

Suzano

3T23. Não tão ruim quanto o esperado.



Compra

R\$ 74,00

Preço-justo
(#SUZB3)

A base de comparação atípica fez com que a Suzano apresentasse no 3T23 quedas que para os desavisados pudessem ser assustadoras. Entretanto, as expectativas do mercado estavam alinhadas com o cenário desafiador enfrentado pela Suzano no período, o que permitiu inclusive que a empresa superasse as projeções. Ainda assim, o curto prazo não deve ser o núcleo de nossa tese em SUZB3. Acreditamos que o verdadeiro valor da Suzano está no médio e longo prazo. Direcionamos nosso foco para o potencial (não precificado) do Projeto Cerrado, que deve levar a empresa a um novo patamar de capacidade e melhores custos, ainda sob uma alavancagem controlada. Vemos SUZB3 bastante descontada e **reiteramos compra para as ações após o resultado do 3T23.**

A Suzano apresentou no terceiro trimestre de 2023 uma Receita Líquida de R\$ 8,948 bilhões, cifra 37% inferior ao observado no mesmo período de 2022. O EBITDA Ajustado de R\$ 3,695 bilhões registrou uma queda ainda maior, de 57%. A queda no EBITDA se dá principalmente pela contração na margem, que passou de 61% para 41%. O lucro líquido por sua vez acompanhou queda observada nas demais linhas do resultado e reverteu a cifra positiva de R\$ 5,448 bilhões do 3T22 para um prejuízo de R\$ 729 milhões em função de uma variação cambial negativa e pior resultado de operações com derivativos. A geração de caixa operacional (R\$ 1,904 bilhão) também decepcionou, ficando 73% abaixo do 3T22 (R\$ 7,155 bi) e do 2T23 (R\$ 2,202 bi).

Destaques Positivos – I) Melhores preços no segmento de papel (+10% na comparação anual), com aumento de 25% no Mercado Interno compensando a queda de 21% no Mercado Externo; **II)** Recuperação no volume de vendas de Papel vs 2T23 (+12%), apesar da estabilidade vs 3T22; **III)** Custo caixa de celulose sem paradas chegando a R\$ 861/t (-2% vs 3T22 e -6% vs 2T23) e queda trimestral de 4% no CPV base caixa por ton. (R\$ 1.640/t → R\$ 1.574/t)

Destaques Negativos – I) Queda no preço líquido médio da celulose comercializada pela Suzano (US\$ 544/t), tanto comparado ao 3T22 (US\$ 812/t) quando comparado ao 2T23 (US\$ 571/t); **II)** Queda relevante de no EBITDA Ajustado por tonelada em relação ao 3T22, seja para Celulose (-57%) ou Papel (-16%); **III)** Aumento na alavancagem financeira em US\$ pelo terceiro trimestre consecutivo em 2023 (1,9x → 2,2x → 2,7x); **IV)** Aumento nas despesas gerais e administrativas (R\$ 118/t no 3T22 → R\$ 142/t no 2T23 → R\$ 164/t no 2T23), principalmente por menores gastos com remuneração variável e incorporação do negócio de Tissue da Kimberly Clark; **VII)** Queda considerável no Fluxo de Caixa Livre Ajustado (R\$ 1,183 bilhão), sendo 78% inferior ao 2T23 e 57% inferior ao 3T22.

Desempenho Financeiro & Estimativas

R\$ M	3T23	3T22	vs 3T22	Est 3T23 AR
Receita Líquida	8.948	14.199	-37%	8.221
EBITDA Ajust.	3.695	8.596	-57%	3.192
Margem EBITDA	41%	61%	- 20 p.p.	38,8%
Lucro Líquido	-729	5.448	-	-436
Capex	4.404	4.043	+9%	4.212
Dívida / EBITDA	2,7x	2,1x	+0,6x	2,6x

Preço / Lucro

4,1x

EV/EBITDA

5,8x

Dividend Yield

4,7%

Dívida Líquida / EBITDA

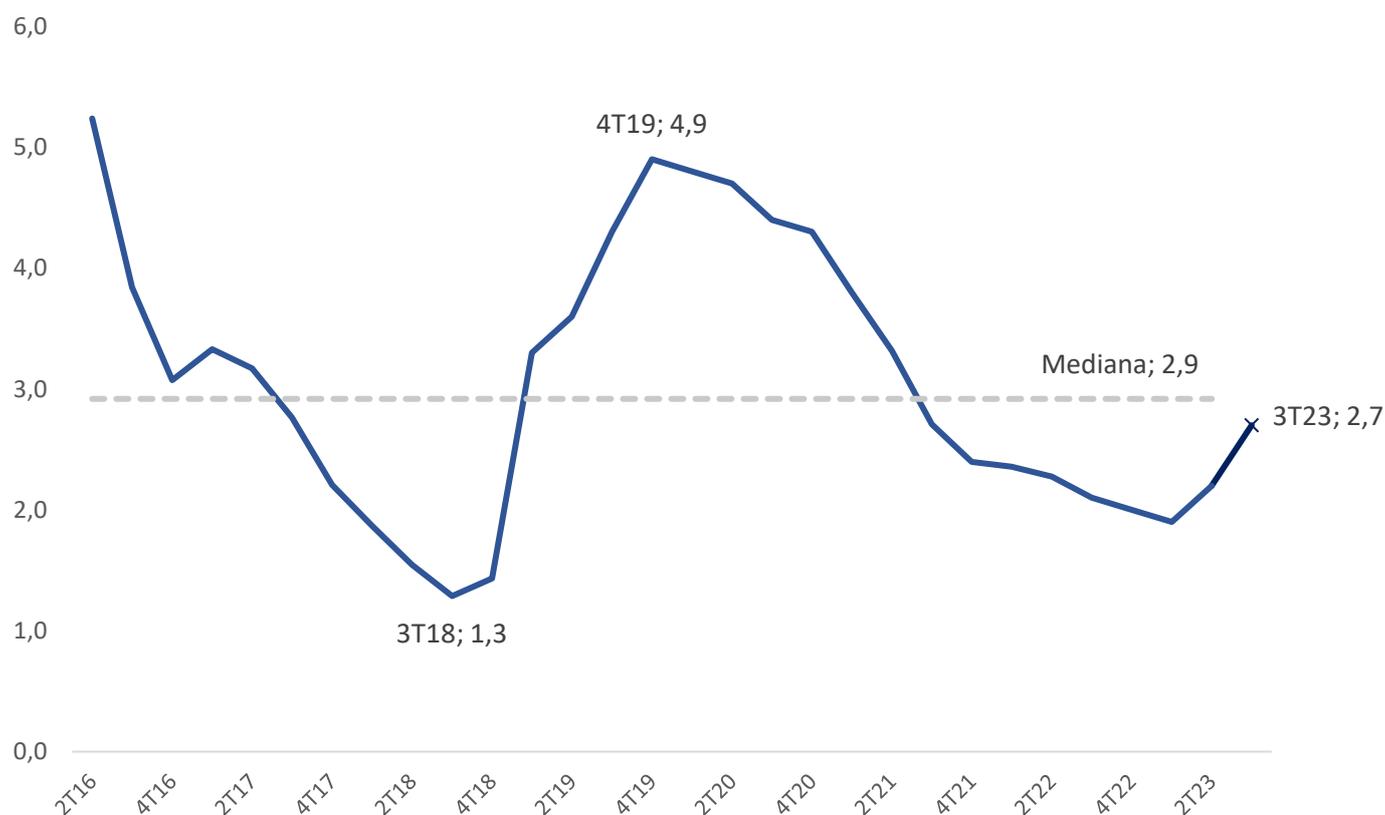
2,7X

O que achamos do resultado? – Apesar de resultados comparativamente fracos dada a atípica base de 2022, a Suzano não decepcionou o mercado e apresentou o que julgamos mais um bom resultado trimestral. À exceção do prejuízo de R\$ 729 milhões, os números superaram as estimativas que já estavam alinhadas com o cenário de preços atualmente desafiador.

À luz da queda de 7% na Receita Líquida vs 2T23, destacamos alguns fatores principais: **I)** Menor preço médio líquido no mercado (-5%); **II)** Desvalorização do Dólar frente ao Real (-1%) e; **III)** Um menor volume de vendas (-1%). Exaltamos que tais motivos são majoritariamente atribuídos ao cenário macro desafiador do que à fatores intrínsecos ao operacional da companhia.

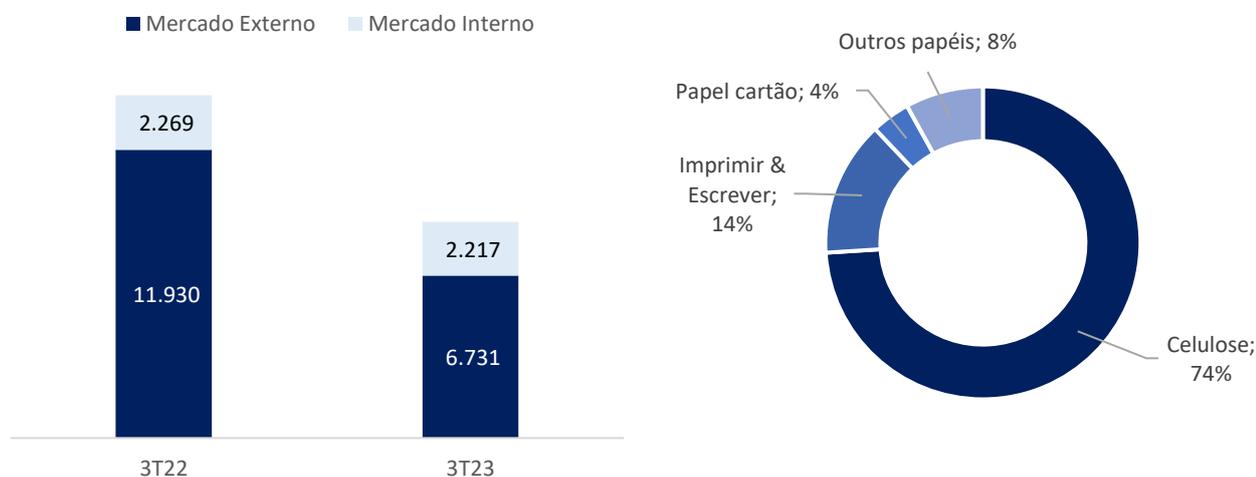
Entretanto, apesar do avanço vs 2T23, destacamos a alavancagem da Suzano, que segue comportada a 2,7x dívida líquida/EBITDA em US\$ mesmo diante do cenário de preços desafiador e do ciclo de investimentos demandando um emprego de capital expressivo para o maior projeto de sua história (Cerrado – 2.550t/ano). A título de comparação, em ciclos de investimento anteriores a alavancagem da companhia chegou a ultrapassar a marca de 4,0x. Dos R\$ 15,9 bi previstos para investimento em capital industrial no Projeto Cerrado, a companhia já desembolsou R\$ 10,0 bi. A data prevista de entrada em operação da nova planta segue marcada para Junho/2024.

Imagem 1 – Evolução da alavancagem da Suzano medida pela relação entre a Dívida Líquida e o EBITDA dos últimos 12 meses (US\$)



Fonte: Demonstrações Financeiras Suzano; Elaborado por: Alkin Research

Imagem 2 Evolução e distribuição da Receita Líquida e do volume de vendas da Suzano, por região e segmento, no 3T23 (R\$ M, %)



Fonte: Demonstrações Financeiras Suzano; Elaborado por: Alkin Research

Junto ao resultado do 3T23, a Suzano anunciou 3 novos investimentos, sendo eles: **I)** Nova fábrica de papel Tissue, com capacidade para 60 mil toneladas/ano, ao custo de R\$ 129 milhões (considerando uso de créditos fiscais) e início previsto para o 1T26; **II)** Incremento de 340 mil toneladas/ano a partir da conversão de máquina de secagem em Limeira, o que deve permitir a produção de celulose Fluff a partir da madeira de eucalipto a partir do 4T25 (R\$ 490 milhões) e; **III)** Substituição da caldeira de biomassa em Aracruz, no valor de R\$ 520 milhões e entrada em operação a partir do 4T25. Julgamos que os investimentos que somam R\$ 1,1 bilhão devem impulsionar não somente a capacidade, mas também a flexibilidade da Suzano, permitindo que a empresa adeque sua produção com maior agilidade de acordo com a demanda do mercado.

O que esperar para os próximos trimestres? Ainda que o futuro da Suzano seja dotado de excelentes perspectivas diante de sua capacidade já comprovada de geração de valor para os acionistas, a recuperação (tanto no resultado quanto no preço das ações) depende de uma evolução nos preços da celulose, o que acreditamos que deve inevitavelmente acontecer com uma melhor perspectiva sobre o crescimento da economia global.

Independente dos preços de sua principal commodity, acreditamos que o Projeto Cerrado levará a companhia a um novo patamar, cuja transformação e valuation seguem ignorados pelo mercado. Além de elevar a capacidade produtiva de celulose da Suzano em cerca de 20%, a nova planta localizada em Ribas do Rio Pardo (MS) deve permitir um custo caixa de produção local de R\$ 500/t (42% inferior aos R\$ 861/t observados no 3T23).

Considerando os recentes aumentos de preços de celulose já anunciados pela companhia e a ausência de paradas programadas para manutenção, temos uma perspectiva positiva para o último trimestre de 2023, que deve trazer resultados melhores do que o observado no início do segundo semestre.

Seguimos confiantes da nossa tese de investimentos em SUZB3 e preço justo de R\$ 74. Com um mercado dominado pelos desafios, as ações da Suzano seguem negociadas a múltiplos atrativos (5,8x EV/EBITDA dos últimos 12 meses), com preços de celulose implícitos (~US\$ 515/t) que consideramos demasiadamente conservadores. **Reiteramos nossa recomendação de compra após o 3T23 e esperamos uma reação positiva do mercado.**

Disclaimer

Este relatório foi elaborado e distribuído pela Alkin Research para uso exclusivo de de seus assinantes com o objetivo de informar e auxiliar os investidores em suas decisões de investimento, não constituindo oferta de compra ou venda de nenhum título ou valor mobiliário contido neste relatório.

Todo o conteúdo, análise e elaboração deste relatório foi feito sob a ótica da Instrução 20 da CVM, que regulamenta a atividade do analista de valores mobiliários e estabelece as diretrizes necessárias para que este produto seja transparente e imparcial.

Conforme o artigo 20, parágrafo único da Resolução CVM 20, o analista responsável, Anderson de Almeida Meneses, detentor da certificação CNPI nº 2362, declara-se responsável pela recomendação proferida neste relatório de análise.

De acordo com a exigência regulatória do artigo 21 previsto na Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, o analista de valores mobiliários, responsável principal por este relatório, declara:

(i) que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre a companhia analisada e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e (ii) que as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

Nos termos da CVM, o analista responsável por este relatório, o faz respeitando às normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários na Resolução CVM 20, Artigo 13.

Todas as informações utilizadas nesta publicação foram baseadas em informações públicas e de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis de diligência para verificar a qualidade e veracidade das informações reportadas, a Alkin Research e os seus analistas não se responsabilizam por futuras e eventuais rerepresentações de informações contábeis e financeiras das instituições.

A Alkin Research reserva-se ao direito de atualizar seus relatórios e preços-alvos em periodicidade que julgar apropriada, com base nos desenvolvimentos com a empresa em questão, o setor ou o mercado que possam ter um impacto material nas visões ou opiniões de pesquisa aqui expressas.

Reforçamos que o referido preço-alvo mencionado neste relatório não constitui promessa ou garantia, por parte do analista responsável e da Alkin Research, de que este será alcançado em qualquer período de tempo. A instituição provedora deste conteúdo busca a proteção de capital e maximização do patrimônio em suas recomendações, mas exime-se da responsabilidade pela tomada de decisão no investimento, a qual deve ser restrita ao investidor.

Este relatório é destinado exclusivamente aos assinantes da Alkin Research. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98 e de outras aplicáveis.