

Suzano – SUZB3

Um potencial que precisa ser precificado.

Highlights

> Iniciamos cobertura da Suzano com um Preço Justo de R\$ 74,00. Enxergamos um upside de 36,5% nas ações da Suzano a partir de nossa avaliação de preço justo através do fluxo de caixa descontado para os próximos anos. Entre o pior e o melhor cenário projetado para a companhia, esperamos um preço justo de R\$ 56 a R\$ 92.

> Crescimento da demanda por celulose deve beneficiar SUZB3 . Com o aumento da demanda internacional por celulose de fibra curta, principalmente com o crescimento dos países asiáticos, a Suzano deve manter elevados níveis de exportação nos próximos anos. Paralelamente, inovações constantes desenvolvidas pela companhia ampliam cada vez mais o leque de aplicações da celulose, sustentando o otimismo com a manutenção da demanda em níveis elevados.

> Aumento do e-commerce no Brasil eleva demanda por papel-cartão. No mercado interno, a Suzano deve se beneficiar de uma maior demanda pelo papel-cartão para produção de embalagens para o e-commerce, que deve mais do que compensar a redução do consumo de papel direcionado para imprimir e escrever.

> Projeto Cerrado elevará capacidade produtiva da empresa. O maior projeto da iniciativa privada no Brasil, o Projeto Cerrado, deve elevar a capacidade produtiva da empresa em 2,3 milhões de toneladas até 2025, fazendo com que a Suzano acompanhe e supere o crescimento do mercado.

Compra

Empresa: Suzano

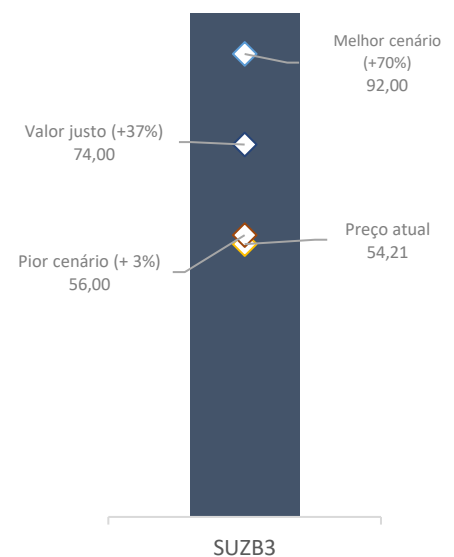
Ticker: SUZB3

Cap. Mercado: R\$ 73,7 bilhões

Preço atual: R\$ 54,21 – 03/04/2022

Preço alvo: R\$ 74,00 (+36,5%)

Cenários



Desempenho Financeiro & Premissas

(R\$ Milhões)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Receita Líquida	40.965	43.207	35.586	38.995	40.100	36.753	42.106
Crescimento %	34,5%	5,5%	-17,5%	9,6%	2,8%	-8,3%	14,6%
EBITDA	25.222	22.696	18.539	21.449	22.413	20.151	23.549
Margem EBITDA	61,6%	52,5%	52,1%	55,0%	55,9%	54,8%	55,9%
Lucro Líquido	8.636	4.030	-685	-436	-830	-3.160	-1.374
Margem Líquida	21,1%	9,3%	-1,9%	-1,1%	-2,1%	-8,6%	-3,3%

	2021	2022E	2023E
EPS	6,3x	2,2x	-0,4x
P/E	9,4x	26,2x	-156,1x
Dív.Líqu / EBITDA	2,3x	2,3x	2,3x
EV / EBITDA	5,5x	7,4x	8,5x
Dividend Yield	0%	1%	0%

Sumário

Histórico da Empresa	3
Segmentos de atuação	4
Atividades da empresa	4
Concorrentes	7
Múltiplos	9
Desempenho (Cenário) atual da empresa	10
Receitas / Desempenho Financeiro	10
Proventos	13
Endividamento, Caixa e Liquidez	13
ESG	16
E (Environmental / Meio Ambiente)	16
S (Social)	16
G (Governança)	17
Ratings	17
Nossa tese de investimento	18
Visão sobre a empresa	18
Catalisadores Positivos	20
Riscos	22
Valuation	23
Cenário Base	23
Worst Case	24
Best Case	24
Premissas utilizadas	24
Disclaimer	25

Histórico da Empresa

Foi há quase 1 século, em 1924, que a Suzano foi fundada por Leon Feffer após sua família ter chegado ao Brasil em 1919 depois de uma migração da Ucrânia. Inicialmente, o empresário comercializava papéis nacionais e importados, que eram utilizados na fabricação de blocos para anotações, cartões de visitas e papel de carta. Apenas no fim da década de 1930, Feffer adquiriu a sua primeira máquina de papel, possibilitando o início da produção própria do material.

No ano de 1956, a companhia adquiriu uma fábrica na cidade de Suzano e iniciou a produção de celulose a partir da fibra de eucalipto, revolucionando a indústria do setor no Brasil e constituindo a Companhia Suzano de Papel e Celulose. Nos anos seguintes, uma série de investimentos em tecnologia tornaram a Suzano a primeira empresa do mundo a produzir papel utilizando 100% da celulose de eucalipto.

As décadas de 80 e 90 foram marcadas pelo aumento significativo da capacidade produtiva da empresa, o qual foi impulsionado, principalmente, pelo projeto Bahia Sul, uma Joint Venture de 50% com a mineradora Vale. Alguns anos mais tarde, em 2001, a gestão da unidade Bahia Sul foi unificada com a da Suzano, que se tornou a titular de 93,9% do capital total.

A estreia da Suzano na bolsa de valores ocorreu somente em 2012 com o objetivo de dar mais um passo para o seu crescimento e obter novos investimentos para a construção de uma planta produtiva do Maranhão. O IPO também reforçou a liquidez da companhia, que estava deteriorada por conta de aquisições anteriores como a Ripasa em 2007 e a FuturaGene em 2010.

Em 2015, já capitalizada, iniciou a produção de celulose *fluff*, além de anunciar investimentos no segmento de *tissue* e lignina. Convém ressaltar que a entrada da Suzano como membro do Novo Mercado da B3 ocorreu apenas em 2017, cinco anos depois de sua abertura de capital.

O ano de 2018 foi um divisor de águas para a Suzano. Foi nesse período em que houve o anúncio da fusão com a Fibria, resultando na criação da nova Suzano S.A. A integração das atividades das duas empresas possibilitou um ganho significativo de sinergias e eficiência entre as operações, além de transformar a companhia na maior produtora de celulose do mundo. Entretanto, a aquisição da Fibria se traduziu em um aumento significativo da alavancagem financeira da Suzano. Foi também a partir da fusão, o primeiro momento em que a família fundadora ficou com menos de 50% de participação no capital total da empresa.

Em 2021, a Suzano anunciou o início do seu maior projeto de expansão desde a sua fundação: o Projeto Cerrado, o qual aumentará a capacidade produtiva da empresa em 20% e terá o menor custo-caixa de produção por tonelada entre todas as plantas produtivas da companhia. A nova unidade está sendo construída em Ribas do Rio Pardo, no Mato Grosso do Sul, e contará com o investimento total de aproximadamente R\$ 19,3 bilhões.

Segmentos de atuação

Atividades da empresa

Com mais de 11 unidades industriais em 7 estados Brasileiros e mais de 2,5 milhões de hectares de terras em operação, sejam elas próprias, arrendadas ou de parceiros, a Suzano é referência internacional no segmento de papel e celulose. Sua presença internacional é bastante significativa, com escritórios na Áustria, Argentina, Canadá, China, EUA, Israel e Suíça. Para observar melhor a magnitude de sua operação, destacamos que o Brasil hoje possui 7,84 milhões de hectares plantados de eucalipto, pinus e demais espécies, o que significa que 31% da área utilizada para esse segmento é de usufruto da empresa. Somente em 2021, faturou mais de R\$ 41 bilhões e tem para si aproximadamente 28% do mercado internacional de fibras curtas.

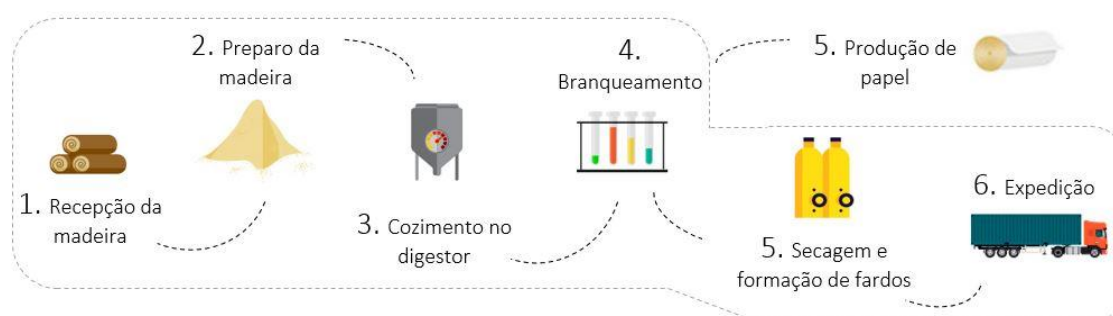
Imagem 1 – Operações da Suzano em território nacional



Fonte: Suzano

A Suzano possui uma operação majoritariamente verticalizada, abrangendo todas as etapas do processo produtivo, incluindo: I) Plantação dos ativos biológicos; II) Extração da celulose; III) Transformação de celulose em produtos como papel e biocombustível e; IV) Logística e distribuição dos produtos.

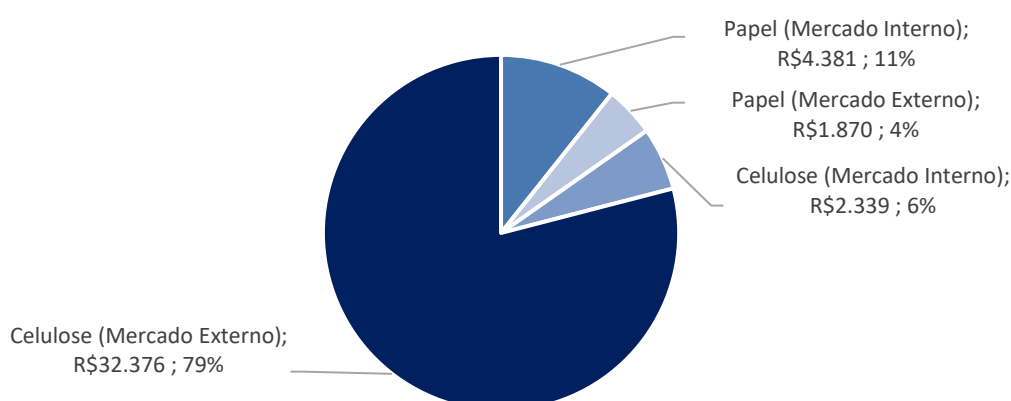
Imagem 2 – Etapas da produção de papel e celulose



Fonte: Agropós

Suas principais fontes de receita consistem na comercialização, tanto no mercado externo quanto interno, de papel e celulose. Enquanto a celulose é principalmente comercializada no mercado internacional, o papel é majoritariamente vendido no mercado interno. Em 2021, a exportação de celulose gerou uma receita de R\$ 32 bilhões, enquanto sua venda no mercado interno apenas R\$ 1,6 bilhão. Em contraste, o papel no mercado interno, no mesmo ano, contribuiu com R\$ 4,3 bilhões no faturamento, enquanto no mercado externo R\$ 1,8 bilhão.

Imagem 3 - Receita proveniente da comercialização de papel e celulose em 2021 (R\$ milhões)



Fonte: Suzano; Elaborado por: Alkin Research

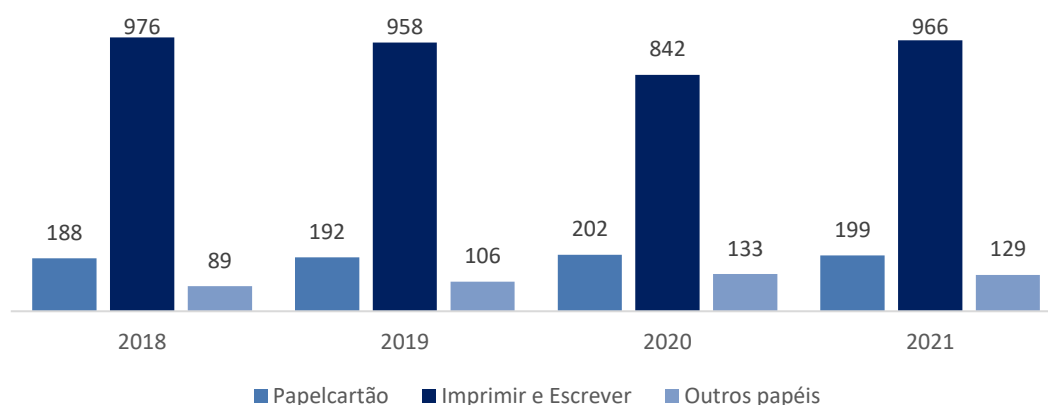
Dentre as especialidades da Suzano, temos a celulose de fibra curta, advinda do eucalipto, usada principalmente para derivados que necessitam de maior maciez e absorção, como papéis higiênicos e fraldas. Esse tipo de árvore se favorece de um tempo mais baixo de maturação, de aproximadamente 7 anos, o que se traduz em uma vantagem competitiva para a Suzano. Em contraste, algumas empresas do segmento de papel e celulose, como a Irani, se especializaram na celulose de fibra longa, derivada de coníferas, como o pinus, e tem sua utilização voltada para a produção de papéis que necessitam de mais resistência, como os utilizados para a fabricação de embalagens. Diferentemente do eucalipto, essas espécies possuem um tempo de maturação expressivamente maior, de 15 a 20 anos.

Seguindo o padrão de outras commodities, a celulose de fibra curta sofreu uma valorização significativa em 2021, ficando apenas US\$ 30 abaixo de sua máxima histórica na Europa, (US\$ 1.050 em 2008). Como consequência da crise energética chinesa e maior oferta global, o preço da celulose de fibra curta diminuiu 13% no mercado chinês no 4T21 quando comparado ao 3T21, enquanto permaneceu estável em patamares elevados no mercado europeu.

Essa diminuição, porém, não durou muito por conta de problemas na cadeia logística e o aumento da demanda no feriado prolongado do Ano Novo Chinês. Ressaltamos que a diferença de preços entre a fibra curta e fibra longa seguiu elevada, resultando em um movimento de substituição da fibra longa por fibra curta, aproximadamente US\$ 120/tonelada mais barata na Europa e US\$ 179/tonelada mais barata na China.

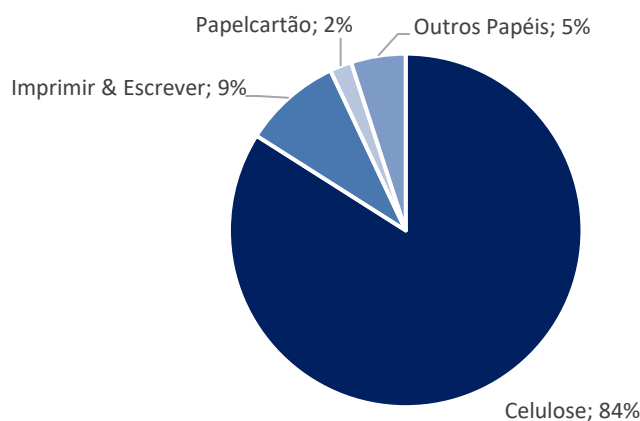
Já no ramo do papel, a empresa se divide em diversos segmentos, como: I) Imprimir & escrever, que engloba papel sulfite, papel não revestido e papel revestido; II) Papel cartão, o de maior participação entre os papéis e utilizado para produção de embalagens; III) *Tissue* e; IV) Reciclados. Vale ressaltar que os papéis são derivados de celulose e, quase sempre, usam a matéria-prima produzida pela própria Suzano.

Imagem 4 - Volume comercializado de papel (Mil toneladas)



Fonte: Suzano; Elaborado por: Alkin Research

Imagem 5 – Participação de cada segmento na receita total de 2021 (%)



Fonte: Suzano; Elaborado por: Alkin Research

Outras áreas de atuação da empresa incluem pesquisa extensiva em inovação e produtos alternativos. A empresa comercializa, além dos produtos citados anteriormente, celulose *Fluff* (contabilizada como celulose nos gráficos acima), usada em aplicações que necessitam de alto grau de maciez e de absorção, como absorventes íntimos, fraldas, tapetes para pets e materiais hospitalares. Outro produto é a lignina, um polímero de fonte renovável, que serve como alternativa para produtos de combustíveis fósseis, utilizado comumente em aplicações industriais.

A Suzano também realiza investimentos relevantes em pesquisas voltadas para o desenvolvimento de produtos sustentáveis (movimento chamado pela companhia de bioestratégia), onde são criados, testados e aprimorados produtos como: I) Celulose microfibrilada (usado em tintas, papéis, cosméticos e tecidos); II) Celulose nano cristalina (usada em óleos e gases); III) Celulose solúvel e açúcares (utilizados nas indústrias têxteis e indústrias químicas, respectivamente); IV) Biocompósitos (aplicações industriais) e; V) Bio-óleo (usado como óleo de aquecimento). Tais investimentos, além de contribuírem para um maior equilíbrio ambiental, podem impulsionar a demanda futura por celulose, beneficiando a empresa.

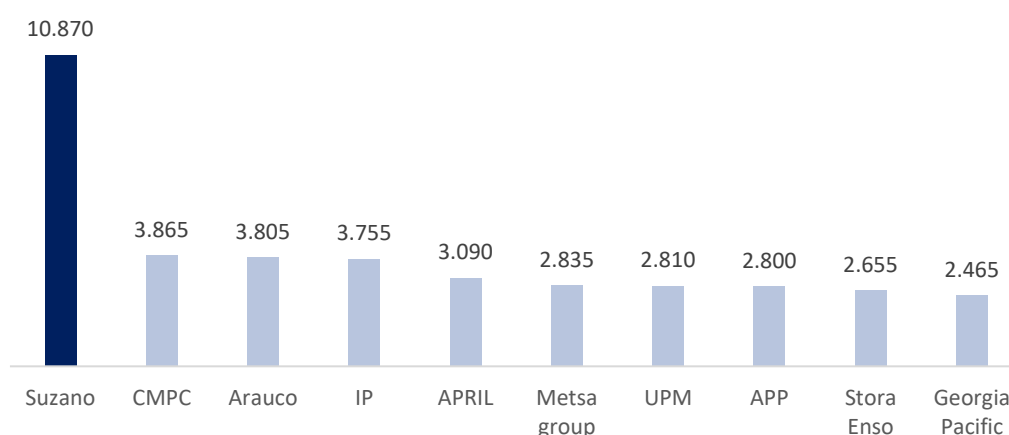
Concorrentes

Por ser uma empresa de escala mundial, a Suzano possui competidores em diversos países e continentes. Estima-se que a companhia possua aproximadamente 14% de participação no mercado global de celulose, percentual que chega a 28% quando considerado o tipo fibra-curta.

É importante salientar as vantagens geográficas, operacionais e tecnológicas da Suzano em relação aos seus concorrentes, uma combinação de fatores que permite à companhia se consolidar como a líder global no setor com o menor custo-caixa de produção do mercado (custo operacional de produção de uma tonelada de celulose).

Dentre suas principais concorrentes, destacamos: CMPC, Arauco, International Paper e April, grandes players globais na fabricação de celulose. A CMPC possui sua operação concentrada no Chile, com algumas unidades no Brasil. Especializada na fabricação de celulose de fibra-curta, é a maior competidora da Suzano. A Arauco, também latino-americana, abrange os dois tipos de fibra. A americana International Paper se destaca como a principal fabricante de celulose de fibra-longa do mundo, possuindo operação no Brasil através da comercialização de papel por meio da marca Sylvamo.

Imagem 6 –Capacidade produtiva dos principais players de celulose em 2021 (Mil toneladas)

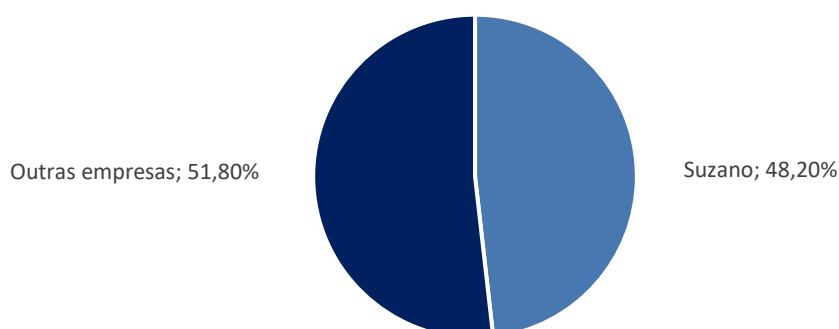


Fonte: RI das empresas; Elaborado por: Alkin Research

No entanto, a Suzano também opera no segmento de papel, principalmente no mercado interno, o que a coloca em competição com empresas no cenário nacional como a Klabin, a sua principal concorrente, e dentre outras como a Sylvamo (International Paper) e WestRock.

No que diz respeito a papéis de Imprimir e Escrever, a Suzano possui uma dominância relevante.

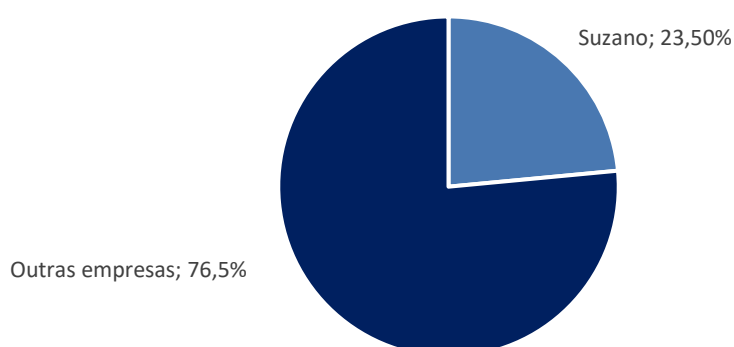
Imagem 7 –Volume de vendas de papel de imprimir e escrever no mercado interno em 2020 (%)



Fonte: Suzano; Elaborado por: Alkin Research

Já em relação às vendas de Papel Cartão, a Suzano possui um menor protagonismo com uma fatia inferior a 25% de participação total no mercado.

Imagem 8 –Volume de vendas de papel cartão no mercado interno em 2020 (%)



Fonte: Suzano; elaborado por: Alkin Research

Múltiplos

Comparada aos seus equivalentes nacionais e internacionais, a Suzano fica abaixo da média e mediana em três dos cinco múltiplos analisados. Entretanto, quando analisamos em valores em BRL, a companhia apresenta a maior capitalização de mercado. Por fim, a empresa se destaca em dois múltiplos: EV/Receita e P/VC.

Analisando comparativamente às médias setoriais, podemos utilizar a média do múltiplo EV/EBITDA, que é um bom indicativo de eficiência operacional, para auferir que a Suzano está precificada abaixo da média dos múltiplos de seus pares.

Nome	Ticker	Market cap. (BRL)	BF P/L	BF EV/EBITDA	BF EV/EBIT	BF EV/Rec	LF P/VC
Suzano Papel e Celulose SA	SUZB3 BZ	82.179.482.566,08	9,25x	6,38x	9,80x	3,43x	5,40x
Klabin SA	KLBN4 BZ	31.113.965.727,99	9,22x	7,25x	11,33x	2,85x	4,87x
Nine Dragons Paper Holdings Lt	2689 HK	19.940.940.575,24	4,71x	5,21x	7,63x	0,76x	0,56x
Shandong Sun Paper Industry JS	002078 CH	22.838.675.594,71	8,75x	7,07x	10,80x	1,30x	1,59x
Oji Holdings Corp	3861 JP	23.971.063.641,76	7,62x	6,42x	9,68x	0,82x	0,73x
Daio Paper Corp	3880 JP	11.033.200.934,89	12,70x	7,82x	15,49x	0,97x	1,08x
Stora Enso Oyj	STERV FH	76.203.538.066,31	13,38x	7,87x	11,04x	1,60x	1,35x
Empresas CMPC SA	CMPC CI	22.965.291.375,09	10,78x	5,36x	9,81x	1,21x	0,64x
Shandong Chenming Paper Holdin	200488 CH	10.955.996.570,85	3,20x	8,68x	19,45x	1,62x	0,37x
UPM-Kymmene Oyj	UPM FH	87.566.338.883,93	15,39x	9,50x	12,90x	1,75x	1,53x
Lee & Man Paper Manufacturing	2314 HK	10.671.120.044,52	4,78x	5,15x	6,77x	0,88x	0,52x
Metsa Board Oyj	METSB FH	16.811.283.865,57	10,51x	6,81x	8,48x	1,44x	1,86x
Indah Kiat Pulp & Paper Tbk PT	INKP IJ	14.564.896.709,35	--	5,18x	7,64x	1,46x	0,66x
Holmen AB	HOLMB SS	44.408.553.074,98	29,29x	17,86x	23,97x	4,54x	1,85x
Mondi PLC	MNDI LN	46.254.133.467,14	10,73x	6,75x	9,50x	1,37x	1,95x
Xianhe Co Ltd	603733 CH	14.257.923.380,42	12,36x	9,23x	11,20x	2,32x	3,14x
Navigator Co SA/The	NVG PL	12.622.434.140,02	12,77x	7,88x	11,91x	1,78x	2,30x
Média		32.256.402.271,70	10,96x	7,67x	11,61x	1,77x	1,79x
Mediana		22.838.675.594,71	10,62x	7,07x	10,80x	1,46x	1,53x
Mín		10.671.120.044,52	3,20x	5,15x	6,77x	0,76x	0,37x
Máx		87.566.338.883,93	29,29x	17,86x	23,97x	4,54x	5,40x

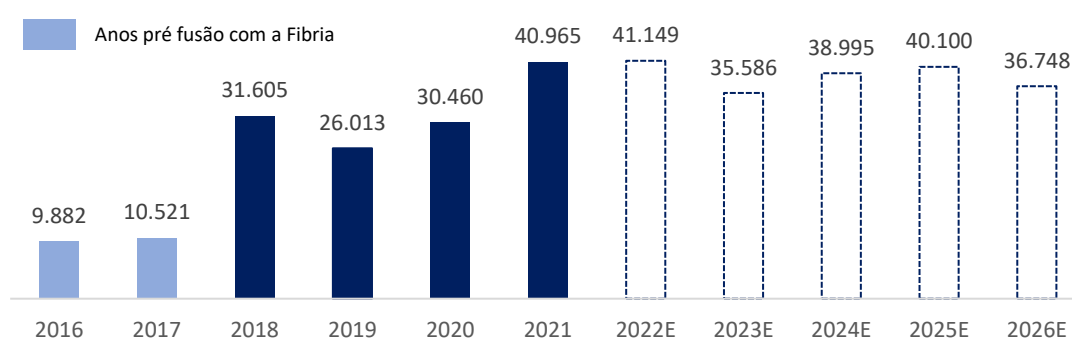
Fonte: Refinitiv – 28 de março de 2022; Elaborado por: Alkin Research

Desempenho (Cenário) atual da empresa

Receitas / Desempenho Financeiro

A Suzano apresentou, entre 2016 e 2021, um CAGR (crescimento anual composto) da Receita Líquida de 26,7%, impulsionado pela fusão com a Fibria em 2018, pela desvalorização cambial da moeda brasileira e pelo aumento de sua capacidade produtiva. Tais fatores permitiram à companhia alcançar, no ano de 2021, um faturamento líquido de R\$ 40,9 bilhões.

Imagem 9 – Receita Líquida Total da Suzano (R\$ Milhão)

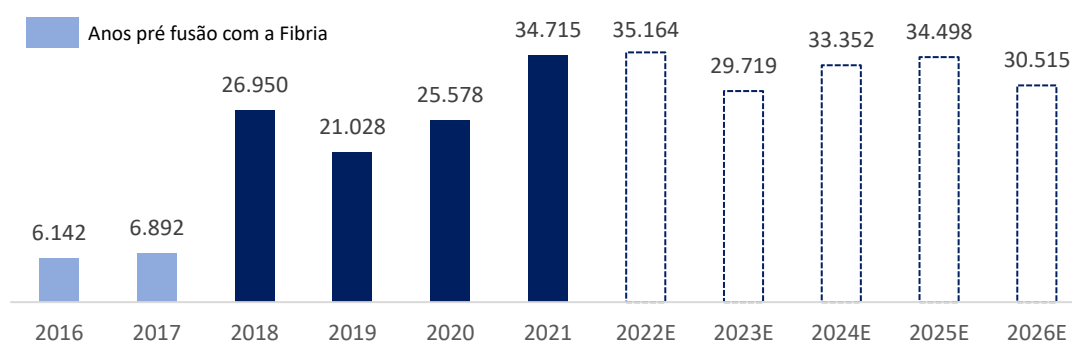


Fonte: Suzano; Alkin research; elaborado por: Alkin Research

Mesmo com o arrefecimento da demanda em virtude da pandemia, a Suzano não teve impactos negativos no faturamento dos últimos dois anos. Por ser uma empresa majoritariamente exportadora, a desvalorização cambial auxiliou a Suzano a manter o crescimento. Para efeito de comparação, a cotação média do dólar em 2019 foi de R\$ 3,94, já em 2020 chegou a R\$ 5,15 e em 2021 foi de R\$ 5,39.

Podemos observar o comportamento da receita da Suzano sobre a ótica de cada segmento. Ambos demonstraram crescimento nos últimos anos, mas com uma grande diferença. Enquanto o segmento de Celulose apresentou um CAGR de 33,5%, o faturamento do segmento de Papel cresceu em média 8,9%.

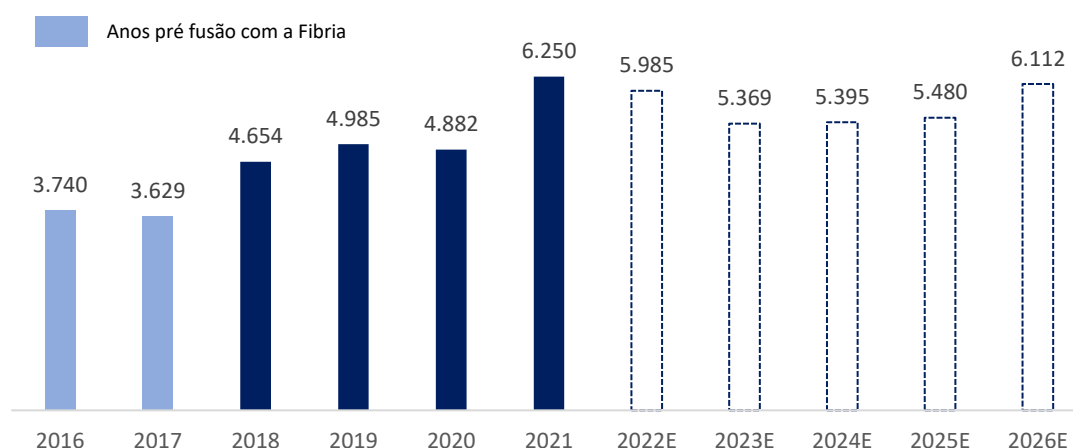
Imagem 10 – Receita Advinda da Comercialização da Celulose (R\$ Milhão)



Fonte: Suzano; Alkin Research; elaborado por: Alkin Research

As vendas do segmento de papel apresentaram um crescimento mais tímido no período, uma vez que esse não é o principal foco de atuação da empresa, além também da Fibria não ter muitas plantas produtivas de papel, o que não causou um aumento significativo na produção do produto após a fusão.

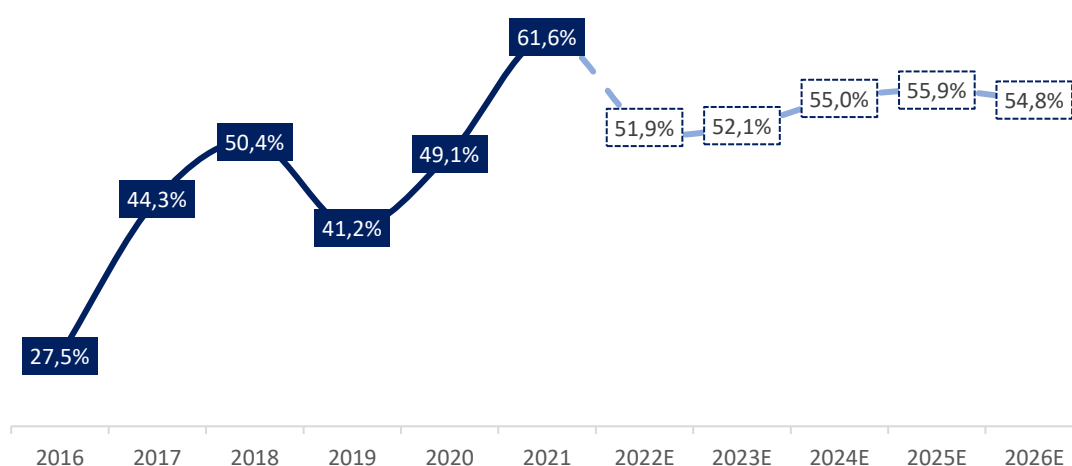
Imagem 11 – Receita Advinda da Comercialização de Papel (R\$ Milhão)



Fonte: Suzano; Alkin Research; elaborado por: Alkin Research

O ano de 2021, segundo a própria empresa, foi o melhor ano de sua história, mesmo com as pressões inflacionárias que marcaram o período. O custo-caixa de produção da Suzano cresceu durante esse período passando de R\$ 604 em 2020 para R\$ 690 em 2021, mas isso não impediu que a margem EBITDA da companhia continuasse acima de 40%.

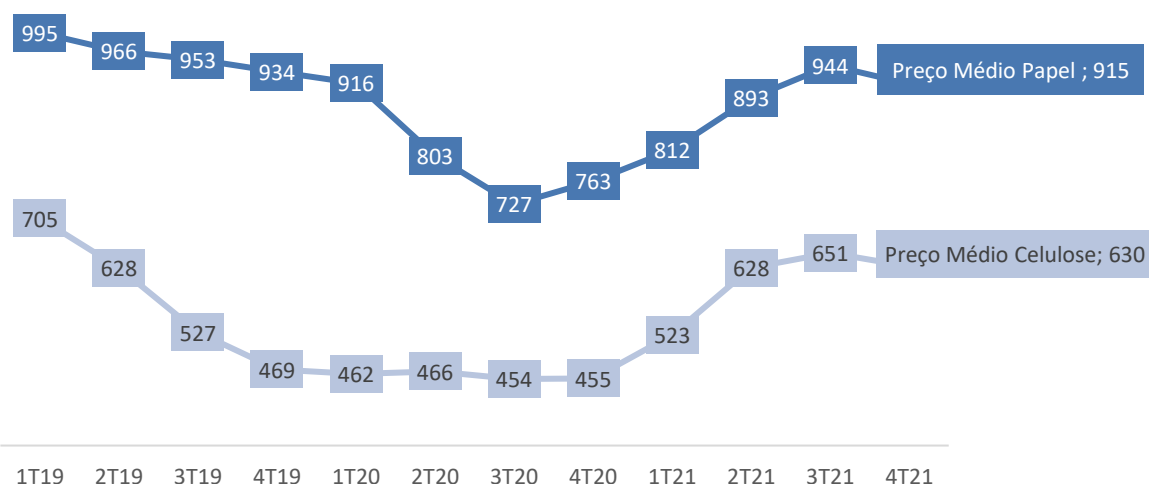
Imagem 12 – Margem EBITDA da Suzano (%)



Fonte: Suzano; Alkin Research; elaborado por: Alkin Research

O preço da celulose no mercado internacional, assim como o preço do papel, também acompanhou as pressões inflacionárias e contribuíram para que a margem operacional da empresa continuasse elevada.

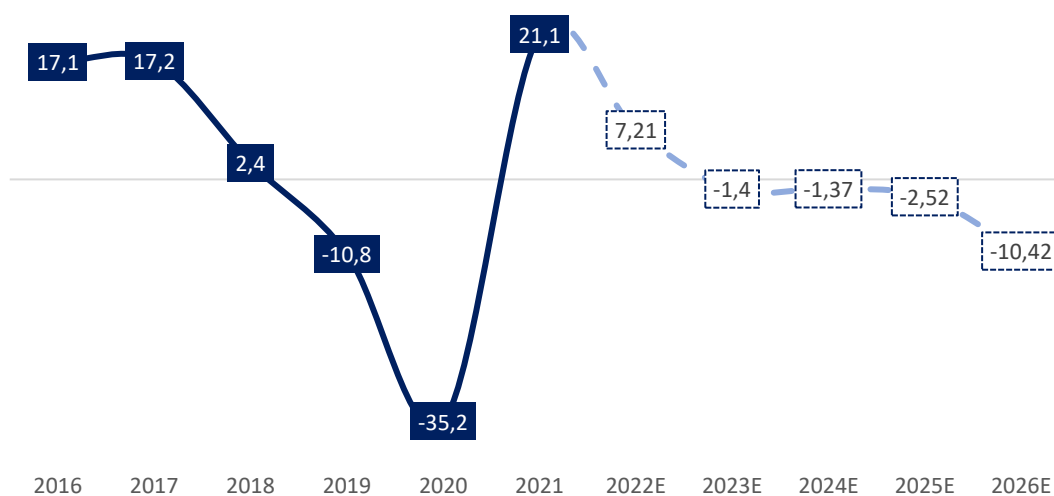
Imagem 13 - Preço do Papel e da Celulose (dólares por tonelada)



Fonte: RI Suzano; elaborado por: Alkin Research

No entanto, a margem líquida histórica da Suzano apresenta elevado grau de volatilidade em função do impacto das oscilações cambiais em seu resultado financeiro. Por outro lado, muitos desses efeitos, como a mudança no valor dos derivativos estruturados pela companhia, não representam impacto no caixa e fazem com que a margem líquida seja menos representativa.

Imagem 14 – Margem Líquida da Suzano (%)



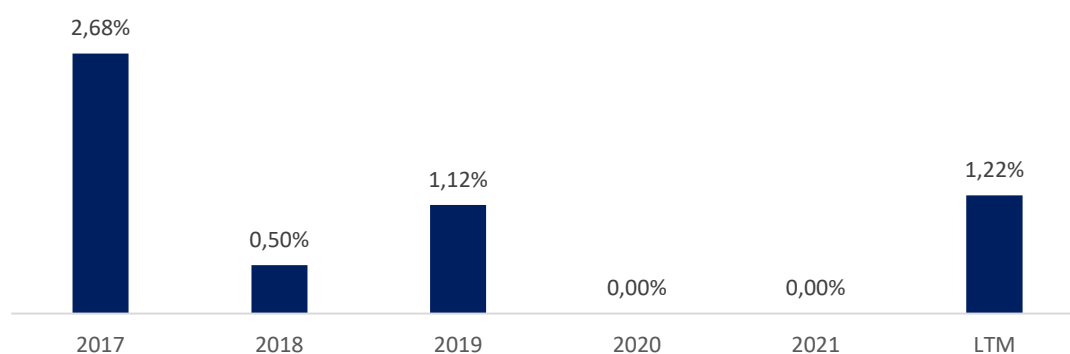
Fonte: Economática; Alkin Research; Elaborado por: Alkin Research

Proventos

A empresa possui em seu estatuto uma política de pagamento de proventos - dividendos e juros sobre capital próprio (JSCP) - que determina o pagamento, aos acionistas, de 25% do lucro líquido ajustado do exercício ou 10% da geração de caixa operacional do respectivo ano fiscal.

No entanto, declarações recentes da diretoria da Suzano não alimentam a expectativa de um pagamento regular de proventos - como é percebido através do gráfico abaixo - em função da grande influência que o câmbio tem na sua geração de lucro e de caixa, o que acaba distorcendo, muitas vezes, as demonstrações financeiras. Todavia, conforme o relatado, em anos de geração de caixa superior à esperada pela companhia, o pagamento de dividendos acima da média é iminente. Como exemplo, diante do resultado recorde do quarto trimestre de 2021, foi afirmado que um pagamento adicional deve ser discutido nas próximas assembleias.

Imagem 1 – Dividend Yield da Suzano nos últimos anos (%)



Fonte: Suzano; Elaborado por: Alkin Research

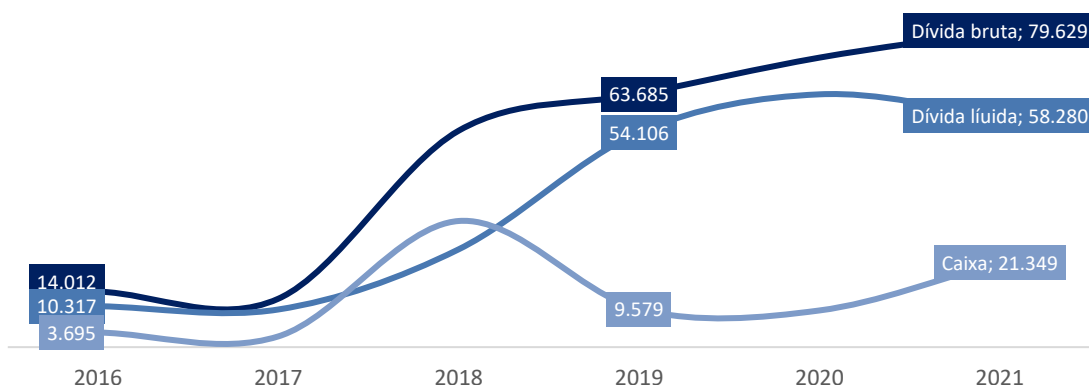
Endividamento, Caixa e Liquidez

Consideramos este um tópico bastante sensível para a Suzano, uma vez que tanto a atividade na qual está inserida quanto seu estágio operacional, implicam em investimentos elevados que se traduzem em um endividamento bruto que chegou a R\$ 79 bilhões em 2021.

Entretanto, nos últimos dois anos, a companhia foi capaz de reduzir sua dívida líquida de R\$ 63 bilhões para R\$ 58 bilhões, ao mesmo tempo em que fortaleceu sua posição de caixa em mais de 131%, alcançando a cifra de R\$ 21 bilhões.

Do total atualmente devido pela Suzano, apenas 3% consistem em vencimentos no curto prazo, permitindo maior conforto e liquidez financeira, dado que quanto maior o prazo, mais tempo a companhia possui para honrar seus pagamentos.

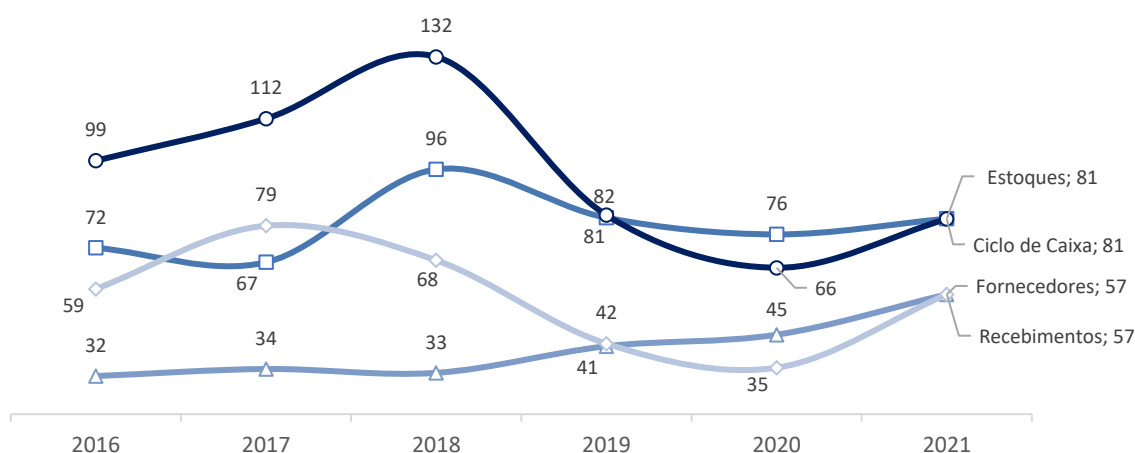
Imagem 15 – Relação entre dívida líquida, dívida bruta e caixa (R\$ milhões)



Fonte: RI Suzano; Elaborado por: Alkin Research

Nos últimos anos, a Suzano tem sinalizado uma redução significativa de seu ciclo de caixa. Nos anos anteriores a 2018, era possível observar um prazo de quase 100 dias. Em 2019, após a compra da Fibria, conseguiu reduzi-lo para 81 dias. Com a pandemia em 2020, o ciclo financeiro atingiu 66 dias, com um prazo médio de recebimento de apenas 35 dias. O principal motivo dessa evolução consiste na diminuição dos prazos dados na venda, uma vez que a menor oferta global da commodity sucumbiu qualquer poder de barganha dos clientes da Suzano. Com a pandemia já controlada, os números mais recentes indicam uma tendência de normalização em 2022, o que pode afetar negativamente os próximos fluxos de caixa operacionais.

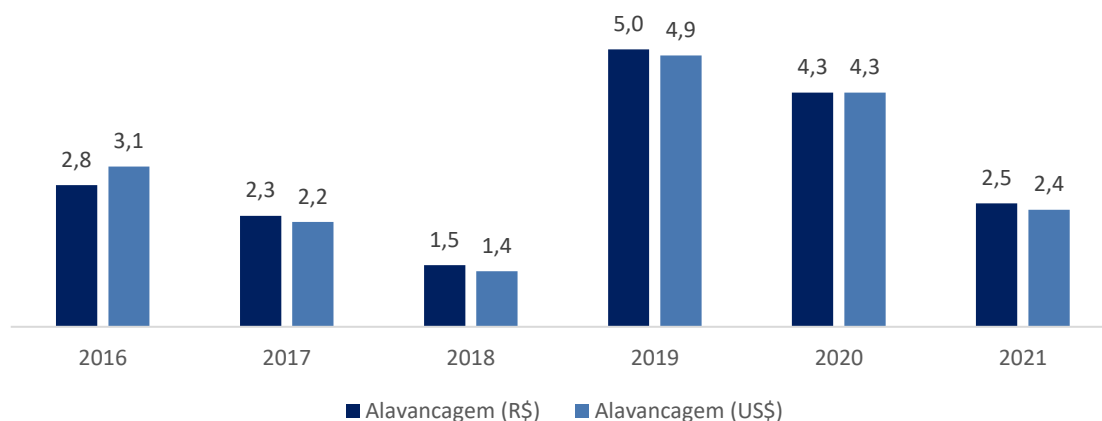
Imagem 16 – Ciclo de caixa e seus componentes (dias)



Fonte: Economática; Elaborado por: Alkin Research

Além da evolução operacional proveniente da fusão com a Fibria, o crescimento orgânico da Suzano permitiu a diminuição de sua alavancagem financeira, uma vez que os recursos captados foram investidos de maneira eficiente em direção a um melhor resultado financeiro. Como consequência, a relação entre a Dívida Líquida e o EBITDA, que chegou a 4 vezes em 2019 e 5 vezes em 2020, diminuiu consideravelmente para apenas 2,5 vezes em 2021.

Imagem 17 – Alavancagem da Suzano medido pela Dívida Líquida / EBITDA em moeda nacional e estrangeira

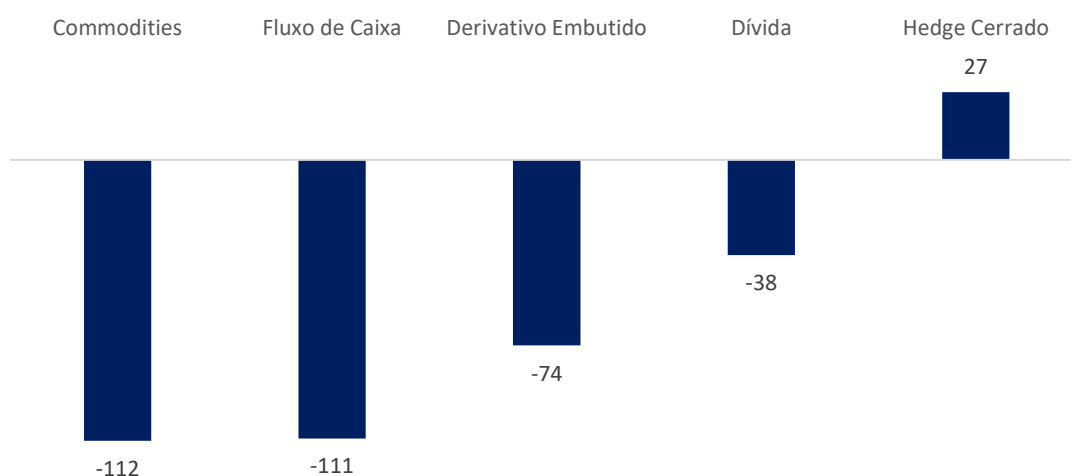


Fonte: Suzano; Elaborado por: Alkin Research

Destacamos que a companhia busca contrair dívidas no exterior, uma vez que sua principal fonte de receita advém da exportação, fazendo com que o fluxo de capital seja majoritariamente denominado em moeda norte-americana. Essa decisão permite que a Suzano diminua seu risco com variações cambiais e concilie seus pagamentos de financiamentos com seus recebimentos. Em 2021, 83% da dívida da Suzano estava denominada em moeda estrangeira.

Buscando ampliar sua proteção às variações cambiais, a empresa pratica uma série de instrumentos derivativos capitaneados pela política de Zero Cost Collar (ZCC), que tem como objetivo "travar" o preço do câmbio em limites mínimos e máximos para se proteger de uma volatilidade acentuada do Real. Adicionalmente, a empresa possui outras estratégias de derivativos para se proteger das influências do câmbio em suas dívidas e amenizar os prejuízos causados por uma possível desvalorização da celulose em sua receita.

Imagem 18 – Resultado Financeiro gerado por cada estratégia de Hedge em 4T21 (R\$ Milhão)



Fonte: Suzano; Elaborado por: Alkin Research

ESG

A perpetuidade das operações da Suzano depende do modo como a empresa e o mundo se relacionam com a natureza e a sociedade. A partir dessa preocupação, a companhia tem ampliado continuamente suas práticas ESG, tornando-se referência nacional no assunto.

E (Environmental / Meio Ambiente)

Mesmo com grande parte da operação relacionada à plantação e ao corte de árvores, a Suzano mantém 1,3 milhão de hectares de floresta plantada e 900 mil hectares de áreas de vegetação preservadas, comprovando sua preocupação com a manutenção dos biomas brasileiros. Essa preservação também possibilitou que a Suzano tivesse um saldo de carbono negativo, uma vez que captura 15 milhões de toneladas de CO₂ a mais do que as toneladas emitidas. Além disso, planeja que, até 2025, já tenha sequestrado 40 milhões de toneladas de carbono da atmosfera.

Almejando se tornar ainda mais sustentável, a Suzano tem estabelecido metas de longo prazo alinhadas aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da Organização das Nações Unidas (ONU), tais como: I) Ofertar 10 milhões de toneladas de produtos de origem renovável que substituam plásticos e derivados do petróleo; II) Aumentar a disponibilidade hídrica em 100% nas bacias hidrográficas críticas e reduzir em 15% a água captada nas operações industriais; III) Reduzir em 70% os resíduos sólidos industriais e; IV) Aumentar em 50% a exportação de energia renovável até 2030.

Os dois últimos anos também marcaram eventos importantes na caminhada ESG da Suzano. Em 2020, ofertou o seu primeiro título de dívida atrelado ao atingimento de causas sustentáveis (*Sustainability Linked Bond*), no valor de US\$ 1,25 bilhão. Em 2021, ingressou na SBTi (*Science Based Targets initiative* - Iniciativa de Metas Baseadas na Ciência) com foco na política de desaceleração do aquecimento global, reiterando seu compromisso ESG.

Como reconhecimento global de suas políticas ambientais, em 2021 a Suzano passou a fazer parte do Índice Dow Jones de Sustentabilidade de Mercados Emergentes - DJSI EM - (que conta com apenas 10 empresas brasileiras) e do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3.

S (Social)

A Suzano não se limita às questões ambientais, com boas práticas também observadas na pauta de diversidade e a inclusão social em sua rede de colaboradores. Apesar de já possuir níveis igualitários de diversidade racial na operação (54% de negros dentre os colaboradores em 2020), o número de mulheres e negros em cargos de liderança na empresa ainda é aquém do desejado, implicando em uma meta de 30% de representatividade deste grupo em cargos acima de gerentes funcionais até 2025. Para tanto, a empresa tem remodelado seus processos seletivos de funcionários com esse objetivo, incluindo ainda o público LGBTI+ e pessoas com deficiência.

Os números dos processos de contratação de 2020 já demonstraram avanços significativos, como 205 inscrições de pessoas com deficiência – quase 4 vezes o volume de 2019. Ademais, no

que tange à segurança dos colaboradores, calcularam-se reduções de 68% na taxa de gravidade das ocorrências relacionadas a acidentes e de 25% no volume de acidentes durante o trabalho.

G (Governança)

A família dos fundadores da Suzano ainda possui 41,2% de participação na empresa, o que faz com que possuam forte influência na gestão e estratégia da empresa, mantendo sua característica de “empresa familiar”. Entretanto, a parcela majoritária das ações (53,4%) está em livre circulação no mercado, permitindo à Suzano compor o segmento de Novo Mercado da B3, com 100% de Tag Along (cláusula que permite que acionistas minoritários alienem suas ações em conjunto com sócios majoritários em caso nas mesmas condições e preços ofertados).

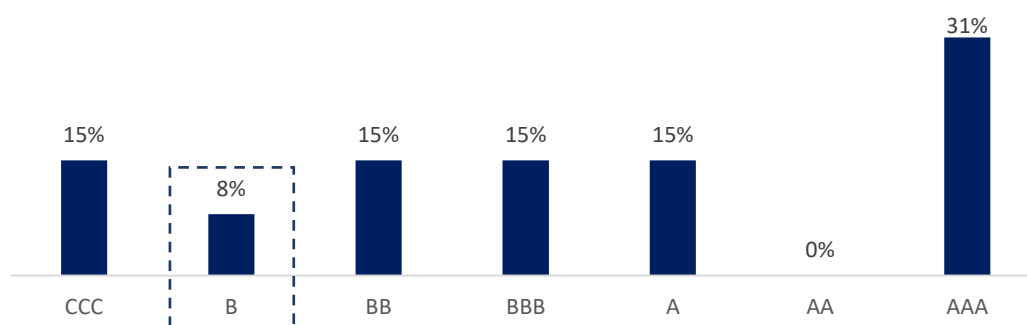
Ademais, é importante ressaltar que, apesar da grande concentração acionária da família Feffer, a Suzano possui uma gestão profissional, com atuação de membros da família restrita ao Conselho de Administração. O atual CEO e Presidente da Suzano, Walter Schalka, é engenheiro formado pelo ITA e pós-graduado na FGV, IMD e Harvard, além de ter presidido a Votorantim Cimentos. Enquanto isso, David Feffer, membro da família fundadora, preside o Conselho de Administração tendo seu irmão Daniel Feffer como vice. A dupla ainda marca presença em outros Conselhos da Suzano, como Sustentabilidade e Gestão e Finanças.

Um destaque positivo da governança da empresa é que a remuneração variável de seus líderes está atrelada ao atingimento de metas de longo prazo, conforme detalhado acima.

Ratings

Apesar dos significativos avanços e do sucesso em diversos aspectos ESG, os ratings MSCI da Suzano estão abaixo da classificação de outras 12 empresas do setor analisadas pelo MSCI a nível global. A Klabin, por exemplo, possui uma classificação BB, superior à B obtida pela Suzano. Segundo o relatório, a classificação é justificada pela empresa estar atrás do setor no que tange a comportamento corporativo, biodiversidade e uso da terra, gestão de trabalho, emissões tóxicas e desperdício e fontes de matérias-primas. No entanto, espera-se que o rating seja reavaliado para considerar as novas metas e resultados atingidos pelo ESG da empresa

Imagem 19 – Distribuição das Empresas do Setor dentre os ratings MSCI de ESG



Fonte: MSCI; Elaborado por: Alkin Research

Nossa tese de investimento

Visão sobre a empresa

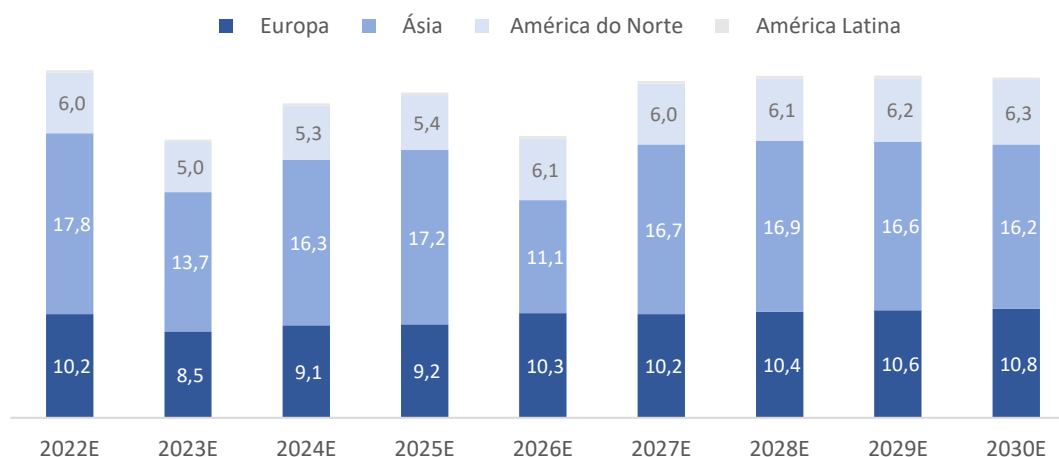
Acreditamos que a Suzano é uma companhia extremamente sólida e com potencial de expandir ainda mais os seus mercados nos próximos anos. Com um vasto histórico de experiência e tradição no setor, é líder global no segmento de Papel e Celulose, sendo referência em inovação, sustentabilidade e eficiência produtiva. Apesar de ser uma empresa antiga no setor e de caráter familiar, não vemos qualquer sinal de acomodação. Atualmente, a Suzano conta com uma gestão profissional que traz inovações e crescimento a cada ano, principalmente no tema ESG.

A fusão com a Fibria em 2018 foi talvez o movimento estratégico mais importante da história da companhia, e consolidou a empresa como detentora de 28% do market-share global de fibra curta. Por ser um acordo relativamente recente, ainda esperamos que sinergias provenientes da fusão sejam capturadas de forma residual nos próximos trimestres. Segundo a Suzano, em 2020 a fusão já havia permitido um corte de custos de aproximadamente R\$ 1,3 bilhão.

Excelência Operacional. O perfil verticalizado da operação da Suzano, somado à sua escala global, condições climáticas favoráveis e de pesquisa genética bem-sucedidas, permitiram à empresa o título de menor custo-caixa de produção do mundo, tornando a eficiência operacional um de seus pontos fortes e diferenciais competitivos.

Surfando a tendência. Acreditamos ainda que a empresa deve se beneficiar amplamente do aumento da demanda por celulose de fibra que ocorrerá nos próximos anos. O constante avanço da urbanização mundial, somado ao crescente acesso da população global ao saneamento básico, impulsionam a demanda por papel *tissue*, e conseqüentemente o volume de vendas da commodity da Suzano. Adicionalmente, há uma forte perspectiva de aumento da demanda por embalagens devido ao crescimento exponencial projetado para o setor de e-commerce nos próximos 5 anos.

Imagem 20 – Projeção da Receitas da Suzano por região (R\$ Bilhões)



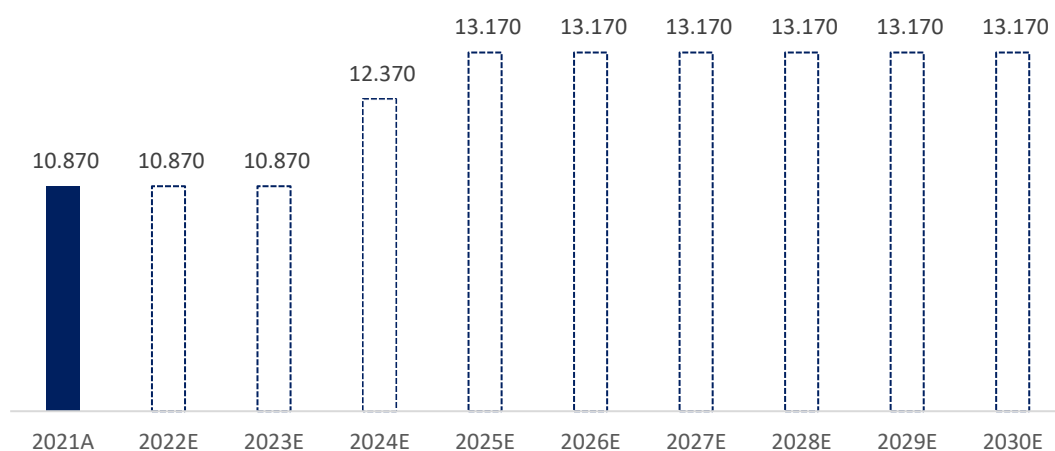
Fonte: Projeções Alkin Research.

Não menos importante, a tendência secular de substituição do plástico complementa os grandes catalisadores que vislumbramos para a companhia. Dezoito países, incluindo Brasil, Estados Unidos, Austrália, além de toda a União Europeia, já anunciaram o banimento de plástico de uso único a partir de 2030.

Proteção e diversificação. O caráter exportador da Suzano implica em uma elevada exposição cambial, permitindo um benefício (e consequentemente proteção ao acionista) em períodos de depreciação da moeda brasileira. Acreditamos ainda que a característica global da companhia permite relativa independência sobre o nível de atividade econômica do Brasil, tendo maior correlação com o crescimento global.

Uma empresa em constante expansão. O Projeto Cerrado anunciado pela empresa é mais uma forma de mostrar o seu potencial de crescimento e inovação constante. Com o projeto, a capacidade produtiva da Suzano deve aumentar substancialmente a partir de 2025, impulsionando ainda mais o volume de vendas de papel e de celulose e consequentemente as receitas da companhia. Com isso, a dominância no cenário internacional, que já é grande, provavelmente ficará ainda maior.

Imagem 21 – Capacidade Produtiva da Suzano (Mil toneladas)



Fonte: Suzano; Projeções Alkin Research; Elaborado por: Alkin Research

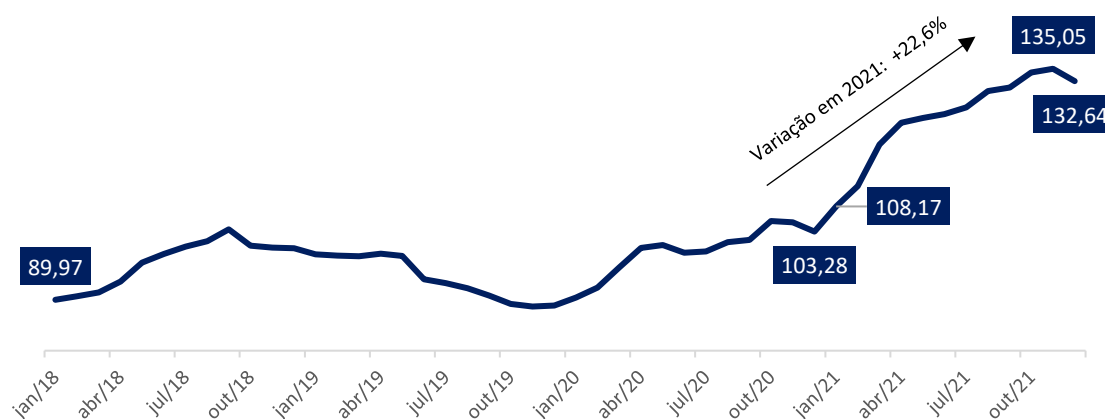
Acreditamos que a companhia está extremamente bem-posicionada no setor de Papel e Celulose e na indústria como um todo. A demanda sem dúvidas é um componente que exige menos preocupação em nossa tese de investimento, uma vez que a Suzano possui um produto atrelado a necessidades básicas e de baixa disrupção. O risco de novos entrantes no cenário competitivo também se mostra pouco relevante, uma vez que um novo processo produtivo demanda no mínimo 7 anos para maturação do plantio de eucalipto. Canalizamos nossa atenção para o potencial de crescimento da economia global e para o preço de mercado da celulose, variáveis que em nossa interpretação oferecem maior risco para a tese de investimento na empresa.

Catalisadores Positivos

Existem dois tipos de catalisadores positivos que podem impulsionar o crescimento e o valor intrínseco da empresa. No que diz respeito ao cenário macro, temos dois fatores principais: 1) O preço do papel e da celulose, que em caso de aquecimento da demanda pode chegar a níveis ainda mais elevados e permitir um melhor desempenho financeiro da Suzano e; 2) Independente de uma eventual apreciação das commodities, a companhia pode se beneficiar com uma possível depreciação do Real. Além disso, é importante citar tanto o potencial de aumento na capacidade produtiva através do Projeto Cerrado, quanto ganhos de produtividade advindos de avanços tecnológicos e novas técnicas de cultivo. Acreditamos ainda que a negociação de créditos de carbono pode representar um importante segmento da empresa no futuro, com potencial ainda não precificado pelo mercado.

Preços em níveis recorde. É possível analisar a tendência de crescimento dos preços praticados por produtores de papel no Brasil, a qual esperamos que perpetue nos próximos anos e que possa ser um catalisador importante para a companhia. Nota-se que, além de um crescimento no médio prazo, apenas em 2021 houve um incremento de 22,6%.

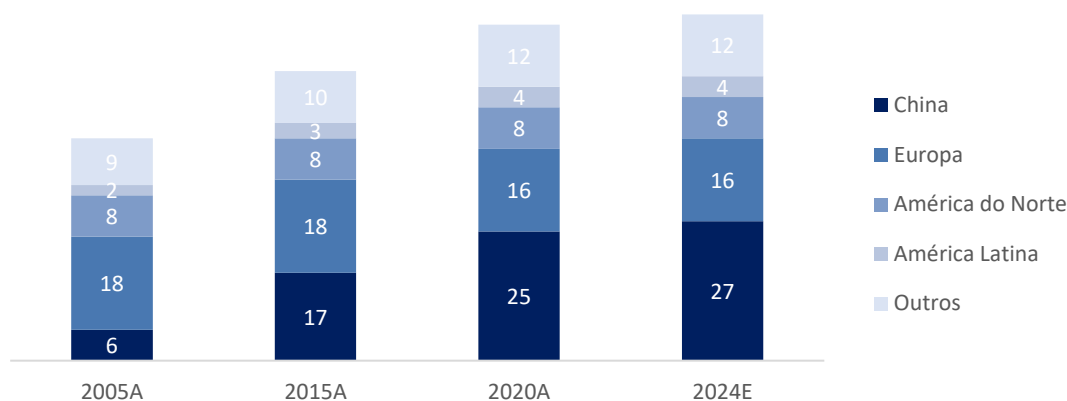
Imagem 22 – Evolução do preço de mercado do Papel – Base 100 em dezembro de 2013.



Fonte: Ipeadata; Elaborado por: Alkin Research

Potencial de crescimento da demanda. Dentre as principais regiões consumidoras de celulose, espera-se que China e Europa mantenham a liderança, representando, respectivamente, uma parcela de 40,3% e 23,9% do mercado em 2024. Um ponto especial sobre a China que pode aumentar a sua procura pelo papel *Tissue* da Suzano é o seu acelerado processo de urbanização, que deve fazer a população consumir mais produtos de higiene, como o papel higiênico, derivado do *Tissue*. Ademais, segundo o CFO da Suzano, o consumo per capita desse tipo de produto na China ainda é bastante inferior ao de países mais desenvolvidos, como os europeus, o que cria um espaço para consolidação que deve beneficiar a Suzano nos próximos anos.

Imagem 23 – Demanda por Celulose por Região (milhões de toneladas)

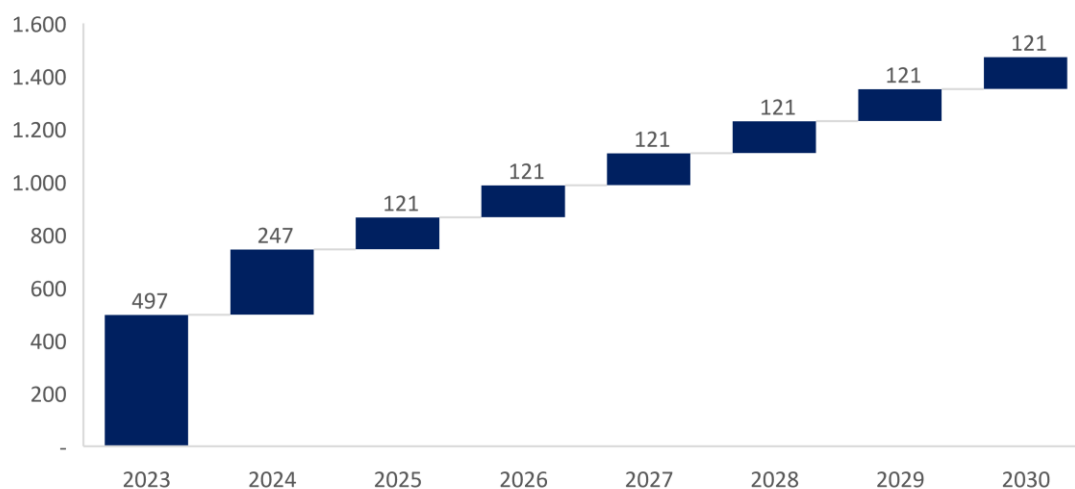


Fonte: Suzano; Elaborado por: Alkin Research

Performance Operacional. Com o Projeto Cerrado, esperamos que a Suzano se torne ainda mais competitiva com a redução de custos via economias de escala. Em conjunto com as expectativas de demanda elevada, a nova unidade deve permitir retornos elevados sobre o investimento projetado de R\$ 19,3 bilhões.

Créditos de Carbono. O mercado de CO2 tem crescido bastante nos últimos anos e pode significar uma nova fonte de receita para a Suzano, que é carbono-negativa. Até o momento, a companhia já sequestrou mais de 15 milhões de toneladas de carbono, e deve apresentar um crescimento de 266% até 2025. Considerando um preço médio projetado (conservador) para o crédito de carbono em R\$ 22 por tonelada, o potencial a ser gerado pela Suzano chega à soma de R\$ 1 bilhão nos próximos 4 anos.

Imagem 25 – Projeções de Receita Advinda da Comercialização de Créditos de Carbono (R\$ Milhões)



Fonte: Alkin Research

Por fim, sabe-se que recentemente a empresa começou a utilizar um eucalipto geneticamente modificado, que permite o uso de herbicidas nas plantações. Segundo nota da empresa: “A tecnologia permitirá um uso mais eficiente do produto nos plantios, reduzindo os custos de insumos e a pegada de carbono, bem como criando melhores condições para os trabalhadores do campo”. Podemos usar esse comentário recente emitido pela companhia como evidência de sua propensão a utilizar-se de novos métodos de cultivo que aumentem sua produtividade, um catalisador bastante positivo para o aumento das margens da empresa.

Riscos

A operação da Suzano está suscetível a diferentes riscos, tais como: I) A variação dos preços dos seus produtos no mercado internacional e nacional; II) Oscilações cambiais, principalmente no que tange à valorização do Real; III) Recessões econômicas dos principais países clientes e; IV) Aquecimento global, que pode intensificar a ocorrência de secas no país e prejudicando a produtividade das plantações.

O que acontece se a demanda não acompanhar a oferta? A Suzano possui como principais clientes globais a China, Europa e América do Norte, e desacelerações econômicas nessas regiões podem impactar os seus consumos de celulose e de papel de diferentes tipos, o que reduziria o volume de exportações da companhia. Além disso, flutuações significativas nos preços dos produtos, uma vez que a Suzano não tem controle sobre eles, também podem gerar diminuições nas suas receitas.

Caso a demanda do mercado por celulose não cresça o suficiente para acompanhar a elevação da produção causada pelo Projeto Cerrado a partir de 2024, um excesso de oferta pode ser gerado, levando os preços a convergirem para patamares mais baixos. Paralelamente, outras empresas concorrentes da Suzano têm anunciado projetos de expansão em suas operações, como a Bracell, com o projeto São Paulo, que tem uma capacidade estimada de extração de 1,5 milhão de toneladas de celulose, e a UFM, no Uruguai, com um projeto que deve agregar 2,1 milhões de toneladas anuais.

Entretanto, acreditamos que a forte tendência de substituição do plástico e o número cada vez maior de aplicações da celulose tendem a contribuir para que a demanda seja capaz de acompanhar os referidos incrementos na capacidade da oferta nos próximos anos.

O Risco Cambial. Os investidores também devem analisar com cautela a influência que as oscilações cambiais possuem sobre os resultados da empresa. Por um lado, caso haja uma apreciação do Real em relação ao Dólar, as receitas de exportações da empresa tendem a diminuir. Por outro, caso o Real se deprecie em relação ao Dólar, uma série de custos dolarizados da empresa tendem a aumentar e a pressionar suas margens. Aproximadamente 90% da dívida da empresa é dolarizada, e quaisquer variações negativas do real seriam responsáveis por aumentar bruscamente as suas despesas de juros.

Em conclusão, avaliamos que o saldo final dos efeitos provenientes da desvalorização do real em relação ao dólar é positivo para a Suzano, uma vez que o efeito sobre o faturamento no mercado

externo mais do que compensa o aumento dos custos operacionais dolarizados – como gastos com combustível e outras commodities – e das despesas financeiras da companhia.

Risco Climático. Enquanto o aquecimento global pode prejudicar o crescimento de longo prazo da empresa, expectativas de secas em algumas regiões do país nas quais a Suzano possui operações podem reduzir a quantidade de madeira produzida já em 2022. Paralelamente, eventuais perdas florestais (até mesmo por concorrentes) podem se traduzir em aumento de preços devido à redução na oferta da commodity.

Valuation

O último ano não foi dos melhores para as ações da Suzano, garantindo um retorno de apenas 2,68% a seus acionistas. Já em 2022, considerando o início do ano até 01 de abril, as ações acumularam uma queda de 9,82%. Consideramos que a maior justificativa dessa queda está relacionada à valorização do Real no período, que conforme explicamos ao longo do relatório, tende a afetar negativamente a empresa.

Entretanto, nossa análise é de que o mercado não está precificando as ações da Suzano de forma adequada, ainda que seja considerada a recente valorização da moeda brasileira. Considerando projeções conservadoras sobre o crescimento projetado para a empresa nos próximos anos, chegamos a um valor justo de R\$ 74,00 para as ações #SUZB3 através de nossa análise de fluxo de caixa descontado. Trata-se de um potencial de valorização de 36,5% sobre a cotação observada no fechamento de 01 de abril de 2022 (R\$ 54,21).

Cenário Base

Em nosso cenário base, avaliamos a ação como mencionada acima, em R\$ 74,00. Consideramos neste modelo que a empresa terá um CAGR (Crescimento Anual Composto) da Receita Líquida de 0,8% até 2030, valor este que é relativamente baixo, porém que reflete nossas estimativas conservadoras sobre a normalização do preço da celulose após o bom momento em 2021.

Neste cenário, também identificamos uma manutenção da margem EBITDA em patamares acima da média histórica, em aproximadamente 55%, principalmente em função dos ganhos de produtividade obtidos nos dois últimos anos. A margem bruta, que foi de 49,68% em 2021, deve passar ultrapassar 50% apenas em 2028, e se manter nesse nível nos anos seguintes.

Em relação aos múltiplos, a empresa é negociada a um EV/EBITDA de cerca de 5,5x, em linha com a média histórica, mas que deve se esticar nos próximos anos chegando a 8,6x em 2023 diante da expectativa com o aumento de capacidade, alcançando o patamar de 7,0x a partir de 2027, período em que o Projeto Cerrado terá alcançado 100% de sua capacidade.

Worst Case

Caso o pior cenário se realize, avaliamos o preço do papel #SUZB3 em R\$ 56, ainda permitindo uma valorização de 1,03% sobre a cotação atual (R\$ 57,17). Dessa forma, podemos considerar que as ações da empresa atualmente refletem o pior cenário projetado, ainda que este possa ser deteriorado e permitir uma queda mais acentuada das ações.

Em nosso *Valuation Worst Case* consideramos uma diminuição significativa das margens, com uma contração de mais de 3% na margem EBITDA média, além de uma redução de mais de 5% na margem EBIT dos próximos anos. Essa redução visa refletir consequências tanto de uma desvalorização do preço da celulose, que afeta diretamente a receita, porém que não diminui os custos de produção, quanto a manutenção do dólar em R\$ 4,70 nos próximos anos, uma vez que a Suzano é uma empresa exportadora e que recebe em Dólar.

Best Case

Já no melhor cenário, observamos evoluções consideráveis nas margens da Suzano e em sua receita, visando refletir ganhos ainda maiores de eficiência operacional e da perpetuidade do nível (elevado) de preços atual pelos próximos anos. Neste cenário, avaliamos o papel #SUZB3 em R\$ 92,00 com um upside de 69,7% em relação à sua cotação atual (R\$ 54,21).

Dentre os eventos que permitiram o aumento no CAGR da receita, de 2021 até 2030, para 1,24%, consideramos a recuperação do dólar americano acima de R\$ 5,70 a partir de 2023. Também foi considerado um aumento significativo no preço da celulose na Ásia, que faz com que a receita suba de R\$ 40,9 bilhões, em 2021, para R\$ 49,4 bilhões em 2022.

Conforme citado acima, o melhor cenário indica um aumento considerável do preço da ação, o que acaba implicando em um aumento dos múltiplos, como o EV/EBITDA, que atinge 9x em 2023, mas que acaba se estabilizando entre 8x e 7x nos anos seguintes.

Premissas utilizadas

Para calcular o valor da empresa na perpetuidade, utilizamos como taxa de crescimento constante (G) o PIB nominal projetado de longo prazo do Brasil (4,6%), e para descontar todos os fluxos de caixa projetados à valor presente, inclusive o da perpetuidade, usou-se um WACC nominal de 11,2%. Ao sensibilizar essas premissas, percebe-se que o preço no pior cenário (WACC 12,2% e G 3,5%) seria inclusive superior ao preço atual de R\$ 54,21. Já no cenário considerando WACC de 10,2% e crescimento na perpetuidade 5,5%, o valor seria de R\$ 94,66.

Imagem 26 – Matriz de Sensibilidade do Preço Alvo em Relação ao G e ao WACC

		G				
		3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
WACC	12,2%	57,25	61,29	65,94	71,35	77,70
	11,7%	60,41	64,62	69,46	75,08	81,69
	11,2%	63,71	68,09	73,12	78,96	85,83
	10,7%	67,14	71,70	76,93	83,01	90,16
	10,2%	70,72	75,45	80,90	87,22	94,66

Fonte: Alkin Research

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 reapresentações 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.