

Duratex (DTEX3): A caminho de ROEs de dois dígitos

Feedback da conversa com o CEO; Crescimento incomparável em nossa cobertura; Compra

Na semana passada, tivemos a oportunidade de realizar um encontro online com a alta administração da Duratex (CEO: Sr. Antonio Joaquim de Oliveira; CFO: Sr. Henrique Haddad; RI) para uma conversa com investidores. O tom das reuniões foi ainda mais construtivo do que havíamos previsto, com a expectativa de que a força do 3T20 se mantenha até o 1T21, pelo menos. Embora a administração reconheça que esse nível de demanda é potencialmente insustentável, ela vê alguns fatores em jogo que poderiam ser de natureza mais estrutural (taxas de juros baixas + incentivo crescente para reformas de casas). A administração discutiu a perspectiva de crescimento encorajadora, particularmente o projeto de celulose dissolvida (controlado e dentro do orçamento), e não descartou potenciais fusões e aquisições e/ou pagamentos de dividendos mais altos. Acreditamos que a empresa está no caminho certo para entregar ROEs na faixa de 15% a longo prazo. Mantemos nossa Compra e continuamos a acreditar que a análise de múltiplos de curto prazo pode ser enganosa.

Alocação de capital: produtividade, melhor mix, M&As e ... dividendos?

Em nossa visão, a Duratex deve encerrar o ano com 1,7x dívida líquida/EBITDA, o que significa que a empresa está em uma posição confortável para assumir novos investimentos. No entanto, eles parecem mais cautelosos para embarcar em uma nova rodada de capex brownfield/greenfield (como teriam feito no passado). Em vez disso, a administração prefere investir em produtividade e melhorar o mix de portfólio (aumentando a capacidade de produtos de valor agregado, por exemplo) - eles afirmam que o potencial de geração de margem com esses investimentos é relevante, a um preço baixo (nenhum capex relevante esperado para os próximos anos). Com relação a M&As, a administração tem analisado o mercado em busca de oportunidades (incluindo uma possível 5ª linha de negócios), mas não há nada a relatar nessa frente ainda. É possível que o hype de materiais de construção tenha elevado o preço de possíveis alvos de M&A, então ainda podemos não ter notícias por um tempo. Por enquanto, retornos de caixa mais elevados podem ser a fonte preferida de alocação de capital, de acordo com a administração.

BTG Pactual – Equity Research:

Leonardo Correa

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Caio Greiner

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Duratex (DTEX3)

Data	14/10/2020
Ticker	DTEX3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	24,0
Preço (R\$)	20,5
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	14.147,93
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	47,16

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	30,2x	29,9x
EV/EBITDA	13,9x	11,6x

Stock Performance:

Outubro (%)	14,3%
LTM (%)	66,4%



Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	11,1	4,9	10,5	10,9	13,3
EV/EBITDA	9,0	14,6	13,9	11,6	10,1
P/L	19,0	142,4	30,2	29,9	23,3
Dividend Yield %	0,7	4,7	1,8	1,0	1,1

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	4.949	4.904	5.675	6.419	6.878
EBITDA	849	909	1.160	1.375	1.553
Lucro Líquido	432	81	469	475	609
LPA (R\$)	0,62	0,12	0,68	0,69	0,88
DPA líquido (R\$)	0,09	0,79	0,37	0,20	0,24
Dívida Líquida/Caixa	-1.700	-1.705	-1.977	-1.719	-1.454

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\$ 20,50, em 13 de Outubro de 2020.

Perspectiva do mercado: o hype de curto prazo vai muito além da ajuda governamental...

A Duratex vem operando todas as suas linhas a plena capacidade e espera-se que continue assim por pelo menos mais alguns trimestres. A administração acredita que o ambiente atual é explicado essencialmente por 3 fatores: (i) taxas de juros historicamente baixas que estimulam os investimentos imobiliários (recursos em busca de investimentos na economia real); (ii) maior propensão para gastar dinheiro em casa (tendência de home office + novos estilos de vida em casa); e (iii) maior share-of-wallet para produtos domésticos, derivado de restrições de lockdown. Considerando a mensagem que ouvimos em sua carteira de pedidos do 4T, acreditamos que é possível ter ainda outro trimestre de EBITDA maior que R\$ 400 milhões (e talvez mais em 2021). A administração não espera mais operar abaixo de 80% de capacidade (mesmo depois que o Coronavoucher acabe) e acredita que os ganhos de market share podem sustentar tais níveis operacionais.

Painéis de madeira: Melhor trimestre da história e provavelmente um EVA-positivo (1ª vez em anos!)

A administração indicou que está operando todas as suas linhas de madeira a toda velocidade, levando a divisão a se tornar EVA-positiva pela primeira vez em muitos anos, segundo nossos cálculos. Eles acreditam que todo o setor está experimentando este nível de demanda e operando com capacidade total - a carteira de pedidos da DTEX está cheia por pelo menos mais 2 meses à frente. Olhando para o futuro, a administração acredita que os ganhos de market share devem sustentar as taxas operacionais próximas aos níveis de 90%. A desvalorização do BRL também tornou as exportações mais atrativas, o que poderia sustentar taxas operacionais elevadas por mais tempo. Este é o cenário ideal para trabalhar na melhoria do mix do portfólio: a empresa espera aumentar a participação de produtos premium no futuro, em vez de adicionar mais capacidade. Esperamos que a divisão de painéis de madeira represente ~40% dos resultados gerais da DTEX nos próximos anos (diluindo de 70-80% no passado recente).

Deca: Margens elevadas nos próximos trimestres para representar as iniciativas de recuperação

Em nossas estimativas, a Deca deve atingir cerca de 20% da margem EBITDA no 3T. Isso é explicado pela maior diluição de custos fixos (operando perto da capacidade total), mas também por maiores produtividade e receita/unidade. Isso é resultado do plano de recuperação industrial e comercial da Deca, que a administração acredita estar em um nível de conclusão de, aproximadamente, 60%. Alguns exemplos dessas iniciativas incluem: redução relevante de SKUs; consolidação industrial (transferência de ativos sem perda de capacidade), redução do quadro de funcionários; implementação de gestão de receita/estratégia de preços e outros. Agora, a meta é continuar aprimorando o mix do portfólio para produtos de maior valor agregado, mesmo que eles não funcionem em plena capacidade em todas as suas linhas (a administração não quer aumentar a participação de mercado atendendo à alta demanda por produtos de baixo custo).

Ladrilhos cerâmicos: sinergias próximas de 100% e margens de volta aos níveis de pré-aquisição

Esta é uma divisão que tem operado historicamente perto de sua capacidade total e desta vez não é diferente. A administração acredita que este foi um dos investimentos mais agregadores de valor e bem-sucedidos que a empresa fez até agora - baixo preço e retornos elevados. As sinergias com a aquisição da Cecrisa foram capturadas em 6 meses, e acreditamos que as margens EBITDA no 3T já devem retornar aos níveis de pré-aquisição (próximo a 25%), e provavelmente serão sustentadas nesses níveis à frente. Comercialmente, apenas as marcas de alto padrão foram mantidas no portfólio (Ceusa e Portinari), enquanto a empresa descontinuou a marca Cecrisa (de baixo custo). A administração espera expandir esta divisão daqui para frente, mas ainda não tem certeza se será orgânica, ou por meio de fusões e aquisições (uma aquisição pode ser o caso, se a um preço atraente).

Projeto de DWP: dentro do prazo e do orçamento!

A administração confirmou durante as reuniões que o projeto de DWP deve ser entregue sem atrasos no 1T22 e dentro do orçamento (abaixo?). Aproximadamente 90% dos contratados/equipamentos já foram assinados, o que aumenta a visibilidade sobre os gastos futuros do projeto. A empresa também anunciou recentemente uma dívida de ~US\$ 1,15 bilhão contratada na JV (*joint venture*), a um custo estimado de 4,0-4,5% ao ano. O financiamento foi feito pelo BID, IFC (principais) e Finnvera, e entendemos que isso completa quase todo o financiamento do projeto. Esperamos que o projeto adicione acima de R\$ 2,0/ação no VPL.

Compra com base na direção de longo prazo dos lucros + foco no ROE; Elevando o preço-alvo para R\$ 24

Estamos atualizando nosso modelo para incorporar o feedback encorajador de nossas reuniões com a administração. Esperamos agora que o EBITDA alcance R\$ 1,16 bilhão em 2020 (+ 20% em relação às nossas estimativas anteriores) e R\$ 1,37 bilhão em 2021 (+17%). No entanto, essa ainda não é uma história barata com base em múltiplos de curto prazo (11,5x EBITDA 2021), 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 um potencial de valorização nos níveis atuais, portanto, reiteramos nossa classificação de Compra.

Tabela 1: Nossas estimativas revisadas e anteriores para a Duratex

DURATEX		2020	2021	2022
	Novo	1.160	1.375	1.553
EBITDA - BRL	Antigo	962	1.172	1.364
	Novo vs. Antigo	21%	17%	14%

Fonte: BTG Pactual

Principais mudanças em nosso modelo: (1) Premissas de volumes maiores para 2020 e 2021; (2) Premissas de custos mais baixos para 2020 e 2021; (3) Elevando nossa curva de câmbio (Final de 2020: BRL 5,25/ USD; Final de 2021: BRL 5,10/ USD).

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 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 fatos 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