

23 de agosto de 2021



Dexco

Iniciando Cobertura com Recomendação de “Manutenção” e Preço-Alvo de R\$ 25,00 para o Fim de 2022

Dexco (DXCO3)

Iniciando Cobertura com Recomendação de “Manutenção” e Preço-Alvo de R\$ 25,00 para o Fim de 2022

Rafael Barcellos; Arthur Biscuola

Resumo: Assumimos a cobertura da Dexco com recomendação de “Manutenção”, dado o *valuation* justo e falta de catalisadores de curto prazo. Neste relatório, discutimos também as perspectivas para as divisões de negócios da Dexco e apresentamos nosso modelo de oferta/demanda para a divisão de madeira, onde antecipamos um potencial desequilíbrio de mercado em 2022-23. Apesar do novo ciclo de crescimento da Dexco (que deve melhorar o *mix* da receita), acreditamos que uma nova classificação é improvável, pois esperamos que o negócio florestal (madeira + celulose solúvel) represente quase dois terços do EBITDA total de 2023. Além disso, embora estejamos confiantes na capacidade da Dexco de proporcionar um sólido crescimento do EBITDA (CAGR 2021E-25E de 8%) devido às suas iniciativas de crescimento ativo (celulose solúvel, juntamente com um novo ciclo de crescimento), acreditamos que este está precificado após o recente desempenho superior da DTEX3¹ (+18% acumulado no ano vs. +6% do Ibovespa).

Dexco (Manutenção). Apesar de nossa visão de *valuation* justo (com poucos catalisadores), notamos que um crescimento do PIB acima das estimativas contribui com a nossa visão positiva. Além disso, mesmo com um *pipeline* robusto de iniciativas de crescimento, vemos uma tendência de alavancagem em níveis saudáveis nos próximos trimestres. Em nossa opinião, isso poderia desencadear novas iniciativas de crescimento ou dividendos extraordinários.

Um novo ciclo de crescimento. Além de seu projeto de celulose solúvel (estimamos um VPL de R\$ 4,00/ação), a Dexco anunciou recentemente uma nova estratégia de crescimento que consiste em: (i) posicionamento de marca revisado; e (ii) plano de investimentos de três anos de aproximadamente R\$ 2,5 bilhões nas divisões de negócios de madeira, Deca e de cerâmica. Em nossa opinião, as iniciativas de crescimento devem gerar um EBITDA CAGR de 2021E-25E de 8%, no entanto, já precificadas.

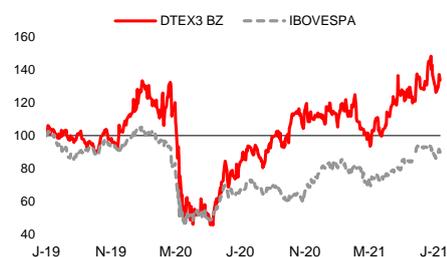
Iniciativas de crescimento fornecem sustentação ao *valuation*? Embora vemos uma falta de catalisadores e *valuation* justo (EV/EBITDA de 2022E de 8,5x) para a Dexco, acreditamos que a dinâmica robusta de ganhos e iniciativas de crescimento ativo (celulose solúvel, novo ciclo de crescimento com investimentos de R\$ 2,5 bilhões) poderiam sustentar valorizações próximas dos níveis atuais e limitar os riscos de baixa.

¹ Quando este relatório foi publicado (19/07/2021), o ticker de Dexco era DTEX3. A mudança para DXCO3 ocorreu em 19/08/2021.

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 25,00

Desempenho de Preços (R\$)



Dexco

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados, Balanço e Fluxo de Caixa, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	5,880	7,327	7,636	8,469
YoY change (%)	17.3	24.6	4.2	10.9
Gross Profit	1,852	2,531	2,407	2,522
YoY change (%)	43.1	36.6	(4.9)	4.8
EBITDA	1,288	2,047	2,070	2,365
YoY change (%)	41.7	58.9	1.1	14.3
As % of Revenue	21.9	27.9	27.1	27.9
Operating Income	672	1,325	1,101	1,072
YoY change (%)	5.1	97.2	(16.9)	(2.6)
As % of Revenue	11.4	18.1	14.4	12.7
Financial Results	(137)	(164)	(198)	(199)
Taxes	(81)	(364)	(339)	(407)
Net Profit	454	797	791	950
YoY change (%)	11.9	75.5	(0.7)	20.1
As % of Revenue	7.7	10.9	10.4	11.2
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	621	690	741	809
Other Noncash Items	0	0	0	0
Changes in Working Capital	(401)	(233)	(537)	(229)
Operating Cash Flow	1,364	973	996	1,530
Capital Expenditures	(462)	(800)	(1,100)	(1,200)
Free Cash Flow	902	173	(104)	330
Other Invest./Divestments	(504)	(6)	0	0
Change in Debt	0	0	0	0
Dividends	(257)	(666)	(189)	(230)
Capital Increases/Other	189	(167)	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	1,329	1,064	771	871
Current Assets	3,683	3,874	4,177	4,536
Fixed Assets	6,166	6,846	7,204	7,596
Total Assets	10,467	11,285	11,947	12,698
Current Liabilities	5,691	5,787	5,847	5,877
Long-Term Liabilities	5,691	5,787	5,847	5,877
Shareholders' Equity	4,776	5,498	6,101	6,821
Total Financial Debt	3,388	3,132	3,132	3,132
ST Debt	877	520	520	520
LT Debt	2,511	2,612	2,612	2,612
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	2,059	2,068	2,361	2,261
Capital Employed	7,493	8,258	9,154	9,774
Net Debt/EBITDA	1.6	1.0	1.1	1.0
Net Debt/Equity	0.4	0.4	0.4	0.3
Capex/Revenue (%)	7.9	10.9	14.4	14.2
Int Cover (%)	4.8	9.5	9.6	11.0
Dividend Payout (%)	63.4	146.7	23.7	29.1
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	9.4	15.5	13.6	14.7
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	29.3	19.1	19.3	16.0
P/CE	-	n/m	n/m	n/m
FV/EBITDA	11.9	8.5	8.5	7.4
FV/EBIT	22.9	13.1	16.0	16.3
FV/Revenue	2.6	2.4	2.3	2.1
P/BV	2.8	2.8	2.5	2.2
FCF Yield (%)	6.8	1.1	(0.7)	2.2
Div Yield (%)	1.9	4.4	1.2	1.5
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.77	1.68	1.63	1.96
DPS	-	-	-	-
BVPS	6.90	7.95	8.82	9.86

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 19/07/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Tese de Investimento

Assumimos a cobertura de Dexco com recomendação de “Compra” e preço-alvo de R\$ 25,00 para o fim de 2022. Neste relatório, discutimos também as perspectivas para as divisões de negócios da Dexco e apresentamos nosso modelo de oferta/demanda para a divisão de madeira, onde vemos um potencial desequilíbrio de mercado em 2022-23. Embora estejamos confiantes na capacidade da Dexco de proporcionar um sólido crescimento do EBITDA (CAGR de 2021E-25E de 8%) devido às suas iniciativas de crescimento ativo, acreditamos que isso está precificado após o recente desempenho superior da DTEX3. Os temas principais são:

O momento do setor Imobiliário persistirá? Em poucas linhas, a resposta é sim. Segundo analistas do setor Imobiliário do Santander, a atividade da construção civil deve seguir forte a médio prazo, com a ABRAINC (Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias) projetando um aumento de 38% nas vendas de imóveis para 2021. Apesar da pandemia de coronavírus em 2020, a venda de imóveis aumentou 25%, marcando o melhor desempenho desde 2014, principalmente impulsionado pelas baixas taxas de juros em meio ao déficit habitacional no país. Segundo a ABRAINC, o déficit habitacional brasileiro atingiu 7,8 milhões de unidades em 2019, o equivalente a 10% do total de unidades do país, sendo a região Sudeste responsável por 40%. Esperamos que a Dexco se beneficie da atividade de construção civil mais forte e da confiança do consumidor a médio prazo, o que pode ajudar a sustentar as valorizações próximas aos níveis atuais. Ressaltamos que o segmento de móveis, construção civil e centros residenciais são os principais destinos dos produtos de madeira da Dexco.

Celulose Solúvel: o que isso significa para a Dexco? Diversificação do *mix* de receitas e desbloqueio de valor. Acreditamos que o projeto da LD Celulose deve ajudar a Dexco a reduzir sua exposição ao mercado interno, otimizando seus ativos florestais e desbloqueando a exposição à receita em dólares. Atualmente liderado pela China, esperamos que o mercado de celulose solúvel ganhe impulso nos próximos anos, tanto para produtos de viscosidade quanto para produtos de celulose de valor agregado. Acreditamos que a LD Celulose se tornará uma das maiores produtoras de celulose solúvel da América Latina, com uma produção inicial de 500 mil toneladas/ano (início de operação em 2022). Esperamos que a divisão de celulose solúvel represente cerca de 23% do EBITDA total de 2023E, adicionando um VPL de R\$ 4,00/ação e 2% adicionais em rendimento de FCL daqui para frente.

Iniciativas de crescimento ativo. Além de seu projeto de celulose solúvel, a Dexco anunciou recentemente uma nova estratégia de crescimento que consiste em: (i) revisão do posicionamento de marca; e (ii) um plano de investimentos de aproximadamente R\$ 2,5 bilhões em três anos nas divisões de negócios de madeira, Deca e cerâmica. Na divisão de madeira, a empresa investirá R\$ 500 milhões para: (i) aumentar sua base florestal no

Nordeste; (ii) adquirir três linhas de revestimento de painéis, aumentando sua capacidade de produtos revestidos em 45% e (iii) projetos de eliminação de gargalos, que podem potencialmente aumentar sua capacidade de painéis de madeira em 10%. Na divisão Deca, a empresa investirá mais de R\$ 1,1 bilhão para aumentar sua capacidade de acessórios de metal e louças sanitárias em 35% e 30%, respectivamente. Na divisão de revestimentos cerâmicos, a empresa investirá R\$ 600 milhões, que serão destinados principalmente à construção de uma nova fábrica em São Paulo (aumentando sua capacidade em quase 35%). Como parte desse novo ciclo de crescimento, a Dexco também adquiriu uma participação minoritária na ABC da Construção. Apesar desta robusta lista de iniciativas de crescimento, estimamos que a Dexco poderia gastar um adicional de R\$ 0,5-1 bilhão em iniciativas orgânicas/inorgânicas nos próximos anos, considerando sua atual alavancagem subótimo de 1,2x DL/EBITDA no 1T21 e a geração de fluxo de caixa antecipada nos próximos trimestres. Em nossa opinião, as iniciativas de crescimento devem gerar um EBITDA CAGR de 2021E-25E de 8%.

Divisão de madeira - amiga ou inimiga? Embora observemos que a empresa se concentrou em reduzir sua exposição à divisão de madeira/florestal (em direção a um *mix* de receitas de maior valor agregado), continuamos a ver a divisão de madeira/florestal como a principal força motriz nos próximos anos (constituindo mais de 50% do EBITDA total de 2023E, ou 70% quando incluindo a divisão de celulose solúvel). A Duratex é um dos poucos *players* integrados da indústria de painéis de madeira, com ativos florestais significativos; esta é uma vantagem competitiva a longo prazo, considerando seu acesso à madeira a baixo custo (principalmente em função do pipeline robusto dos projetos de celulose). Por outro lado, esperamos novas adições de oferta em 2022-23 para criar um desequilíbrio no mercado (risco aos preços dos painéis de madeira?).

Valuation

Assumimos a cobertura da Dexco com recomendação de "Manutenção" e preço-alvo de R\$ 25,00 para o fim de 2022; substituindo nossa recomendação anterior de "Compra" e preço-alvo de R\$ 17,00. Nosso preço-alvo para as ações da Dexco é baseado em um EV/EBITDA de 9,5x, que está relativamente em linha com a média histórica, visto que vemos um pico no lucro será compensado por iniciativas de crescimento ativo. Do valor estimado do nosso ativo, subtraímos a dívida líquida para definir o atual preço-alvo. Estimamos o projeto de celulose solúvel e o novo ciclo de investimento adicionando um VPL de R\$ 4,00/ação e R\$ 1,20/ação, respectivamente, ao nosso preço-alvo.

Direcionadores e Riscos

Direcionadores: (i) crescimento do PIB do Brasil acima das estimativas; e (ii) início de construções e atividades de reforma/remodelação mais fortes do que o esperado.

Riscos: (i) crescimento do PIB do Brasil abaixo das estimativas; (ii) risco de execução em iniciativas de crescimento; e (iii) desaceleração da demanda por painéis de madeira, agravando o desequilíbrio do mercado em 2022-23.



Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 19/07/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Rafael Barcellos** e **Arthur Biscuola** analistas de valor mobiliário credenciado nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2021 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 19/07/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.