

# Análise

Suzano  
**SUZB3**



## PONTOS POSITIVOS

- Setor de atuação perene;
- Referência do mercado em termos de eficiência operacional;
- Brasil possui muito mais tecnologia e produtividade nesse mercado;
- Ativo descorrelacionado com o IBOV;
- Exposição ao dólar.



## PONTOS NEGATIVOS

- *Driver* de crescimento limitante;
- Mercado altamente cíclico;
- Endividamento alto;
- Necessidade de altos investimentos.



## COMO TUDO COMEÇOU

1924

A Suzano, ainda antes de virar indústria, surgiu a partir da revenda de papéis nacionais e importados utilizados na fabricação de cartões. Sua operação foi liderada por Leon Feffer, cuja família ainda está à frente da companhia.

1950+

A empresa acredita ter sido a primeira produtora em nível mundial a utilizar a celulose de eucalipto em escala industrial, além de ser a primeira a produzir papel para imprimir e escrever utilizando 100% de celulose de eucalipto, o que trouxe um grande salto à indústria.

2012+

Já na última década, a empresa realizou *follow on* com objetivo de blindar a situação financeira da Suzano, bem como reforçar a estrutura de capital na fase de investimento para construção de nova planta industrial, localizada no Maranhão.

Tempos depois, em 2016, foram anunciados investimentos em modernização de duas plantas industriais. Tais projetos contribuíram para redução de custos estruturais, consumo de insumos e custo da madeira.

2017+

A Suzano comunicou a compra da FACEPA, se tornando uma das maiores fabricantes de papéis sanitários do Brasil. Em sequência, a Fibria fundiu-se à Suzano, se consolidando como uma das principais empresas do mundo na produção de celulose.

2021

Aprovação do Projeto Cerrado, que será a maior planta industrial verticalmente atendida para produção de celulose de eucalipto do mundo.



## ÁREA DE ATUAÇÃO

### Setor de Atuação

Materiais Básicos



### Subsetor

Madeira e Papel



### Segmento

Papel e Celulose

A Suzano é uma das maiores empresas atuando verticalmente integrada na fabricação de papel e celulose da América Latina e a maior produtora de celulose de eucalipto do mundo.

A empresa atua em duas principais unidades operacionais:

- **Celulose:** abrange as atividades de produção e comercialização de celulose, principalmente fibra curta de eucalipto e *fluff* para abastecer, em grande parte, o mercado externo. Apenas o excedente de produção é destinado ao mercado interno. A Suzano tem suas próprias florestas.
- **Papel:** envolve a produção e comercialização de papel para imprimir e escrever, que podem ser revestidos (ex: revistas) ou não revestidos (ex: envelope), papel cartão (ex: caixas e embalagens) e *tissue* (ex: guardanapos e papel higiênico). Toda a demanda por celulose dessa operação é atendida pela unidade de Celulose.

Em relação a composição da sua receita líquida, chegamos à Figura 1, em que podemos notar a grande força da empresa quanto à produção e comercialização de fibras de celulose. Vale comentar que essa composição de faturamento pode variar de acordo com as condições de mercado, volume de vendas e preço das *commodities*.

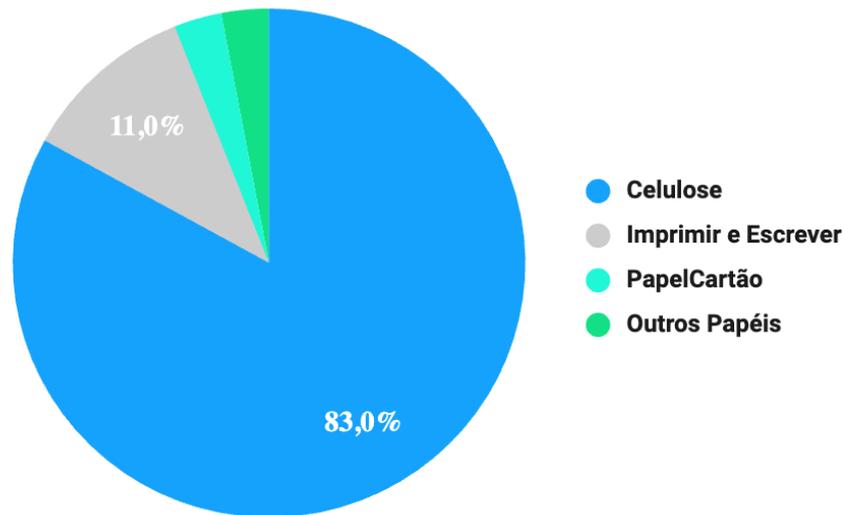


Figura 1 – Composição da Receita Líquida.  
Fonte: RI SUZANO.

Da mesma forma, na Figura 2, podemos dividir a receita líquida da Suzano em geografias. Nos últimos anos a parcela de exportação à Ásia ganhou grande relevância, sendo a China uma importante parceira de negócios.

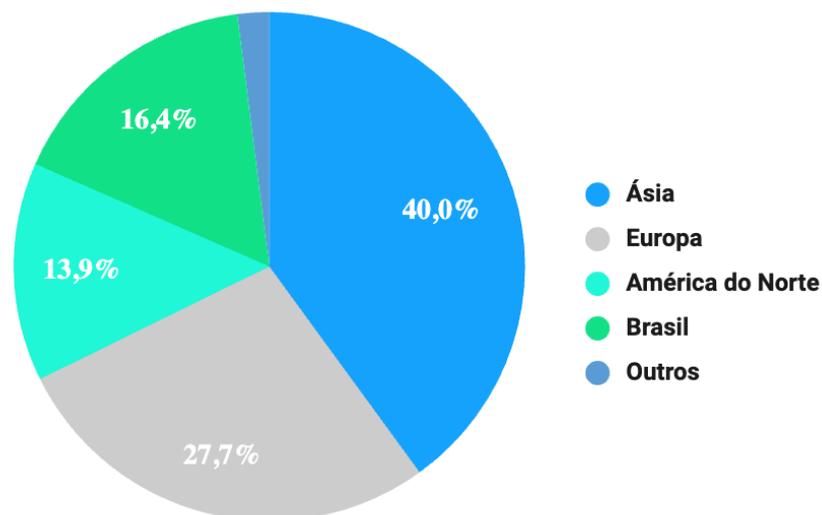


Figura 2 – Exposição geográfica da receita líquida.  
Fonte: RI SUZANO.

---

A China representa a maior expectativa de aumento na demanda por papel e embalagem, com isso, podemos perceber que o crescimento da Suzano está mais atrelado à economia do país asiático do que necessariamente do Brasil.

Essa característica faz da Suzano um *case* de investimento peculiar dentro da bolsa de valores, uma vez que grande parte dos seus custos e despesas estão em moeda brasileira, a empresa tem boa parte de seu faturamento em moedas globais.

Isso é, no contexto em que a economia doméstica não vai bem e o Real se desvaloriza, pode ser o cenário no qual a Suzano fica mais protegida em relação às indústrias locais e quando sua margem de lucro ficará maior.

Além disso, como a empresa atua em um mercado *commoditizado*, em que seus produtos são cotados em dólar, a exposição ao cenário internacional é positiva, pois minimiza o risco de exposição da Suzano a apenas uma economia.

Para indústrias, como a Suzano, se tornarem competitivas, são necessários dois principais fatores: gerenciamento de custos e economia de escala. Em relação ao primeiro, a distância relativamente curta entre as florestas, fábricas e portos para exportação possibilita menores custos de transporte. Algumas plantas industriais da Suzano localizam-se em São Paulo, encurtando a distribuição de seus materiais.

Temos que pensar que as *commodities* não possuem valor agregado e sua diferenciação no mercado é muito pequena ou nula entre os competidores. Logo, qualquer alternativa para melhor gerenciamento de custos pode resultar em uma margem de lucro maior do que a dos concorrentes.

Além disso, pela operação ser verticalmente integralizada, segundo a consultoria da *Hawkins Wright*, a empresa possui um dos custos mais baixos de produção de celulose em todo o mundo, impulsionada pela boa produtividade que o Brasil oferece.

Entre as qualidades de operar no Brasil, destacam-se a disponibilidade de terras produtivas, excelentes condições de solo e climáticas, florestas plantadas de ciclo curto (eucalipto, enquanto na América do Norte é mais voltada a ciclo longo), potencial de recuperação de áreas degradadas e baixo custo de manutenção.

Na Figura 3 temos acesso à expectativa de crescimento de cada um dos mercados. A expectativa corresponde a um crescimento anual na ordem de 5,4% até 2032.



Figura 3 – Perspectivas de aumento da demanda por região.

Fonte: RI SUZANO.

O mercado de papel e celulose possui alguns *drivers* de crescimento, entre esses o aumento da demanda por embalagem papelão, chamado de *containerboard* (*e-commerce*) e por papel *tissue*, devido ao crescimento e urbanização da população global.

A conscientização populacional acerca dos malefícios ambientais do uso do plástico deve refletir em aumento da demanda por papéis, como por exemplo, a substituição de canudinhos de plástico por papel. Todos esses fatores, juntos, devem mais do que compensar a queda prevista na demanda por papéis de escrever e imprimir, devido à digitalização.

Mais especificamente sobre o papel *tissue*, utilizado em limpeza pessoal, que é produzido a partir da fibra curta proveniente de eucalipto, a tendência de crescimento é positiva. Na Figura 4 vemos as estimativas para esse mercado no Brasil.

A Suzano faz comercialização de papel higiênico através da marca *Mimmo*, e espera capturar maior participação de mercado à medida que o mercado consumidor aumente. Comparando com outros países, desenvolvidos ou em desenvolvimento, vemos que existe uma tendência de maior consumo *per capita*, assim como aumento de concentração de vendas em torno das líderes de mercado.

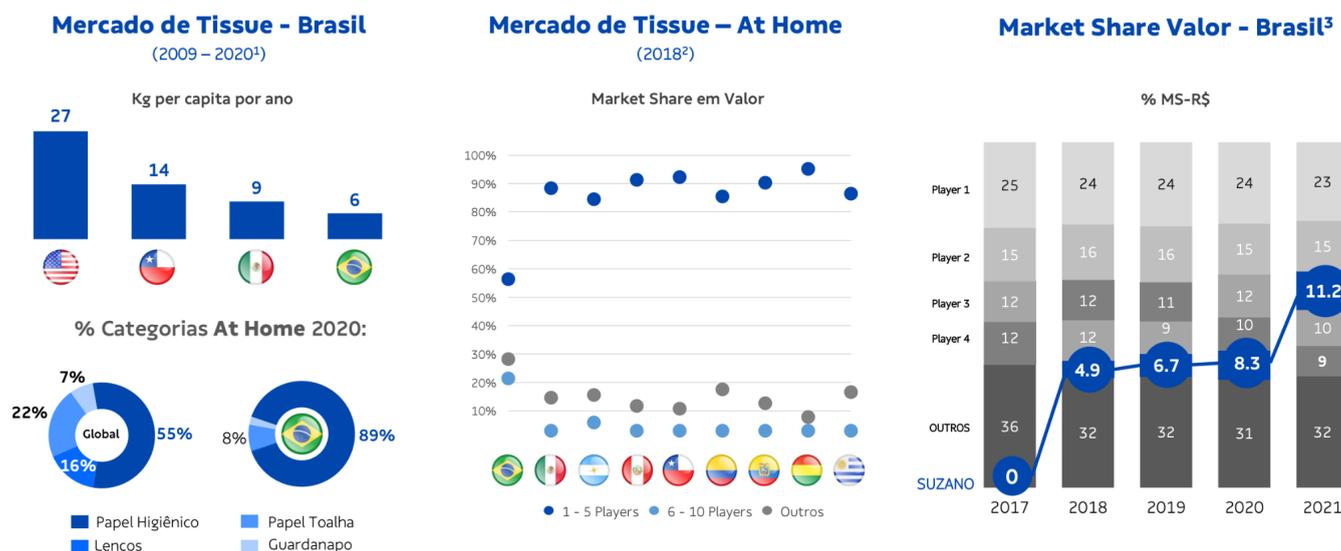


Figura 4 – Estimativas na mudança da demanda.  
Fonte: RI SUZANO.

Na China, principal mercado consumidor da Suzano, as tendências também colaboram com a atuação da companhia. Ao longo dos últimos anos vemos o país asiático aumentando seu *market share* em relação ao total do mundo, com crescimento ainda mais concentrado em fibra curta, em especial aquelas provenientes da América Latina. Na Figura 5 vemos essas informações.

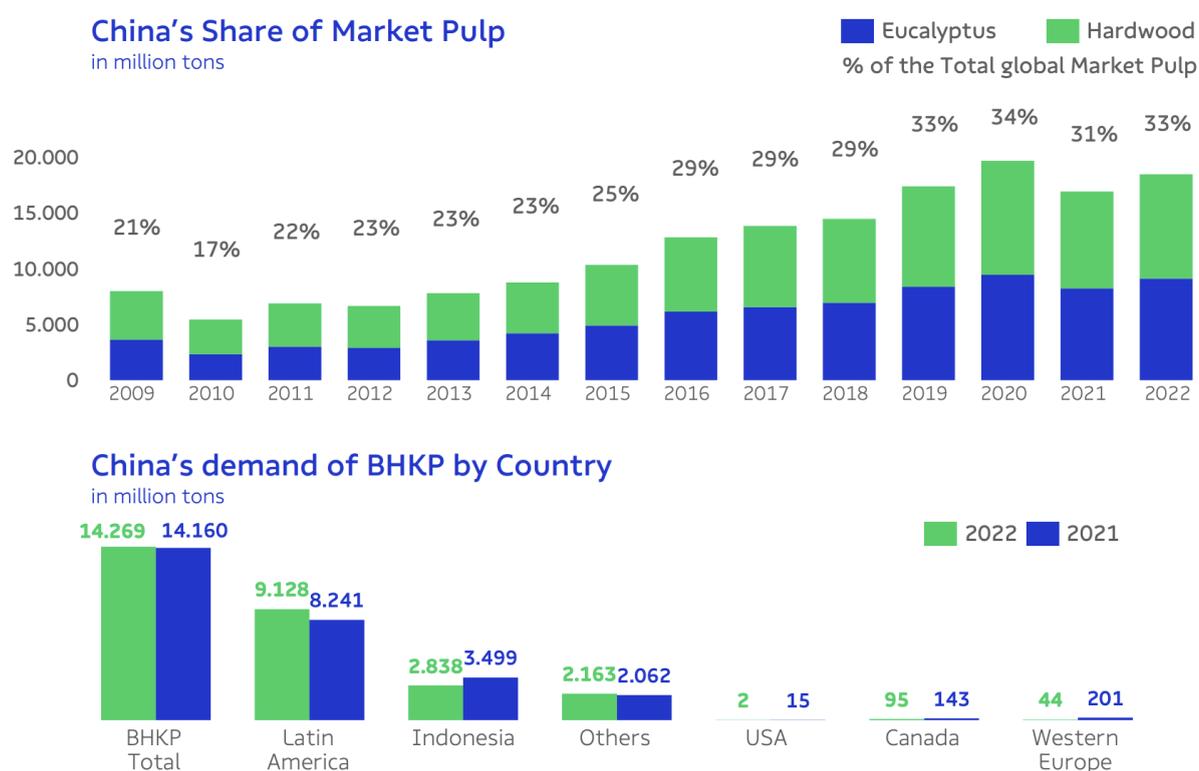


Figura 5 – Mercado de papel na China.  
Fonte: RI SUZANO.

Já na Figura 6 vemos como o consumo de papel *tissue* na China ainda é bem menor do que em outras regiões do mundo. Porém, à medida que o desenvolvimento e enriquecimento do país aconteça, é possível que essa distância se encurte.

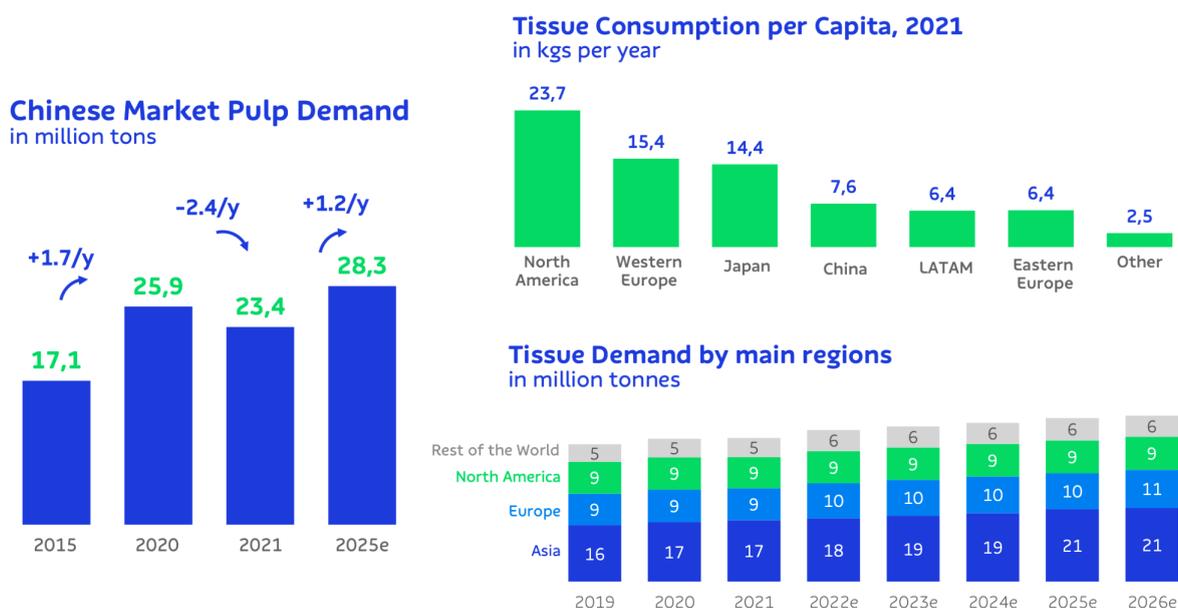


Figura 6 – Demanda de papel tissue na China.  
Fonte: RI SUZANO.



## GOVERNANÇA, CONTROLE E DIRETORIA

A Suzano está inserida no segmento de listagem Novo Mercado, o maior nível de exigência conforme às boas práticas de Governança Corporativa. Não foi identificado nenhum escândalo de corrupção pública em 2020 e 2021.

À frente do conselho de administração vemos dois membros da família fundadora Feffer, David e Daniel, que já estão neste órgão há pelo menos 21 anos, garantindo uma visão estratégica ao órgão. Já na diretoria executiva, vemos profissionais que fizeram carreira em outras indústrias, com currículos extensos e que estão ambientalizados com o mercado de *commodities*.

Embora a maior parte das ações estejam em livre circulação no mercado, é improvável que ocorra uma aquisição hostil, primeiro por causa do valor necessário para atingir a parcela dominante do controle, em segundo lugar pela dificuldade em adquirir quase 90% de todas as ações em *free float*. Na Figura 5 visualizamos a estrutura acionária da Suzano.

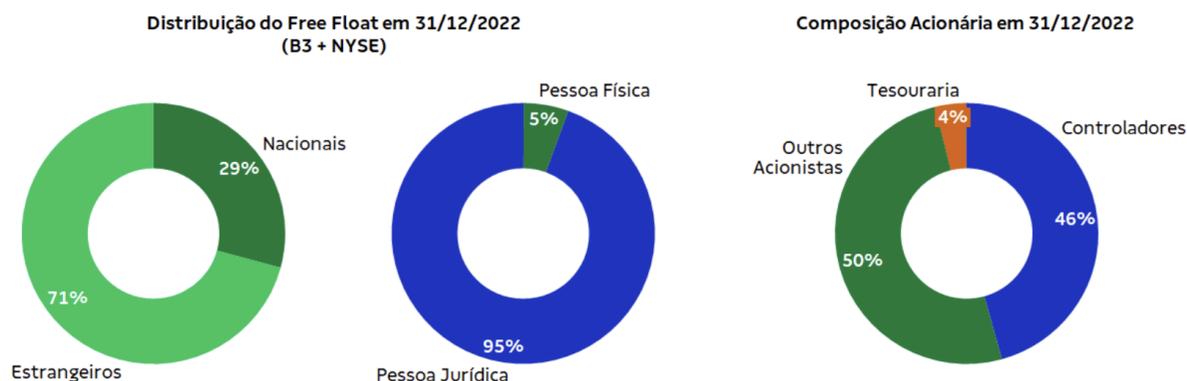


Figura 7 – Estrutura acionária.  
Fonte: RI SUZANO.

A remuneração da diretoria executiva é dividida entre a parcela fixa mensal (salário, pró-labore), além de parcela variável, que pode ser subdividida em curto prazo, a partir de atingimento de metas que dão sustento à operação da empresa, mas também parcela de longo prazo, representada através de Plano de Opções de Compra de Ações.

Tirando as empresas financeiras, a Suzano é a segunda companhia que mais remunera os órgãos de Governança Corporativa no Brasil.



## OS RISCOS DO NEGÓCIO

Após a combinação de negócios com a Fibria e do planejamento para ampliação e construção de novas plantas industriais, a empresa aumenta

---

consideravelmente sua capacidade instalada, com isso, existe o Risco de Execução relacionado ao *ramp up* (aumento da produção antes do aumento da demanda). Caso a demanda não aumente, a Suzano pode operar com ociosidade e assim reduzir sua lucratividade.

Além disso, por operar em regime contínuo, a empresa pode ser acometida por interrupções, falhas em sistemas, incêndios, falta de água e energia elétrica, entre outros fatores. Qualquer um desses efeitos pode comprometer o processo produtivo da empresa.

O Risco de Negócio, por sua vez, envolve a volatilidade intrínseca do mercado de *commodities*, visto os impactos do preço da celulose e do câmbio. Assim sendo, esse mercado é naturalmente mais arriscado, justamente pela falta de controle que a companhia tem nos preços praticados.

Por fim, em consequência de aquisições e novos projetos, a Suzano aumentou consideravelmente seu endividamento, chegando a patamares acima do ideal. Em um mercado altamente cíclico, esse fator se torna perigoso, mesmo que esse endividamento seja de baixo custo (*green bonds*).

A dívida bruta da empresa gira ao redor de R\$75 bilhões, o máximo em toda a sua história. Desde 2006 até hoje, a empresa possui uma alavancagem agressiva.



## RESULTADOS ANTERIORES...

Em duas principais oportunidades a Suzano teve grande avanço operacional, especialmente na unidade de celulose. No primeiro momento, ainda em 2013, a empresa inaugurou sua planta industrial em Imperatriz (MA), seguido de investimento para aumentar sua produção em 2015.

Em segundo momento, a combinação de negócios com a Fibria foi responsável pela mudança de escala da empresa. Na Figura 8 podemos acompanhar a produção de celulose e papel em toneladas e como o ganho de volume foi fundamental para aumento de produtividade, uma vez que o ganho de EBITDA por volume foi muito superior ao aumento do custo caixa da companhia.

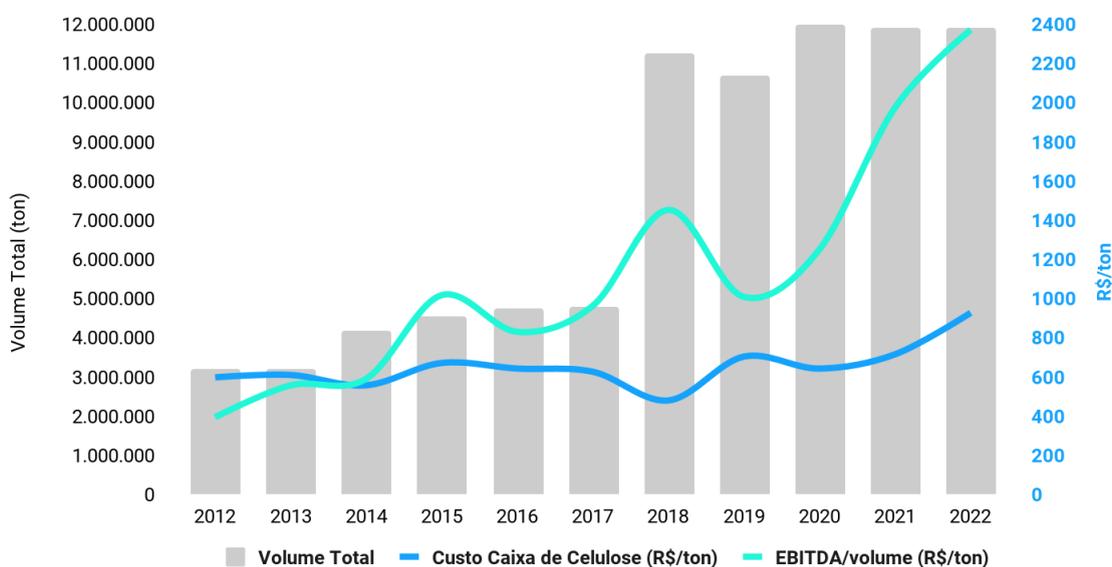


Figura 8 – Volume de produção e custo caixa.  
Fonte: RI SUZANO.

O menor aumento do custo caixa de produção frente ao EBITDA por volume ocorreu graças ao menor consumo relativo de insumos, diluição dos

custos fixos, controle do custo da madeira com a otimização de raio médio das florestas que abastecem as fábricas, além de investimentos bilionários em *ramp up* e modernização das suas plantas industriais.

Outro ponto positivo está relacionado a aprovação do seu projeto para utilizar eucalipto geneticamente modificado, capaz de aumentar a produtividade na ordem de 20% e poder incrementá-lo em escala comercial.

É importante reforçar que em um mercado de *commodities*, não há diferença entre valor agregado dos produtos, ou seja, a celulose brasileira é (salvo algumas propriedades físico-química) a mesma em outros países, por isso, o melhor critério de diferenciação é a produtividade da empresa, e nisso, a Suzano é uma das referências mundiais.

É verdade que o aumento da receita líquida em cada uma das unidades não depende única e exclusivamente da produção dos materiais. O fator cambial e o preço médio de venda de papel e celulose também exercem essa influência, ilustrado na Figura 9.

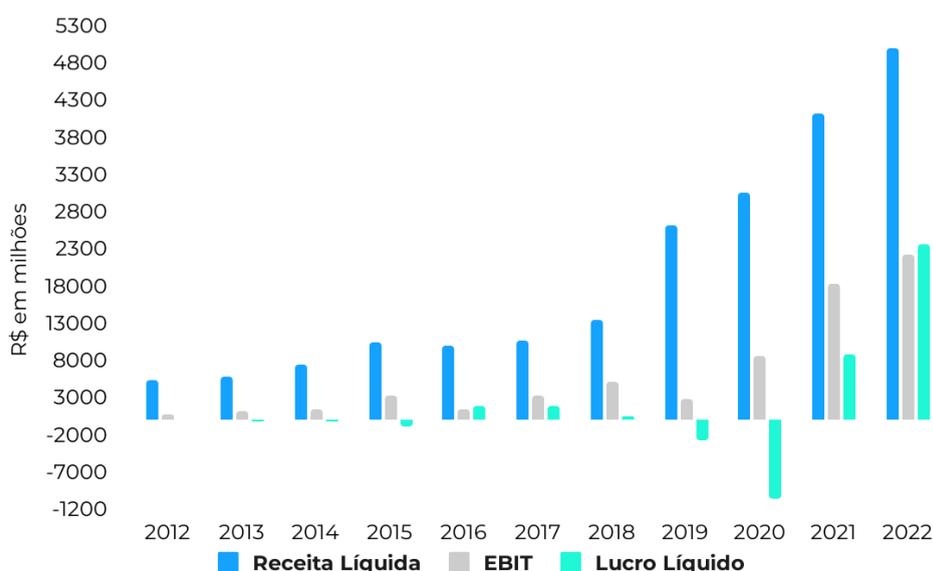


Figura 9 – Resultado Operacional.  
Fonte: RI SUZANO.

Como seria esperado, as margens de lucro bruto e EBIT da empresa, assim como seu retorno sobre capital investido (ROIC), que são métricas melhores para analisarmos nessa indústria, aumentaram ao longo dos anos, conforme ilustra a Figura 10.

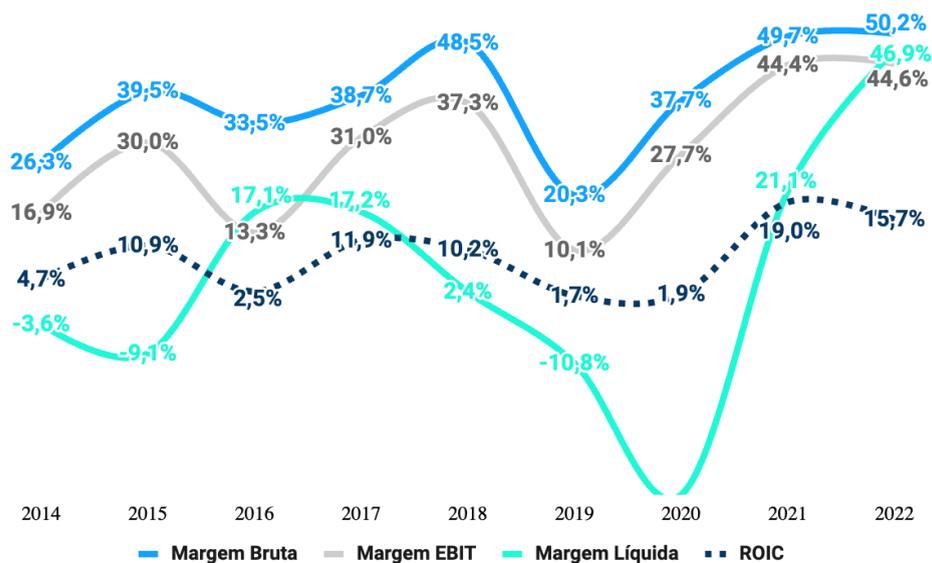


Figura 10 – Lucratividade e Rentabilidade.  
Fonte: RI SUZANO.

A fusão com a Fibria, uma negociação de R\$28 bilhões, além de ter proporcionado uma nova escala de produção à Suzano, também gerou ganhos de sinergias. Segundo a própria empresa, a combinação dos negócios superou a própria expectativa interna de sinergias, com ganhos anuais atingindo a marca de R\$1,3 bilhão.

Porém, a Suzano teve de fazer sacrifícios. A empresa que já vinha tentando reduzir sua alavancagem desde 2013, com certo êxito, voltou a ficar altamente endividada durante um período.

O controle da dívida foi acontecer em 2022 (Figura 11), quando a empresa apresentou bons resultados. Acontece que essa dívida não é preocupante, uma vez que possui um cronograma de longuíssimo prazo e ainda a baixo custo de capital, já que a empresa tem incentivos ambientais.

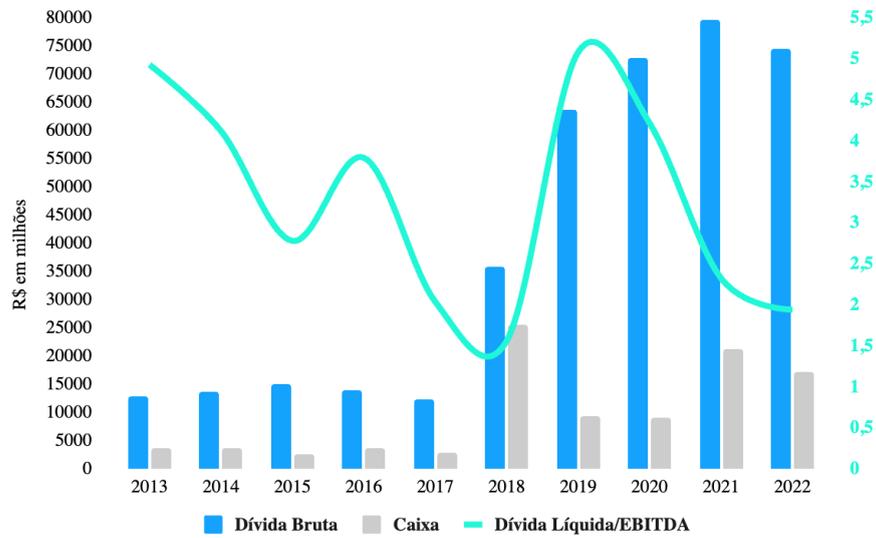


Figura 11 – Endividamento.

Fonte: RI SUZANO.

O prazo médio da dívida é de 80 meses e tem um custo, em dólar, de 4,7%. Como a maior parte de sua receita também é lastreada em dólar, vemos a saúde financeira da Suzano como estável.

Por fim, a Suzano apresentou um crescimento considerável da sua geração de caixa livre (Figura 12), mesmo sendo uma empresa que ainda vive em uma fase de crescimento e que faz altos investimentos.

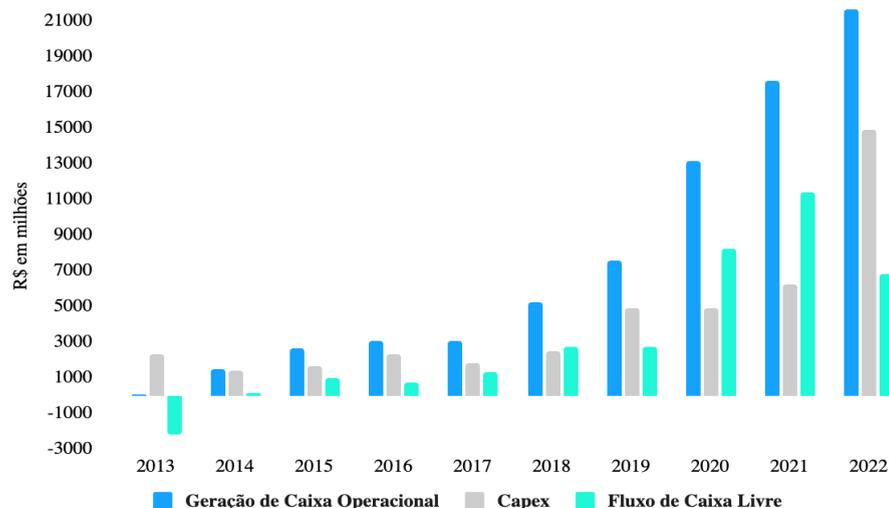


Figura 12 – Geração de caixa.

Fonte: RI SUZANO.



## ATUALMENTE...

Contrariando algumas expectativas do mercado, o preço da celulose ao longo do último resultado permaneceu em alta. Aliado a isso, o forte volume de vendas resultou em uma EBITDA ajustado recorde, mesmo com a pressão inflacionária no setor.

O custo caixa da produção da Suzano, desconsiderando as paradas de manutenção, foi 28% superior em 2022 em comparação a 2021. Algumas razões para isso estão na elevação do custo com insumos, principalmente soda cáustica, gás natural e petróleo. Além disso, houve aumento no custo da maneira, devido aos maiores custos de logística, e maior custo fixo em função de gastos com mão de obra e manutenção.

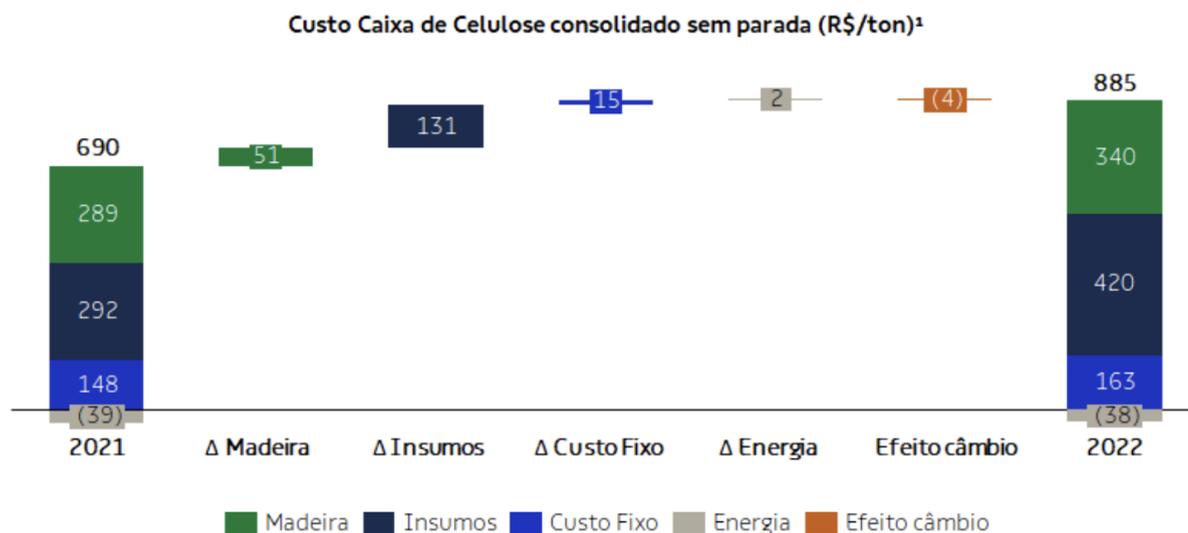


Figura 13 – Custo caixa anual.  
Fonte: RI SUZANO.

---

A demanda por celulose fibra curta apresentou variações entre regiões. Nas Américas e Europa, a demanda continuou sólida, principalmente em papel *tissue*. Na China, o mercado apresentou piora devido às margens mais baixas dos produtores de papel, o que incentivou os produtores de papel a importarem menos celulose.

No geral, apesar do 4T22 ter tido uma retração no volume de vendas, no acumulado do ano de 2022, o volume de vendas permaneceu basicamente estável.

E, embora o dólar médio tenha sido menor do que em 2021, o preço líquido médio da celulose e, principalmente, do papel, mais do que compensaram os efeitos negativos.

Com isso, a receita líquida da Suzano foi de quase R\$50 bilhões em 2022, alta de 22% frente ao ano de 2021. O EBITDA ajustado apresentou uma alta quase na mesma proporção, em 20%. A diferença é resultado da pressão inflacionária nos custos e despesas. Ainda assim, a empresa mantém uma margem EBITDA elevada e estável em 57%.

Já o lucro líquido teve uma alta de 171% na comparação anual, porém afetado por eventos não recorrentes ou que não afetam o caixa da companhia. Entre eles, citamos a variação positiva do resultado financeiro, em reflexo da valorização cambial (as dívidas da Suzano são, em boa parte, dolarizadas), além das operações de derivativos.

Para 2023, a Suzano aprovou um orçamento de R\$18,5 bilhões (Figura 14), sendo que R\$6,3 bilhões serão destinados à manutenção industrial e florestal, enquanto R\$8,9 bilhões irão para o Projeto Cerrado, dentre outros. O cronograma do maior projeto da companhia está com avanço físico de 45% e espera pela inauguração no segundo semestre de 2024.

2022 (R\$ billion)

2023e (R\$ billion)

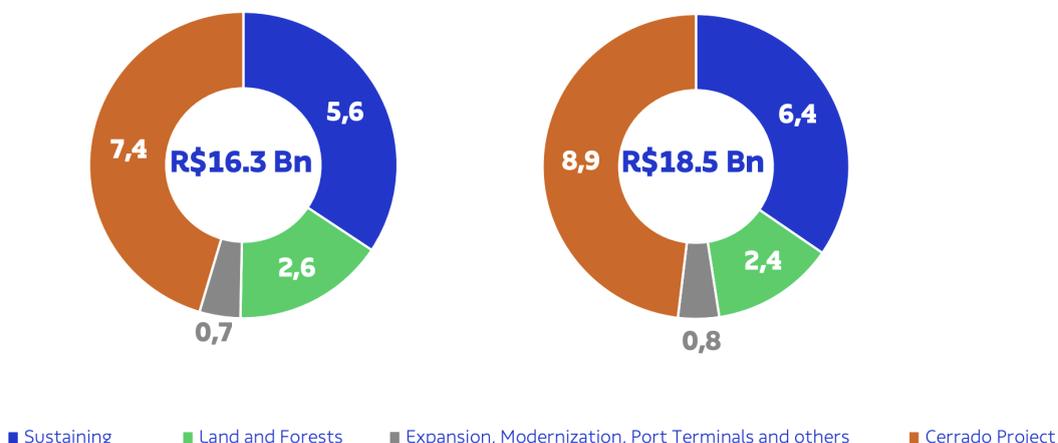


Figura 14 – Investimentos em capex.  
Fonte: RI SUZANO.

Alguns bancos estão pessimistas com o preço da celulose para 2023. Para o BTG Pactual, o preço de celulose projetado é acima de US\$700/t, o que corresponderia a uma queda de 15% frente a 2022. Para o JP Morgan, as projeções também indicam uma normalização do preço da celulose, que esteve alta nos últimos dois anos, pelos menos.



## POSSÍVEIS CENÁRIOS

### Análise de Múltiplos

O método consiste na análise dos múltiplos das empresas. Para que sua eficiência seja atestada, é coerente que se compare empresas do mesmo setor de atuação e que, ainda por cima, essas empresas estejam no mesmo ciclo de vida, isto é, se estão em expansão, maturidade ou decaimento de suas atividades.

Para a análise, foram selecionadas as empresas produtoras de papéis para embalagem Klabin (KLBN11), Irani (RANI3) e *International Paper* (IP). A última negocia em bolsa de valores americana. Os dados são ilustrados na Figura 14.

- **P/VP:** relaciona o valor de mercado da companhia com o seu patrimônio líquido. Assim, esse múltiplo é aplicado para saber quanto os acionistas estão dispostos a pagar pelo patrimônio da empresa.
- **P/FCO:** esse indicador relaciona o valor de mercado da empresa com sua geração de caixa operacional. Esse indicador é útil principalmente pela inviabilidade em se analisar o lucro líquido das empresas.
- **EV/EBIT:** o objetivo desse indicador é analisar a relação entre o valor da firma e o lucro operacional da companhia. Diferente dos outros indicadores pois aqui se relaciona a operação e o endividamento de cada uma das empresas.

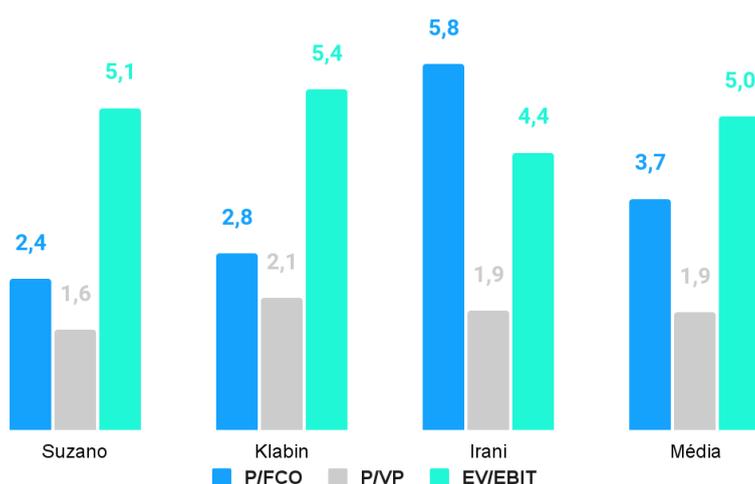


Figura 14 - Comparação de múltiplos.

Fonte: Status Invest / Guru Focus / Elaboração Própria.

É possível notar que a Suzano negocia a patamares próximos, embora com múltiplos menores do que a Klabin. A explicação disso está atrelada ao

modelo de negócios das companhias, já que a Klabin consegue se proteger mais diante de ciclos de queda no preço das *commodities*, mesmo que esse seja um efeito marginal.

Na Figura 15, percebemos que o mercado já precifica que a Suzano vai piorar seus resultados para os próximos anos. Porém, mesmo que isso se concretize, a Suzano não estaria negociando acima da sua média de preço.

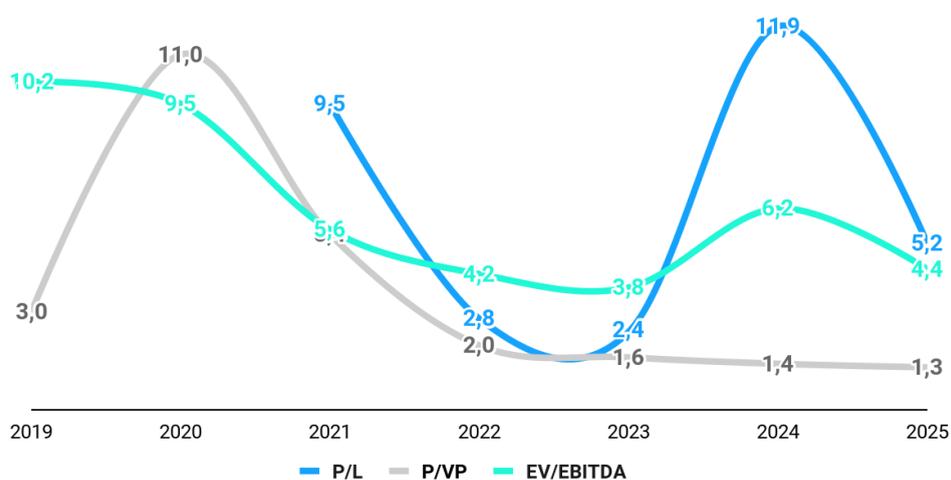


Figura 15 – Comportamento Histórico dos Múltiplos.  
Fonte: Status Invest / Elaboração Própria.

## Método Do Fluxo De Caixa Descontado (DCF)

Esse método projeta fluxos de caixa da empresa para os próximos anos e o traz à valor presente descontado a uma taxa média ponderada, chamada de custo de capital, na sigla em inglês *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*).

Essa taxa representa o quanto a empresa gasta com custos de dívida e de remuneração ao acionista. De maneira geral, é o custo de financiamento da empresa.

Esse método tem como objetivo fazer uma estimativa reversa do mercado. Em outras palavras, o objetivo dessa análise consiste em avaliar, dado o preço das ações, qual seria o crescimento esperado pelo mercado em relação à companhia.

Para avaliar empresas do setor de materiais básicos, é importante adotar algumas premissas básicas, como por exemplo, o preço da celulose sendo a média da sua cotação nos últimos anos, bem como utilizar a média da margem EBIT nesse mesmo período, uma vez que esse setor é cíclico e não sabemos se estamos diante de uma retração ou expansão.

Feito isso, chegamos em um possível cenário da Suzano crescendo cerca de 4% ao ano para os próximos anos, com exceção de 2024 e 2025, já que o Projeto Cerrado vai entrar em operação a partir do segundo semestre de 2024. Por causa disso, o aumento no volume de venda vai proporcionar aumento acima do comum no faturamento.

Esse empreendimento será responsável por melhorar a margem de operação da companhia, através da eficiência operacional proposta. Com isso, projetamos uma margem EBIT por volta de 30% para os próximos anos.



## OPINIÃO DO ANALISTA

A Suzano é uma referência para todo o setor de papel e celulose, e não é para menos. A empresa possui o principal fator que todas empresas de *commodities* almejam, que é a escala.

---

Porém, melhor ainda do que escala é conseguir reduzir o custo unitário no processo produtivo, tornando seus produtos mais atrativos em cenário global.

E com o Projeto Cerrado, a Suzano pode avançar ainda mais nessa sua eficiência operacional, reduzindo seu principal custo de produção (madeira), já que a fábrica estará em um raio médio da floresta menor do que as outras plantas industriais.

Além do mais, o mercado de papel e celulose é perene e deve apresentar um crescimento acompanhando o enriquecimento da economia global, mesmo que esse crescimento não seja robusto.

A estratégia de investir nas ações da Suzano é interessante, pois consegue trazer desconexão à carteira de investimentos, isso é, se a bolsa de valores brasileira cair no longo prazo, as ações da SUZB3 podem ter caminho inverso, já que está exposta ao dólar.

No caso da companhia, vemos uma situação ainda melhor: uma empresa que recebe em dólar e gasta em reais, podendo aumentar sua margem de lucro em situações de grande instabilidade do cenário nacional.

É importante ressaltar que avaliar empresas desse setor possui um risco maior. Como vimos, essas empresas estão expostas a variáveis que vão além do seu controle e que impactam diretamente na sua operação. Por isso, nossa avaliação atinge apenas uma parcela, nos tornando reféns do preço da celulose e câmbio, principalmente.

A empresa viveu um ciclo de alta de *commodities* em 2021 e 2022 e, por causa disso, divulgou excelentes resultados. Contudo, o mercado já começa a precificar uma virada de ciclo, quando a Suzano possivelmente sentirá pressão de custos e reduzirá suas margens de lucro.

---

Nesse atual momento, as ações da companhia negociam próximas a sua média histórica. Caso continuem em queda, sem perdas de fundamentos, iremos recomendar as ações. Porém, esse ainda não é o momento. Dessa forma, não temos recomendação de compra para as ações da SUZB3.



## SIMPLA CLUB



Gabriel é Analista CNPI, certificado pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC). Graduado em Engenharia Química pela Universidade Federal de Viçosa – UFV/MG.

**Siga: @gabriel.investimento**

Acompanhe o **SIMPLA CLUB** em todos os canais!



[Youtube](#)  
[Simpla Club](#)



[Instagram](#)  
[@simpla.club](#)



[Telegram](#)  
[t.me/simplaclub](#)

## Relatório Especial

Atualizado em 22.04.2023

Obs.: Os relatórios não são reescritos a cada evento que ocorre no mercado. Entretanto, nossa equipe de analistas está atenta a todas as movimentações relevantes, mantendo os *rankings* e seus respectivos fundamentos atualizados toda semana.



## DISCLAIMER

*Todas as análises aqui apresentadas foram elaboradas pelo analista de valores mobiliários autônomo Gabriel Guimarães Bassotto (CNPI EM-2470), com objetivo de orientar e auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; portanto, o material não se constitui em oferta de compra e venda de nenhum título ou valor imobiliário contido. O investidor será responsável, de forma exclusiva, pelas suas decisões de investimento e estratégias financeiras.*

*O relatório contém informações que atendem a diversos perfis de investimento, sendo o investidor responsável por verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Resolução CVM nº 20/2021, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à pessoa jurídica à qual estão vinculados. Além disso, os analistas envolvidos não estão em situação que possam afetar a imparcialidade do relatório ou que possam configurar conflitos de interesse.*

*A elaboração desse material se deu de maneira independente, e o conteúdo nele divulgado não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem autorização prévia.*