Klabin

BTG Pactual Equity Research
Papel & Celulose

11 de Agosto de 2026

Negócio Resiliente, Catalisadores Limitados

Reunião com a CFO; nenhuma mudança relevante na tese de investimento

Tivemos a oportunidade de participar de uma reunião com a CFO da Klabin, Gabriela Woge, e a equipe de RI, para discutir a tese de investimento da companhia. A realidade é que o 2T, apesar de uma surpresa levemente positiva frente às estimativas de mercado, pouco fez para mudar a tese de investimento, em nossa visão. A redução de alavancagem permanece limitada no curto prazo, enquanto o fluxo de caixa deve seguir pressionado neste ano, com a administração orientando para uma geração de caixa neutra em 2026. Do lado positivo, destacaríamos dois temas principais: (i) a resiliência da Klabin em manter um desempenho decente em seus segmentos mesmo em meio a condições desafiadoras, além de sua capacidade de manter os custos sob controle apesar de um ambiente de custos inflacionário; e (ii) um tom ligeiramente mais otimista ao discutir a maioria dos principais mercados da Klabin, com tendências de melhora em kraftliner, papel cartão revestido, fluff e embalagens. A companhia permanece comprometida em continuar seus fortes esforços operacionais para melhorar a rentabilidade, principalmente por meio do controle de custos, ao mesmo tempo em que foca na redução da alavancagem e na execução do programa de recompra anunciado, com a maior parte da recompra esperada para 2027. No geral, apesar dessas melhoras incrementais nos mercados operacionais e da resiliência estrutural da Klabin, continuamos a acreditar que isso não é suficiente para mudar o sentimento em relação à ação, já que a geração de caixa e a redução de alavancagem devem permanecer limitadas no curto prazo. Sendo negociada a 6,8x EBITDA26 e com catalisadores limitados no curto prazo, mantemos a recomendação Neutra.

Valuation	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
RoIC (EBIT) %	9,1	9,2	7,0	7,6	9,5
EV/EBITDA	7,4	8,2	6,2	6,8	6,7
P/L	9,7	13,2	17,8	21,0	13,0
Dividend Yield Líquido %	5,1	5,6	5,2	5,5	5,6
Financeiro (R$mn)	**12/2023**	**12/2024**	**12/2025E**	**12/2026E**	**12/2027E**
Receita (R$mn)	18.024	19.645	20.698	21.272	22.627
EBITDA (R$mn)	6.333	7.365	7.800	7.899	8.003
Lucro Líquido (R$mn)	2.783	2.124	1.277	1.027	1.665
LPA (R$)	2,30	1,76	1,06	0,85	1,38
DPA líquido (R$)	1,12	1,29	0,98	0,98	0,99
Dívida Líquida/Caixa (R$mn)	(20.193)	(32.174)	(25.830)	(25.433)	(25.096)

Fonte: relatórios da empresa e estimativas do BTG Pactual. Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 11 de agosto de 2026.

Rating
NEUTRO

Sumário

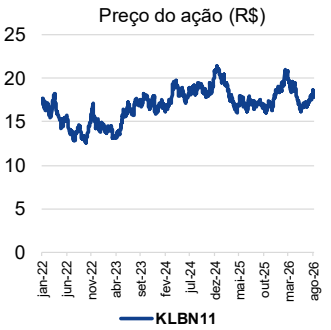
Ticker	KLBN11
Preço Alvo (R$)	23,0
Preço (R$)	17,9
Listagem	Nível 2
Market Cap. (R$ mn)	22.126,49
Vol. Méd. 12M (R$ mn)	97,78
Atualização Preço-alvo	01/03/2026

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	21,0x	13,0x
EV/EBITDA	6,8x	6,7x

Performance:

Agosto (%)	-2,1%
LTM (%)	2,8%



Analistas

Leonardo Correa
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcelo Arazi
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Rodrigo Gotardo
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Pouca redução de alavancagem; fluxo de caixa é tema para 2027

Apesar da intenção clara da companhia de reduzir sua alavancagem, esperamos pouca ou nenhuma melhora nessa frente neste ano, já que a geração de fluxo de caixa deve permanecer limitada em 2026 (projetamos yield de fluxo de caixa de 0% e alavancagem estável em 3,2x). Olhando à frente, o principal upside deve vir de uma guidance de capex menor para 2027, atualmente em R$2,8 bilhões, uma redução de R$500 milhões frente a 2026, refletindo principalmente a conclusão do projeto de modernização em Monte Alegre. Além disso, para que o fluxo de caixa melhore de forma relevante, seria necessário observar uma dinâmica de mercado melhor entre os segmentos para sustentar resultados operacionais mais altos. O cenário atual permanece desafiador, sem sinais de alívio iminente nas pressões de custos. Dito isso, acreditamos que, se a Klabin conseguir manter sua guidance para o ano nas condições atuais, incluindo preços elevados de diesel, custos de matérias-primas e despesas logísticas, poderia haver alguma alta à frente, principalmente se essa resiliência se traduzir em uma guidance de custos mais baixa para 2027. Em relação à monetização de ativos e a novas vendas de terras, percebemos pouca mudança no discurso da administração, com a expectativa de continuidade de algumas vendas em andamento, mas nada relevante o suficiente para mudar completamente a narrativa.

Custos e o potencial impacto do El Niño

Os custos foram talvez um dos principais destaques positivos do trimestre, com a Klabin conseguindo manter os custos dentro de sua guidance de R$3.200-3.300/tonelada, apesar da pressão decorrente da guerra. Uma mensagem importante aqui foi que esse desempenho de custos foi resultado de esforços significativos da companhia, tornando-o mais estrutural e sustentável, e não apenas um resultado melhor do que o esperado, o que vinha sendo uma preocupação para alguns investidores. A administração reiterou diversas revisões contratuais, além de melhorias na eficiência operacional, traduzindo-se em benefícios estruturais para a companhia. Dito isso, a administração também reiterou suas preocupações quanto ao potencial impacto do El Niño e destacou que a companhia já está se preparando para o fenômeno. Espera-se que o El Niño aumente o volume de chuvas no Paraná, particularmente no quarto trimestre, e a Klabin já fez ajustes para navegar por esse período. A companhia aumentou as compras de terceiros, o que já elevou os custos, além de fazer ajustes em suas operações florestais, incluindo a abertura de novas estradas e o planejamento de estoques. Essas medidas devem ajudar a sustentar um desempenho de custos resiliente, evitando impactos sobre os volumes. Vemos com bons olhos a proatividade da Klabin ao endereçar essas questões, já que o El Niño poderia naturalmente se tornar uma preocupação para todo o setor.

Uma rápida visão por segmento: melhora gradual

Do ponto de vista operacional, vemos um cenário misto, mas com melhora gradual em todo o portfólio da Klabin. A celulose de fibra curta (hardwood) permanece o ponto mais fraco, embora a administração acredite que os preços estejam se aproximando de um piso. O fluff permanece estruturalmente atrativo, sustentado por uma oferta global apertada e sem ameaça relevante da capacidade chinesa, além de tendências de demanda resilientes. O papel cartão revestido (coated board) deve apresentar um segundo semestre de 2026 mais forte, impulsionado por um mix melhor, ganhos contínuos em LPB e aumentos seletivos de preços, enquanto o CUK mostra sinais iniciais de recuperação após um 2025 fraco. Isso deve melhorar gradualmente o mix de produtos da MP28.

O kraftliner também está se tornando mais construtivo, com fechamentos de capacidade globais e aumentos de preços que devem sustentar um momentum melhor a partir do terceiro trimestre de 2026, enquanto as exportações permanecem saudáveis. Por fim, embalagens/caixas de papelão ondulado continuam a performar bem, sustentadas por demanda resiliente e altos níveis de serviço, com o modelo integrado proporcionando flexibilidade adicional para otimizar o consumo de papel e as margens. Os aumentos de preços aqui parecem mais limitados, com upsides vindos de volumes mais altos.

Faltam catalisadores

Aproveitamos a oportunidade para revisar nosso modelo de valuation, de forma a incorporar os resultados do 2T e uma perspectiva de celulose ligeiramente mais baixa (para US$550/t, ante US$570/t no médio prazo). Continuamos a ver a Klabin como uma companhia de alta qualidade, operando em um setor atrativo e com crescimento estrutural, com vantagens competitivas claras decorrentes de sua integração vertical, diversificação e ativos florestais. Dito isso, a falta de momentum de curto prazo continua a reduzir nosso entusiasmo com a ação. O ambiente top-down permanece desafiador, com apetite limitado dos investidores em meio à pressão persistente sobre a dinâmica do mercado de celulose e à sobrecapacidade global. Do ponto de vista micro, embora vejamos alguma melhora no papel cartão revestido e resiliência contínua em embalagens, o fluxo de caixa deve permanecer limitado e a tese de redução de alavancagem provavelmente seguirá gradual. Com a companhia sendo negociada a 6,8x EV/EBITDA de 2026E, vemos catalisadores limitados para as ações no curto prazo e mantemos nossa recomendação Neutra.

Tabela 1: Estimativas Novas vs. Estimativas Antigas

Klabin R$mn	New 2026E	New 2027E	Old 2026E	Old 2027E	Difference 2026E	Difference 2027E
Revenue	21,272	22,627	21,987	23,187	▼ -3%	▼ -2%
Adj. EBITDA	7,899	8,003	8,034	8,071	▼ -2%	▼ -1%
Adj. EBITDA margin	37.1%	35.4%	36.5%	34.8%	▲ 59 bps	▲ 56 bps
Paper Cash COGS/Ton (R$/ton)	3,239	3,239	3,245	3,245	▼ 0%	▼ 0%
Leverage	3.2x	3.1x	3.1x	3.0x	▲ 0.1x	▲ 0.2x

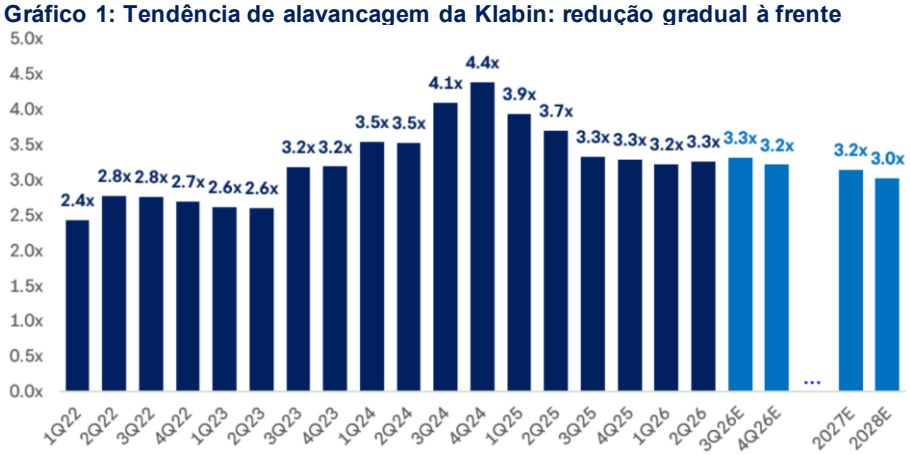
Fonte: Klabin, BTG Pactual.

Tabela 2: Pares Comparáveis de Papel & Celulose

Company	Ticker	Mkt Cap (Mn USD)	EV/EBITDA		P/E		FCF Yield		ND/Ebitda		P/BV
			2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	Current
Pulp & Paper LatAm											
	SUZB3 BZ	**10,218**	**5.5x**	**4.8x**	**5.3x**	**7.4x**	**-7%**	**12%**	**3.2x**	**2.7x**	**1.1x**
	KLBN11 BZ	**4,394**	**6.5x**	**6.7x**	**22.5x**	**13.2x**	**8%**	**6%**	**3.0x**	**3.1x**	**2.4x**
	RANI3 BZ	**362**	**5.2x**	**5.1x**	**7.9x**	**6.8x**	**5%**	**-3%**	**2.0x**	**2.1x**	**1.3x**
Empresas CMPC SA	CMPC CI	2,823	5.8x	6.2x	11.6x	12.7x	0%	13%	3.7x	3.6x	0.3x
Empresas Copec SA	COPEC CI	8,649	7.0x	6.6x	11.7x	11.9x	-20%	0%	4.0x	3.8x	0.6x
Weighted Average			**6.2x**	**5.9x**	**11.0x**	**10.4x**	**-8%**	**7%**	**3.5x**	**3.2x**	**1.0x**
Pulp & Paper Global											
Kimberly-Clark Corp (Bloomberg Estimates)	KMB US	35,925	11.1x	9.9x	14.5x	14.7x	6%	10%	1.4x	2.2x	n.m.
International Paper Co (Bloomberg Estimates)	IP US	21,892	9.4x	6.8x	29.9x	14.2x	2%	5%	2.7x	1.9x	1.5x
UPM-Kymmene Oyj (Bloomberg Estimates)	UPM FH	14,296	10.4x	8.9x	15.8x	12.5x	7%	8%	1.9x	1.5x	1.2x
Stora Enso Oyj (Bloomberg Estimates)	STERV FH	8,842	8.7x	7.6x	20.4x	13.0x	3%	7%	2.1x	1.7x	0.7x
Oji Holdings Corp (Bloomberg Estimates)	3861 JP	5,025	14.1x	12.5x	16.8x	21.4x	9%	5%	6.5x	6.2x	0.7x
Nine Dragons Paper (Bloomberg Estimates)	2689 HK	5,015	9.0x	8.3x	9.3x	7.7x	n.a.	n.a.	6.0x	5.4x	0.7x
Mondi PLC (Bloomberg Estimates)	MNDI LN	5,436	8.8x	7.5x	29.1x	16.2x	0%	6%	2.9x	2.4x	1.0x
Weighted Average			**10.3x**	**8.8x**	**19.4x**	**14.2x**	**4%**	**7%**	**2.4x**	**2.4x**	**0.7x**

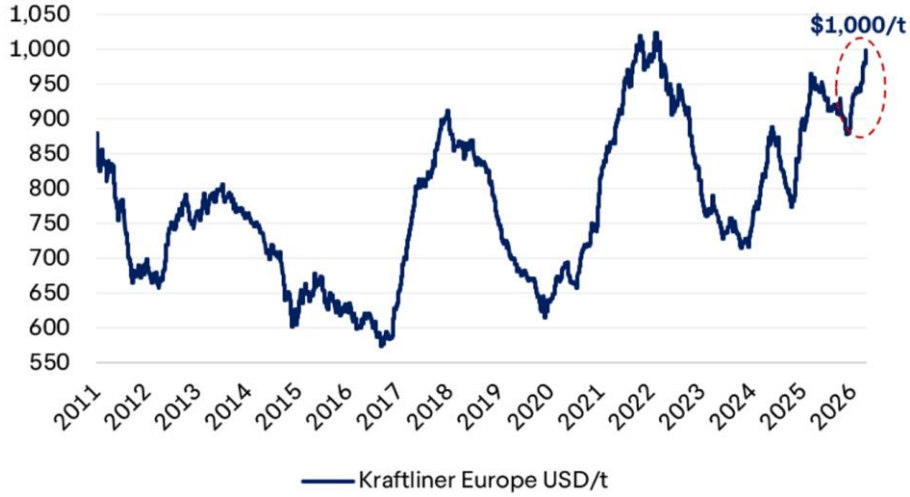
Fonte: companhias, Bloomberg, BTG Pactual.

Gráfico 1: Tendência de alavancagem da Klabin: redução gradual à frente



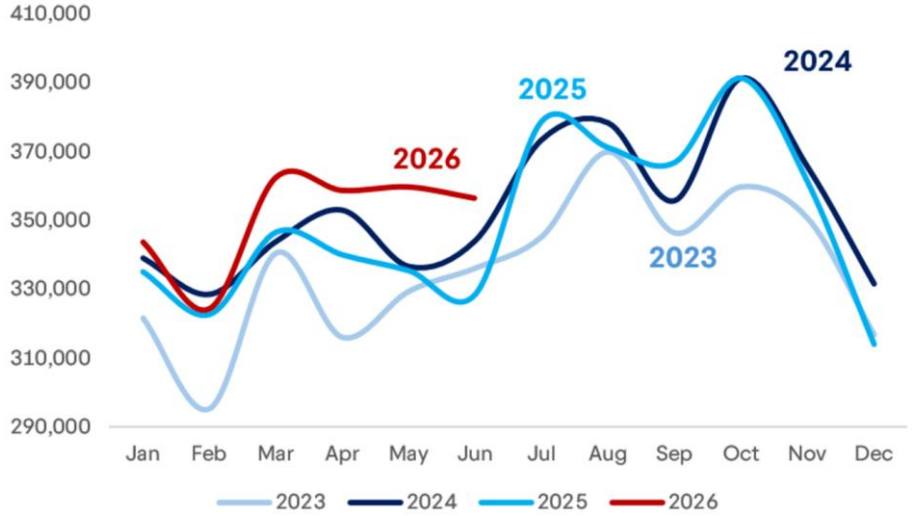
Fonte: Klabin, BTG Pactual.

Gráfico 2: Preços do kraftliner europeu: momentum recente permanece positivo



Fonte: Fastmarkets, BTG Pactual.

Gráfico 3: Vendas de papelão ondulado no Brasil: 2026 começa com força



Fonte: Empapel, BTG Pactual.

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculados ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes; (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual. Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx