

## Klabin (KLBN11): Resultado do 3T21

### EBITDA 3% acima da projeção do BTG, devido a fortes resultados em Papel; Início do Puma II; Compra

A Klabin apresentou bons resultados no 3T21, com EBITDA de R\$ 1,93 bilhão, 3% acima de nossas estimativas (+ 7% t/t, + 56% a/a). A unidade de papel foi o principal destaque do trimestre, com a receita/ton líquida de papel para embalagem superando nossas estimativas, subindo 12% t/t (aumento de preços fluído!) E +3% acima de nossas expectativas já otimistas. Neste trimestre, o projeto Puma II foi iniciado, mas ainda com uma contribuição muito pequena (17kt de produção de Eukaliner) - o crescimento deve acelerar ao longo dos próximos trimestres e começar a fazer uma contribuição mais significativa para os resultados futuros. A Klabin também apresentou um FCF decente, gerando ~R\$ 700 milhões no trimestre (~10% de yield anualizado / ou ~R\$ 1,5 milhão ex-crescimento), levando a alavancagem ligeiramente menor para 3,2x dívida líquida/Ebitda (desalavancagem deve acelerar à f rente). A Klabin continua sendo nosso veículo preferencial no segmento de Papel & Celulose, e reiteramos nossa Compra do nome com as ações negociando em ~ 7,2x EV/EBITDA.

### Números operacionais de Papel e Embalagens: preços mais altos de embalagem impulsionaram o resultado acima das projeções

As vendas de papel (cartão revestido + kraftliner) caíram em 271kt (-3% vs. projeção do BTG), -8% menor a/a (+ 2% t/t): (i) as vendas de kraftliner caíram -21% a/a (-3% t/t), devido a maior transferência interna para a unidade de embalagem e parada para manutenção de Otacílio Costa, enquanto (ii) cartões revestidos diminuíram -1% a/a (+ 5% t/t). A receita/ton líquida da unidade de papel teve um aumento de 4% t/t, e foi 21% maior a/a. Na unidade de embalagem, os volumes chegaram a 279kt (-1% vs. estimativa do BTG), + 29% mais alto a/a, embora estáveis ex-IP (vs. ABPO em -2,5% a/a). A receita líquida/ton nos surpreendeu positivamente, aumentando 13% t/t (+3% vs. expectativa do BTG), e agora está + 34% maior a/a (já contabilizando o efeito de mix inferior da aquisição da IP).

### Números operacionais de Celulose: Preços e custos realizados mais altos

As vendas de celulose (HW + SW + Fluff) saíram em 400kt (+ 1% vs. estimativa do BTG), 1% mais alto tanto a/a como t/t. Os preços realizados da celulose foram em média de US\$ 746/t (HW + SW / + 5% vs. BTG), aumentando 4% t/t (+ 52% a/a). Olhando para a divisão, HW ficou em ~US\$ 670/t, enquanto SW + fluff ficou em ~US\$ 930/t. O custo caixa da celulose ficou em R\$ 940/t (+8% vs. BTGPc), que é 19% maior t/t e 24% a/a, explicado pela inflação do custo das commodities impactando os custos de combustível e insumos químicos (principalmente ácido sulfúrico).

#### 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	26/10/2021
Ticker	KLBN11
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	39,0
Preço (R\$)	24,2
Listagem	Nível 2

#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	27.608,58
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	188,56

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	5,4x	17,8x
EV/EBITDA	6,9x	6,8x

#### Stock Performance:

Outubro (%)	0,0%
LTM (%)	-4,6%



## Dívida líquida em declínio + surpresas do FCFE

A Klabin entregou dívida líquida menor t/t, atingindo R\$ 19,9 bilhões, 5% abaixo de nossa projeção. A alavancagem está se aproximando rapidamente de 3x e esperamos que as métricas melhorem na esteira do ramp-up de Puma 2, que está progredindo bem. O FCFE também nos surpreendeu positivamente, com a empresa entregando um FCFE de cerca de R\$ 1,5 bilhão, excluindo o capex de crescimento (22% de yield anualizado), que consideramos um resultado tranquilizador.

## Rating de Compra com base no valuation e forte momentum de lucros

Continuamos vendo a Klabin como a Soma das Partes. Nos últimos anos, o valuation da empresa foi prejudicado 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, pois ainda vemos potencial de valorização baseado no DCF e em múltiplos atraentes (negociando a 7,2x EV/EBITDA 22).

Valuation	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	10,7	11,2	15,8	15,9	14,7
EV/EBITDA	8,1	10,1	6,9	6,8	7,0
P/L	29,0	-12,4	5,4	17,8	12,1
Dividend Yield %	4,6	0,7	3,6	5,0	5,3

  

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020	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\$ 24,20, em 25 de Outubro de 2021.

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

DRE (R\$ milhões)	3T21A	Estimativ. BTG Pactual 3T21E	Realizado vs. Estimativa (%)	2T21A	3T20A	t/t	a/a
<b>Receita Líquida</b>	<b>4.358</b>	<b>4.243</b>	<b>3%</b>	<b>4.076</b>	<b>3.109</b>	<b>7%</b>	<b>40%</b>
Varição valor justo dos ativos biológicos	403	0		199	69	103%	489%
(-) CPV	(2.602)	(2.556)	2%	(2.465)	(1.926)	6%	35%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>2.159</b>	<b>1.687</b>	<b>28%</b>	<b>1.809</b>	<b>1.251</b>	<b>19%</b>	<b>73%</b>
(-) Despesas de vendas	(310)	(308)	1%	(296)	(296)	5%	5%
(-) Despesas Gerais & Administrativas	(196)	(229)	-14%	(220)	(166)	-11%	18%
(+) Outras Receitas (Despesas) Operacionais	36	0	n.a.	3	(4)		
<b>Lucro Operacional (EBIT)</b>	<b>1.689</b>	<b>1.150</b>	<b>47%</b>	<b>1.296</b>	<b>785</b>	<b>30%</b>	<b>115%</b>
Receitas Financeiras (despesas) líquida	(291)	(2.412)	-88%	(207)	(1.072)	40%	-73%
Receitas não-operacionais (despesas)	0	0	n.a.	0	0	n.a.	n.a.
Equivalência Patrimonial	9	1	742%	2	1	405%	742%
<b>Lucro antes do imposto</b>	<b>1.407</b>	<b>(1.261)</b>	<b>-212%</b>	<b>1.091</b>	<b>(286)</b>		
(-) IR e Contrib. Social	(192)	0	n.a.	(372)	95		
(-) Partic. Dos Minoritários + distrib. de lucros	0	0	na	0	0		
<b>Lucro Líquido</b>	<b>1.215</b>	<b>(1.261)</b>	<b>n.a.</b>	<b>719</b>	<b>(191)</b>		
LPA	1,08	(1,12)	n.a.	0,64	(0,17)		
<b>EBITDA</b>	<b>1.928</b>	<b>1.874</b>	<b>3%</b>	<b>1.798</b>	<b>1.233</b>	<b>7%</b>	<b>56%</b>

Métricas Operacionais	3T21A	Estimativ. BTG Pactual 3T21E	Realizado vs. Estimativa (%)	2T21A	3T20A	t/t	a/a
<b>Volumes (mil ton)</b>							
Papel (Kraftliner + Cartões Revestidos)	271	279	-3%	266	294	2%	-8%
Embalagens	279	282	-1%	281	217	-1%	29%
Celulose	400	398	1%	398	398	1%	1%
<b>Receita Líquida (BRL)/ton</b>							
Papel (Kraftliner + Cartões Revestidos)	4.354	4.359	0%	4.184	3.616	4%	20%
Embalagens	5.545	5.394	3%	4.936	4.152	12%	34%
Celulose (US\$/t)	746	711	5%	716	491	4%	52%
Custos de caixa celulose (BRL)/ton	940	870	8%	793	761	19%	24%

Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R\$ milhões)	3T21A	Estimativ. BTG Pactual 3T21E	Realizado vs. Estimativa (%)	2T21A	3T20A	t/t	a/a
<b>EBITDA</b>	<b>1.928</b>	<b>1.874</b>	<b>3%</b>	<b>1.798</b>	<b>1.233</b>	<b>7%</b>	<b>56%</b>
Capex	(1.000)	(1.275)	-22%	(903)	(1.348)	11%	-26%
Resultados Financeiros	(134)	(335)	-60%	(207)	(1.072)	-35%	-87%
Imposto de Renda e outros	(288)	0	-	(372)	95	-23%	-403%
Recebíveis	2.657	2.601	2%	2.498	1.993	6%	33%
Estoque	1.798	1.674	7%	1.612	1.379	12%	30%
Contas a pagar	2.462	2.283	8%	2.198	1.549	12%	59%
Capital de Giro	1.993	1.992	0%	1.912	1.823	4%	9%
Varição de Capital de Giro	206						
<b>FCFE</b>	<b>712</b>						
Dívida Líquida	19.950	21.082	-5%	18.770	21.053	6%	-5%
<b>Dívida Líquida/EBITDA</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>		<b>3,5</b>	<b>4,6</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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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)