

Crédito privado: análise de emissores

Dexco

Agosto de 2024

Por **Viviane Silva, CNPI-P**
Melina Constantino, CNPI-P
Fernando Cunha, CNPI-P



Dexco

Sobre a empresa

A Dexco é formada pela associação entre a Duratex S.A. (antiga denominação da companhia) e a Satipel Industrial S.A., e atua em duas frentes de negócios: (i) Madeira, que engloba as operações florestais, fabricação de painéis e pisos de madeira reconstituída e celulose solúvel; e (ii) Acabamentos para Construção, que engloba as divisões de metais e louças e a de revestimentos. O controle da empresa é detido pela Itaúsa (40,8%) e pelo Bloco Seibel (20,4%), com as demais ações sendo negociadas na B3 sob o *ticker* DXCO3. A empresa opera sob as marcas Deca, Hydra, Duratex, Durafloor, Ceusa, Portinari e Castelatto.

Em 2021, a Dexco anunciou o projeto de Novo Ciclo de Investimentos (2021–2025) com foco em aprimorar o mix de portfólio e melhorar sua produtividade e eficiência. O dispêndio total esperado para o projeto, quando anunciado, era de R\$ 2,5 bilhões, mas foi revisado para R\$ 1,8 bilhão no 2T23 em razão das condições adversas do mercado e do cenário macroeconômico.

Desde a segunda metade de 2022 a companhia tem enfrentado um ambiente de negócios mais desafiador, com forte retração de demanda e impacto nas margens operacionais, especialmente no segmento de metais e louças e revestimentos. A Dexco implementou diversas ações de reestruturação ao longo do ano de 2023, como a revisão do *footprint* fabril de louças e revestimentos, que combinadas à retomada da demanda e melhores ventos do cenário macro, resultaram em números mais positivos no primeiro semestre de 2024, embora a alavancagem permaneça elevada.

Pontos fortes

_Sólida posição competitiva no mercado de painéis de madeira

_Diversificação de portfólio, inclusive no segmento de celulose solúvel através de participação na LD Celulose

_Avanço do ciclo de investimentos e melhorias operacionais que tendem a se traduzir em melhores margens

_Índice de liquidez confortável e prazo alongado de endividamento

Pontos de atenção

_Natureza volátil dos negócios, com concentração no mercado doméstico e vulnerabilidade em relação aos indicadores macroeconômicos.

_Ciclo de investimentos acelerado, comprometendo a geração de caixa livre da companhia

_Projetos podem ter rentabilidade menor do que a prevista

_Compromisso como garantidor de empréstimos da LD Celulose

Fonte: Dexco, BB-BI.



Dexco

Principais indicadores financeiros

R\$ bilhões	2022	2023	Var. % a/a	2T23	2T24	Var. % a/a
Receita líquida	8.487	7.383	-13,0%	1.954	1.995	2,1%
EBITDA	1.732	1.393	-19,5%	350	376	7,7%
Lucro Líquido	765	811	6,1%	157	94	-40,0%
Dívida Líquida	4.038	4.336	7,4%	4.562	5.241	14,9%

Contexto operacional recente e análise financeira (1/2)

A Dexco reportou evolução de receita e EBITDA consolidados no 2T24, na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, com a divisão de madeira mantendo os resultados sólidos e a divisão de acabamentos para construção apresentando trajetória de melhora, com um mercado ainda desafiador em revestimentos, mas com evolução importante em metais e louças – resultado das ações de reestruturação da companhia realizadas ao longo de 2023, refletida na melhora de mix e custos.

A companhia encerrou o 2T24 com **dívida líquida** de R\$ 5,2 bilhões, crescimento anual de 15% e aumento nominal de R\$ 302 milhões em relação ao 1T24, este último justificado pelo maior consumo de caixa em virtude dos projetos do Ciclo de Investimentos 2021-2025. No acumulado do semestre, os investimentos relacionados a estes projetos somaram R\$ 205 milhões, com destaque para o desembolso referente à nova fábrica de Revestimentos Cerâmicos em Botucatu (SP). Mesmo com o avanço sequencial do EBITDA da companhia, a alavancagem financeira apresentou leve aumento, para 3,46x dívida líquida/EBITDA ao final do 2T24, versus 3,32x no 1T24, com o custo médio da dívida em 104% do CDI e prazo médio de vencimento em 4,6 anos.

Em maio de 2024, a companhia desembolsou a primeira parcela de amortização das debêntures simples emitidas em 2019 (valor total de R\$ 1,2 bilhão, com juros remuneratórios de 108% do CDI e periodicidade semestral), no montante de R\$ 600 milhões, com a próxima parcela a ser amortizada em maio de 2026. Esta emissão de debêntures possui cláusula restritiva (*covenant*) de indicador dívida líquida/EBITDA \leq a 4,0x.

Fonte: Dexco, BB-BI.



Dexco

Contexto operacional recente e análise financeira (2/2)

Em relação à **participação de cada segmento** nos resultados da companhia, o setor de Madeira, que tem sido responsável por cerca de 60% dos resultados consolidados nos últimos anos, tem se mantido resiliente, com ganhos de *market share*. Por outro lado, a divisão de Acabamentos para a Construção foi bastante impactada pela piora do cenário macroeconômico desde o período pós-pandemia, com forte retração de demanda, piora no mix de produtos e custos mais elevados comprometendo as margens operacionais, principalmente a partir do 2T22. No entanto, à medida que os frutos das ações de reestruturação da companhia, realizadas ao longo de 2023, vão se concretizando (como visto nos resultados do 1S24), em conjunto com melhores perspectivas de demanda no mercado interno no segmento de acabamentos e a resiliência da divisão de madeira, a expectativa é que os ventos contrários tenham ficado para trás e a companhia possa continuar reportando melhora sequencial de resultados operacionais, com consequente desalavancagem financeira.

Desde 2018 a Dexco faz parte de uma *joint-venture* com o Grupo Lenzing para constituição da **LD Celulose**, na qual mantém 49% de participação – os resultados dessa companhia integram os resultados consolidados da Dexco na linha de equivalência patrimonial. A LD Celulose teve seu primeiro trimestre totalmente operacional no 4T22 e tem capacidade de produção de 500 mil toneladas de celulose solúvel, destinada ao mercado têxtil, atendendo exclusivamente a produção da Lenzing. A LD Celulose gerou EBITDA de R\$ 607,3 milhões e prejuízo líquido de R\$ 104,9 milhões no 1S24. Além de contribuir para a diversificação dos negócios, a LD Celulose pode vir a pagar dividendos (em dólar) à Dexco no longo prazo. No entanto, vale mencionar que a Dexco concedeu garantias em operações financeiras (dívidas e financiamentos) da LD Celulose em montante que correspondia a R\$ 3,2 bilhões ao final do 2T24 – não contabilizado no total da dívida bruta reportada.

Métricas de crédito

Indicadores	2022	2023	2T23	2T24
Dívida líquida/EBITDA	2,3 x	3,1 x	3,1 x	3,5 x
EBITDA/Despesas de juros	1,9 x	1,3 x	1,3 x	1,4 x
EBITDA Ajust. ¹ /Despesas de juros	3,7 x	2,6 x	2,3 x	2,9 x
Índice de liquidez ²	2,0 x	2,4 x	1,2 x	1,9 x
Prazo médio de endividamento (anos)	4,1	4,5	3,6	4,6

¹EBITDA ajustado = EBITDA – capex, ² Índice de liquidez = Caixa/Dívida de curto prazo | Fonte: Dexco, BB-BI



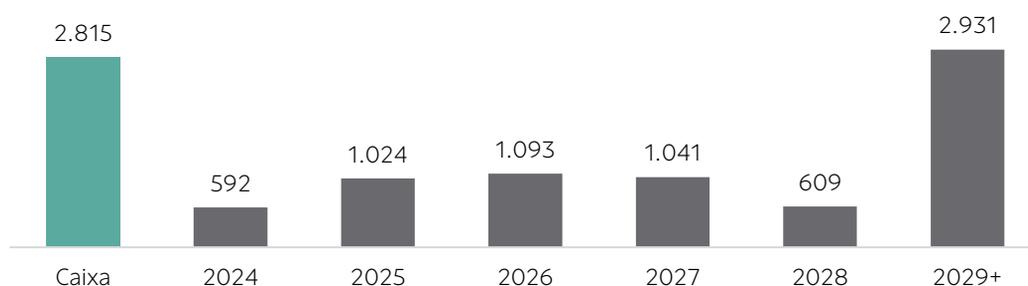
Dexco

Ratings

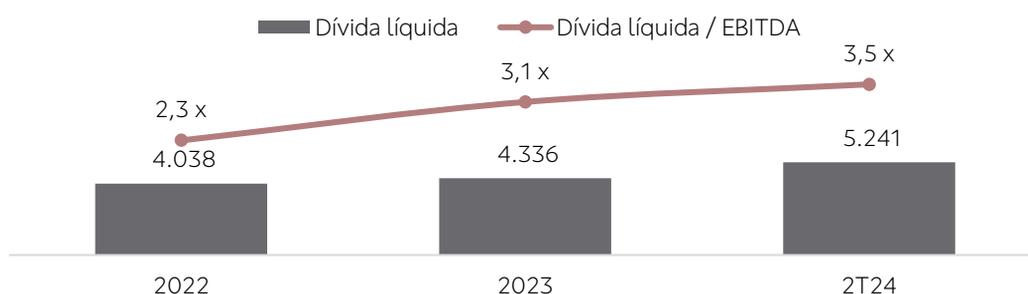
Agência	Escala - Nacional	Perspectiva	Data
Fitch	AAA(bra)	Estável	28/03/2024
Moody's	AAA.br	Estável	14/06/2023

Agência	Escala - Global	Perspectiva	Data
Fitch	BB	Estável	28/03/2024

Cronograma de amortização de dívida (R\$ milhões)¹



Endividamento (R\$ milhões)¹



Para saber mais sobre o setor de Construção Civil, consulte o [relatório sobre o setor imobiliário](#) do BB-BI.

¹ Em 30/06/2024 | Fonte: Dexco, BB-BI.



Disclaimer

Informações Relevantes

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, a princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Os analistas podem interagir com outras áreas do Conglomerado do Banco do Brasil S.A. ("Grupo") com a finalidade de somente colherem informações abrangentes de mercado que contribuam para que a área de análise de valores mobiliários, a quem compete exclusivamente a atribuição de seleção dos valores mobiliários para análise, eleja o rol seu de ativos de cobertura. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de apresentação, cálculo e/ou ajustes, como também podem trazer divergência ou contrariedade às opiniões expressas por outras áreas do Grupo.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. Os investidores não devem considerar este relatório como único critério de decisão de alocação, não devendo ser compreendido como o único parâmetro para o exercício do seu julgamento, uma vez que as estratégias e instrumentos abordados podem não ser adequados e elegíveis para determinadas categorias de investidores. Antecedendo a qualquer deliberação, os investidores devem avaliar minuciosamente a aderência dos valores mobiliários aos seus objetivos de investimento e níveis de tolerância de risco ("Suitability"). A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do artigo 22 da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, o BB-BI declara a todos que utilizam seus relatórios de análise, que identifica as seguintes situações com potencial de afetar a imparcialidade dos relatórios ou de configurar conflito de interesses:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Grupo pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Grupo pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A., companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias cobertas pelo BB-BI.



Disclaimer

Informações Relevantes: analistas de valores mobiliários.

Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

- As recomendações contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.
- Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens			
	1	2	3	4
Viviane Silva	-	-	-	-
Melina Constantino	X	-	-	-
Fernando Cunha Filho	X	-	-	-

1 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

2 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

3 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

RATING: “RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

Disclaimer

Mercado de Capitais | Equipe Research

Diretor Presidente BB-BI

Geraldo Morete Júnior

analises@bb.com.br

Diretor Executivo BB-BI

Kleuvânio Dias

analises@bb.com.br

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Victor Penna

victor.penna@bb.com.br

Wesley Bernabé, CFA

wesley.bernabe@bb.com.br

Renda Variável

Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Georgia Jorge

georgiadaj@bb.com.br

Bancos

Rafael Reis

rafael.reis@bb.com.br

Imobiliário

Felipe Mesquita

felipemesquita@bb.com.br

Óleo e Gás

Daniel Cobucci

cobucci@bb.com.br

Serviços Financ. e Saúde

William Bertan

williambertan@bb.com.br

Sid. e Min, Papel e Celulose

Mary Silva

mary.silva@bb.com.br

Transporte e Logística

Luan Calimério, CFA

luan.calimerio@bb.com.br

Utilities

Rafael Dias

rafaeldias@bb.com.br

Varejo

Andréa Aznar

andrea.aznar@bb.com.br

Fundos Imobiliários

André Oliveira

andre.oliveira@bb.com.br

Renda Fixa

Viviane Silva

viviane.silva@bb.com.br

Melina Constantino

mconstantino@bb.com.br

Fernando Cunha Filho

fernandocunha@bb.com.br