

# Klabin

3T23. A prova de um negócio resiliente.



Compra

R\$ 29,10

Preço-justo  
(#KLBN11)

**A Klabin provou mais uma vez a sua resiliência** mesmo em meio a um cenário notavelmente desafiador para a indústria a nível global. A diversidade geográfica e de produtos da Klabin foi novamente a fonte de estabilidade em meio à turbulência. As pressões inflacionárias das matérias-primas utilizadas pela Klabin parecem ter arrefecido, o que se traduziu em um custo caixa notavelmente menor. O consumo de Capex para o seu principal projeto (Puma 2) está chegando ao fim, e os próximos trimestres devem ter uma geração de caixa líquido ainda mais robusta. Destaque para o ROIC de 13,8% e FCL Yield de 17,6%. Seguimos otimistas e acreditamos que o desconto excessivo sobre suas ações ofereça uma excelente oportunidade. **Recomendamos compra para KLBN11.**

A Klabin apresentou no terceiro trimestre de 2023 um desempenho capitaneado por uma Receita Líquida de R\$ 4,4 bilhões, 20% inferior ao observado no mesmo período de 2022. Com uma forte base de comparação, a Klabin registrou queda anual em todas as linhas do seu resultado. A geração de caixa medida pelo EBITDA Ajustado foi de R\$ 1,352 bilhão (41% abaixo do 3T22), acompanhado de uma margem que passou de 42% para 31%. A geração de caixa por tonelada ficou em R\$ 872, abaixo dos R\$ 1.794 observados no 2T22 e dos R\$ 1.120 observados no 2T23.

**Destques Positivos – I)** Aumento no Preço Líquido (R\$/ton) no negócio de Embalagens (Sacos +14% e Embalagens de P.O. +2% vs 3T22), parcialmente mitigado por menores volumes (-9% e -4%); **II)** Maiores volumes de vendas de celulose (+27% vs segundo trimestre e +4% vs mesmo período de 2022); **III)** Menor custo caixa de celulose (R\$ 1.314/t) na comparação anual (R\$ 1.417/t) e trimestral (R\$ 1.363/t) devido a menores custos com soda cáustica, com efeito reduzido devido ao aumento no preço de combustíveis; **IV)** Recuperação no volumes de vendas totais (967kt) em relação ao 2T23 (856kt) apesar de queda vs 3T22 (1.015kt).

**Destques Negativos – I)** Crescimento abaixo da média do mercado no segmento de Embalagens (-2,5% vs 3T22 comparado a uma queda de 1,4% no setor reportado pela Empapel); **II)** Queda anual de 21% no preço de referência do Kraftliner, vide FOEX Europa (US\$ 961/T → US\$ 762/T), sendo 4% abaixo do 2T23; **III)** Queda consecutiva no ROIC (19,3% → 17,4% → 13,8%); e no FCL (13,9% → 21,6% → 17,6%); **III)** Aumento na dívida líquida, passando de 2,6x no 2T23 para 3,2x no 3T23 acompanhado de um maior custo em moeda local (9,4% → 9,7% a.a.) e em moeda estrangeira (5,3% → 5,5% a.a.) e; **IV)** Maior representatividade das despesas com vendas, gerais e administrativas (SG&A) sobre a receita líquida, passando de 13,65% no 3T22 para 14,04% no 3T23.

## Desempenho Financeiro & Estimativas

R\$ M	3T23	3T22	vs 3T22	Est 3T23 AR
Receita Líquida	4.400	5.488	-20%	4.386
EBITDA Ajust.	1.352	2.311	-41%	1.285
Margem EBITDA	30,7%	42,1%	- 11,4 p.p.	29,3%
Lucro Líquido	245	2.053	-75%	431
Capex	1.093	1.691	-35%	1.014
Dívida / EBITDA	3,2x	2,7x	+0,5x	3,0x

Preço / Lucro

7,8x

EV/EBITDA

7,0x

Dividend Yield

5,3%

Dívida Líquida / EBITDA

3,2X

**O que achamos do resultado?** – Apesar do cenário desafiador para sua principal commodity, a Klabin não decepcionou. A companhia foi capaz de ostentar bons resultados no terceiro trimestre de 2023 mesmo em meio a uma pressão sobre os preços internacionais. Enquanto na China a redução no nível de estoque nos portos permitiu um aumento na demanda e nos preços ao longo do trimestre, a Europa sofreu por efeitos sazonais.

O desempenho com volumes 13% maiores na comparação trimestral e melhores receitas (+3%) só foi possível em função de uma combinação da flexibilidade (já conhecida) entre produtos de sua cadeia produtiva, como também de uma maior disponibilidade das máquinas, visto que o último trimestre (2T23) foi negativamente impactado por uma manutenção na unidade Puma.

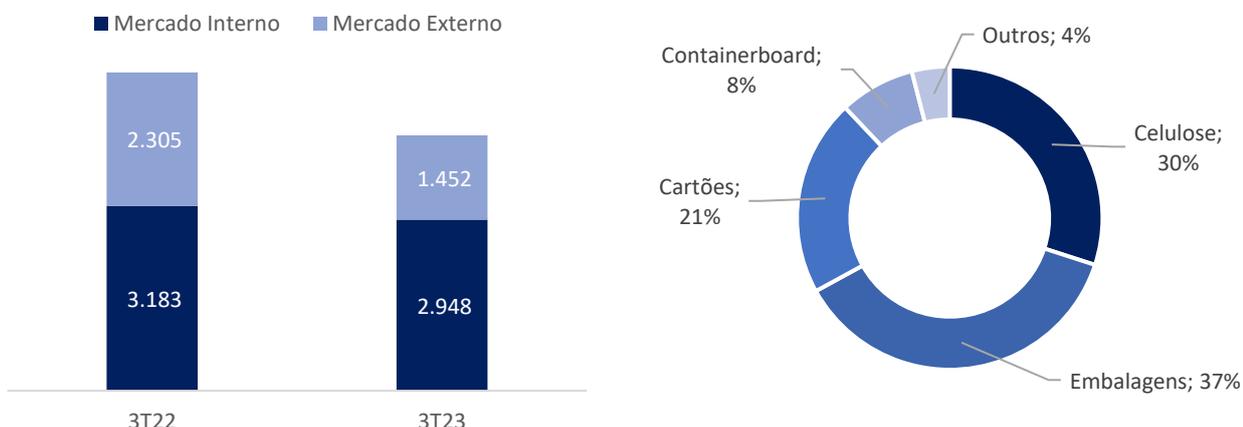
Considerando as circunstâncias desafiadoras, julgamos este um bom resultado. Com preços realizados acima do esperado e custos em queda (custo caixa total -6% na comparação trimestral), a Klabin segue entregando uma ótima remuneração de capital a seus acionistas, com um ROIC (Retorno sobre o Capital Investido) ainda expressivo de 13,8% e um rendimento sobre o fluxo de caixa livre (FCL Yield) de 17,6%.

Além dos destaques negativos já mencionados, alertamos para o aumento na alavancagem da companhia. No dia 3 de outubro de 2023 a Klabin informou um contrato de empréstimo sindicalizado no montante de US\$ 595 milhões, prazo de 5 (cinco) anos com amortização integral no vencimento e custo médio equivalente a SOFR + 2,05%. Como consequência, a relação Dívida Líquida/EBITDA, que havia deixado de ser uma preocupação no 2T23 (2,6x), voltou ao estado de alerta, chegando a 3,2x. Algo que terá nossa atenção nos próximos trimestres, mas que projetamos uma recuperação em virtude da sólida capacidade de geração de caixa da companhia.

Paralelamente ao resultado, a Klabin anunciou a distribuição de Juros sobre Capital Próprio (JCP) na ordem de R\$ 319 milhões, o que reforça a geração de valor da empresa. O valor por corresponde a aproximadamente R\$ 0,2891 por Unit KLBN11 e um dividend Yield anualizado de 5,2%, a ser pago em 14/11 e com data ex a partir de 30/10/23.

O resultado do 3T23 não trouxe grandes surpresas, mas reiterou a resiliência, flexibilidade e capacidade de geração de valor da companhia para seus acionistas mesmo em meio a um cenário ainda desafiador, o que nos deixa confortáveis na expectativa do que pode ser entregue em condições ainda mais favoráveis agora que o Puma II ampliou consideravelmente a capacidade produtiva da Klabin.

Imagem 1 Evolução e distribuição da Receita Líquida e do Volume da Klabin, por segmento e região, no 3T23 (R\$ M, %)



Fonte: Demonstrações Financeiras Klabin; Elaborado por: Alkin Research

**O que esperar para os próximos trimestres?** Com as ações precificando um cenário notavelmente pessimista para a Klabin (com investidores perpetuando o estágio atípico de preços de suas commodities), acreditamos que o pior já tenha ficado para trás, o que pode permitir surpresas positivas para 2023 e 2024.

No entanto, o desempenho geográfico e entre produtos promete continuar bastante heterogêneo. A Klabin continua a sinalizar condições desafiadoras para seus produtos de papelão e cartão revestido, algo que deve dar continuidade à ociosidade atualmente observada mesmo com o advento da capacidade do Puma II.

Se o timing da recuperação dos preços internacionais ainda segue como uma incógnita, a Klabin não deve ter novos problemas relacionados ao volume. Considerando que a parada programada para a unidade de Monte Alegre já foi realizada em julho (início do 3T23) dentro do esperado, não estão previstas novas interrupções para o restante do ano. Paralelamente, a companhia deve contar no segundo semestre com as 460 mil toneladas anuais de capacidade da nova máquina de papel-cartão do Puma 2 (MP28), que entrou em pleno funcionamento ao longo do 2T23.

O 4T23 não deve livrar plenamente a companhia das incertezas e desafios para o setor, mas pode trazer surpresas positivas. Esperamos que o resultado seja alavancado pelos recentes aumentos de preços de Fluff da própria celulose de fibra curta e pelo ramp-up da Máquina 28 do Projeto Puma II. Dessa forma, o EBITDA do último trimestre de 2023 deve apresentar crescimento entre 6% e 9% vs 3T23 (algo entre R\$ 1,433 bi e R\$ 1,474 bi).

Olhando para 2024, os projetos Horizonte (+80kt anuais) e Figueira (+100kt de Papelão Ondulado por ano), com entrega prevista para o segundo trimestre, devem permitir que a companhia continue a ampliar ainda mais a sua capacidade produtiva (e seu resultado) no médio prazo. Entre despesas operacionais e administrativas, a companhia apresentou mudanças que devem gerar uma economia anual de R\$ 150 milhões.

Ainda sobre o segmento de papel cartão, reiteramos nosso otimismo diante da tendência secular de substituição do plástico de uso único por embalagens sustentáveis, além da exposição ao consumo de produtos de primeira necessidade, que devem seguir impulsionando a demanda da Klabin nos próximos trimestres com maior previsibilidade e conseqüentemente, menor volatilidade.

Vale destacar que o emprego de capital expressivo para o projeto Puma II também está próximo do seu fim. Com a entrega da segunda máquina (“MP28”) realizada, a companhia já registrou um CAPEX acumulado de R\$ 12,4 bilhões (96% do projetado), o que deve permitir uma remuneração de capital ainda maior uma vez que concluído. Destacamos ainda a nossa percepção de que o mercado negligencia consideravelmente o potencial do projeto, com as ações KLBN11 ainda não precificando o potencial aumento de capacidade.

Esperamos também que os próximos trimestres continuem a refletir ganhos de produtividade advindos do terminal portuário da Klabin em Paranaguá – PR, que entrou em operação ainda no 4T22. A operação possui capacidade de embarque de até 1 milhão de toneladas por ano de celulose e papéis produzidos nas fábricas do Paraná e Santa Catarina. O ganho de produtividade se dá uma vez que para as fábricas do Paraná, há a possibilidade de transporte com conexão ferroviária direta até o terminal, sem necessidade de transbordos rodoviários.

**Considerando nosso preço justo de R\$ 29,10**, vemos um potencial de valorização de 31,4% sobre o preço atual das ações (R\$ 22,15) e reiteramos, portanto, nossa recomendação de compra para as ações da Klabin após o resultado do terceiro trimestre de 2023 e esperamos uma reação positiva do mercado na sequência.

## Disclaimer

*Este relatório foi elaborado e distribuído pela Alkin Research para uso exclusivo de seus assinantes com o objetivo de informar e auxiliar os investidores em suas decisões de investimento, não constituindo oferta de compra ou venda de nenhum título ou valor mobiliário contido neste relatório.*

*Todo o conteúdo, análise e elaboração deste relatório foi feito sob a ótica da Instrução 20 da CVM, que regulamenta a atividade do analista de valores mobiliários e estabelece as diretrizes necessárias para que este produto seja transparente e imparcial.*

*Conforme o artigo 20, parágrafo único da Resolução CVM 20, o analista responsável, Anderson de Almeida Meneses, detentor da certificação CNPI nº 2362, declara-se responsável pela recomendação proferida neste relatório de análise.*

*De acordo com a exigência regulatória do artigo 21 previsto na Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, o analista de valores mobiliários, responsável principal por este relatório, declara:*

*(i) que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre a companhia analisada e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e (ii) que as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.*

*Nos termos da CVM, o analista responsável por este relatório, ao ser titular de algum dos valores mobiliários citados neste relatório, o faz respeitando às normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários na Resolução CVM 20, Artigo 13.*

*Todas as informações utilizadas nesta publicação foram baseadas em informações públicas e de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis de diligência para verificar a qualidade e veracidade das informações reportadas, a Alkin Research e os seus analistas não se responsabilizam por futuras e eventuais rerepresentações de informações contábeis e financeiras das instituições.*

*A Alkin Research reserva-se ao direito de atualizar seus relatórios e preços-alvos em periodicidade que julgar apropriada, com base nos desenvolvimentos com a empresa em questão, o setor ou o mercado que possam ter um impacto material nas visões ou opiniões de pesquisa aqui expressas.*

*Reforçamos que o referido preço-alvo mencionado neste relatório não constitui promessa ou garantia, por parte do analista responsável e da Alkin Research, de que este será alcançado em qualquer período de tempo. A instituição provedora deste conteúdo busca a proteção de capital e maximização do patrimônio em suas recomendações, mas exime-se da responsabilidade pela tomada de decisão no investimento, a qual deve ser restrita ao investidor.*

*Este relatório é destinado exclusivamente aos assinantes da Alkin Research. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98 e de outras aplicáveis.*