2020

KLABIN

Henrique Canalli — Membro Equity Research
Lucas Xavier — Membro Equity Research

KLABIN S.A.

- **Klabin (KLBN11) tem alta de 30% no ano e pode subir mais**
- **Em meio à alta de preços na Construção civil produtora Klabin inova e usa lodo de efluentes para fazer tijolos e diminuir emissão de carbono**
- **Para cortar royalties anuais, Klabin tenta comprar a própria marca**
- **Klabin convoca acionistas para votar fim de royalty**

HIGHLIHTS

Fundada em 1899 por duas famílias Lituanas, hoje a Klabin é a maior produtora e exportadora de papéis no Brasil, contando atualmente com 569 mil Hectares de floresta plantada, entre pinos e eucaliptos. O que gera uma capacidade produtiva de até 3,7 MM t/a de celulose.
A Klabin é composta por 19 unidades divididas em 9 estados brasileiros, além da unidade localizada na Argentina. O seu negócio se resume em 4 principais áreas de produção, a parte florestal gerando matéria prima e a venda de toras, a celulose (Que detêm grande parte da exportação da empresa), a produção de papéis, com grande destaque a linha de Kraftliner e a de Embalagens.
Com a grande cobrança mundial em relação a parte sustentável, a Klabin tem se destacado, ganhando diversos prêmios mundiais e nacionais como uma das empresas mais sustentáveis do Brasil. Isso se dá principalmente por diversas atitudes de grande destaque, como a presença de mais de 8000 mil Hectares de áreas de preservação da fauna e flora brasileira, reservas particulares de patrimônio natural localizadas em Santa Catarina e Paraná. Além de 89% da matriz energética usada em todos os setores ser produzida por fontes limpas e renováveis, com 77% de energia própria. Já os recursos hídricos são 100% tratados antes de retornarem a sua origem, bem como os resíduos sólidos que tiveram um reaproveitamento e reciclagem de 92 %. Outro grande ponto positivo da empresa é o manejo florestal, a famosa plantação em mosaico e 100% das florestas usadas como matéria prima serem próprias. Por último, e um dos pontos que possivelmente mais enche de orgulho os acionistas da Klabin, a empresa foi a primeira brasileira a emitir um green bond com um prazo de 30 anos de vencimento.
Para a análise financeira foram considerados como pontos chave: (1) Modelo comercial flexível com exposição ao mercado externo (celulose) e interno (papel) que permite explorar momentos favoráveis de câmbio na exportação e proteção em momentos de crise com os produtos de papel no mercado doméstico; (2) O elevado nível de endividamento que se dá pela expansão das operações; e (3) O gerenciamento de custos muito bem executado pela governança, favorecendo a continuidade da melhoria operacional ao longo do tempo. Fora pontos em relação ao duplo mercado que a Klabin detêm, o externo e o doméstico.

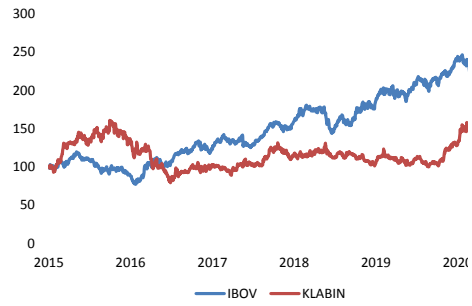
Valuation

Código	KLBN4
Target Price (BRL)	5,50
Upside	15%
Recommendation	BUY

Data

Market Cap (R$ bn)	141,92
Lowest (52 wk)	28,78
Highest (52 wk)	89,70
Free Float	41,16%
Shares outstanding (bn)	1,62

EMPRESA VS IBOV



SETOR DE PAPEL E CELULOSE

SETOR DE PAPEL E CELULOSE - 6 COMPANHIAS - 1º Trim de 2020

RECEITAS (R$MM)			RESULTADOS (R$MM)			ALAVANCAGEM (x)			RETORNO do ACIONISTA (%)		
1T2019	1T2020	%	1T2019	1T2020	%	1T2019	1T2020	%	1T2019	1T2020	pp
9.879	11.368	15,1%	-1.403	-16.460	-	10,0	6,5	-34,8%	-16,6%	-425,8%	-409,2

Fonte: SABE © | Powered by Maestro

INDUSTRY OVERVIEW

Evolução

O setor de papel e celulose é composto principalmente pela produção e exportação da celulose, sendo extremamente concentrado tanto nos players quanto no produto. No âmbito global, a demanda por celulose para produção de papel, fibras e plásticos tem aumentado, sobretudo em países como a China. Assim sendo, o Brasil é um importante participante de mercado, sendo responsável por 40% da produção de celulose mundial.

Ao longo do tempo a indústria vem se desenvolvendo cada vez mais e, conforme o gráfico 1, é possível observar o crescimento acelerado da produção de celulose e um crescimento menos acentuado no que se refere ao papel. Este segundo possui margens menores e alguns gargalos logísticos que explicam sua menor produção. Além disso, o setor é voltado majoritariamente para a exportação no que se refere à celulose e para o mercado doméstico quando falamos de papel.

Competição

A celulose pode ser considerada uma commodity, com pequenas diferenças relacionadas ao tipo de fibra de madeira utilizada para sua fabricação. Dessa forma, a competição na indústria ocorre por preço. Portanto, o produtor mais competitivo é aquele que opera com o menor custo de fabricação, sendo a madeira o principal componente dos custos.

A análise da concorrência do setor de celulose mostra que se segue um modelo de oligopólio competitivo, ou seja, poucos players detém uma grande parcela do mercado e disputam constantemente por preços mais baixos, com algumas empresas menores atuando como seguidoras. Esse modelo de concorrência ocorre por ter importantes barreiras à entrada nesse ramo fabril, as quais são: alto investimento necessário para a construção de uma unidade industrial (em torno de 10 bilhões de reais); ciclo de 7 anos para a maturação da base florestal no Brasil (em países menos produtivos esse prazo pode se estender a até 40 anos); e disponibilidade de larga extensão de terras (cerca de 150 mil à 1 milhão de hectares no mínimo, dependendo das condições climáticas do país).

Quando se fala em concorrência no mercado de papéis, é visto um setor mais fragmentado com a atuação de médias empresas. Os produtores que estão localizados em grandes mercados consumidores possuem uma competitividade maior em relação aos localizados em mercados pequenos, isso ocorre pelo fato de a escala ser um importante fator competitivo nesse âmbito. Já no mercado de fabricação de celulose, o potencial produtivo é maior em países com terras disponíveis para plantios de larga extensão, condições edafoclimáticas favoráveis e boa infraestrutura de transporte e escoamento da celulose para portos onde a commodity será exportada.

Riscos

Devido aos longos ciclos de produção e maturação dos investimentos, o crescimento do volume dos produtos que ocorre periodicamente não acompanha a demanda na mesma proporção, causando um desequilíbrio entre oferta e demanda. Esse fato faz com que haja, de tempos em tempos, uma alternância dos preços no mercado internacional, criando incertezas de seus preços futuros.

Outro risco é o endividamento em moeda estrangeira pelas empresas do setor, que a curto prazo pode impactar bastante seus resultados financeiros.Além disso, o crescimento expressivo da produção chinesa de papel vem tomando vários mercados mundiais.

Brasil

No Brasil, grande parte da produção é oriunda do eucalipto, responsável pela celulose de fibra curta. Juntando as vantagens edafoclimáticas da região com o alto investimento no setor pelas principais empresas ao longo dos anos, temos como resultado um país altamente competitivo e referência mundial na produção de celulose.

O custo de produção da celulose no Brasil é o mais baixo do mundo, sendo a maior parte dele vindo da madeira (51%), produtos químicos (22%) e manutenção (11%). Já o custo e produção do papel, é dado principalmente pelos pagamentos dos funcionários (36%), seguido pelo custo da madeira (19%) e dos produtos químicos (12%).

As duas empresas em destaque no país no setor de papel e celulose que estão listadas atualmente na bolsa de valores brasileira são a Suzano e a Klabin.

DRIVERS

Os principais drivers do setor de papel e celulose no Brasil são: (i) preço da commodity determinado pela relação de oferta e demanda no mercado externo; (ii) variação da taxa de câmbio, devido a alta exposição ao dólar; (iii) Investimento em P&D florestal e industrial para expansão da engenharia genética e aumento da eficiência sistemática, respectivamente.

GRAFICO 1

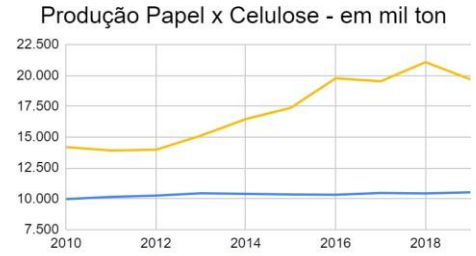


GRAFICO 2

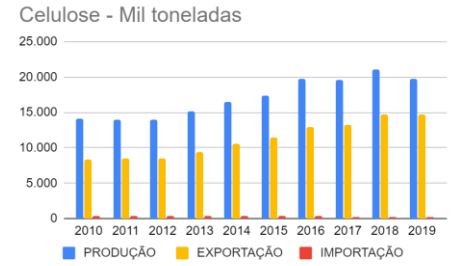


GRAFICO 3

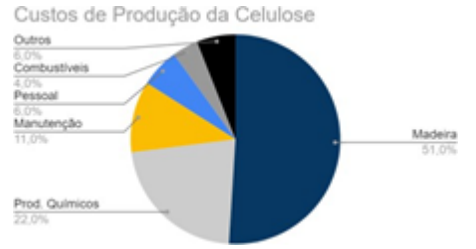
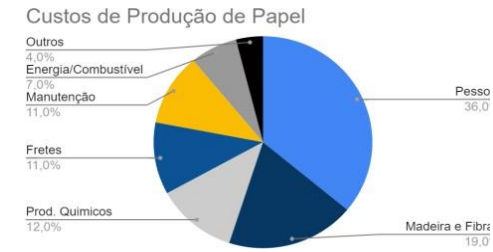


GRAFICO 4



FINANCE ANALYSIS

A Klabin é a maior produtora, exportadora e recicladora de papéis no Brasil, a empresa conta com 19 unidades fabris no Brasil, uma na Argentina e um total de 564 mil hectares, sendo 258 mil em florestas plantadas (157 mil em Pinus – fibra longa e 11 mil em eucaliptos – fibra curta). Com um Market Share de 50% tanto em papel cartão como em sacos industriais. No Brasil, a companhia conta ainda com um modelo flexível de comercialização, permitindo a adaptação em diferentes cenários, o que justifica sua constância em vendas ano a ano.

Ao passo em que a companhia aumenta sua receita, o endividamento também cresce o que pode ser observado pelo aumento da despesa financeira, impactando negativamente o resultado financeiro de forma crescente.

US$ milhões	2016	2017	2018	2019
Receita Líquida	7.091	8.373	10.016	10.272
EBIT	1.349	1.538	2.978	2.519
EBITDA	2.097	2.532	3.996	3.647
Resultado Financeiro	1.866	-700	-3.046	-1.655
Lucro Líquido	2.482	532	137	676

Olhando para o 1T20, mesmo com o aumento das vendas no mercado doméstico e da variação cambial positiva, a receita teve impacto negativo no que se refere a celulose (gráfico 5) de -10% a/a devido a queda dos preços internacionais. Já o mercado de papel e embalagens (gráfico 6) teve aumento de 8% a/a e 12,3% a/a nas vendas e receitas, respectivamente. A concentração no mercado doméstico sobretudo no setor de alimentos e a variação cambial justificam estes resultados, pouco afetados pela desaceleração da economia global causada pela pandemia do COVID-19.

Múltiplos

US$ milhões	2016	2017	2018	2019
EV / EBITDA	18,9x	13,7x	8,9x	10,4x
P / L	12,8x	49,9x	168,1x	33,2x
P / VP	3,9x	3,2x	3,7x	3,7x
LPA	0,47	0,10	0,03	0,13
Dividend Yield	4,5%	1,4%	2,3%	4,0%

Olhando alguns múltiplos da companhia (do exercício de 2019) é possível enxergar uma diminuição do EV/EBIDTA e a estabilidade do P/VP, sugerindo que a capacidade de geração de caixa da companhia aumenta ao passo em que o mercado enxerga estabilidade nos ativos da empresa. Além disso, a empresa pagou dividendos nos últimos quatro anos, sendo o ano de 2019 o maior pagamento relativo a taxa livre de risco.

GRAFICO 5

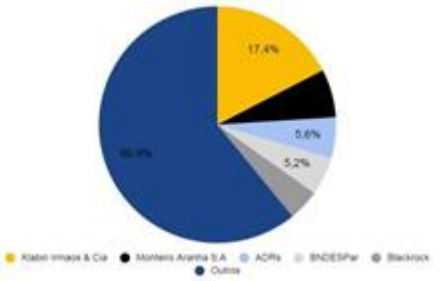


GRAFICO 6

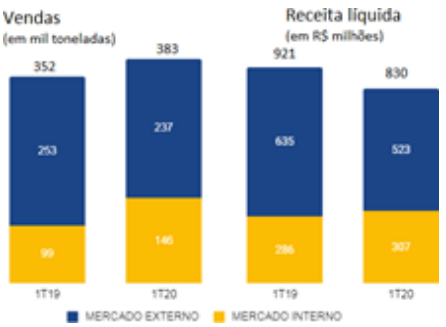
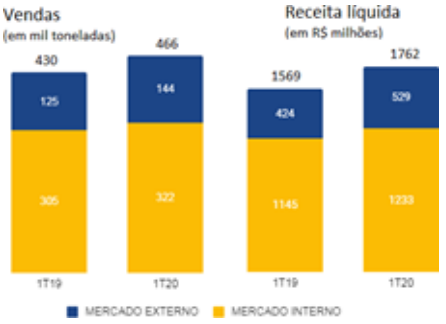


GRAFICO 7



VALUATION

Fluxo de Caixa Descontado – DCF

Como metodologia para a avaliação da companhia, optamos pelo fluxo de caixa descontado, uma vez que a carência de peers de capital aberto faz com que a avaliação por múltiplos seja extremamente limitada. Além disso, diferente dos múltiplos que trazem um entendimento maior da percepção do mercado em relação ao papel, o DCF proporciona uma visão mais voltada à geração de valor da companhia no longo prazo, trazendo o seu valor intrínseco.

Pontos chave

Foram considerados como pontos chave: (1) Modelo comercial flexível com exposição ao mercado externo (celulose) e interno (papel) que permite explorar momentos favoráveis de câmbio na exportação e proteção em momentos de crise com os produtos de papel no mercado doméstico; (2) O elevado nível de endividamento que se dá pela expansão das operações; e (3) O gerenciamento de custos muito bem executado pela governança, favorecendo a continuidade da melhoria operacional ao longo do tempo.

Target Price

Após realizar todas as projeções e trazer a valor presente, chegamos a um target price de BRL 5,50 , com upside de 15%. Acreditamos que a assimetria entre o preço negociado e o TP esteja associada principalmente a crise do COVID-19, que como risco sistêmico, afetou o mercado de forma geral, principalmente no quesito liquidez, onde investidores (sobretudo os institucionais) realizam suas posições em busca de caixa, afetando a relação oferta e demanda nos papéis. Assim sendo, reiteramos nossa recomendação de COMPRA em KLBN3.

GRAFICO 8

WACC Model	
Capital Structure	
Debt to Total Capitalization	91,66%
Equity to Total Capitalization	8,34%
Debt / Equity	**1099,04%**
Cost of Equity	
Risk Free Rate	2,00%
Equity Risk Premium	11,52%
Beta	0,57
Cost of Equity	**8,52%**
Cost of Debt	
Risk Free Rate	2,00%
Cost of Debt	12,16%
Tax Rate	34,00%
After Tax Cost of Debt	**8,03%**
WACC	**8,07%**
Growth Perpetural	**3,00%**

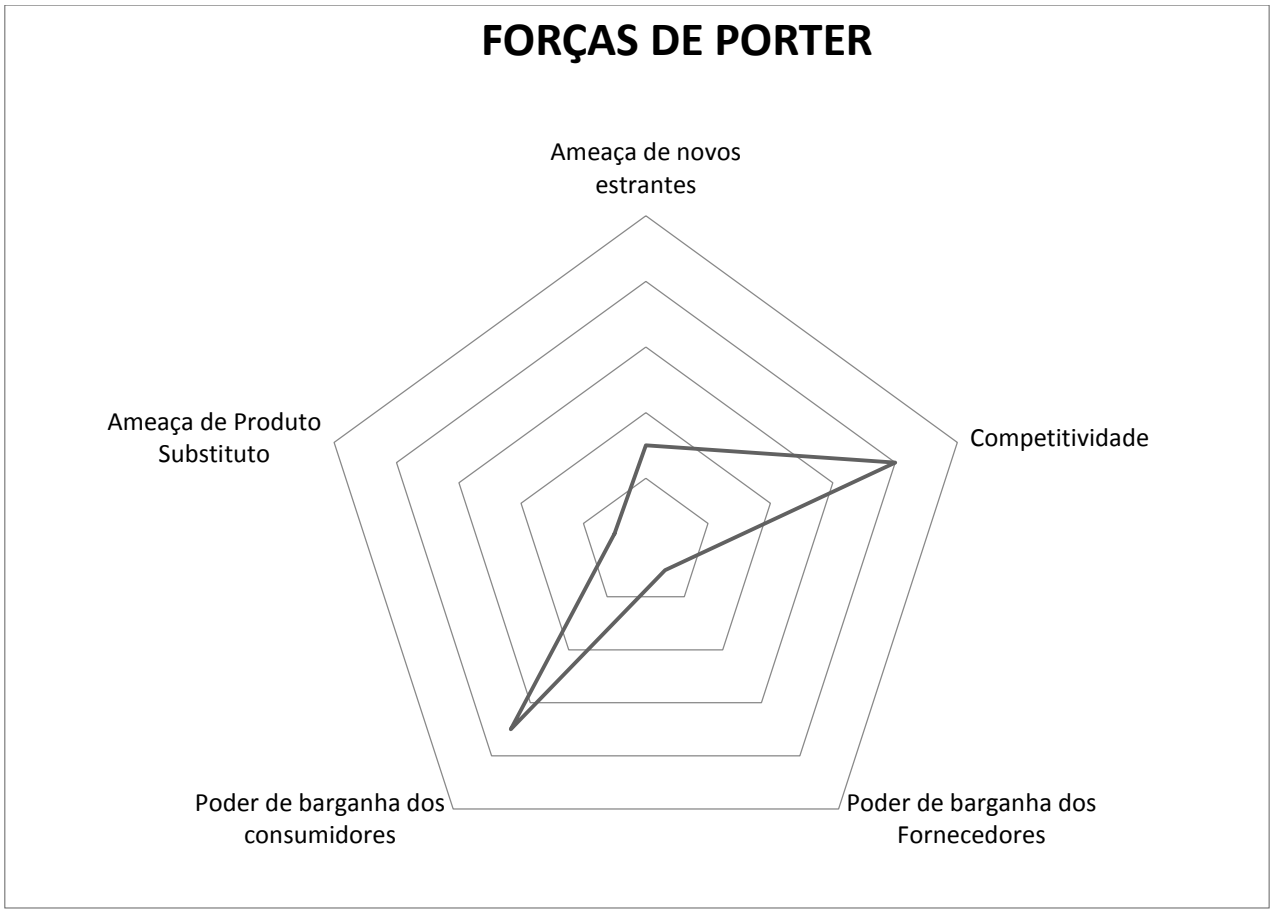
GRAFICO 9

Intrinsic Value	
Enterprise Value	51.300.575.035
Plus: Cash	9.868.378.000
Less: Debt	30.673.227.000
Equity Value	30.495.726.035
Equity Value/Share	5,50

GRAFICO 10

Rate of Return	
Target Price Upside	15%
Internal Rate of Return (IRR)	8%

Market Value vs Intrinsic Value	
Market Value	4,79
Upside	0,71
Intrinsic Value	5,50



Diante da análise de Poter, iremos falar dos principais pontos que mais se destacam.

Ameaça de novos entrantes: BAIXA. É necessário um investimento extremamente elevado para início das atividades além de extenso território, o que torna a entrada de novos players muito baixa.

Poder de barganha dos consumidores: MÉDIA – ALTA. Por se tratar de uma indústria atrelada a uma commodity, o preço é fator determinante na escolha. Além disso, existe outro player grande no mercado que pode substituir a empresa.

Ameaça de produto substituto: BAIXA. Por se tratar de produtos derivados de uma commodity, a substituição é extremamente improvável no curto e médio prazo. Como papel e celulose são matérias primas que fornecem produtos para setores essenciais, sua substituição é um processo complexo e caro.

Competitividade: Apesar de existir apenas 2 grandes players no âmbito nacional, a concorrência é acirrada. Por possuírem tamanho similar e tecnologias muito próximas, a competição é alta, ainda mais por se tratar de um setor com margens bastante comprimidas.

Disclaimer

Avisos – As informações contidas nesse relatório foram obtidas de fontes abertas ao público em geral, mas consideradas pelo(s) membro(s) da Liga do Mercado Financeira como confiável e fidedigna. A Liga do Mercado Financeiro não responde legalmente com nenhum tipo de garantia, uma vez que este relatório tem apenas **Fins Didáticos** e não consiste de forma alguma, como recomendação ou análise de um profissional cadastrado na CVM (Comissão de Valores Mobiliários). As informações **não** são destinadas para serem usadas como base de quaisquer decisões de investimentos por qualquer pessoa ou entidade, uma vez que, por se tratar de um relatório de **Uso Didático,** os responsáveis pelo mesmo, não estão aptos a divulgar informações legais sobre análises de companhias, para fins comerciais. Este relatório não é uma oferta para compra e venda de quaisquer ativos e títulos. A Liga do Mercado Financeiro da Unicamp e nenhum de seus membros associados, não tem nenhum interesse financeiro nos valores imobiliários dessa companhia.