

## Klabin (KLBN11): Resultado do 2T21

### Trimestre basicamente em linha, mas com boa qualidade; Reiteramos a Compra

A Klabin reportou um 2T sólido, com números em linha com nossas expectativas. O EBITDA ficou em R\$ 1,79 bilhão, 1% acima de nossa projeção, e cresceu 35% a/a. A pequena variação em nossos números é explicada principalmente por maiores volumes de embalagem. Operacionalmente, a empresa está entregando em todas as frentes e tem sido auxiliada momento mais forte da receita, com preços subindo em todas as suas linhas de produtos. A alavancagem continua caindo, agora atingindo 3,3x dívida líquida/EBITDA (de 4,2x no 1T21), e deve cair ainda mais com o comissionamento (processo que assegura que os sistemas e componentes de uma unidade industrial estejam projetados, instalados, testados, operados e mantidos de acordo com as necessidades e requisitos operacionais) do projeto Puma II (a iniciar em alguns dias). O fluxo de caixa no trimestre surpreendeu perto de 21% anualizado (excluindo capex de crescimento), e o ROIC está agora se aproximando de 20%, o que consideramos positivo. A empresa continua apresentando resultados consistentes e mantemos nossa recomendação de Compra.

### Números operacionais de Papel e Embalagem: Os aumentos de preços continuam fluindo

Volumes de papel (cartão revestido + kraftliner) saíram em 265 kt (-4% vs. BTGP), -10% mais baixo a/a (+ 4% t/t): (i) as vendas de kraftliner caíram -21% a/a (-13% t/t), devido à maior transferência interna para a unidade de embalagem, enquanto (ii) os cartões revestidos retraíram -4% a/a (+ 15% t/t) A receita líquida/tonelada da unidade de papel teve um aumento de 10% t/t, e foi 12% maior a/a, conforme a implementação do aumento de preço continua fluindo através dos resultados. Na unidade de embalagem, os volumes saíram de 282kt (+ 1% vs. BTGP), + 20% maior a/a (vs. ABPO em + 17% a/a), excluindo vendas da unidade da IP recentemente adquirida (~ 64kt). A receita líquida/ton nos surpreendeu positivamente, aumentando 9% t/t (+ 2% vs. BTGP), e agora está + 19% maior a/a (considerando o efeito de mix inferior da unidade da IP).

### Números operacionais de celulose: Sólidos, mas os preços realizados ainda estão abaixo potencial

Embarques de celulose (HW + SW + Fluff) saíram em 399kt (em linha), 5% a mais a/a e + 7% t/t. Os preços realizados da celulose aumentaram 22% t/t (já com alta de 43% a/a), mas ficaram abaixo do esperado (-5% vs. BTGP), com média de US\$ 715/t (HW + SW). Olhando para as divisões, HW apresentou preço de US\$ 649/t (ainda um pouco abaixo do potencial, em nossa opinião), enquanto SW + fluff atingiu US\$ 892/t. O custo caixa da celulose ficou em R\$ 793/t (-1% vs. BTGP), que é 3% maior t/t e 12% a/a, explicado pela inflação dos custos das commodities (produtos químicos + combustíveis).

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Leonardo Correa

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Caio Greiner

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

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

#### Klabin S/A (KLBN11)

Data	10/08/2021
Ticker	KLBN11
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	39,0
Preço (R\$)	25,1
Listagem	Nível 2

#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	28.514,91
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	180,28

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	5,6x	18,4x
EV/EBITDA	7,1x	6,9x

#### Stock Performance:

Agosto (%)	2,7%
LTM (%)	8,8%



## Alavancagem movendo-se para baixo conforme o esperado; essa queda deve acelerar...

A dívida líquida da Klabin caiu para R\$ 18,7 bilhões no trimestre, uma redução de cerca de R\$ 3 bilhões t/t - ajudada pela geração do fluxo de caixa no trimestre e variação cambial favorável. Isso coloca a empresa perto de 3x o EBITDA antes do início do Puma II, o que deve acelerar significativamente essa tendência de redução de dívida. O fluxo de caixa no trimestre ficou em R\$ 763 milhões, incluindo capex de crescimento, mas o número está bastante distorcido por pesados gastos com capex e nenhuma contribuição de receita - esse quadro deve mudar em breve.

## Reiteramos a Compra com base no valuation e no forte momentum de geração de resultados

Continuamos vendo a Klabin como uma “soma das partes”. Nos últimos anos, a empresa foi prejudicada por seu investimento em Puma II, com alto capex de crescimento e investidores atribuindo pouco (ou negativo) valor ao projeto. Em nossa opinião, as ações ainda não refletem as atuais perspectivas de crescimento dos lucros e consideramos Puma I e II altamente subvalorizados pelo mercado nesta fase. Reiteramos nossa Compra, baseado em um modelo de fluxo de caixa descontado e múltiplos atraentes (negociando a 7x EV/EBITDA 22).

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	10,7	11,2	15,8	15,9	14,7
EV/EBITDA	8,1	10,1	7,1	6,9	7,1
P/L	29,0	-12,4	5,6	18,4	12,6
Dividend Yield %	4,6	0,7	3,5	4,8	5,1

  

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	10.272	11.949	16.549	16.526	16.608
EBITDA	4.322	4.906	6.799	7.173	6.997
Lucro Líquido	714	-2.390	5.070	1.532	2.246
LPA (R\$)	0,64	-2,13	4,51	1,36	2,00
DPA líquido (R\$)	0,85	0,20	0,88	1,21	1,28
Dívida Líquida/Caixa	-14.354	-19.782	-20.002	-21.288	-21.555

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\$ 25,11, em 09 de agosto de 2021.

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

DRE (R\$ milhões)	2T21A	Estimativ. BTG Pactual 2T21E	Realizado vs. Estimativa (%)	1T21A	2T20A	t/t	a/a
<b>Receita Líquida</b>	<b>4.076</b>	<b>4.110</b>	<b>-1%</b>	<b>3.467</b>	<b>2.956</b>	<b>18%</b>	<b>38%</b>
Varição valor justo dos ativos biológicos	199	0		43	32	365%	530%
(-) CPV	(2.465)	(2.472)	0%	(2.390)	(1.845)	3%	34%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>1.809</b>	<b>1.638</b>	<b>10%</b>	<b>1.119</b>	<b>1.143</b>	<b>62%</b>	<b>58%</b>
(-) Despesas de vendas	(296)	(316)	-6%	(267)	(289)	11%	2%
(-) Despesas Gerais & Administrativas	(220)	(226)	-3%	(204)	(157)	8%	40%
(+) Outras Receitas (Despesas) Operacionais	3	0	n.a.	32	47		
<b>Lucro Operacional (EBIT)</b>	<b>1.296</b>	<b>1.096</b>	<b>18%</b>	<b>680</b>	<b>744</b>	<b>91%</b>	<b>74%</b>
Receitas Financeiras (despesas) líquida	(207)	2.460	-108%	(203)	(1.398)	2%	-85%
Receitas não-operacionais (despesas)	0	0	n.a.	0	0	n.a.	n.a.
Equivalência Patrimonial	2	4	-54%	1	4	87%	-54%
<b>Lucro antes do imposto</b>	<b>1.091</b>	<b>3.560</b>	<b>-69%</b>	<b>478</b>	<b>(651)</b>		
(-) IR e Contrib. Social	(372)	(527)	n.a.	(57)	268		
(-) Partic. Dos Minoritários + distrib. de lucros	0	0	na	0	0		
<b>Lucro Líquido</b>	<b>719</b>	<b>3.033</b>	<b>n.a.</b>	<b>421</b>	<b>(383)</b>		
LPA	0,64	2,70	n.a.	0,37	(0,34)		
<b>EBITDA</b>	<b>1.798</b>	<b>1.781</b>	<b>1%</b>	<b>1.274</b>	<b>1.333</b>	<b>41%</b>	<b>35%</b>

Métricas Operacionais	2T21A	Estimativ. BTG Pactual 2T21E	Realizado vs. Estimativa (%)	1T21A	2T20A	t/t	a/a
<b>Volumes (mil ton)</b>							
Papel (Kraftliner + Cartões Revestidos)	265	275	-4%	256	296	4%	-10%
Embalagens	282	279	1%	280	180	1%	57%
Celulose	399	400	0%	373	380	7%	5%
<b>Receita Líquida (BRL)/ton</b>							
Papel (Kraftliner + Cartões Revestidos)	4.200	4.105	2%	3.801	3.750	11%	12%
Embalagens	4.918	4.827	2%	4.496	4.133	9%	19%
Celulose (US\$/t)	715	750	-5%	585	498	22%	43%
Custos de caixa celulose (BRL)/ton	793	800	-1%	776	690	2%	15%

Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R\$ milhões)	2T21A	Estimativ. BTG Pactual 2T21E	Realizado vs. Estimativa (%)	1T21A	2T20A	t/t	a/a
<b>EBITDA</b>	<b>1.798</b>	<b>1.781</b>	<b>1%</b>	<b>1.274</b>	<b>1.333</b>	<b>41%</b>	<b>35%</b>
Capex	(904)	(1.018)	-11%	(815)	(998)	11%	-9%
Resultados Financeiros	(391)	(411)	-5%	(203)	(1.398)	93%	-72%
Imposto de Renda e outros	(68)	(527)	-87%	(57)	268	19%	-125%
Recebíveis	2.498	2.907	-14%	2.451	2.113	2%	18%
Estoque	1.612	1.503	7%	1.475	1.558	9%	4%
Contas a pagar	2.198	2.102	5%	2.062	1.296	7%	70%
Capital de Giro	1.912	2.308	-17%	1.864	2.375	3%	-19%
Varição de Capital de Giro	328						
<b>FCFE</b>	<b>763</b>						
Dívida Líquida	18.770	19.788	-5%	21.745	20.805	-14%	-10%
<b>Dívida Líquida/EBITDA</b>	<b>3,3</b>	<b>3,7</b>		<b>4,4</b>	<b>5,1</b>		

Fonte: Empresa e 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 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)