membro do conselho de diversas empresas, como Ibema S.A.,

Suzano Pulp Paper America, Fibria Overseas Finance, Suzano Shanghai Ltd, Fibria Celulose USA Inc, Suzano Shanghai Material Technology Development e Suzano Pulp Paper Europe.

Figura 103. Diretoria

Nome	Posição
Walter Schalka	CEO
João Alberto Fernandez de Abreu*	Novo CEO
Marcelo Feriozzi Bacci	Diretor financeiro
Aires Galhardo	Diretor executivo – operação celulose
Carlos Anibal de Almeida Jr	Diretor executivo – florestal e suprimentos
Christian Orglmeister	Diretor executivo – novos negócios, estratégia, TI e digital
Fernando de Lellis Garcia Bertolucci	Diretor executivo – sustentabilidade, pesquisa e inovação
Leonardo Grimaldi	Diretor executivo – comercial celulose e logística

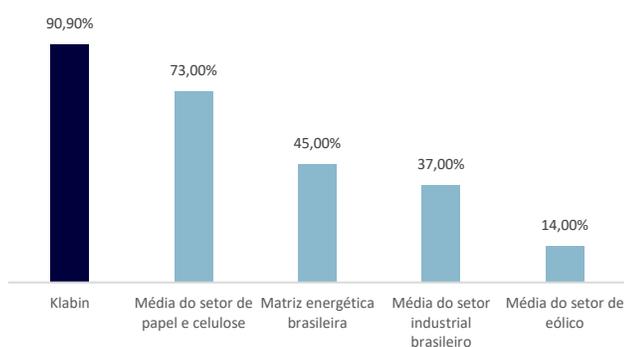
Fontes: Suzano e Safrá

ESG – Klabin

Reconhecemos a eficiência e o comprometimento da Klabin com a inclusão de práticas ambientais, sociais e de governança (ESG) em suas operações. Nos últimos anos, a companhia vem alocando vários recursos para garantir a implementação de práticas sustentáveis, principalmente o reflorestamento de florestas nativas e a conservação da biodiversidade, o manejo florestal sustentável e o uso de energia renovável. Além disso, 38% de sua dívida bruta é indexada a "green bonds" (títulos de dívida cujos recursos são usados em projetos sustentáveis). Olhando à frente, a agenda ESG da Klabin está centrada nos Objetivos de Desenvolvimento Sustentáveis da Klabin (KSDGs), que são objetivos contínuos para o curto (2021), médio (2025) e longo prazos (2030). Há 23 tópicos, sendo que os centrais são a redução das emissões de GEE, o aumento no uso de energia renovável, a melhoria da segurança hídrica e a diversidade em posições de liderança.

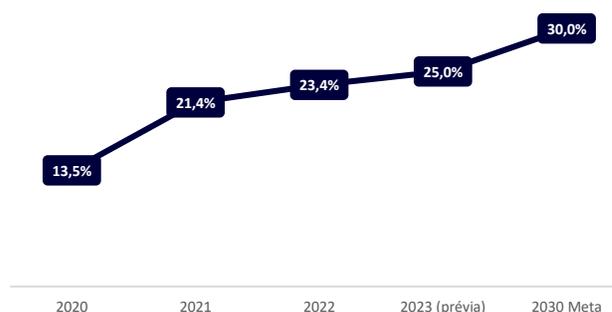
A Klabin é reconhecida internacionalmente pelas práticas sustentáveis e sua posição de destaque em vários rankings de práticas ESG. A companhia está listada nos índices de sustentabilidade ESG da B3, Dow Jones, ISE e DJSI. Com relação a premiações e classificações, em 2022 a Klabin fez parte, pela segunda vez, do Business Leaders Group na COP27, ganhou a classificação triplo As da CDP for pelo segundo ano consecutivo e foi a única empresa latino-americana entre as melhores 1% do The Sustainability Yearbook, organizado pela S&P Global.

Figura 104. % da matriz de energia renovável



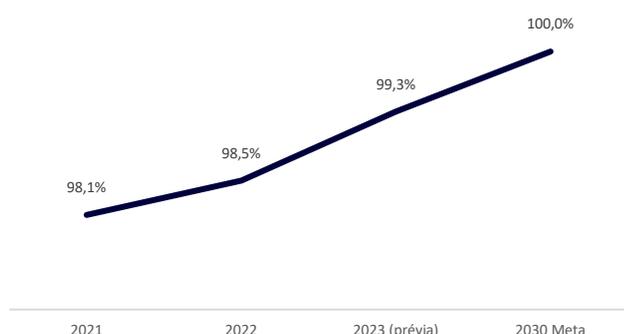
Fontes: Klabin e Safr

Figura 105. % de líderes do sexo feminino



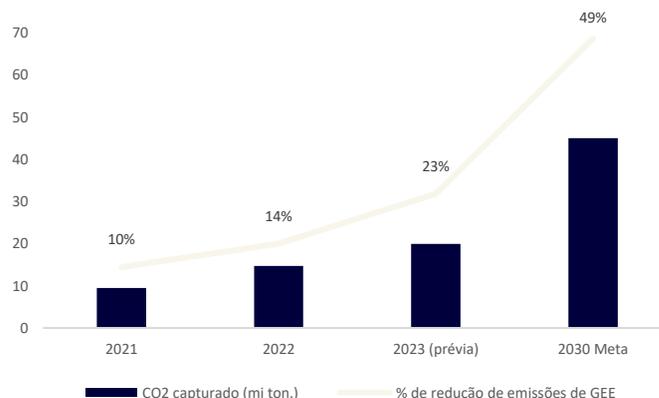
Fontes: Klabin e Safr

Figura 106. % de reuso de resíduos industriais



Fontes: Klabin e Safr

Figura 107. Redução de emissões de GEE / CO2 capturado



Fontes: Klabin e Safr

Meio ambiente. Com relação a iniciativas ambientais, a Klabin foca seus esforços no reflorestamento de suas florestas, no controle de efluentes, na gestão de resíduos e na redução das emissões de GEE. A preservação da fauna e da flora é um importante tópico na agenda ESG da companhia, já que 855 espécies da fauna e 1968 espécies da flora vivem em áreas de propriedade da companhia, a maior parte das quais sob status de conservação pelo IUCN.

A Klabin tem uma sólida estratégia para reduzir efluentes. Todas as suas florestas próprias no Paraná e em Santa Catarina aplicam os princípios da hidrossolidariedade. A companhia também recebeu o prêmio Expressão de Ecologia na categoria Conservação de Água e é bastante engajada

na gestão de resíduos, conforme comprovado por seu foco na economia circular de suas operações e por seu próprio Centro de Processamento de Resíduos. Em 2022, a unidade Puma atingiu uma taxa de reuso de água de 99,8%. Com relação às emissões de GEE, 91% da matriz energética da Klabin consiste de fontes renováveis, em comparação com a média de 73% do setor de papel e celulose e 45% da matriz energética brasileira. A Klabin reduziu suas emissões de GEE em 10,3% em 2021 e em 14,3% em 2022, e quer atingir a meta de reduzir suas emissões por tonelada em 49% até 2035.

Governança corporativa. A Klabin está listada no nível 2 de governança corporativa da B3 e é signatária do Código Abrasca de Autorregulação e Boas Práticas 2011. O conselho da companhia é composto de 43% de membros independentes, e mulheres ocupam 22% das posições executivas.

Aspectos sociais. A Klabin vem demonstrando seu compromisso com os aspectos sociais nos últimos anos. Consequentemente, a diversidade e a satisfação no local de trabalho e a segurança no ambiente de trabalho aumentaram. Desde 2020, a parcela de mulheres na força de trabalho da companhia foi de 13,5% para 23,4% em 2022, e a companhia pretende atingir 30% até 2030. Além disso, 87% dos funcionários da companhia que pertencem a um grupo de diversidade têm uma avaliação positiva do respeito e das condições de equidade no local de trabalho (a companhia visa atingir o percentual de 90% até 2030). Dados mostram que a segurança no local de trabalho também aumentou: a taxa de frequência de acidentes foi de 2,98 por milhões de horas trabalhadas em 2019 para 1,34 em 2022.

Conselho de administração da Klabin

Amanda Klabin Tkacz. Sócia influente da Galt Capital, onde ocupa uma posição estratégica. É formada em Administração de Empresas pelo IBMEC e cursou o Owners/Presidents Management Program em Harvard e o programa Business's Private Wealth Management na Wharton School.

Alberto Klabin. É formado em Engenharia de Produção Mecânica pela PUC-Rio e em Psicologia pela Universidade Estácio de Sá University. Tem sólido histórico como diretor adjunto nos negócios da família Klabin e tem experiência como gerente de relacionamento no Chemical Bank em Nova York e no Banco Norchem S.A. no Rio de Janeiro.

Amaury Guilherme Bier. É formado e tem doutorado em Economia pela Universidade de São Paulo (USP). Ingressou na Gávea Investimentos em 2004 como sócio responsável por gestão de fortunas e foi CEO de 2007 a 2022. Anteriormente, atuou como diretor executivo do World Bank, IFC e MIGA e foi secretário executivo do Ministério da Fazenda no Brasil. Ocupou posições importantes no governo, inclusive de Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda e Economista-Chefe do Ministério do Planejamento.

Celso Lafer. Professor Emeritus do Instituto de Relações Internacionais da Universidade de São Paulo, tem uma carreira acadêmica e diplomática distinta. É Ph.D. em Ciências Políticas pela Cornell University e atuou como Ministro das Relações Exteriores do Brasil.

Franciso Lafer Pati. É acionista e conselheiro da VFV Participações S.A. e sócio gerente da Klabin Irmãos & Cia., a holding do Grupo Klabin. É formado em Direito e Filosofia pela PUC-SP e tem especialização em Direito Societário pela Fundação Getúlio Vargas.

Horacio Lafer Piva. É acionista da Presh S.A., que detém ações na Klabin Irmãos S.A. É formado em Economia e Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas. Atualmente, é presidente dos conselhos da Brain4Care S.A. e IBÁ e é conselheiro de diversos outros conselhos de empresas e entidades.

Isabella Saboya. Atua no conselho da Brasil Agro e Artha Educação Ltda. e está envolvida no Código Brasileiro de Stewardship e do Grupo de Trabalho de implementação do código Stewardship. Sua carreira de 30 anos no mercado de capitais e na área de governança corporativa inclui posições nos conselhos da Vale S.A., Wiz Soluções, BR Malls, Dimed/Panvel e posições no conselho consultivo da B3 e outros. É formada em Economia pela PUC-Rio.

Lilia Klabin Levine. Presidente dos conselhos da LKL Participações S.A. e Esli Participações S.A., ambas acionistas da Klabin Irmãos S.A. É também diretora da Jack Levine Participações Ltda. e acionista da Levine Participações S.A. É formada em Direito pela Universidade Mackenzie.

Marcelo Mesquita de Siqueira Filho. É formado em Economia pela PUC-Rio e em Estudos Franceses pela Universidade de Nancy II e também cursou o programa OPM em Harvard. Como cofundador da Leblon Equities, tem sido essencial para a gestão dos fundos de ações e de participação da empresa desde 2008. Foi também escolhido como um dos principais analistas no Brasil pela Institutional Investor e é membro do Conselho de Administração da Petrobras desde 2016.

Mauro Rodrigues da Cunha. Membro independente com mais de 27 anos de experiência no mercado de capitais e em governança corporativa. Liderou a Associação dos Investidores no Mercado de Capitais (AMEC) de 2012 a 2019, defendendo investidores institucionais e direitos de acionistas minoritários. Trabalhou em diversas gestoras de recursos, como Opus, Mauá, Bradesco Templeton, Investidor Profissional, Banco Pactual e Morgan Stanley Asset Management. Foi presidente e membro do conselho do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e é membro do conselho de diversas empresas brasileiras importantes. Atualmente, é membro dos conselhos de Embraer, AES Brasil, Hypera Pharma e Klabin.

Paulo Sérgio Coutinho Galvão Filho. É vice-presidente da GL Holdings S.A., acionista da Klabin Irmãos S.A., e também ocupa posições de liderança na Tantra Participações Ltda., GL Agropecuária Ltda. e Gepel Rural Ltda. É formado em Administração de Empresas pela PUC-SP e cursou o programa Owner/President Management em Harvard. É também acionista e membro do conselho da Drogasil S.A. e apoiador de iniciativas culturais em São Paulo.

Roberto Luiz Leme Klabin. É formado em Direito pela Universidade de São Paulo e tem especialização em Administração de Empresas pela Universidade Mackenzie. Cursou também o programa OPM em Harvard. Ocupa a posição de sócio gerente da KL & KL Participações Ltda. e RK Hotéis e Turismo e Caiman Agropecuária Ltda. É também um importante ambientalista, ocupando posições nos conselhos de diversas instituições e fundações ambientais e culturais, como SOS Mata Atlântica, SOS Pantanal, Amazônia Sustentável e o Fundo Brasileiro para a Biodiversidade (Funbio).

Vera Lafer. Acionista e diretora da VFV Participações S.A., que é acionista da Klabin Irmãos S.A.. É também acionista e diretora de outras empresas, como VL Participações Ltda., Novo Horizonte Agropecuária Ltda., VEMI Participações Ltda., Kla Gama Agropecuária Ltda. e Lavesube Comércio e Representações Ltda.

Wolff Klabin. É formado pela Harvard University e concluiu o programa OPM43 pela mesma instituição. Iniciou sua carreira na área de fusões e aquisições no JP Morgan e se tornou sócio da Jardim Botânico Investimentos. É sócio fundador da 4K Investimentos e fundou a Alexia Ventures, um fundo de venture capital, em 2019. Cofundou várias organizações sociais, como Prep Estudar Fora da Fundação Estudar, RenovaBr e Movimento União Rio. É também membro do conselho de várias empresas, como Klabin S.A., Harvard University's David Rockefeller Center for Latin America Studies e Instituto Igarapé.

Figura 108. Conselho de administração

Nome	Posição	Eleição
Amanda Klabin Tkacz	Presidente do conselho	dez-01
Alberto Klabin	Membro do conselho	dez-01
Amaury Guilherme Bier	Membro independente do conselho	abr-23
Celso Lafer	Membro independente do conselho	abr-05
Francisco Lafer Pati	Membro do conselho	dez-01
Horacio Lafer Piva	Membro do conselho	dez-01
Isabella Saboya	Membro independente do conselho	fev-22
Líliá Klabin Levine	Membro do conselho	mar-16
Marcelo Mesquita de Siqueira Filho	Membro independente do conselho	abr-23
Mauro Rodrigues da Cunha	Membro independente do conselho	abr-19
Paulo Sérgio Coutinho Galvão Filho	Membro do conselho	dez-01
Roberto Luiz Leme Klabin	Membro independente do conselho	dez-01
Vera Lafer	Membro do conselho	dez-01
Wolff Klabin	Membro do conselho	abr-19

Fontes: Klabin e Safrá

Diretoria da Klabin

Cristiano Teixeira. CEO (desde 2017). É formado em Comércio Exterior pela Universidade Paulista, MBA em Comércio Internacional pela FIA e mestrado em Logística pela Ecole Supérieure des Affaires (França). Tem mais de 30 anos de experiência profissional em vários setores, inclusive florestal, de papel e celulose, metalúrgico, cerâmico e petróleo e gás. Ingressou na Klabin em 2011, onde ocupou posições em várias divisões. É Embaixador pelo Clima da Rede Brasil do Pacto Global da Organização das Nações Unidas e participou das Conferências das Partes das Nações Unidas sobre Mudanças Climáticas. Foi eleito “Bio person of the year” durante o Fórum Mundial da Bioeconomia e “International CEO of the Year” pela Fastmarkets RISI em 2021 e 2023.

Antônio Alexandre Nicolini. Diretor comercial de celulose. É formado em Administração de Empresas com especialização em Estratégia, Liderança e Inovação pela IMD Business School, em Lausanne (Suíça), e tem MBA em Negócios Internacionais pela Webster University (Países Baixos). Tem mais de 25 anos de experiência. Ocupou importantes posições na Votorantim (VCP), Fibria e Suzano. Foi também membro dos conselhos da Stora Enso (Países Baixos) e Montes Del Plata (Uruguai).

Douglas Dalmasi. Diretor do negócio embalagens. É formado em Administração pela Fundação Armando Álvares Penteado e tem MBA em Controladoria pela Universidade de São Paulo. Tem experiência nas áreas de planejamento, suprimentos e finanças. Ingressou na Klabin em 2001.

Francisco Razzolini. Diretor de tecnologia industrial, inovação, sustentabilidade e projetos. É formado em Engenharia Química pela Universidade Federal do Paraná e tem mestrado em Engenharia Papeleira pela Universidade Politécnica da Catalunha (Espanha). Ingressou na Klabin em 1985 e conduziu o projeto MA 1100 em 2006. Sua liderança foi essencial para a criação da Unidade Puma.

Marcos Ivo. Diretor financeiro e de relações com investidores. É formado em Ciências Econômicas, tem pós-graduação em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas e mestrado em Controladoria Empresarial pela Universidade Mackenzie. cursou o Programa Executivo no INSEAD. Está na Klabin há mais de uma década e tem vasta experiência em gestão e finanças. Anteriormente, ocupou posições nas gerências de controladoria, projetos e estudos econômicos, planejamento financeiro e M&A.

Sandro Fabiano Ávila. Diretor florestal. É formado em Ciências Contábeis, tem pós-graduação em Gestão Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas e especializações em Gerenciamento de Projetos e Engenharia de Processos. Na Klabin há mais de 20 anos, tem vasta experiência nos setores florestal e de papel. Desde 2014, foi essencial para o desenvolvimento do Projeto Puma, atuando na montagem da estrutura organizacional da nova fábrica de celulose da Klabin e em seu controle financeiro. É responsável pelos processos de vendas e planejamento das operações (S&OP), logística, inteligência de mercado e pelo escritório da Klabin na Áustria.

Figura 109. Diretoria

Nome	Posição
Cristiano Teixeira	CEO
Marcos Ivo	Diretor financeiro
Antônio Alexandre Nicolini	Diretor comercial de celulose
Douglas Dalmasi	Diretor do negócio de embalagens
Francisco Razzolini	Diretor de tecnologia industrial, inovação, sustentabilidade e projetos
Sandro Fabiano Ávila	Diretor florestal

Fontes: Klabin e Safr

DECLARAÇÕES GERAIS

1. Este relatório foi preparado e distribuído por Safr Corretora de Valores e Câmbio Ltda. (“Safr Corretora”), subsidiária do Banco Safr S.A., empresa regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).
2. Este relatório tem caráter meramente informativo e não constitui oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de quaisquer espécies ou de participação em qualquer estratégia de negociação. As informações expressas neste documento são obtidas de fontes públicas disponíveis até a data da sua elaboração pela equipe de Análise da Safr Corretora e são consideradas seguras.
3. A Safr Corretora ou quaisquer de suas afiliadas não garantem, expressa ou implicitamente, a completude, confiabilidade ou exatidão de tais informações, nem este relatório pretende ser uma base de dados e informações completa ou resumida sobre os títulos ou valores mobiliários, instrumentos financeiros, mercados ou produtos aqui referidos.
4. A Safr Corretora não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório, tampouco tem a obrigação de comunicar o leitor deste relatório a respeito de tais eventuais atualizações, modificações ou alterações, salvo quando deixar de cobrir quaisquer das empresas analisadas neste relatório.
5. As opiniões, estimativas, informações e projeções aqui expressas constituem a opinião do analista no momento em que emitiu o presente relatório e podem ser alteradas sem qualquer aviso. Preços e disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações, independentemente de qualquer aviso.
6. Os instrumentos discutidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não considera objetivos de investimento, situação financeira e patrimonial ou interesses particulares de qualquer investidor. Os investidores devem obter ou realizar uma análise independente, considerando sua situação financeira e seus objetivos de investimento antes de tomar uma decisão de investimento. Investimentos em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, razão pela qual não há garantia de rentabilidade ou lucratividade de qualquer espécie.
7. Os resultados obtidos com investimento em instrumentos financeiros podem variar, e seu preço ou valor pode subir ou descer, direta ou indiretamente.
8. Desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. A Safr Corretora ou qualquer empresa do Grupo Safr não pode ser responsabilizada por danos diretos, indiretos, consequentes, reivindicações, custos, perdas ou despesas decorrentes da decisão de investimento em títulos e valores mobiliários, esteja tal decisão lastreada ou não nas recomendações expressas neste relatório. Os riscos em investimentos dessa natureza podem implicar, conforme o caso, a perda integral do capital investido ou, ainda, a necessidade de aporte suplementar de recursos.
9. Nenhuma parte deste documento poderá ser reproduzida, distribuída ou copiada, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o prévio consentimento por escrito da Safr Corretora. Informações adicionais relativas às companhias ora analisadas neste relatório poderão ser prestadas mediante solicitação.

DECLARAÇÕES DO ANALISTA

1. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração do presente relatório declara(m) que as opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal a respeito de todos os emissores e valores mobiliários aqui analisados e que este relatório foi produzido de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Safr Corretora e/ou ao Banco Safr. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safr Corretora e/ou o Banco Safr e/ou quaisquer de suas afiliadas podem ter publicado ou vir a publicar outros relatórios que cheguem a conclusões diferentes das aqui contidas.
2. A remuneração do(s) analista(s) de valores mobiliários é baseada na receita total da Safr Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safr Corretora, de suas subsidiárias e afiliadas, a remuneração dos analistas é impactada pela rentabilidade global dessas empresas e pode estar indiretamente relacionada a este relatório. No entanto, o(s) analista(s) responsável(is) por este relatório declara(m) que nenhuma parte de sua remuneração esteve, está ou estará direta ou indiretamente

relacionada a qualquer recomendação ou opinião específica contida aqui ou vinculada à precificação de quaisquer dos ativos aqui discutidos.

Declarações adicionais

Analista	1	2	3	4

1. O(s) analista(s) de valores mobiliários envolvido(s) na preparação deste relatório possui(em) vínculo com pessoa natural que trabalha para os emissores mencionados no relatório.
2. O(a) cônjuge ou parceiro(a) do(s) analista(s) de valores mobiliários detém, direta ou indiretamente, por conta própria ou de terceiros, títulos ou valores mobiliários objeto do relatório.
3. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) cônjuge ou companheiro(a) estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários discutidos neste relatório.
4. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) respectivo(a) cônjuge ou companheiro(a) possui, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação aos emitentes dos valores mobiliários analisados.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES SOBRE O SAFRA

A Safr Corretora, suas controladas, seus controladores ou suas sociedades sob controle comum declaram que têm interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou recebem remuneração por serviços prestados às empresas ou aos fundos:

051 Agro Fazendas II Fiagro-Imobiliário - 1ª emissão, Aché Farmacêuticos, Águas do Rio, AJ Malls FII - 1ª Emissão, Alfa Holdings S.A., Aliança Agrícola do Cerrado S.A., Alianza Trust Renda Imobiliária FII - 6ª emissão, Alianza Urban Hub Renda FII - 3ª Emissão, Almacenes Éxito S.A., Artemis FII - 1ª Emissão, ARX Dover Recebíveis - 2ª Emissão, Asset Bank Agronegócios Fiagro - 1ª Emissão, Atacadão S.A., AZ Quest Infra-Yield II - 1ª Emissão, B3 S.A., Banco Alfa de Investimento S.A., Banco BTG Pactual, Banco GM, Bloxs Amazon Green Legacy Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais – Fiagro Imobiliário - 1ª emissão, Bocaina Infra FIC-FI RF - 4ª Emissão, BRF S.A., Banco BTG Pactual, BTG Pactual Dívida Infra FIC Crédito Privado, BTG Pactual Logística FII - 12ª Emissão, Buena Vista US High Income ETF Fundo de índice, Camil Alimentos S.A., Canuma Capital FII, Canuma Capital Multiestratégia, Capitânia FIC FI Infra Renda Fixa CP - 5ª Emissão, Capitânia Shoppings FII - 3ª Emissão, Cartesia Recebíveis Imobiliários FII, CashMe, Cemig Distribuição S.A., Cereal Comércio Exportação e Representação Agrícola S.A., Clave Índices de Preços FII - 2ª Emissão, CM Hospitalar S.A., Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo, Consórcio Alfa de Administração S.A., COPEL - Companhia Paranaense de Energia, Cosan S.A., CSHG Logística FII - 9ª emissão, CSN - Companhia Siderúrgica Nacional, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações, DASA - Diagnósticos da América S.A., Direcional Engenharia S.A., Ecoagro I FIAGRO - 6ª Emissão, Ecoagro I Fiagro Imobiliário - 4ª emissão, Ecovias do Cerrado, Eletrobras, Energisa S.A.,Energisa Tocantins - Distribuidora de Energia S.A., Engie Brasil Energia S.A., EQI Recebíveis Imobiliários FII - 2ª Emissão, Equatorial Goiás Distribuidora de Energia S.A., Exes Araguaia Fiagro - 3ª emissão, Exes Araguaia FIAGRO - 4ª Emissão, F3 Fundshares FIM - 1ª emissão, Farmácia e Drograria Nissei, Fator Veritá Multiestratégia FII - 1ª Emissão, Ferrari Agroindustria S.A., FG Agro Fiagro - 3ª Emissão, Fiagro Asset Bank - Terra Investimentos, Financeira Alfa S.A., Foom URE - BA Ambiental, FS Indústria de Biocombustíveis, Fundo de Investimento Imobiliário Atrio Reit Recebíveis Imobiliários, Furnas Centrais Elétricas, Gazit Malls FII - 2ª Emissão, Genial Malls FII - 5ª Emissão, GGR Covepi FII - 6ª Emissão, GLP Capital Partners Gestão de Recursos e Administração Imobiliária Ltda., Greenwich Agro FIAGRO - 2ª Emissão, Grupo José Alves, Grupo Nós, Grupo Pão de Açúcar, Guardian Logística FII - 5ª Emissão, Hedge Brasil Shopping FII - 9ª Emissão, Hedge TOP FOF FII - 15ª Emissão, HSI Malls FII - 3ª Emissão, Hypera S.A., Igua Rio de Janeiro S.A., Iguatemi S.A., Inter Amerra Fiagro-FII - 1ª emissão, Inter Desenvolvimento FII - 1ª Emissão, Ipiranga Agroindustrial, Ipiranga Produtos de Petróleo S.A., Itaú Asset Rural Fiagro - 3ª emissão, Jasc Renda Varejo Essencial FII - 4ª Emissão, JBS S.A., JBS USA Lux / JBS USA Food Company / JBS Luxembourg, JGP Crédito Fiagro - 2ª Emissão, JS Ativos Financeiros - 2ª Emissão, JSL S.A., Kallas Incorporações e Construções S.A., Kinea Crédito Agro FIAGRO-Imobiliário - 4ª emissão, Kinea Hedge Fund FII - 2ª Emissão, Kinea Oportunidades Real Estate FII - 1ª Emissão, Kinea Unique HY CDI FII - 2ª emissão, Lavvi Empreendimentos Imobiliários S.A., Life Capital Partners FII - 4ª emissão, Life Capital Partners FII - 5ª Emissão, Localiza Rent A Car S.A., Log Commercial Properties, LOGCP Inter FII - 3ª Emissão, LWART Soluções Ambientais, Marfrig Global Foods S.A., Mauá Capital Hedge FII - 3ª emissão, Mav Crédito - Fiagro Imobiliário - 1ª emissão, Maxi Renda FII - 8ª emissão, Maxi Renda FII - 9ª Emissão, Minerva S.A., Mobilize Financial Services, More Recebíveis Imobiliários FII, Movida Participações S.A., MRV Engenharia e Participação S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., NCH Recebíveis do Agronegócio - FIAGRO Imobiliário - 3ª Emissão,

Nex Crédito Agro Fundo de Investimento - 1ª Emissão, Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A., Onda Desenvolvimento Imobiliário FII - 1ª Emissão, One Innovation Empreendimentos e Participações S.A., Órama High Yield FII - 2ª Emissão, Ourinvest Innovation Fiagro Imobiliário - 2ª emissão, Parsan S.A., Patrimar Engenharia S.A., Pedra Agroindustrial, Raia Drogail, Raízen Energia S.A., RBR Crédito Imobiliário Estruturado - 6ª Emissão, RBR Plus Multiestratégia Real Estate FII - 3ª emissão, RBR Premium RI FII - 2ª Emissão, Rede D'OR São Luiz S.A., Rio Bravo ESG FIC FI Infra - 2ª Emissão, Rio Bravo Renda Varejo RVBA, Riza Akin Fundo de Investimento Imobiliário FII, Riza Terrax FII - 3ª Emissão, Riza Terrax FII - 4ª Emissão, Santander Papéis Imobiliários FII - 1ª Emissão, Sendas Distribuidora, SFI Investimentos do Agronegócio - Fiagro - 2ª emissão, Simpar S.A., SLC Agrícola S.A., Sparta Fiagro Cadeias Produtivas Agroindustriais - 2ª emissão, Sparta FIC FI Infra - 5ª Emissão, Sparta Infra FIC FI - 2ª emissão, SPX Syn Multiestratégia FII - 2ª Emissão, Stonex MB Crédito Agro FIAGRO - 2ª Emissão, Suno Multiestratégia FII - 2ª Emissão, Suzano S.A., Tellus Rio Bravo Renda Logística FII - 6ª Emissão, TG Ativo Real FII - 12ª Emissão, Transmissora Aliança de Energia Elétrica, Transportadora Associada de Gás S.A., TRX Real Estate FII - 9ª Emissão, Unidas Locações e Serviços, Unidas Locadora, Unimed Investcoop Nacional FII - 3ª emissão, Urca Prime Renda FII - 8ª emissão, Valora CRA - Fiagro - 4ª emissão, Valora Hedge Fund FII - 6ª Emissão, Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A., VBI Greenpower FII - 1ª emissão, VBI Logística, VBI Real Estate Gestão de Carteiras S.A., Vera Cruz Three - 1ª Emissão, Vinci Shopping Centers FII - 10ª Emissão, Vitru Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A., Vox Capital Regai FIP - 1ª Emissão, XP Crédito Agrícola Fiagro - 4ª emissão, XP Infra II FIP - 4ª Emissão, XP Malls FII - 9ª Emissão.