

Klabin (KLBN11): resultado 3T20

Um pouco melhor do que as estimativas do BTGP; Tendências positivas; Continuamos com rating de Compra

A Klabin apresentou um conjunto sólido de resultados, ligeiramente acima de nossas expectativas. O EBITDA foi de R\$ 1,23 bilhão, 3% acima de nossa projeção, queda de 8% t/t na esteira da manutenção planejada em Monte Alegre. O principal fator para a pequena variação em nossos números veio do lado do volume, com a empresa entregando grandes volumes em todos os níveis (superior 3-5% em relação aos cartões revestidos, kraftliner, celulose). A alavancagem permaneceu mais contida no trimestre do que tínhamos projetado (dívida líquida amplamente estável) na esteira da geração de FCF melhor do que o esperado (impulsionada por uma forte liberação de capital de giro). No geral, um bom desempenho operacional da Klabin, mais uma vez.

Resultados operacionais: números fortes de maneira geral

O negócio de papel da Klabin registrou mais um trimestre forte, com embarques totais de 295kt (2% acima de nossa estimativa e 7% maior a/a), devido ao aumento de papelão revestido (+ 2% a/a) e, principalmente, volumes de kraftliner (+ 17% a/a, impulsionado pelas exportações, + 34% a/a). Os preços tiveram uma queda de -4% t/t, mas permanecem 10% mais altos a/a. Na unidade de embalagem, os volumes vieram em 217kt (3% maior do que nossa expectativa; 10% maior a/a), o que está em linha com os números da indústria para o trimestre (ABPOsai em + 10% a/a). Os preços aumentaram 2% t/t, embora seja encorajador ver o desempenho anual em + 6% (bem acima da inflação). No lado da celulose, os embarques foram 5% maiores do que nossa projeção de 398 kt (também 5% maior t/t). O custo caixa da celulose ficou em R\$ 761/t (12% acima de nossas estimativas), o que representa um aumento de 10% no trimestre, explicado por “intervenções de manutenção realizadas imediatamente antes do trimestre em que ocorre a parada geral” e maiores custos de produtos químicos. Os preços realizados da celulose caíram em relação ao trimestre anterior, conforme esperado, e agora estão em US\$ 491/t (HW + SW). Os preços devem apresentar tendência de alta no 4T20.

BTG Pactual – EquityResearch:

Leonardo Correa

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Caio Greiner

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Klabin S/A (KLBN 11)

Data	26/10/2020
Ticker	KLBN11
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	28,0
Preço (R\$)	25,4
Listagem	Nível 2

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	27.67145
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	130,21

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	-	11,4x
EV/EBITDA	10,6x	8,6x

Stock Performance:

Outubro (%)	6,6%
LTM (%)	62,6%



Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	12,5	10,7	9,1	12,1	12,3
EV/EBITDA	7,4	7,9	10,6	8,6	8,2
P/L	92,4	27,9	-8,5	11,4	13,9
Dividend Yield %	4,9	4,8	2,7	3,4	4,3

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	10.016	10.272	11.515	13.465	13.914
EBITDA	4.023	4.322	4.731	5.894	6.102
Lucro Líquido	186	714	-3.227	2.404	1.980
LPA (R\$)	0,17	0,66	-2,98	2,22	1,83
DPA líquido (R\$)	0,78	0,88	0,67	0,87	1,09
Dívida Líquida/Caixa	-12.398	-14.354	-22.850	-23.450	-22.599

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 25,37, em 23 de Outubro de 2020.

FCF foi um dos destaques

Calculamos que a Klabin gerou um FCFE de R\$ 600 milhões no trimestre, que veio acima de nossas expectativas, principalmente devido a uma grande liberação de capital de giro (provavelmente não será totalmente revertida à frente, pois está relacionada à monetização de créditos de impostos - esperado). Se excluíssemos os projetos de crescimento, o número do FCF teria chegado a mais de R\$ 1,8 bilhão, o que consideramos um resultado muito forte. Reiteramos nossa visão de longo prazo de que a alavancagem da Klabin não deve ser motivo de preocupação. Neste trimestre, a dívida líquida sobre o EBITDA caiu para 4,7x (de 5,1x no 2T), o que vemos como encorajador, e esperamos que a alavancagem continue em tendência de queda nos próximos trimestres (especialmente em 2021, quando Puma II entrar em operação).

Rating de Compra com base no valuation

Continuamos vendo a Klabin como a Soma das Partes. Nos últimos anos, a empresa foi prejudicada por seu investimento no Puma II, com alto investimento de crescimento e investidores atribuindo pouco (ou negativo) valor ao projeto. A recente alta fez com que as ações começassem a precificar em crescimento, mas ainda vemos valor oculto no Puma I e II. Continuamos gostando do modelo de negócios (principalmente flexibilidade, exposição ao USD e defensividade), pois vemos sinergias relevantes entre as operações e acreditamos que a empresa deve continuar a entregar sua história de crescimento pela frente. Reiteramos nossa Compra, pois ainda vemos potencial de valorização com base no DCF, apesar dos múltiplos esticados de curto prazo (negociando a 8,7x EV/EBITDA 21).

Tabela 1: Resultados do 3T20 da Klabin vs. estimativas do BTG Pactual

DRE (R\$ milhões)	3T20A	Estimativ. BTG Pactual 3T20E	Realizado vs. Estimativa (%)	2T20A	3T19A	t/t	a/a
Receita Líquida	3.109	3.062	2%	2.956	2.478	5%	25%
Variação valor justo dos ativos biológicos	69	0		32	332	117%	-79%
(-) CPV	-1.926	-2.056	-6%	-1.845	-1.829	4%	5%
Lucro Bruto	1.251	1.007	24%	1.143	980	9%	28%
(-) Despesas de vendas	-296	-291	2%	-289	-226	2%	31%
(-) Despesas Gerais & Administrativas	-166	-163	2%	-157	-145	6%	14%
(+) Outras Receitas (Despesas) Operacionais	-4	0	n.a.	47	584		
Lucro Operacional (EBIT)	785	553	42%	744	1.193	6%	-34%
Receitas Financeiras (despesas) líquida	-1.072	-1.238	-13%	-1.398	-1.247	-23%	-14%
Receitas não-operacionais (despesas)	0	0	n.a.	0	0	n.a.	n.a.
Equivalência Patrimonial	1	2	-57%	4	2	-72%	-57%
Lucro antes do imposto	-286	-683	-58%	-651	-52		
(-) IR e Contrib. Social	95	0	n.a.	268	259		
(-) Partic. Dos Minoritários + distrib. de lucros	-8	0	n.a.	-55	0		
Lucro Líquido	-199	-683	n.a.	-383	207		
LPA	-0,18	-0,63	n.a.	-0,35	0,19		
EBITDA	1.233	1.203	3%	1.333	776	-8%	59%

Métricas Operacionais	3T20A	Estimativ. BTG Pactual 3T20E	Realizado vs. Estimativa (%)	2T20A	3T19A	t/t	a/a
Volumes (mil ton)							
Papel (Kraftliner + Cartões Revestidos)	295	289	2%	296	276	0%	7%
Embalagens	217	211	3%	180	198	21%	10%
Celulose	398	380	5%	380	326	5%	22%
Receita Líquida (BRL)/ton							
Papel (Kraftliner + Cartões Revestidos)	3.607	3.906	-8%	3.750	3.267	-4%	10%
Embalagens	4.198	4.142	1%	4.133	3.972	2%	6%
Celulose (US\$/t)	491	487	1%	498	560	-2%	-12%
Custos de caixa celulose (BRL)/ton	761	680	12%	690	951	10%	-20%

Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R\$ milhões)	3T20A	Estimativ. BTG Pactual 3T20E	Realizado vs. Estimativa (%)	2T20A	3T19A	t/t	a/a
EBITDA	1.233	1.203	3%	1.333	776	-8%	59%
Capex	-1.348	-1.484	-9%	-998	-845	35%	60%
Resultados Financeiros	-179	-315	-43%	-1.392	-1.247	-87%	-86%
Imposto de Renda e outros	-21	0		268	259	-108%	-108%
Recebíveis	1.993	2.552	-22%	2.113	2.082	-6%	-4%
Estoque	1.379	1.641	-16%	1.558	1.415	-11%	-2%
Contas a pagar	1.549	1.489	4%	1.296	978	20%	58%
Capital de Giro	1.823	2.703	-33%	2.375	2.519	-23%	-28%
Variação de Capital de Giro	915						
FCFE	600						
Dívida Líquida	21.053	22.973	-8%	20.805	15.096	1%	39%
Dívida Líquida/EBITDA	4,6	5,1		5,1	3,9		

Fonte: Klabin / BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatos sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos o direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de potenciais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao 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 aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

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