

Ágora Insights

# Análise de Setores

Papel & Celulose

Agosto, 2022

Chegou a hora de dar um passo para trás



## Papel & Celulose: Chegou a hora de dar um passo para trás

- Temos sido mais otimistas com o setor de Papel & Celulose por um tempo e, embora estivéssemos certos sobre a direção dos preços da celulose, os ativos das empresas do setor ficaram para trás. A partir daqui, vemos os fundamentos se deteriorando e sem direcionadores para uma recuperação nos preços - portanto, rebaixamos a recomendação para as ações da Suzano de Compra para Venda e para as *units* da Klabin de Compra para Neutra.
- Acreditamos que os preços de celulose e papel atingiram o pico e, provavelmente, começarão a cair no curto prazo. Estamos agora acreditando em uma correção de preço de US\$ 250/tonelada para celulose de fibra curta (para US\$ 610 ao final de 2023) e de US\$ 200 a 230/tonelada para kraftliner ao longo dos próximos 12 a 18 meses.
- Desta vez, acreditamos que a demanda será o principal direcionador para a dinâmica dos preços, pois esperamos que a demanda europeia diminua materialmente, devido à deterioração da atividade econômica, enquanto o crescimento da demanda chinesa deve ser moderado e apoiado, principalmente, pelo reabastecimento, não o suficiente para impedir uma correção dos preços.
- Além disso, os problemas da cadeia de suprimentos começaram a diminuir, o que deve liberar gradualmente pelo menos 1,0 milhão de toneladas de estoques de celulose ao longo de 2023. Ao mesmo tempo, a Arauco estará avançando com o projeto MAPA, enquanto também veremos o início das operações de Paso de los Toros da UPM (no 2S23), além de uma reversão parcial das recentes interrupções no fornecimento. Calculamos um excesso de oferta de celulose de quase 1,1 milhão de toneladas em 2023 e de 2,1 milhões de toneladas em 2024.
- Observamos também que os investidores vêm priorizando nomes com maiores dividendos, que podemos encontrar em outras ações de commodities, como Vale, Gerdau e Petrobras.

**Temporariamente deixando pra lá...** 2022 tem sido um ano difícil para as ações do setor de Papel & Celulose, que surpreendentemente (e materialmente) tiveram um desempenho mais fraco ao das commodities subjacentes (a ações caem no acumulado do ano, enquanto a celulose de fibra curta sobe 50% e o *kraftliner* está, praticamente, estável), levando a um redução definitiva dos múltiplos de *valuation*. Embora vejamos razões estruturais para que os múltiplos eventualmente se movam para níveis mais razoáveis, acreditamos que as ações do setor provavelmente não terão um bom desempenho em um ambiente de queda de preços de papel e celulose. Além disso, os investidores também têm recompensado os altos pagadores de dividendos, que o setor geralmente não tem.

### **Preços de celulose começarão a cair em breve; projetamos um excesso de oferta em 2023 e 2024.**

Estávamos menos preocupados com a dinâmica do mercado de celulose para 2023, mesmo em um ambiente de oferta crescente, pois tínhamos uma visão mais construtiva sobre a demanda europeia e chinesa. No entanto, agora estamos incorporando um ambiente mais desafiador na Europa, enquanto a demanda chinesa continua confusa e pode ser suportada apenas por algum reabastecimento nos próximos 6 a 12 meses. Agora, calculamos um excesso de oferta de 1,1 milhão de toneladas em 2023 e 2,1 de milhão de toneladas em 2024. Dito isso, incorporamos uma queda de US\$ 250 no preço da celulose de fibra curta em nosso modelo até o final de 2023 (atingindo US\$ 610 em 2023 e média de US\$ 690) e uma queda adicional de US\$ 110 em 2024 (chegando a US\$ 500 em 2024 e média de US\$ 540).

Thiago Lofiego 

Renato Chanes 

ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.

**Demanda por celulose na Europa diminui, enquanto a China continua desordenada.** A demanda por celulose na Europa foi impulsionada pelo aumento da produção de papel, principalmente porque as exportações de papel da China/Ásia diminuíram significativamente para a região, devido às taxas de frete mais altas e aos congestionamentos de fornecimento. Estamos agora mais preocupados com as perspectivas macroeconômicas na Europa, dado o aperto monetário em curso e a crise energética, que combinados com o aumento das exportações de papel da China/Ásia e a queda das taxas de frete (que caíram 36% desde o pico em 2022), deve reduzir os preços, traduzindo-se em margens deprimidas para os fabricantes de papel e preços de celulose mais baixos. A demanda mais fraca de celulose na Europa também significa um aumento nos fluxos de celulose para a China, que continua a ficar defasada do lado da demanda, com talvez o único ponto positivo sendo os baixos estoques de celulose entre os fabricantes de papel, que podem reabastecer um pouco nos próximos 6 a 12 meses.

**Adições e reinícios de oferta tornam-se mais visíveis em um ambiente de demanda mais fraca.** Como mencionamos, estávamos menos preocupados com adições de capacidade de celulose, dada a nossa visão mais positiva sobre a demanda, enquanto também vínhamos falando sobre os atrasos em projetos (como foi o caso do MAPA e Paso de los Toros) e interrupções no fornecimento. No entanto, olhando para 2023, na ausência de um ambiente de demanda mais saudável, vemos um cenário de excesso de oferta emergindo: (i) interrupções recentes no fornecimento serão, pelo menos, parcialmente revertidas (modelamos em torno de 1,0 milhão de toneladas, principalmente da greve da UPM na Finlândia e os danos no cais da APP); (ii) redução dos problemas da cadeia de suprimentos poderia liberar, pelo menos, 1 milhão de toneladas de celulose de volta ao mercado; (iii) O projeto MAPA, da Arauco, aumentará ao longo de 2023, adicionando também 1 milhão de toneladas; e (iv) o projeto Paso de los Toros de 2,1 milhões de toneladas, da UPM, deve iniciar no 2S23, adicionando entre 300 e 400 mil toneladas. Em 2024, a oferta ficará ainda mais visível, com a entrada completa dos projetos da Arauco e da UPM e o início do Projeto Cerrado, de 2,55 milhões de toneladas, da Suzano. No geral, prevemos um crescimento da oferta líquida de 2,1 milhões de toneladas em 2023 e de 3,4 milhões em 2024 (entre fibra curta e fibra longa), enquanto o crescimento da demanda deve ser de apenas 1,0 milhão de toneladas em 2023 e, ao redor, de 1,3 milhão de toneladas em 2024, levando a superávits de quase 1,1 milhão e de 2,1 milhão, respectivamente.

**Os investidores têm recompensado nomes de dividendos mais altos no ambiente atual, colocando o setor de Papel & Celulose em desvantagem.** A alocação de capital e a remuneração aos acionistas (dividendos e recompras) têm sido o tema número um na mente dos investidores ao longo do último ano, principalmente aqueles que investem em ações de commodities, dado o ambiente econômico incerto. Dito isto, os investidores têm priorizado os maiores pagadores de dividendos, ao mesmo tempo em que levam mais tempo para considerar e precificar projetos de crescimento. Nessa perspectiva, o setor de Papel & Celulose está, claramente, em desvantagem, com dividendos e recompras representando uma média de 6% do valor de mercado do setor. Isso se compara à Vale pagando quase 15%, Gerdau entre 10 e 15% e Petrobras ao redor de 30%.

**O valor de médio a longo prazo ainda está lá, mas preferimos dar um passo atrás, por enquanto.** Reconhecemos que as empresas de Papel & Celulose devem continuar gerando valor no médio/longo prazo, pois estão bem posicionadas para se beneficiar não apenas de uma competitividade de custos incomparável, mas também de tendências seculares, como substituição de plásticos, diminuição da disponibilidade de madeira e monetização de créditos de carbono. Além disso, gostamos da estratégia das empresas de alavancar balanços e focar em projetos de crescimento (principalmente pela competitividade do custo), gerando valor por meio de TIRs e ROEs ao longo do ciclo (estimamos TIRs alavancadas para o setor na faixa de 15-20% em dólares). No entanto, em meio à deterioração das condições econômicas e declínio dos preços de celulose e papel, não vemos grandes gatilhos para ações do setor e achamos que os investidores permanecerão de lado, pelo menos, nos próximos 6 a 12 meses.

**Revisando as projeções.** Reduzimos nossas estimativas de EBITDA em quase 5% em 2023 e de 10 a 15% em 2024, pois incorporamos preços de celulose mais baixos, compensados apenas parcialmente por algum alívio de custos. Do lado do valuation, aumentamos nossas estimativas de custo de capital em 1,00 a 1,50 pp para refletir o ambiente de maior risco, enquanto também estamos assumindo múltiplos EV/EBITDA alvos mais baixos para 2023 (5,5x para Suzano e 7,0 x para Klabin). Nossos novos preços-alvos ainda oferecem potencial de valorização, mas bem abaixo do que vemos em outras ações de nossa cobertura (Gerdau, Vale e CBA, que são nossas principais recomendações, por exemplo), enquanto os dividendos e as recompras também são mais atraentes para esses nomes.



| Commodities<br>US\$/tonelada | 2022E |        |       | 2023E |        |       | 2024E |        |        | Longo Prazo |        |      |
|------------------------------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|-------------|--------|------|
|                              | Novo  | Antigo | Δ %   | Novo  | Antigo | Δ %   | Novo  | Antigo | Δ %    | Novo        | Antigo | Δ %  |
| Fibra Longa                  | 791   | 775    | 2,1%  | 690   | 730    | -5,5% | 540   | 600    | -10,0% | 540         | 540    | 0,0% |
| Fibra Curta                  | 951   | 935    | 1,7%  | 810   | 850    | -4,7% | 640   | 700    | -8,6%  | 630         | 630    | 0,0% |
| Kraftliner                   | 979   | 990    | -1,1% | 800   | 885    | -9,6% | 670   | 740    | -9,5%  | 660         | 660    | 0,0% |

Fontes: Bradesco BBI

## Klabin (KLBN11): Nossa preferência, mas a recomendação é apenas Neutra

Rebaixamos a recomendação para as *units* da Klabin para Neutra, de Compra, agora com um novo preço-alvo de R\$ 27,00/unit para o final de 2023. A Klabin é agora nosso nome preferido entre os ativos do setor, dada a resiliência dos resultados e a menor exposição direta aos preços da celulose.

A empresa também está aumentando os projetos de crescimento em 2023, o que deverá contribuir para a geração de caixa e para a dinâmica de lucros.

Finalmente, a Klabin também oferece maiores rendimentos em dividendos em relação aos seus pares, cerca de 6 a 7% em 2023 e 2024.

Sob nossa nova estimativa de R\$ 7,6 bilhões de EBITDA para 2023 (ainda 5% acima do consenso), **as *units* negociam a um múltiplo EV/EBITDA de 5,8x para 2023, o que é aproximadamente dois desvios padrão abaixo de seu múltiplo médio histórico, de cerca de 8,6x**, mas mais próximo do justo, considerando os preços de celulose e *kraftliner* que ainda são modelados acima dos níveis normais em 2023.

| Klabin<br>R\$ milhões | 2022E  |        |          | 2023E  |        |          | 2024E  |        |           |
|-----------------------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|--------|--------|-----------|
|                       | Novo   | Antigo | Δ %      | Novo   | Antigo | Δ %      | Novo   | Antigo | Δ %       |
| Receita Líquida       | 20.088 | 19.924 | 0,8%     | 20.390 | 21.270 | -4,1%    | 19.493 | 20.410 | -4,5%     |
| Ebitda Ajustado       | 7.998  | 7.629  | 4,8%     | 7.567  | 7.697  | -1,7%    | 6.381  | 6.957  | -8,3%     |
| <i>Margem Ebitda</i>  | 39,8%  | 38,3%  | 1,5 p.p. | 37,1%  | 36,2%  | 0,9 p.p. | 32,7%  | 34,1%  | -1,4 p.p. |
| Lucro Líquido         | 3.394  | 3.299  | 2,9%     | 2.522  | 2.706  | -6,8%    | 2.309  | 2.922  | -21,0%    |

Fontes: Bradesco BBI

## Suzano (SUZB3): Correção nos preços de celulose pode dificultar reavaliação das ações

Rebaixamos a recomendação para as ações da Suzano para Venda, de Compra, e reduzimos o preço-alvo para R\$ 56,00/ação para o final de 2023, pois esperamos um cenário de queda no preço da celulose em meio a fundamentos de oferta e demanda mais fracos, o que poderia dificultar uma reavaliação da ação no curto prazo.

Sob nossa estimativa atual de R\$ 22 bilhões de EBITDA para 2023 (ainda 8% acima do consenso), que considera preços médios de celulose de US\$ 690/tonelada e a paridade cambial em R\$ 5,05, **as ações são negociadas a 5,2x o múltiplo EV/EBITDA para 2023, o que é aproximadamente um desvio padrão abaixo de seu múltiplo médio histórico, de cerca de 7,0x**.

Enquanto continuamos a ver um bom valor a longo prazo na Suzano, pensamos que é provável que as ações tenham um desempenho fraco nos próximos 6 a 12 meses.

| Suzano<br>R\$ milhões | 2022E  |        |          | 2023E  |        |           | 2024E  |        |           |
|-----------------------|--------|--------|----------|--------|--------|-----------|--------|--------|-----------|
|                       | Novo   | Antigo | Δ %      | Novo   | Antigo | Δ %       | Novo   | Antigo | Δ %       |
| Receita Líquida       | 49.406 | 47.393 | 4,2%     | 43.862 | 45.799 | -4,2%     | 38.706 | 42.579 | -9,1%     |
| Ebitda Ajustado       | 28.459 | 26.818 | 6,1%     | 22.171 | 23.402 | -5,3%     | 15.996 | 19.111 | -16,3%    |
| <i>Margem Ebitda</i>  | 57,6%  | 56,6%  | 1,0 p.p. | 50,5%  | 51,1%  | -0,6 p.p. | 41,3%  | 44,9%  | -3,6 p.p. |
| Lucro Líquido         | 23.665 | 17.002 | 39,2%    | 9.570  | 9.598  | -0,3%     | 2.589  | 5.112  | -49,4%    |

Fontes: Bradesco BBI



## Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

## Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

## Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

### Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

O Banco Bradesco S.A. tem participação acionária indireta, por meio de suas subsidiárias, acima de 5% nas empresas Cielo S.A. e Fleury S.A.

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI está participando como coordenador na oferta pública de distribuição de Petróleo Brasileiro S.A. - Petrosbras.

A Ágora CTVM está participando como distribuidora nas ofertas públicas das seguintes empresas: Atacadão S.A., Hedge Recebíveis Imobiliários FII e MRV Engenharia E Participações S.A.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Alpargatas S.A., Ânima Holding S.A., Banco Inter S.A., Brasal Energia S.A., BRF S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, C&A Modas S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A. Companhia Brasileira de Alumínio, Cooperativa Central de Crédito Rural com Interação Solidária - Central Cresol Sicoper, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista., Desktop - Sigmanet Comunicação Multimídia S.A., Diagnósticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energia S.A., Eneva S.A., Fleury S.A., Fras-le S.A., Guararapes Confeccoes S.A., Hapvida Participações e Investimentos S.A., Hospital Mater Dei S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxiom S.A., Kora Saúde Participações S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., JHSF Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comercio S.A., Localiza Rent A Car S.A., Mobly S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Pet Center Comércio e Participações S.A., Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações., Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Tegra Incorporadora S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Tegra Incorporadora S.A., Unidas S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Via Varejo S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Alpargatas S.A., Ânima Holding S.A., Banco Inter S.A., BRF S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, Cooperativa Central de Crédito Rural com Interação Solidária - Central Cresol Sicoper., CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista., Companhia de Saneamento do Paraná - Sanepar, CSHG Logística - FII, CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A., Desktop - Sigmanet Comunicação Multimídia S.A., Diagnósticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energia S.A., Eneva S.A., Fleury S.A., Fras-le S.A., Guararapes Confeccoes S.A., Hapvida Participações e Investimentos S.A., Hospital Mater Dei S.A., Hypera S.A., HBR Realty Empreendimentos Imobiliários S.A., Iochpe Maxiom S.A., JHSF Participações S.A., Kora Saúde Participações S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comercio S.A., Localiza Rent A Car S.A., LOG Commercial Properties e Participações S.A., Malls Brasil Plural - FII, Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Pet Center Comércio e Participações S.A., Petrosbras Distribuidora S.A., Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações., Petro Rio S.A., Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., São Martinho S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Tegra Incorporadora S.A., Telefônica Brasil S.A., Três Tentos Agroindustrial S.A., Unidas S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vale S.A., Vamos Locação de Caminhões, Vibra Energia S.A., Máquinas e Equipamentos S.A., Via Varejo S.A. e Vinci Logística - FII.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).

## RESEARCH ÁGORA

### José Francisco Cataldo Ferreira

CNPI - Estrategista de Análise -  
Pessoas Físicas

### Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

### Maurício A. Camargo

CNPI-T - Analista Gráfico

### Ernani Teixeira R. Júnior

CNPI-T - Analista Gráfico

### Maria Clara W. F. Negrão

CNPI - Analista de Investimentos

### Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

### Wellington Antonio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

### Henrique Procopio Colla

CNPI-T - Analista Gráfico

### Renato Cesar Chanes

CNPI - Analista de Investimentos

## DIRETOR GERAL

Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

## DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade