

Duratex (DTEX3): Preço-alvo subindo para R\$ 20; Compra

Recuperação em forma de V à vista; Quem teria imaginado? Preço alvo subindo para R\$ 20; Compra

Em abril, nossa primeira avaliação da crise para a Duratex foi que ela sofreria um dos maiores impactos entre as empresas sob nossa cobertura. Apesar dos fundamentos de construção resilientes, nosso entendimento era de que os impactos econômicos no emprego e na confiança do consumidor seriam severos para a empresa. Quatro meses se passaram e essa visão mudou materialmente. A Duratex foi amplamente beneficiada pelos mercados de construção resilientes (pequenas obras + reformas + novos lançamentos) e agora esperamos um crescimento de 10-20% a/a para os volumes no 2S20. A empresa tem operado perto da capacidade total em algumas de suas linhas de produção (e com estoques baixos), de acordo com a administração. Estamos agora projetando uma expansão do EBITDA (a/a) para 2020, e estamos satisfeitos em ver os ganhos projetados de curto prazo sendo gradualmente elevados (esperando resultados surpreendentemente fortes no 3T). Nosso preço alvo subiu para R\$ 20 (saindo de R\$ 14), o que implica um potencial de valorização de ~23% dos níveis atuais, e reitera nossa Compra no nome.

Linhas de produção funcionando a toda velocidade! Esperamos bons resultados no 2S20...

Segundo nossas fontes, a produção de julho está próxima da capacidade máxima na divisão de painéis de madeira, e um pouco abaixo para Deca e cerâmica. Nossas verificações de canal indicaram que a demanda tem se acelerado nos últimos meses, o que significa que essas elevadas taxas de utilização devem ser sustentadas por todo o 3T. (i) Painéis de madeira: funcionando perto da capacidade total, o que implica uma expansão de volume de 20-25% a/a no 3T. Apesar do pior mix de produtos (deve impactar a receita/unidade), altas taxas de produção devem aumentar a diluição de custos fixos e sustentar margens próximas a 20% nos próximos trimestres; (ii) Deca: Esperamos um crescimento de 10-15% a/a nos embarques para o 3T, também com mix de produtos um pouco pior. Estimamos taxas operacionais próximas a ~80%, o que também acreditamos que pode impulsionar as margens para mais perto de 20%; (iii) Ladrilhos cerâmicos: Há muito tempo que a divisão está operando quase em sua capacidade total, e acreditamos que isso deva ser novamente o caso daqui para frente. Também esperamos que as sinergias comecem a aparecer e que as margens voltem aos níveis de 20%.

BTG Pactual – Equity Research:

Leonardo Correa
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Caio Greiner
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

BTG Pactual Digital – Equity Research & Strategy:

Ricardo Cavalieri
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.
fundamentalista@btgpactual.com

Duratex	
Data	27/08/2020
Ticker	DTEX3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	20,0
Preço (R\$)	16,3
Listagem	Novo Mercado

Trading Data:	
Market Cap (R\$ mn)	11.249,33
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	42,69

Múltiplos:	2020E	2021E
P/L	39,7x	30,1x
EV/EBITDA	17,8x	15,2x

Stock Performance:	
Agosto (%)	1,2%
LTM (%)	31,5%



Fonte: BTGPactual e Economática

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	11,1	4,9	7,7	8,2	10,9
EV/EBITDA	9,0	14,1	13,6	11,1	9,4
P/L	19,0	27,3	35,8	33,9	23,7
Dividend Yield %	0,7	4,7	2,3	0,9	1,1

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	4.949	4.904	5.281	6.013	6.473
EBITDA	849	909	962	1.172	1.364
Lucro Líquido	432	406	310	327	467
LPA (R\$)	0,62	0,59	0,45	0,47	0,68
DPA líquido (R\$)	0,09	0,79	0,37	0,14	0,17
Dívida Líquida/Caixa	-1.700	-1.705	-2.030	-1.865	-1.703

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\$ 16,04, em 25 de agosto de 2020.

Atualizando nossos números: agora vemos expansão do EBITDA em 2020

Projetamos agora um EBITDA de R\$ 960 milhões para 2020, o que representa um aumento de 6% no ano. Nossas novas estimativas são materialmente mais altas (mais de 50%) em relação aos nossos números oficiais anteriores. A variação é explicada, principalmente, por expectativas de embarques bem maiores para todas as divisões, o que também deve resultar em menores custos (diluição de custos fixos) e margens maiores. Não esperamos que a empresa gere FCF positivo no ano devido ao capex de ~R\$ 500 milhões para a LD Celulose (DWP JV) - estimamos que a alavancagem deva chegar a 2,1x no final do ano. Para 2021, projetamos agora um EBITDA de ~R\$ 1,2 bilhão (~20% maior em relação às nossas estimativas anteriores), devido aos maiores volumes (menor crescimento de uma base maior) e margens (menores custos).

Rating de Compra com base na direção de longo prazo dos resultados + foco no ROE

Esta não é uma história barata com base em múltiplos de curto prazo (11x EBITDA 21), mas o potencial de ROE de longo prazo foi substancialmente refeito e acreditamos que este seja um aspecto crítico do caso de investimento. Vemos a Duratex como uma empresa em constante transformação, liderada por uma equipe de gestão com uma agenda voltada para o retorno. A ação subiu nos últimos meses e agora está precificando uma história de crescimento relevante para os lucros futuros. No entanto, continuamos a ver potencial de valorização em relação aos níveis atuais, portanto, reiteramos nossa classificação de Compra.

Tabela 1: Nossas estimativas novas e antigas para Duratex

DURATEX		2020	2021	2022
EBITDA - BRL	Novo	962	1.172	1.364
	Antigo	611	952	1.110
	Novo vs. Antigo	57%	23%	23%

Fonte: BTG Pactual

Principais mudanças em nosso modelo: (1) Lançamento do preço-alvo para o final do ano de 2021; (2) Incorporando os resultados do 2T20; (3) Premissas de volumes mais altos para 2020; (4) Premissas de custos mais baixos para 2020.

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 Padrão:

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