

## Klabin (KLBN11): Resultado do 4T20

### Resultados em linha com as estimativas, mas com vários pontos positivos; Compra

A Klabin apresentou um conjunto decente de resultados que ficou em linha com nossas expectativas. O EBITDA foi de R\$ 1,1 bilhão (impactado pela manutenção; excluindo itens não recorrentes), em linha com nossa projeção, e mais uma indicação de previsibilidade de resultados. Ficamos muito satisfeitos em ver: métricas de alavancagem em declínio (para 4,2x, de 4,6x no 3T20), alto ROIC de 15,7%, forte crescimento de receita impulsionado pela força nos mercados de celulose/papel (+ 22% a/a) e FCF yields sólidos de dois dígitos (crescimento). A empresa fecha o ano com um EBITDA crescendo mais de 20% a/a (impressionante e consistente ao longo dos anos), e está embarcando em uma nova jornada de crescimento com seu projeto Puma II que está 78% concluído (no final de 2020). Reiteramos a Compra.

### Números operacionais do segmento de Papel e Embalagem: Primeiro trimestre após a aquisição da IP

O negócio de papel da Klabin registrou mais um trimestre forte, mas com vendas um pouco menores, em 287kt (3% acima de nossa projeção). A queda foi explicada principalmente pelos menores volumes de papelão revestido (-4% a/a), já que as exportações caíram -25%. Os volumes de kraftliner aumentaram 1% a/a, com as vendas domésticas (crescendo 12% a/a) ganhando participação. A receita líquida por tonelada da unidade de papel teve um aumento de 2% t/t e foi 12% maior a/a (preços de commodities mais altos + Real desvalorizado). Na unidade de embalagens, os volumes chegaram a 286kt, o que marcou o primeiro trimestre de contribuição da aquisição da IP (+ 68kt no trimestre). Ex- IP, os volumes cresceram + 10% a/a, acima dos números da indústria (ABPO saiu em + 8% a/a). Os preços ficaram estáveis t/t (incluindo as operações da IP, a preços mais baixos) e + 4% mais altos a/a.

### Números operacionais de celulose: Trimestre de manutenção; Contribuição limitada dos aumentos de preços

Na unidade de celulose, as obras de manutenção do Puma impactaram os resultados gerais, com custos mais elevados e volumes menores. As remessas saíram em 369kt (-7% menor t/t, mas 5% maior que as nossas estimativas). O custo caixa da celulose (excluindo os efeitos da parada) ficou em R\$ 755/t, o que é estável t/t, mas + 10% maior a/a, explicado pelos impactos indiretos da parada, também levando a uma menor contribuição de energia. Os preços realizados da celulose foram menores do que o esperado, com média de US\$ 495/t (HW + SW). Os aumentos de preços no final de 2020 tiveram um impacto limitado nos resultados do 4T, conforme esperado, mas devem impulsionar significativamente os lucros em 2021.

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### 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](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Klabin S/A (KLBN11)

Data	10/02/2021
Ticker	KLBN11
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	29,0
Preço (R\$)	27,9
Listagem	Nível 2

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	31.155,08
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	147,58

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	14,9x	18,8x
EV/EBITDA	8,4x	8,4x

#### Stock Performance:

Fevereiro (%)	-0,9%
LTM (%)	35,7%



## FCF ainda negativo devido ao capex no Puma II, parcialmente compensado por forte liberação de capital de giro

A Klabin informou que gerou FCFE negativo de -R\$ 648 milhões, já que investiu cerca de R\$ 1,5 bilhão no Puma II durante o trimestre. Excluindo este efeito, e outros “projetos especiais e crescimento”, o FCFE teria sido de R\$ 1,1 bilhão, explicado, principalmente, por uma grande liberação de capital de giro de R\$ 926 milhões. A dívida líquida caiu no trimestre devido ao efeito da marcação a mercado da dívida denominada em USD, e ficou em R\$ 19,7 bilhões, com a alavancagem caindo para 4,2x (em nossos cálculos, excluindo impactos não recorrentes no EBITDA).

### Rating de Compra com base no valuation

Continuamos vendo a Klabin como uma Soma das Partes. Nos últimos anos, a empresa foi prejudicada por seu investimento no Puma II, com alto capex de crescimento e investidores atribuindo pouco (ou negativo) valor ao projeto. A recente alta fez com que as ações começassem a precificar o 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 baseado no DCF, apesar de múltiplos relativamente justos (negociando a ~ 8x EV/EBITDA 21).

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	12,5	10,7	10,2	13,4	12,6
EV/EBITDA	7,4	7,9	10,4	8,4	8,4
P/L	92,4	27,9	-14,9	14,9	18,8
Dividend Yield %	4,9	4,8	1,6	3,2	4,1

  

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	10.016	10.272	11.626	13.892	14.037
EBITDA	4.023	4.322	4.754	6.176	6.124
Lucro Líquido	186	714	-1.929	2.021	1.600
LPA (R\$)	0,17	0,66	-1,78	1,87	1,48
DPA líquido (R\$)	0,78	0,88	0,43	0,88	1,14
Dívida Líquida/Caixa	-12.398	-14.354	-20.771	-21.686	-21.108

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\$ 27,86, em 09 de Fevereiro de 2021.

**Tabela 1: Resultados do 4T20 da Klabin vs. estimativas do BTG Pactual**

DRE (R\$ milhões)	4T20A	Estimativ. BTG Pactual 4T20E	Realizado vs. Estimativa (%)	3T20A	4T19A	t/t	a/a
<b>Receita Líquida</b>	<b>3.292</b>	<b>3.002</b>	<b>10%</b>	<b>3.109</b>	<b>2.704</b>	<b>6%</b>	<b>22%</b>
Varição valor justo dos ativos biológicos	341	0		69	76	398%	352%
(-) CPV	(2.300)	(2.068)	11%	(1.926)	(1.948)	19%	18%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>1.334</b>	<b>934</b>	<b>43%</b>	<b>1.251</b>	<b>832</b>	<b>7%</b>	<b>60%</b>
(-) Despesas de vendas	(306)	(300)	2%	(296)	(281)	3%	9%
(-) Despesas Gerais & Administrativas	(246)	(165)	49%	(166)	(158)	48%	56%
(+) Outras Receitas (Despesas) Operacionais	262	0	n.a.	(4)	(36)		
<b>Lucro Operacional (EBIT)</b>	<b>1.044</b>	<b>469</b>	<b>122%</b>	<b>785</b>	<b>357</b>	<b>33%</b>	<b>192%</b>
Receitas Financeiras (despesas) líquida	929	1.430	-35%	(1.072)	375	-187%	148%
Receitas não-operacionais (despesas)	0	0	n.a.	0	0	n.a.	n.a.
Equivalência Patrimonial	6	1	474%	1	1	482%	474%
<b>Lucro antes do imposto</b>	<b>1.978</b>	<b>1.900</b>	<b>4%</b>	<b>(286)</b>	<b>733</b>		
(-) IR e Contrib. Social	(651)	(473)	n.a.	95	(102)		
(-) Partic. Dos Minoritários + distrib. de lucros	(7)	0	na	0	0		
<b>Lucro Líquido</b>	<b>1.320</b>	<b>1.427</b>	<b>n.a.</b>	<b>(191)</b>	<b>631</b>		
LPA	1,22	1,32	n.a.	(0,18)	0,58		
<b>EBITDA</b>	<b>1.106</b>	<b>1.091</b>	<b>1%</b>	<b>1.233</b>	<b>965</b>	<b>-10%</b>	<b>15%</b>

Métricas Operacionais	4T20A	Estimativ. BTG Pactual 4T20E	Realizado vs. Estimativa (%)	3T20A	4T19A	t/t	a/a
<b>Volumes (mil ton)</b>							
Papel (Kraftliner + Cartões Revestidos)	287	278	3%	294	294	-2%	-2%
Embalagens	286	270	6%	217	198	32%	45%
Celulose	369	350	5%	398	436	-7%	-15%
<b>Receita Líquida (BRL)/ton</b>							
Papel (Kraftliner + Cartões Revestidos)	3.690	3.733	-1%	3.616	3.292	2%	12%
Embalagens	4.136	4.055	2%	4.152	3.989	0%	4%
Celulose (US\$/t)	495	520	-5%	491	498	1%	-1%
Custos de caixa celulose (BRL)/ton	1.128	950	19%	761	687	48%	64%

Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R\$ milhões)	4T20A	Estimativ. BTG Pactual 4T20E	Realizado vs. Estimativa (%)	3T20A	4T19A	t/t	a/a
EBITDA	1.106	1.091	1%	1.233	965	-10%	15%
Capex	(2.008)	(1.536)	31%	(1.348)	(852)	49%	136%
Resultados Financeiros	(636)	(377)	69%	(1.072)	375	-41%	-270%
Imposto de Renda e outros	(36)	(473)	-92%	95	(102)	-138%	-65%
Recebíveis	1.807	2.168	-17%	1.993	1.860	-9%	-3%
Estoque	1.379	1.607	-14%	1.379	1.332	0%	4%
Contas a pagar	2.003	1.589	26%	1.549	1.024	29%	96%
Capital de Giro	1.183	2.186	-46%	1.823	2.167	-35%	-45%
Varição de Capital de Giro	926						
<b>FCFE</b>	<b>-648</b>						
Dívida Líquida	19.782	21.156	-6%	21.053	14.354	-6%	38%
<b>Dívida Líquida/EBITDA</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>		<b>4,6</b>	<b>3,9</b>		

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 fatores 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 ao 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 eventuais 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 o 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)