Dexco

BTG Pactual Equity Research
Papel e Celulose

20 de Outubro de 2026

Fazendo um balanço do rali

Melhorias operacionais ganhando tração; revisitando a tese de investimento

Após um rali expressivo de 33% neste mês, impulsionado em grande parte pelo noticiário político, aproveitamos a oportunidade para revisitar nosso modelo de valuation e reavaliar a tese de investimento. Hoje cedo, a Dexco anunciou o fechamento de sua fábrica de louças sanitárias em Pernambuco, mais um passo rumo a uma divisão Deca mais enxuta e rentável. O anúncio reforça nossa visão de que a tese de investimento da Dexco segue evoluindo na direção certa, com melhorias operacionais em todos os seus negócios. Madeira segue resiliente, a recuperação da rentabilidade da Deca ganha tração e Revestimentos continua otimizando suas operações (ainda há muito a ser feito). Enquanto isso, a desalavancagem avança bem, com a relação dívida líquida/EBITDA já reduzida para 2,7x, ante um pico de 3,5x. Também seguimos vendo a Dexco como uma de nossas formas preferidas de nos posicionar para um ciclo de queda de juros no Brasil, dada sua exposição à demanda por construção e reforma, suas despesas financeiras elevadas e seu relevante potencial de recuperação de resultados. Apesar das recentes melhorias operacionais e do forte desempenho das ações desde o primeiro turno das eleições, ainda vemos o valuation como atrativo, com a Dexco negociando a 5,3x EV/EBITDA de 2027 e oferecendo um yield de fluxo de caixa livre de 8%. Reiteramos nossa recomendação de Compra e introduzimos um novo preço-alvo para o final de 2027 de R$10/ação, o que implica um potencial de valorização de 30%.

Valuation	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
RoIC (EBIT) %	9,7	8,9	4,3	7,9	9,9
EV/EBITDA	8,3	6,1	5,8	5,7	5,3
P/L	9,0	30,9	72,0	17,2	10,6
Dividend Yield Líquido %	3,4	0,0	0,0	0,0	2,8
Financeiro (R$ milhões)	**12/2023**	**12/2024**	**12/2025E**	**12/2026E**	**12/2027E**
Receitas	7.383	8.235	8.249	8.830	8.903
EBITDA	1.388	1.650	1.650	2.113	2.179
Lucro Líquido	815	175	63	393	635
LPA (R$)	0,90	0,19	0,07	0,43	0,70
DPA líquido (R$)	0,27	0,00	0,00	0,00	0,21
Dívida Líquida (Caixa)	(4.179)	(4.726)	(5.519)	(5.015)	(4.481)

Fonte: relatórios da empresa, estimativas da Bovespa, BTG Pactual S.A. / Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 19 de outubro de 2026.

Rating
COMPRA

Sumário

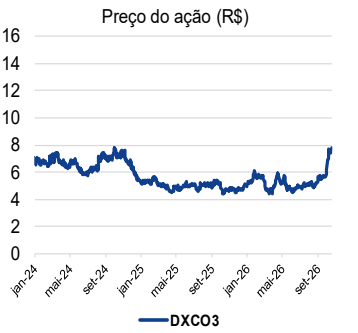
Ticker	DXCO3
Preço Alvo (R$)	10,0
Preço (R$)	7,8
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R$ mn)	7.054
Vol. Méd. 12M (R$ mn)	13,97
Atualização Preço-alvo	19/10/2026

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	13,8x	13,0x
EV/EBITDA	6,7x	6,6x

Performance:

Outubro (%)	33,7%
LTM (%)	68,3%



Analistas

Leonardo Correa
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcelo Arazi
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Rodrigo Gotardo
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Deca: presença industrial menor, rentabilidade maior

A reestruturação da Deca segue ganhando tração, e o anúncio de hoje representa mais um passo rumo a uma rentabilidade estruturalmente mais alta. A Dexco anunciou o fechamento de sua fábrica de louças sanitárias em Pernambuco, que respondia por aproximadamente 2,9 milhões de peças de capacidade anual e operava com apenas ~60% de utilização, além de gerar EBITDA negativo. A produção será cada vez mais concentrada na fábrica mais moderna de Jundiaí, que atualmente opera com ~65% de utilização (com expectativa de melhora), com parte dos equipamentos transferida de Pernambuco. Importante destacar que a decisão reflete um movimento deliberado de afastamento de produtos de menor valor agregado e altamente competitivos em direção a segmentos mais rentáveis. Embora volumes e receitas devam recuar, custos fixos menores, maior utilização e um mix de produtos melhor devem sustentar margens e EBITDA mais altos. Após a margem EBITDA de 11,8% atingida no 2T26, esperamos que a Deca sustente margens de dois dígitos em 2027, com espaço para melhora adicional, refletindo um negócio estruturalmente mais resiliente do que o observado nos últimos anos. Embora os custos de reestruturação e as baixas contábeis (impairments) ainda estejam sendo avaliados, vemos a decisão como mais um passo positivo rumo a uma divisão mais enxuta, rentável e confiável.

Madeira segue como o pilar da tese de investimento

Madeira continua sendo a principal contribuidora para os resultados da Dexco, entregando resultados consistentemente resilientes apesar de um cenário macroeconômico desafiador. Vemos o atual ritmo anualizado de EBITDA de R$1,8 bilhão como o "novo patamar" da divisão. A demanda doméstica por painéis segue saudável, sustentada por um ambiente competitivo racional e por uma precificação disciplinada no setor. A gestão ainda não identificou sinais relevantes de deterioração da demanda, inclusive no Minha Casa Minha Vida, o que reforça nossa confiança nas tendências operacionais recentes. Olhando à frente, esperamos que o crescimento dos resultados seja cada vez mais impulsionado por ganhos de preço e novas oportunidades florestais, com o forte posicionamento de mercado e a eficiência operacional da divisão sustentando uma rentabilidade saudável. Em nossa visão, Madeira segue como o negócio mais valioso e previsível da companhia, fornecendo uma base importante para a reestruturação em curso no restante do portfólio.

Revestimentos: ainda desafiador, mas na direção certa

Revestimentos segue como o negócio mais desafiador da Dexco, refletindo um ambiente competitivo difícil e visibilidade limitada sobre uma recuperação relevante da demanda. Ainda assim, a gestão continua focada no que pode controlar, em especial ajustes de capacidade, produtividade industrial, reduções de custos fixos e otimização operacional. Essas iniciativas vêm gradualmente gerando resultados, com a divisão voltando a registrar EBITDA positivo no 2T26, embora a rentabilidade siga bem abaixo de níveis normalizados. Esperamos melhorias incrementais adicionais ao longo de 2027, mas seguimos relativamente conservadores quanto ao ritmo de recuperação, dado o cenário de mercado desafiador.

LD Celulose: operacionalmente sólida, dividendos se aproximando

A LD Celulose segue com bom desempenho operacional, apesar de alguma pressão recente nos mercados de celulose. Os fundamentos da celulose solúvel permanecem relativamente favoráveis, sobretudo em

comparação com os tipos tradicionais de celulose, enquanto o ativo continua se beneficiando de sua estrutura de custos competitiva e de um sólido desempenho industrial. Com o ciclo inicial de investimentos para trás, a atenção se volta cada vez mais para a geração de caixa, a redução do endividamento no nível da JV e as futuras distribuições aos acionistas. Seguimos esperando dividendos para a Dexco principalmente a partir de 2028, representando uma fonte adicional de fluxo de caixa e de geração de valor de longo prazo para a holding.

A desalavancagem segue como um catalisador-chave

A desalavancagem continua avançando em ritmo saudável, com a relação dívida líquida/EBITDA já reduzida para 2,7x no 2T26. Esperamos que a alavancagem caia para ~2,5x até o final de 2026 e para 2,0-2,1x até o final de 2027, sustentada pela melhora dos resultados operacionais, por uma geração de caixa mais forte e por novas monetizações de ativos. Os R$170 milhões provenientes de Urussanga devem trazer uma contribuição adicional no 3T26, enquanto novas transações florestais, potenciais vendas de imóveis (incluindo a fábrica de Pernambuco) e melhorias no capital de giro representam potencial adicional de alta. Importante destacar que a Dexco segue particularmente bem-posicionada para se beneficiar de juros domésticos mais baixos, dada sua exposição de 100% da dívida atrelada ao CDI, o que deve se traduzir em uma economia relevante de despesas financeiras, além de sustentar uma recuperação da demanda subjacente. Vemos essa combinação como um importante catalisador de geração de valor para o acionista, sobretudo diante do atual cenário político e macroeconômico do Brasil.

Fundamentos em melhora a um valuation atrativo; novo preço-alvo de R$10

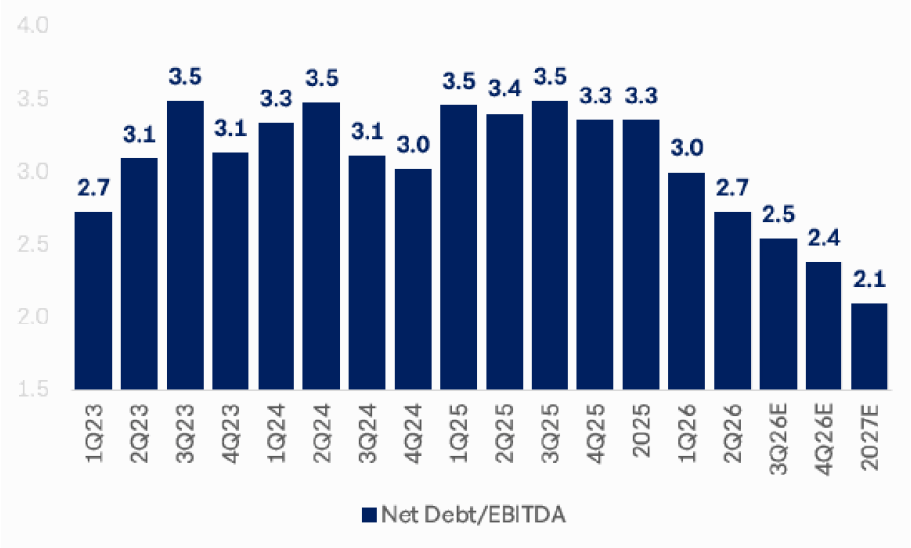
Estamos atualizando nosso modelo para incorporar os resultados recentes, uma trajetória de rentabilidade mais construtiva para a Deca e premissas revisadas em todo o portfólio, ao mesmo tempo em que rolamos nosso preço-alvo para o final de 2027. Em suma, acreditamos que a tese de investimento da Dexco está se tornando cada vez mais atraente (sim, esta também é uma tese política). Madeira segue como uma base sólida de resultados, a Deca está dando passos decisivos rumo a margens sustentáveis de dois dígitos, Revestimentos continua melhorando internamente e a LD Celulose deve se tornar uma fonte cada vez mais relevante de fluxo de caixa a partir de 2028. Enquanto isso, a desalavancagem avança mais rapidamente, à medida que as melhorias operacionais e as monetizações de ativos ganham tração. A 5,3x EV/EBITDA de 2027E e com um yield de fluxo de caixa livre de 8%, acreditamos que o valuation segue atrativo em relação ao potencial de resultados normalizados. Combinada à sua sensibilidade a juros mais baixos, a Dexco segue como um de nossos nomes preferidos para capturar a melhora do ambiente macroeconômico doméstico. Reiteramos nossa recomendação de Compra e introduzimos um novo preço-alvo para o final de 2027 de R$10/ação.

Tabela 1: Novo vs. Antigo

Dexco	New		Old		Difference	
R$mn	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Revenue	8,830	8,903	8,602	8,672	▲ 3%	▲ 3%
Adj. EBITDA	2,113	2,179	1,846	1,932	▲ 14%	▲ 13%
Adj. EBITDA margin	23.9%	24.5%	21.5%	22.3%	▲115 bps	▲ 99 bps
Net Income	393	635	320	521	▲ 23%	▲ 22%
Net Debt / EBITDA	2.4x	2.1x	3.1x	3.0x	▼ -0.7x	▼ -0.9x

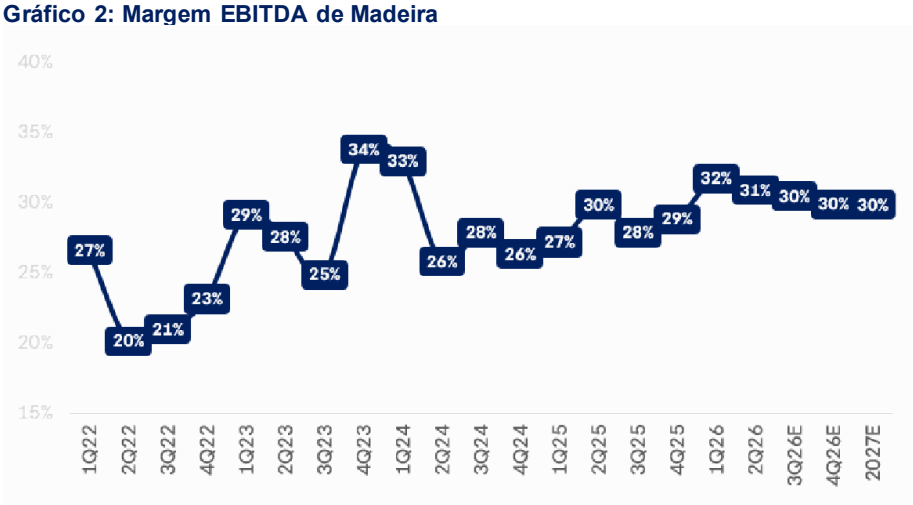
Fonte: Dexco, BTG Pactual.

Gráfico 1: Dívida líquida/EBITDA



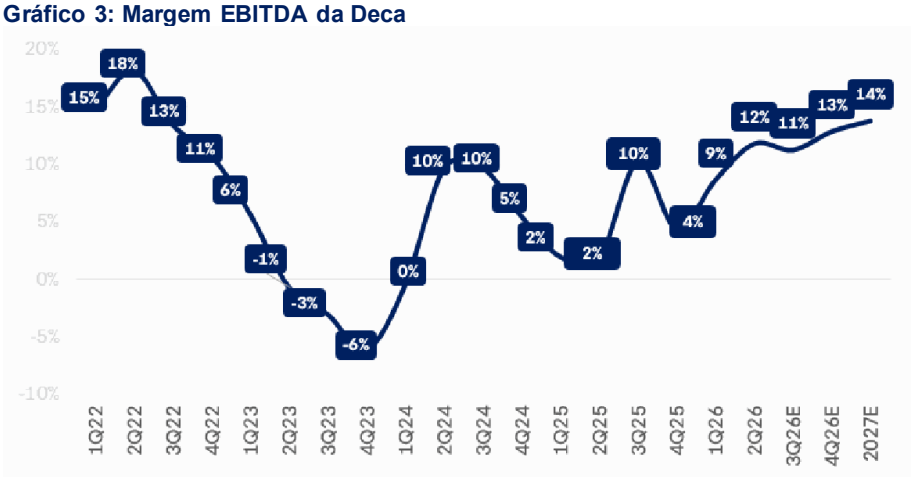
Fonte: Dexco, BTG Pactual.

Gráfico 2: Margem EBITDA de Madeira



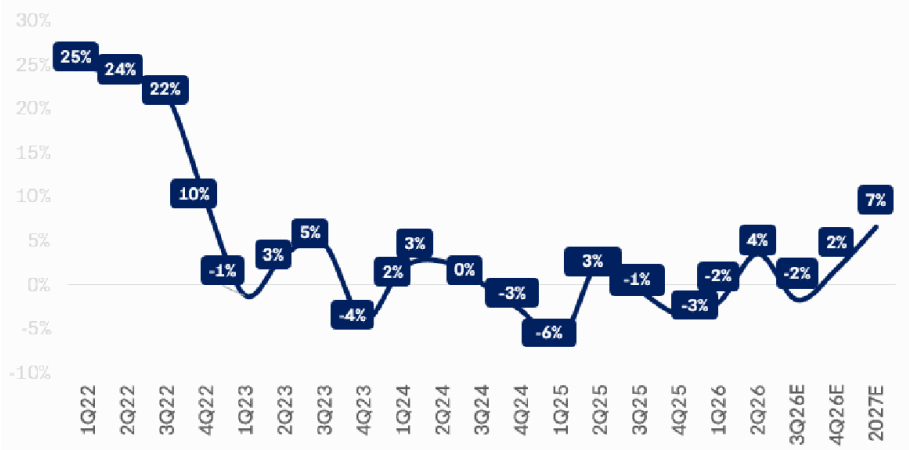
Fonte: Dexco, BTG Pactual.

Gráfico 3: Margem EBITDA da Deca



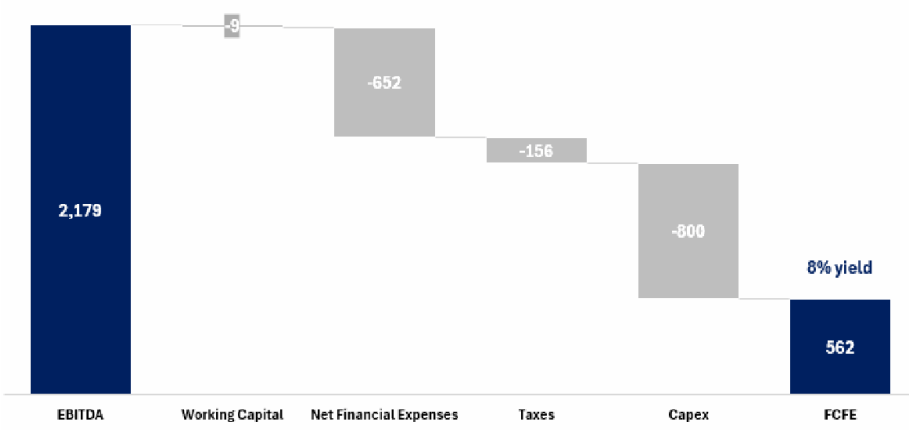
Fonte: Dexco, BTG Pactual.

Gráfico 4: Margem EBITDA de Revestimentos



Fonte: Dexco, BTG Pactual.

Gráfico 5: Composição do fluxo de caixa ao acionista de 2027E



Fonte: Dexco, BTG Pactual.

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco 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 contidas aqui ou vinculados ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes; (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual. Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

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