

# Fibra

31 de janeiro de 2017

## Resultado 4T16: resultado fraco; bons números por vir

A Fibria apresentou um resultado fraco no 4T16 com receitas de BRL 2.534 MM, 10% maior que o 3T16, porém 15% abaixo do mesmo período do ano passado, indo na direção contrária à performance do setor ao final do ano. Os embarques globais de celulose subiram 6,4%, chegando a 12.7 MT comparado ao mesmo trimestre de 2015; e as exportações brasileiras de celulose aumentaram 9%, para 3,2MT na mesma base comparativa. Outro fator positivo refere-se aos estoques globais que se mantiveram abaixo da média de 2016 de 37 dias, em 35 dias. Adicionalmente, o spread entre a celulose de fibra curta e a celulose de fibra longa ficou em aproximadamente USD 150, acima dos valores históricos, o que também impulsionou a demanda por celulose de fibra curta. Entretanto, a Fibria reportou um EBITDA de BRL 804 milhões, subindo 6% t/t, mas caindo 50% a/a, com sua margem EBITDA chegando a 36% (-1 p.p. t/t e -18 p.p. a/a) excluindo as vendas de celulose do acordo com a Klabin. A empresa fechou o período com um prejuízo líquido de R\$ 92 milhões, contra um lucro líquido de BRL 32 milhões no 3T16 e BRL910 milhões no 4T15.

**Volume maior afetado por preços mais baixos.** O volume de vendas melhorou 9,9% t/t e 21,1% a/a, em consequência de uma maior demanda na Ásia e menor estoque global, fechando em 1.584 mil toneladas. A melhora no volume de vendas levou a aumentos de preços no fim do ano passado e dois outros em janeiro e fevereiro deste ano. Desta maneira, o maior volume vendido durante o período levou a um aumento em receitas comparado ao trimestre anterior de 10%, para BRL 2,534 mm, mas preços mais baixos de celulose derrubaram a receita em 15% a/a.

**Custo-caixa impactado por paradas de manutenção e madeira de terceiros.** Durante o trimestre, o custo Caixa ficou em BRL 727/t, um aumento de 14% comparado ao 3T16, principalmente devido a (i) o impacto das paradas programadas, (ii) maiores despesas com pessoal, e (iii) maiores gastos com químicos e energéticos. Na comparação anual, o custo caixa de 2016 foi também marcado pelas paradas de manutenção e por maior custo com transporte de madeira (raio médio), fechando em BRL 680/t (ante BRL 618/t em 2015). Excluindo os efeitos de manutenção, o custo caixa teria crescido 4,5%, abaixo do IPCA.

**Margem EBITDA em queda.** Mais uma vez, a margem EBITDA caiu e ficou em 32% (-1,2 p.p. t/t e -22,6 p.p. a/a). O EBITDA ficou em BRL 804 mm, subindo 6% em comparação ao trimestre anterior, mas caindo 50% comparado ao mesmo período do ano passado, principalmente em razão de uma queda de 30% no preço médio da celulose no período. O volume de vendas impactou positivamente, apesar de minimizado pelo real fortalecido perante o dólar.

**Resultado Financeiro e Alavancagem.** Passando pelas mesmas decorrências do trimestre anterior, o resultado financeiro veio negativo em BRL 197 mm, devido ao resultado positivo com as operações de hedge, elevação da taxa de juros com as novas dívidas e o aumento da apropriação dessas despesas. Consequentemente, a Fibria apresentou um prejuízo líquido de R\$ 92 milhões, contra um lucro líquido de R\$ 32 milhões no 3T16 e R\$ 910 milhões no 4T15. Com relação ao endividamento, a dívida bruta ficou em BRL 16.153 mm representando um aumento de BRL 835 mm vindos do BNDES, BRL 269 mm do ECA Finnvera, BRL 109mm do FDCO e novas emissões de CRAs, que somaram BRL 1,25 bi, todos liberados de acordo com o cronograma do Projeto Horizonte II. A dívida líquida/EBITDA ficou em 3,06x em reais e 3,3x em dólar pro período.

**Outlook.** Continuamos otimistas com a capacidade da Fibria de performar positivamente durante 2017, mas preços mais baixos de celulose e uma taxa de câmbio mais alta podem colocar a alavancagem da empresa em níveis preocupantes. Os números do 1T17, entretanto, devem vir com melhoras t/t espelhando o aumento no preço da celulose, principalmente na China, onde os preços da celulose de fibra curta subiram 5% desde o começo do ano. Para 2017 como um todo, esperamos que a Fibria apresente resultados operacionais robustos devido ao aumento contínuo na demanda por celulose BHKP, mas os benefícios do projeto Horizonte II, que consolidará a companhia como líder global na produção de celulose, são esperados principalmente a partir de 2018. Sua forte posição de caixa e capacidade produtiva devem ser mais que suficiente para cobrir sua dívida para o HII, apesar mantermos a alavancagem em nosso radar. Concluindo, mantemos nosso preço-alvo para 2017 em R\$ 26,00 e a recomendação de Market Perform.

| BRL milhões        | 4T16  | t/t       | a/a        | 2016  | a/a        |
|--------------------|-------|-----------|------------|-------|------------|
| Receita Líquida    | 2.534 | 10,2%     | -15,1%     | 9.615 | -4,6%      |
| Lucro Bruto        | 442   | -1,8%     | -67,3%     | 2.506 | -40,4%     |
| Margem Bruta (%)   | 17,4% | -2,1 p.p. | -27,9 p.p. | 26,1% | -15,6 p.p. |
| EBITDA Ajustado    | 804   | 6,1%      | -50,5%     | 3.742 | -29,9%     |
| Margem EBITDA (%)  | 31,7% | -1,2 p.p. | -22,6 p.p. | 38,9% | -14,0 p.p. |
| Prejuízo Líquidop  | -92   | -         | -          | 1.664 | -          |
| Margem Líquida (%) | -     | -         | -          | 17,3% | 15,0 p.p.  |

Fonte: Fibria and BB Investimentos

## Papel e Celulose

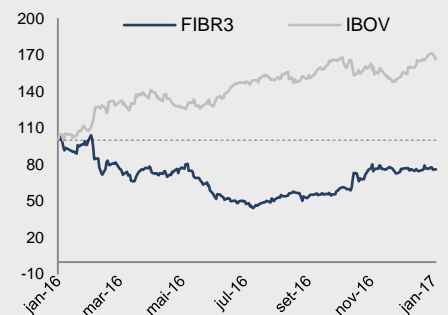
Gabriela E Cortez, CNPI  
Analista Senior  
gabrielaecortez@bb.com.br

Víctor Penna, CNPI  
Analista-chefe  
victor.penna@bb.com.br

| FIBR3                          | Market Perform |
|--------------------------------|----------------|
| Preço em 22/07/2016 (BRL)      | 31,60          |
| Preço-alvo 12/2016 (BRL)       | 26,00          |
| Upside                         | -17,7%         |
| Valor de Mercado (BRL milhões) | 17.483         |
| Varição 1 mês                  | -0,9%          |
| Varição UDM                    | -27,0%         |
| Varição 2015                   | -0,9%          |
| Min. 52 sem (BRL)              | 18,26          |
| Máx. 52 sem. (BRL)             | 43,20          |

| (BRL milhões)   | 2017e  | 2018e | 2019e  |
|-----------------|--------|-------|--------|
| Receita Líquida | 10.032 | 9.941 | 13.228 |
| EBITDA          | 4.831  | 4.981 | 7.080  |
| Lucro Líquido   | 2.318  | 1.698 | 2.410  |

| Múltiplos | 2017e | 2018e | 2019e |
|-----------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 5,7x  | 5,5x  | 3,9x  |
| P/E       | 6,0x  | 8,2x  | 5,8x  |
| LPA (BRL) | 4,19  | 3,07  | 4,36  |



Source: Bloomberg and BB Investimentos

| <b>Celulose</b>       | <b>4T16</b> | <b>t/t</b> | <b>a/a</b> | <b>2016</b> | <b>a/a</b> |
|-----------------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|
| Vendas Totais (kton)  | 1.584       | 9,9%       | 21,1%      | 5.503       | 7,5%       |
| Receita (BRL milhões) | 2.510       | 10,1%      | -15,2%     | 9.525       | -4,6%      |
| Preço Médio (BRL/ton) | 1.584       | 0,3%       | -30,0%     | 1.951       | 0,0%       |

| <b>Endividamento (BRL milhões)</b> | <b>4T16</b> | <b>t/t</b> | <b>a/a</b> |
|------------------------------------|-------------|------------|------------|
| Dívida Bruta                       | 16,153      | 13.8%      | 26.7%      |
| Dívida Líquida                     | 11,435      | 7.7%       | 3.8%       |
| Dívida Líquida / EBITDA            | 3.3         | 1.0        | 1.2        |

Fonte: Fibria and BB Investimentos

## INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

### Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

| Analistas         | Itens |   |   |
|-------------------|-------|---|---|
|                   | 3     | 4 | 5 |
| Gabriela E Cortez |       |   |   |
| Victor Penna      |       |   |   |

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

6 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

### RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

## Administração

**Diretor**  
Fernando Campos

**Gerente Executiva**  
Fernanda Peres Arraes

## Equipe de Pesquisa

**Gerente - Wesley Bernabé** wesley.bernabe@bb.com.br

## Renda Variável

### Equity I

Analista-Chefe – Mário Bernardes Junior

### Equity II

Analista-Chefe – Victor Penna

### Educação

Mário Bernardes Junior  
mariobj@bb.com.br

### Agronegócios

Márcio de Carvalho Montes  
mcmontes@bb.com.br

### Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren  
renatoh@bb.com.br

### Alimentos & Bebidas

Luciana Carvalho  
luciana\_cvl@bb.com.br

### Imobiliário

Daniel Cobucci  
cobucci@bb.com.br

### Materiais Básicos

Victor Penna  
victor.penna@bb.com.br  
Gabriela Cortez  
gabrielaecortez@bb.com.br

### Indústrias e Transportes

Mário Bernardes Junior  
mariobj@bb.com.br  
Fabio Cardoso  
fcardoso@bb.com.br

### Varejo e Consumo

Maria Paula Cantusio  
paulacantusio@bb.com.br

## Equity III

Analista-Chefe – Wesley Bernabé

### Petróleo & Gás e Utilities

Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br  
Viviane Silva  
viviane.silva@bb.com.br

### Bancos e Serviços Financeiros

Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br  
Carlos Daltozo  
daltozo@bb.com.br  
Kamila dos Santos de Oliveira  
kamila@bb.com.br

### Renda Fixa

Renato Odo  
renato.odo@bb.com.br  
José Roberto dos Anjos  
robertodosanjos@bb.com.br

### Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves  
hmoreira@bb.com.br  
Rafael Reis  
rafael.reis@bb.com.br

## Equipe de Vendas

**Investidores Institucionais:** bb.distribuicao@bb.com.br **Varejo:** acoes@bb.com.br

**Gerente - Antonio Emilio Ruiz**  
Bianca Onuki Nakazato  
Bruno Finotello  
Denise Rédua de Oliveira  
Edger Euber Rodrigues  
Elisangela Pires Chaves  
Fábio Caponi Bertoluci  
Henrique Reis  
Marcela Andressa Pereira

**Gerente - Mario D'Amico**  
Bruno Henrique de Oliveira  
Fabiana Regina de Oliveira  
Rodrigo Ataíde Roxo

## BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.  
London EC2N 1ER - UK  
+44 207 7960836 (facsimile)

### Managing Director

Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801

### Deputy Managing Director

Selma Cristina da Silva +44 (207) 3675802

### Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

### Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

### Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853

Melton Plummer +44 (207) 3675843

Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

### Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

### Head of M&A

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

## Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor  
New York City, NY 10022 - USA  
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

### Managing Director

Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710

### Deputy Managing Director

Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710

### Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

### Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

### DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

### Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

### Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

## BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02  
Singapore, 049909

### Managing Director

Marcelo Sobreira +65 6420-6577

### Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

### Institutional Sales

Paco Zayco +65 6420-6571

Zhao Hao +65 6420-6582

## BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar, Rio de Janeiro - RJ  
Tel. (+55 21) 38083625 Fax (+55 21) 38083355