Dexco

BTG Pactual Equity Research
Papel e Celulose

05 de Novembro de 2026

A desalavancagem ganha tração

Madeira impulsiona o resultado acima do esperado; fluxo de caixa livre impressionante e nova desalavancagem

A Dexco reportou mais um conjunto positivo de resultados no 3T26, com EBITDA ajustado de R$585 milhões, 4% acima das nossas estimativas (+7% t/t; +32% a/a), impulsionado em grande parte pelo desempenho acima do esperado da divisão Madeira, que segue como o destaque da tese de investimento. Os resultados também foram impactados por uma despesa não recorrente de provisão de crédito de R$20,5 milhões, sem a qual o EBITDA teria superado R$600 milhões. A Deca continuou mostrando melhoras graduais, sustentando margens de dois dígitos, enquanto Revestimentos segue como a divisão mais desafiadora, com o EBITDA negativo. O principal destaque, no entanto, foi a geração de fluxo de caixa livre, que atingiu R$539 milhões, sustentada por capital de giro positivo e ganhos financeiros, o que implica um impressionante yield anualizado de fluxo de caixa livre de 50% (ou 30% excluindo o capital de giro), evidenciando o quão depreciadas as ações se tornaram. Enquanto isso, a alavancagem caiu ainda mais, para 2,4x Dívida líquida/EBITDA (ante 2,7x), também beneficiada pela venda do ativo de Urussanga. No geral, acreditamos que o trimestre reforça a tese de reestruturação operacional e desalavancagem que vínhamos destacando. Dito isso, após o resultado das eleições, o cenário macro se tornou consideravelmente menos favorável, ofuscando em parte a melhora dos fundamentos específicos da companhia.

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	4,2	3,9
P/L	9,0	30,9	72,0	11,2	6,9
Dividend Yield Líquido %	3,4	0,0	0,0	0,0	4,3
Financeiro (R$ milhões)	**12/2023**	**12/2024**	**12/2025E**	**12/2026E**	**12/2027E**
Receita	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)	(5.053)	(4.445)	(3.983)

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 04 de novembro de 2026.

Rating
COMPRA

Sumário

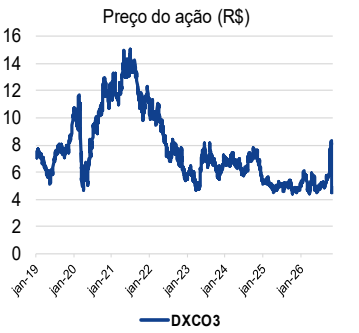
Ticker	DXCO3
Preço Alvo (R$)	10,0
Preço (R$)	7,4
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R$ mn)	4.412
Vol. Méd. 12M (R$ mn)	15,40
Atualização Preço-alvo	19/10/26

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	11,2x	6,9x
EV/EBITDA	4,2x	3,9x

Performance:

Novembro (%)	6,3%
LTM (%)	2,9%



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.

Divisão de Madeira entrega mais um resultado acima do esperado; Deca relativamente estável

A divisão Madeira foi, mais uma vez, a principal surpresa positiva, com EBITDA de R$535 milhões, 6% acima das nossas estimativas (+10% t/t; +36% a/a), sustentado por preços realizados mais fortes, que vieram 4% acima das nossas estimativas (+7% t/t), mais do que compensando volumes 4% abaixo do esperado. A Deca entregou EBITDA de R$57 milhões, 6% abaixo das nossas estimativas, mas praticamente estável t/t, com as margens permanecendo em dois dígitos, apesar de volumes 8% abaixo das nossas projeções, o que sugere que os esforços de otimização do portfólio da companhia estão gerando resultados. Enquanto isso, Revestimentos seguiu pressionada, com EBITDA negativo de R$7 milhões (vs. -R$3 milhões nas nossas estimativas), apesar de volumes 24% acima do esperado. Por fim, a LD Celulose entregou EBITDA de R$198 milhões, 25% acima das nossas estimativas (+20% t/t; +63% a/a), proporcionando outra contribuição positiva para o trimestre.

Fluxo de caixa livre impressionante; alavancagem cai para 2,4x

O fluxo de caixa ao acionista foi o principal destaque, atingindo R$539 milhões, o equivalente a um impressionante yield anualizado de fluxo de caixa livre de 50%, sustentado por um EBITDA maior, uma liberação de capital de giro de R$215 milhões e R$78 milhões de resultado financeiro positivo, parcialmente compensados por capex de R$320 milhões. Mesmo ajustando pela contribuição positiva do capital de giro, a geração de caixa permaneceria relevante, em R$324 milhões (yield anualizado de 30%). A dívida líquida caiu para R$4,8 bilhões (ante R$5,1 bilhões), levando a alavancagem para 2,4x Dívida líquida/EBITDA (ante 2,7x), também sustentada pelos recursos da venda do ativo de Urussanga. Isso representa mais um passo rumo a um balanço mais saudável, com a alavancagem já abaixo das nossas expectativas anteriores para o fim de 2026.

Micro melhor, macro mais difícil

Em suma, a Dexco segue entregando sua reestruturação operacional, com a divisão Madeira sustentando uma rentabilidade saudável, a Deca melhorando gradualmente sua estrutura de custos e a desalavancagem avançando mais rápido do que o esperado. No entanto, o cenário político mudou materialmente após o resultado das eleições, reduzindo a visibilidade sobre o ciclo de afrouxamento dos juros e sobre uma recuperação mais ampla da demanda doméstica, dois pilares importantes da nossa tese de investimento anterior. Embora os resultados recentes reforcem nossa confiança na capacidade de execução da gestão, acreditamos que o mercado pode ficar menos disposto a precificar um cenário macro mais favorável. Ainda assim, com fundamentos específicos da companhia em melhora e negociando a ~4,3x EV/EBITDA 2027E, mantemos nossa recomendação de Compra.

Tabela 1: Dexco - resultados reportados vs. estimativas do BTG Pactual

INCOME STATEMENT (R$ mn)	Reported 3Q26	BTG Pactual Estimates 3Q26E	Reported vs. Estimate (%)	2Q26 Reported	3Q25 Reported	q/q	y/y
Net sales	**2,336**	**2,353**	**-1%**	**2,232**	**2,128**	**5%**	**10%**
(-) COGS	(1,771)	(1,734)	2%	(1,693)	(1,648)	5%	7%
Gross profit	**565**	**619**	**-9%**	**539**	**480**	**5%**	**18%**
(-) SG&A and others	(571)	(395)	44%	(391)	(355)	46%	61%
Operational profit	**(5)**	**224**	**-102%**	**148**	**125**	**-104%**	**-104%**
Net financial revenues (expenses)	(220)	(183)	20%	(198)	(213)	11%	
Non-operational revenues (expenses)	0	0	0%	0	0		
Non-recurring items	(187)	0	0%	(29)	22		
Net income before income tax	**(225)**	**42**	**n.m.**	**(50)**	**(88)**	**351%**	**155%**
(-) Income tax and social contribution	81	(12)	n.m.	18	32		
(-) Minority interest + profit sharing	2	66	**n.m.**	27	1		
Net income	**(142)**	**97**	**-247%**	**14**	**14**	**-1144%**	**-1102%**
EPS	(0.16)	0.11		0.02	0.02		
EBITDA	**585**	**561**	**4%**	**547**	**445**	**7%**	**32%**

Operating Metrics	Reported 3Q26	BTG Pactual Estimates 3Q26E	Reported vs. Estimate (%)	2Q26 Reported	3Q25 Reported	q/q	y/y
Sales Volume (Wood division) '000 m3	775	809	-4%	792	793	-2%	-2%
Sales Volume (Deca division) k units	3,725	4,046	-8%	3,625	4,259	3%	-13%
Sales Volume (Ceramics division) '000 m3	4,524	3,643	24%	4,221	4,257	7%	6%
Avg. Wood Price (R$/m3)	2,120	2,043	4%	1,983	1,783	7%	19%
Avg. DECA Price (R$/unit)	133	133	0%	130	119	2%	12%
Avg. Ceramics Price (R$/m3)	43	45	-4%	45	49	-4%	-11%

EBITDA Metrics	Reported 3Q26	BTG Pactual Estimates 3Q26E	Reported vs. Estimate (%)	2Q26 Reported	3Q25 Reported	q/q	y/y
Wood division	535	503	6%	485	394	10%	36%
DECA division	57	60	-6%	56	52	3%	10%
Ceramics division	(7)	-3	n.a.	7	-1	-202%	425%
DW Pulp (LD)	198	158	25%	165	122	20%	63%

Cash Flow and Balance Sheet (R$ mn)	Reported 3Q26	BTG Pactual Estimates 3Q26E	Reported vs. Estimate (%)	2Q26 Reported	3Q25 Reported	q/q	y/y
EBITDA	**585**	**561**	4%	**547**	**445**	7%	32%
Capex	(320)	(225)	42%	(285)	(250)	12%	28%
Financial Results	78	(183)	-143%	(198)	(213)		
Income Taxes and Others	(20)	(12)		18	32		
Change in Work Cap	215						
FCFE	**539**	50%					
Net Debt	4,783	5,085	-6%	5,135	5,585	-7%	-14%
Net Debt / EBITDA	2.4x	2.8x		3.0x	3.4x		

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