



Papel e Celulose

Cinco Motivos para Comprar Suzano e Klabin
Atualização dos Preços-Alvo e Estimativas

Papel e Celulose

Cinco Motivos para Comprar Suzano e Klabin

Atualização dos Preços-Alvo e de Estimativas

Rafael Barcellos; Arthur Biscuola

Resumo: Estamos atualizando nosso modelo de oferta e demanda, nossa curva de preço da celulose, nossas estimativas macroeconômicas e ajustando as projeções para toda a nossa cobertura de Papel e Celulose na América Latina. Neste relatório, também apresentamos os cinco motivos que nos fazem continuar recomendando “Compra” em Suzano e Klabin: (i) assimetria; (ii) queda limitada nos preços de celulose; (iii) iniciativas de crescimento ativas; (iv) balanços sólidos; e (v) tendências macroeconômicas favoráveis. Dessa forma, Suzano e Klabin são os nossos nomes preferidos no setor, sendo a Suzano a nossa principal escolha devido à sua maior geração de fluxo de caixa livre (FCF), mesmo considerando o desembolso do projeto Cerrado, e assimetria positiva para 2022. Ao nosso ver, o atual preço das ações da Suzano e da Klabin estão refletindo os preços da celulose em US\$ 440 por tonelada, os quais estariam próximos aos níveis de baixa histórica. Além disso, vemos possibilidade de um ciclo de reabastecimento de celulose na China, o que potencialmente levaria a um risco de alta nos preços da celulose no curto prazo. Nessa análise, projetamos um preço médio da celulose em US\$ 560 por tonelada para 2022, impulsionando uma FCF sólido das empresas de nossa cobertura (o que ainda não foi precificado, em nossa opinião). Ademais, reiteramos nossa recomendação de “Compra” em Suzano (*Top Pick*) e em Klabin, e mantemos nossa recomendação de “Manutenção” em Dexco, uma vez que a empresa permanece altamente exposta ao segmento de painéis de madeira no Brasil (divisão que deve corresponder a >60% do EBITDA da empresa em 2022E), onde vemos adversidades chegando para o setor em 2022.

Cinco motivos para comprar. Estamos atualizando nosso modelo de oferta e demanda, nossa curva de preço da celulose, nossas estimativas macroeconômicas e as projeções para toda a nossa cobertura de Papel e Celulose na América Latina. Neste relatório, também apresentamos cinco motivos que nos fazem continuar recomendando “Compra” em Suzano e Klabin. No geral, estamos reduzindo os nossos preços-alvo em 14% para o ano de 2022, a fim de refletir corretamente as nossas novas estimativas de preços de celulose. Na média, nossas projeções de EBITDA (2022E) estão 5% acima do consenso de mercado para a Suzano e a Klabin, porém mais de 10% abaixo para a Dexco.

Teremos um mercado de celulose equilibrado para 2022? Nosso modelo de oferta e demanda sugere um mercado equilibrado em 2022, com índices operacionais tendendo

a 90%. Além disso, a combinação de uma demanda sólida (não considerando o mercado chinês), de estoques enxutos em toda a cadeia produtiva, de custos mais elevados e de baixa disponibilidade de fornecedores entre o 4T21 e 1T22 (devido às paradas para manutenção na América Latina) poderia ajudar a mitigar o nível dos preços da celulose no médio prazo. Além disso, vemos possibilidade de um ciclo de reabastecimento de celulose na China, o que potencialmente levaria a um risco de alta nos preços da celulose no curto prazo. *Sensibilidade:* De acordo com nossa análise de sensibilidade, cada mudança de US\$ 10 por tonelada nos preços da celulose afeta o EBITDA anual das empresas de nossa cobertura em torno de 2-3%.

Como se posicionar? Ao nosso ver, detectar assimetrias é fundamental para analisar as empresas de *commodities*. Atualmente, vemos os preços das ações da Suzano e da Klabin refletindo os preços médio projetados para 2022 da celulose de fibra curta em US\$ 440 por tonelada, que está: (i) bem abaixo do preço observado pela *commodity* na metade do seu ciclo (de US\$ 550 por tonelada, ao nosso entendimento); (ii) abaixo da nossa projeção de US\$ 560 por tonelada; e (iii) em linha com os seus mínimos históricos. Sendo assim, a Suzano continua sendo a nossa *Top Pick*, pois a empresa oferece a melhor assimetria do setor e uma geração de fluxo de caixa livre (FCF) superior em 2022, em nossa visão. Ademais, continuamos recomendando a “Compra” em Klabin e mantemos nossa recomendação de “Manutenção” em Dexco, devido à sua alta exposição ao mercado de painéis de madeira, divisão na qual esperamos adversidades chegando em 2022.

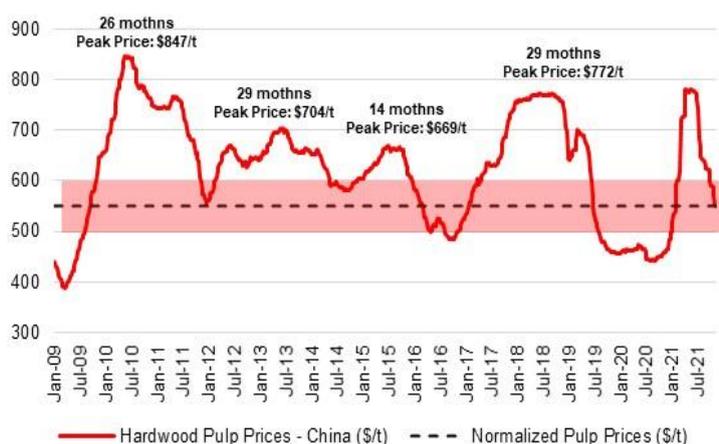
Cinco Motivos para Comprar

As ações das empresas de papel e celulose da América Latina estão oferecendo uma assimetria significativa. Ao nosso ver, detectar assimetrias é fundamental para analisar empresas de *commodities*. Sendo assim, vemos as ações refletindo um preço (2022E) da celulose de fibra curta em torno de US\$ 440 por tonelada, que está abaixo do preço observado pela *commodity* no meio do seu ciclo (de US\$ 550 por tonelada, ao nosso entendimento), abaixo da nossa projeção de US\$ 560 por tonelada e em linha com os seus mínimos históricos. Observamos que o baixo desempenho atual dos preços começou por volta do final do 1T21 e início do 2T21 devido aos temores de uma queda acentuada nos preços da celulose e de uma forte valorização do Real. No entanto, o real se manteve em níveis depreciados (para 2022, os economistas do Santander estimam um câmbio médio de R\$ 5,6/USD) e, ao nosso entendimento, os preços da celulose poderiam permanecer acima dos US\$ 550 por tonelada no 1S21.

Riscos de baixa limitados para os preços da celulose. Apesar dos temores de uma queda mais acentuada nos preços da celulose, continuamos a ver os riscos de baixa como limitados, dado: (i) uma demanda sólida (não considerando o mercado chinês); (ii)

estoques enxutos em toda a cadeia produtiva; (iii) menores dificuldades quanto aos custos neste ciclo; (iv) baixa disponibilidade de fornecedores entre o 4T21 e 1T22 (devido a um ciclo ativo de paralisações referentes a manutenções na América Latina); e (v) um potencial ciclo de reabastecimento de celulose na China durante os próximos meses. Esperamos que os preços da celulose continuem acima dos US\$ 550 por tonelada no 1S22, o que poderia levar a um forte FCF (ainda não precificado, em nossa opinião) em toda a nossa cobertura de papel e celulose. Uma nova oferta chegando nos próximos anos e os temores de uma desaceleração mais acentuada na demanda chinesa continuam sendo as principais preocupações dos investidores no curto prazo. No entanto, notamos que nosso modelo de oferta e demanda sugere um mercado equilibrado em 2022, com taxas operacionais tendendo a 90%. Esperamos que a oferta de celulose de fibra curta aumente 19% no período de 2021-25 (ou 13%, considerando ambas as fibras), enquanto esperamos que a demanda cresça 14% no mesmo período (ou 10%, considerando ambas as fibras). Como resultado, não esperamos um desequilíbrio substancial, embora vejamos as taxas operacionais sugerindo que 2023-24 pode ser um período difícil para os preços da celulose (consideramos as taxas operacionais anuais iguais ou acima de 90% como positivas para os preços da celulose). Do lado da demanda, apesar dos temores envolvendo o consumo chinês, notamos que a China é menos relevante para o segmento de celulose do que quando comparada às demais *commodities*, como o minério de ferro e o cobre (respondendo por 36% da demanda global de celulose, contra 51% e 70% para cobre e minério de ferro, respectivamente). Além disso, a celulose tem um perfil de demanda mais resiliente devido à ampla exposição a mercados de uso final, análogos a um negócio de produtos básicos para o consumidor (cerca de 50% da demanda de uso final relacionada com os setores de *tissue* e de *fluff*).

Figura 1. Preços da Celulose de Fibra Curta na China (US\$ por tonelada)



Fontes: Santander research e OFEX

Figura 2. Modelo de Oferta e Demanda (2016-2025E)

Supply/Demand	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Supply ('000 tonnes)										
Softwood (BSKP)	27,170	28,025	28,405	29,135	28,645	28,745	28,865	29,440	29,735	29,735
%	1%	3%	1%	3%	-2%	0%	0%	2%	1%	0%
Tonnes	300	855	380	730	-490	100	120	575	295	0
Hardwood (BHKP)	34,115	35,680	37,310	37,945	38,995	38,995	41,495	43,965	46,460	46,760
%	4%	5%	5%	2%	3%	0%	6%	6%	6%	1%
Tonnes	1,325	1,565	1,630	635	1,050	0	2,500	2,470	2,495	300
Total	61,285	63,705	65,715	67,080	67,640	67,740	70,360	73,405	76,195	76,495
%	3%	4%	3%	2%	1%	0%	4%	4%	4%	0%
Tonnes	1,625	2,420	2,010	1,365	560	100	2,620	3,045	2,790	300
Demand ('000 tonnes)										
Softwood (BSKP)	25,050	25,505	24,790	26,115	25,830	25,730	25,980	26,280	26,580	26,880
%	3%	2%	-3%	5%	-1%	0%	1%	1%	1%	1%
Tonnes	740	455	-715	1,325	-285	-100	250	300	300	300
Hardwood (BHKP)	30,630	32,590	33,275	33,710	35,665	36,665	37,665	38,765	39,865	40,965
%	2%	6%	2%	1%	6%	3%	3%	3%	3%	3%
Tonnes	690	1,960	685	435	1,955	1,000	1,000	1,100	1,100	1,100
Total	55,680	58,095	58,065	59,825	61,495	62,395	63,645	65,045	66,445	67,845
%	3%	4%	0%	3%	3%	1%	2%	2%	2%	2%
Tonnes	1,430	2,415	-30	1,760	1,670	900	1,250	1,400	1,400	1,400
Pulp Surplus (Deficit)										
Softwood (BSKP)	-440	400	1,095	-595	-205	200	-130	275	-5	-300
Hardwood (BHKP)	635	-395	945	200	-905	-1,000	1,500	1,370	1,395	-800
Total	195	5	2,040	-395	-1,110	-800	1,370	1,645	1,390	-1,100
Operating Rates										
Softwood (BSKP)	92%	91%	87%	90%	90%	90%	90%	89%	89%	90%
Hardwood (BHKP)	90%	91%	89%	89%	91%	94%	91%	88%	86%	88%
Total	91%	91%	88%	89%	91%	92%	90%	89%	87%	89%

Fontes: Santander research e OFEX

Iniciativas ativas de crescimento. Tendo em vista a tendência de haver uma forte demanda no longo prazo, esperamos que novos projetos de celulose cheguem nos próximos anos para atendê-la. Vemos os produtores de papel e celulose da América Latina bem posicionados para liderar essa consolidação “orgânica” nos próximos anos:

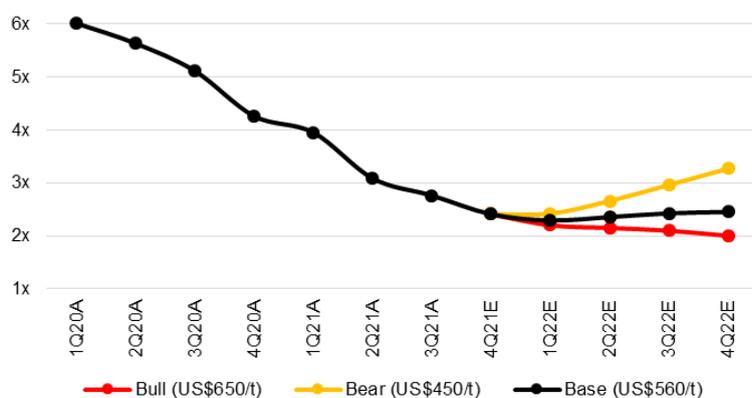
Suzano. Estamos otimistas em relação ao projeto Cerrado da Suzano, devido: (i) ao seu VPL positivo (adicionando cerca de R\$ 7,50 por ação); (ii) à sua produção de baixo custo; (iii) à sua alavancagem não parece ser um problema (já que esperamos que a dívida líquida/EBITDA da Suzano se aproxime de 2,5x – 2021E); e (iv) o projeto não deve pressionar o equilíbrio da oferta e demanda de celulose, ao nosso ver, já que o início da sua operação está previsto para 2S24. A nova fábrica de celulose terá capacidade de produção de 2,55 mtpa (aumentando sua capacidade total em cerca de 20%) de celulose de eucalipto no estado de Mato Grosso do Sul, apresentando um capex de mais de R\$ 19 bilhões.

Klabin. Acreditamos que o projeto Puma II deve trazer um risco de alta em relação ao crescimento da sua divisão de embalagens. O projeto está sendo executado em duas etapas. Na primeira máquina, que iniciou as operações em meados de agosto, 450 mil toneladas de kraftliner e, na segunda máquina, 460 mil toneladas de kraftliner e cartões revestidos estão para entrar em operação no 2T23. De acordo com nossas estimativas, o

projeto Puma II poderia representar cerca de 25% do EBITDA total quando ambas as máquinas atingirem as suas respectivas capacidades plenas, adicionando um VPL de R\$ 3,5 por ação. Além disso, percebemos que a primeira máquina iniciou suas operações durante um momento de alta dos preços de *kraftliner*. Os preços do *kraftliner* aumentaram 40% no acumulado do ano na Europa, principalmente devido à combinação de uma demanda europeia mais forte e de exportações mais fracas dos EUA (queda de 25% no acumulado do ano). Os EUA representam mais de 60% das exportações globais de *kraftliner* e é um importante exportador para a Europa, embora tenha priorizado as vendas para o mercado interno.

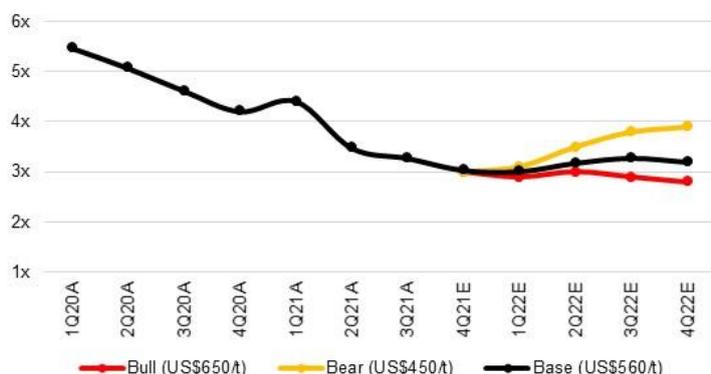
Um forte balanço patrimonial, mesmo em diferentes cenários. Percebemos que os balanços patrimoniais das nossas empresas cobertas ficaram mais robustos nos últimos anos, melhorando assim sua capacidade de executar projetos de expansão sem pressionar os seus índices de alavancagem (o que não ocorreu nos seus ciclos de crescimento anteriores). Esperamos que a alavancagem da Suzano permaneça perto de 2,5x na sua dívida líquida/EBITDA nos próximos trimestres, mesmo lidando com *capex* do Projeto Cerrado. Atualmente, a Klabin está aumentando a produtividade da primeira máquina do projeto Puma II e, ainda assim, esperamos que a sua alavancagem permaneça relativamente estável, apesar do investimento projetado para a segunda máquina (inicialização prevista: 2023).

Figura 3. Curva de Alavancagem da Suzano (Dívida Líquida/EBITDA)



Fontes: Dados da companhia e estimativas do Santander.

Figura 4. Curva de Alavancagem da Klabin (Dívida Líquida/EBITDA)



Fontes: Dados da companhia e estimativas do Santander.

Macrotendências desencadeiam a riscos de alta. Reconhecemos que os investidores podem levar algum tempo para precificar os ativos do segmento de papel e celulose diante das principais macrotendências (como substituição de plástico de uso único, e-commerce, créditos de carbono, aumento da curva de crescimento da demanda de *tissue*, urbanização, entre outros), uma vez que essas tendências não promoverão uma revolução, mas sim uma evolução para o setor. Isso significa que elas não provocarão um crescimento abrupto da sua demanda, mas sim uma taxa de crescimento sustentável da sua procura nos próximos anos. No entanto, vemos a Suzano e a Klabin bem posicionadas para se beneficiar dessas tendências, potencialmente levando a uma reclassificação do setor no longo prazo.

Suzano (SUZB3)

Reduzindo o Preço-Alvo de R\$95,00 para R\$82,00 (2022E)

Rafael Barcellos; Arthur Biscuola

Tese de Investimento: Ajustamos nossas estimativas para refletir os resultados apresentados recentemente, as premissas macroeconômicas do Santander e as nossas novas projeções de preços de celulose. Mantemos nossa visão positiva sobre a Suzano (recomendação de "Compra"; *Top Pick*) dada: (i) a nossa visão positiva sobre os preços da celulose, que devem continuar a permitir fortes níveis FCF e de desalavancagem, ao nosso ver; e (ii) as iniciativas ativas de crescimento: estimamos um VPL de R\$ 7,50 por ação para o Projeto Cerrado. No entanto, acreditamos que os investidores podem levar algum tempo para precificar o ativo (nosso preço-alvo pressupõe um P/VPL de 0,5x). Nessa análise, a Suzano atualmente é negociada a um atraente EV/EBITDA de 5,6x (2022E), contra a média histórica de 7,5x, com um *yield* de FCF de 9% (ou 20% sem considerar o crescimento). Sendo assim, estamos reduzindo o nosso preço-alvo para R\$ 82,00 por ação (2022E), o que reflete principalmente nossas novas estimativas de preço da celulose.

Projeto Cerrado. A Suzano anunciou uma nova fábrica de celulose, com capacidade de 2,55 mtpa de celulose de eucalipto, no estado do Mato Grosso do Sul (aumentando sua capacidade em quase 20%). A previsão a respeito do início das suas operações é em 2S24, com um *capex* projetado acima de R\$ 19 bilhões. Estamos otimistas com o projeto Cerrado da Suzano, tendo em vista: (i) o seu VPL positivo (adicionando cerca de R\$ 7,50 por ação); (ii) a sua produção de baixo custo; (iii) a sua alavancagem não parecer ser um problema; e (iv) não acreditamos que o projeto pressione o equilíbrio entre a oferta e demanda de celulose.

Santander Equity Research

Papel e Celulose

07 de dezembro de 2021

Compra

Preço-Alvo: R\$ 82,00

Desempenho de Preços (R\$)



Suzano

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

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	30,460	40,029	38,897	35,465
YoY change (%)	17.1	31.4	(2.8)	(8.8)
Gross Profit	11,494	19,690	16,710	12,138
YoY change (%)	118.1	71.3	(15.1)	(27.4)
EBITDA	14,949	23,361	22,200	19,035
YoY change (%)	39.4	56.3	(5.0)	(14.3)
As % of Revenue	49.1	58.4	57.1	53.7
Operating Income	8,407	17,460	13,229	9,047
YoY change (%)	223.8	107.7	(24.2)	(31.6)
As % of Revenue	27.6	43.6	34.0	25.5
Financial Results	(4,132)	(4,103)	(3,729)	(2,428)
Taxes	6,927	(1,213)	(2,433)	(4,244)
Net Profit	(10,716)	7,875	4,722	8,238
YoY change (%)	(280.7)	n/m	(40.0)	74.5
As % of Revenue	(35.2)	19.7	12.1	23.2
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	7,692	8,386	8,970	9,988
Other Noncash Items	21,954	4,389	2,345	(5,863)
Changes in Working Capital	2,268	(1,217)	326	128
Operating Cash Flow	13,125	17,777	18,391	15,765
Capital Expenditures	(4,206)	(6,245)	(12,240)	(12,000)
Free Cash Flow	8,919	11,532	6,152	3,765
Other Invest./Divestments	3,470	(1,857)	0	0
Change in Debt	(8,121)	(160)	0	0
Dividends	0	(2)	(1,969)	(1,181)
Capital Increases/Other	(1,664)	(963)	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	9,047	21,363	25,546	28,131
Current Assets	17,958	32,625	36,706	39,294
Fixed Assets	71,781	71,153	74,287	75,996
Total Assets	101,801	115,688	121,010	122,337
Current Liabilities	101,801	115,688	121,010	122,337
Long-Term Liabilities	94,569	100,618	103,186	97,455
Shareholders' Equity	7,232	15,070	17,824	24,882
Total Financial Debt	72,900	77,858	80,204	74,341
ST Debt	2,043	2,291	2,308	2,266
LT Debt	70,856	75,568	77,896	72,075
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	63,668	56,255	54,417	45,969
Capital Employed	71,005	71,426	72,342	70,952
Net Debt/EBITDA	4.3	2.4	2.5	2.4
Net Debt/Equity	8.8	3.7	3.1	1.8
Capex/Revenue (%)	13.8	15.6	31.5	33.8
Int Cover (%)	3.4	5.4	5.3	6.4
Dividend Payout (%)	0.0	(0.0)	25.0	25.0
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	(85.0)	70.6	28.7	38.6
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	-	9.1	15.2	8.7
P/CE	-	-	-	-
FV/EBITDA	9.5	5.5	5.7	6.2
FV/EBIT	16.9	7.4	9.6	13.0
FV/Revenue	4.7	3.2	3.3	3.3
P/BV	10.7	4.8	4.0	2.9
FCF Yield (%)	11.6	16.1	8.6	5.2
Div Yield (%)	(0.0)	0.0	2.7	1.6
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	(7.94)	5.84	3.50	6.11
DPS	-	-	-	-
BVPS	5.36	11.17	13.21	18.44

Klabin (KLBN11)

Reduzindo o Preço-Alvo de R\$36,00 para R\$32,00 (2022E)

Rafael Barcellos; Arthur Biscuola

Tese de Investimento: Ajustamos nossas estimativas para refletir os resultados apresentados recentemente, as premissas macroeconômicas do Santander e as nossas novas projeções de preços de celulose. Mantemos nossa recomendação de "Compra" em Klabin, dado: (i) a nossa visão positiva sobre os preços das embalagens, do papel e da celulose; (ii) a posição de liderança da Klabin em embalagens (exposição a alimentos, bens de consumo e macrotendências, tais como a substituição de plásticos descartáveis e o e-commerce); e (iii) as iniciativas de crescimento (estimamos que o projeto Puma II represente um VPL de R\$ 3,5 por ação). Segundo as nossas estimativas, a Klabin está negociando atualmente a um EV/EBITDA de 6,8x (2022E), que, em nosso entendimento, é positivo. Projetamos um EBITDA em R\$ 7,3 bilhões (alta de 7% a.a. – 2022E). Por outro lado, observamos que a performance dos seus ativos pode ser impactada pelos desembolsos para o Puma II (-1% e 13% sem considerar o crescimento) e pelas incertezas relacionadas à atividade doméstica no Brasil (mercado doméstico representa 60% da receita).

Projeto Puma II. O projeto Puma II será executado em duas etapas: a primeira máquina, com 450ktpa de *kraftliner* (iniciada em agosto); e a segunda máquina, com 460ktpa de *kraftliner* e cartões revestidos. Acreditamos que o projeto Puma II deve trazer um risco de alta em relação ao crescimento da sua divisão de embalagens. Sendo assim, estimamos que o projeto Puma II poderá representar cerca de 25% do EBITDA total quando as suas duas máquinas atingirem as suas respectivas capacidades plenas, adicionando um VPL de R\$ 3,50 por ação (o que já está incluso no nosso preço-alvo).

Santander Equity Research

Papel e Celulose

07 de dezembro de 2021

Compra

Preço-Alvo: R\$ 32,00

Desempenho de Preços (R\$)



Klabin

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

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	11,949	16,654	18,995	18,300
YoY change (%)	16.3	39.4	14.1	(3.7)
Gross Profit	4,722	6,946	7,110	6,234
YoY change (%)	38.0	47.1	2.4	(12.3)
EBITDA	4,939	6,819	7,283	6,910
YoY change (%)	14.1	38.1	6.8	(5.1)
As % of Revenue	41.3	40.9	38.3	37.8
Operating Income	3,181	4,845	4,418	3,733
YoY change (%)	26.3	52.3	(8.8)	(15.5)
As % of Revenue	26.6	29.1	23.3	20.4
Financial Results	(3,955)	(1,064)	(1,959)	(707)
Taxes	1,425	(850)	(481)	(1,550)
Net Profit	(2,892)	2,404	1,122	3,617
YoY change (%)	(528.0)	n/m	(53.3)	222.4
As % of Revenue	(24.2)	14.4	5.9	19.8
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	2,383	2,624	2,865	3,178
Other Noncash Items	3,603	769	856	(2,141)
Changes in Working Capital	2,111	(539)	(990)	(241)
Operating Cash Flow	5,791	4,548	4,276	5,498
Capital Expenditures	(5,174)	(3,927)	(4,567)	(3,386)
Free Cash Flow	617	621	(291)	2,111
Other Invest./Divestments	105	178	0	0
Change in Debt	(3,206)	1,585	0	0
Dividends	(294)	(519)	(1,442)	(1,387)
Capital Increases/Other	(354)	(638)	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	5,209	6,436	4,703	5,427
Current Assets	10,961	14,335	13,291	13,704
Fixed Assets	22,481	25,517	27,219	27,428
Total Assets	35,270	41,517	41,836	41,590
Current Liabilities	35,270	41,517	41,836	41,590
Long-Term Liabilities	31,460	35,970	36,610	34,134
Shareholders' Equity	3,810	5,546	5,226	7,456
Total Financial Debt	26,339	29,162	30,019	27,878
ST Debt	721	1,805	1,826	1,773
LT Debt	25,618	27,358	28,193	26,105
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	19,782	20,732	23,321	20,456
Capital Employed	24,167	27,337	29,606	28,971
Net Debt/EBITDA	4.0	3.0	3.2	3.0
Net Debt/Equity	5.2	3.7	4.5	2.7
Capex/Revenue (%)	43.3	23.6	24.0	18.5
Int Cover (%)	1.1	5.1	3.0	6.2
Dividend Payout (%)	43.5	(17.9)	60.0	123.6
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	(58.7)	51.4	20.8	57.0
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	-	10.5	22.6	7.0
P/CE	-	-	-	n/m
FV/EBITDA	10.4	7.5	7.4	7.1
FV/EBIT	16.2	10.5	12.2	13.2
FV/Revenue	4.3	3.1	2.8	2.7
P/BV	7.2	4.6	4.8	3.4
FCF Yield (%)	2.2	2.5	(1.1)	8.3
Div Yield (%)	1.1	2.0	5.7	5.5
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	(2.68)	2.19	1.02	3.29
DPS	-	-	-	-
BVPS	3.53	5.05	4.76	6.79

Dexco (DXCO3)

Reduzindo o Preço-Alvo de R\$25,00 para R\$20,50 (2022E)

Rafael Barcellos; Arthur Biscuola

Tese de Investimentos: Ajustamos nossas projeções para refletir os resultados apresentados recentemente e as premissas macroeconômicas do Santander. Nessa análise, acreditamos que os resultados operacionais e as suas iniciativas ativas de crescimento, como celulose solúvel e o seu novo ciclo de investimentos (com R\$ 2,5 bilhões estimados), indicam que os preços atuais do ativo já registram um *valuation* justo, limitando os riscos de baixa. O projeto de celulose solúvel da empresa representa, de acordo com os nossos cálculos, um VPL estimado de R\$ 3,00 por ação. Dessa forma, vemos as ações da Dexco sendo negociadas a um valor justo de EV/EBITDA de 7,5x (2022E), com poucos catalisadores após as recentes revisões de baixa do PIB brasileiro.

Foco em seus painéis de madeira. Apesar do maior foco da Dexco na Deca e nas linhas de negócios de revestimentos cerâmicos, esperamos que a sua divisão de painéis de madeira continue representando mais de 60% do seu EBITDA total (2022E). Nesse sentido, o nosso modelo de oferta e demanda sugere que a oferta deve ultrapassar o crescimento da demanda em 2022-23, principalmente após as recentes revisões de baixa do PIB brasileiro.

Santander Equity Research

Papel e Celulose

07 de dezembro de 2021

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 20,50

Desempenho de Preços (R\$)



Dexco

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

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	5,880	7,850	6,926	7,808
YoY change (%)	17.3	33.5	(11.8)	12.7
Gross Profit	1,852	2,743	2,027	2,157
YoY change (%)	43.1	48.1	(26.1)	6.4
EBITDA	1,288	2,197	1,920	2,281
YoY change (%)	41.7	70.5	(12.6)	18.8
As % of Revenue	21.9	28.0	27.7	29.2
Operating Income	672	2,145	1,014	1,013
YoY change (%)	5.1	219.2	(52.7)	(0.0)
As % of Revenue	11.4	27.3	14.6	13.0
Financial Results	(137)	40	(309)	(311)
Taxes	(81)	(680)	(246)	(333)
Net Profit	454	1,505	575	777
YoY change (%)	11.9	231.5	(61.8)	35.1
As % of Revenue	7.7	19.2	8.3	9.9
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	621	720	790	861
Other Noncash Items	0	0	0	0
Changes in Working Capital	(401)	(172)	(283)	(239)
Operating Cash Flow	1,364	1,146	1,081	1,398
Capital Expenditures	(462)	(684)	(1,100)	(1,200)
Free Cash Flow	902	462	(19)	198
Other Invest./Divestments	(504)	(161)	0	0
Change in Debt	0	0	0	0
Dividends	(257)	(618)	(161)	(183)
Capital Increases/Other	189	(280)	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	1,329	1,128	948	963
Current Assets	3,683	3,974	4,033	4,340
Fixed Assets	6,166	7,023	7,334	7,673
Total Assets	10,467	11,971	12,341	12,987
Current Liabilities	5,691	5,825	5,781	5,833
Long-Term Liabilities	5,691	5,825	5,781	5,833
Shareholders' Equity	4,776	6,146	6,560	7,153
Total Financial Debt	3,388	3,111	3,111	3,111
ST Debt	877	537	537	537
LT Debt	2,511	2,574	2,574	2,574
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	2,059	1,983	2,163	2,148
Capital Employed	7,493	8,785	9,378	9,957
Net Debt/EBITDA	1.6	0.9	1.1	0.9
Net Debt/Equity	0.4	0.3	0.3	0.3
Capex/Revenue (%)	7.9	8.7	15.9	15.4
Int Cover (%)	4.8	7.9	5.8	6.9
Dividend Payout (%)	63.4	136.2	10.7	31.9
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	9.4	27.6	9.1	11.3
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	29.3	7.9	20.7	15.3
P/CE	-	15.2	-	-
FV/EBITDA	11.9	6.3	7.3	6.2
FV/EBIT	22.9	6.5	13.9	13.9
FV/Revenue	2.6	1.8	2.0	1.8
P/BV	2.8	1.9	1.8	1.7
FCF Yield (%)	6.8	3.9	(0.2)	1.7
Div Yield (%)	1.9	5.2	1.4	1.5
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.66	2.18	0.83	1.12
DPS	-	-	-	-
BVPS	6.90	8.88	9.48	10.34

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 credenciados 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 vinculado, 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