

## Prévias Trimestrais e Revisão de Setor

# Papel e Celulose

## 2Q18: produção afetada pela greve; compensação parcial por melhores preços

Os resultados do 2T18 devem confirmar o momento positivo para o setor em termos de fundamentos, com (i) melhores preços de celulose, (ii) maior demanda tanto na China quanto na Europa e, (iii) dólar americano mais valorizado, beneficiando as receitas de exportações. No entanto, ressaltamos que a greve dos caminhoneiros em maio teve papel importante nos resultados do trimestre em termos de impacto nos custos. A logística foi afetada e as empresas incapacitadas de enviar seus produtos aos clientes. Alguns insumos, como químicos, ficaram escassos no período da greve e, em alguns casos, causando paradas não programadas, afetando os resultados. No segmento de papel, preços mais altos de papel no mercado internacional, juntamente com maior resiliência no mercado doméstico abriram espaço para aumento de preços. Devemos ver implementação de preços que foram anunciados no início do ano e volumes vendidos com leve alta t/t, em razão da greve, a qual afetou a produção no trimestre. No geral, esperamos um trimestre forte, parecido com o 1T18, que já foi um trimestre mais robusto que o esperado, apesar dos efeitos não-recorrentes.

**Celulose.** Os preços médios de BHKP na Europa ficaram em USD 1.046/t no trimestre, ante USD 1.014/t no 1T18 (+3,1%), resquício dos aumentos de preços anunciados no início do ano. Na China, o preço médio de BHKP ficou em USD 770/t, apenas 1,3% acima t/t, onde vemos alguma resistência, apesar de acreditarmos que muito seja em razão da sazonalidade. Já para NBSK na Europa, o aumento foi de 9,6% t/t para USD 1.167/t. A demanda na China segue forte, com novas ofertas de papel adentrando o mercado. Com relação a preços, alguns pares internacionais já anunciaram aumentos de preços a serem implementados desde o início deste mês. Os produtores de celulose brasileiros ainda não seguiram o movimento, mas há chances de que isso aconteça muito em breve, tendo em vista que os últimos preços anunciados já foram totalmente implementados e o cenário continua positivo. As importações chinesas em 2018 somaram 20.855 kton (até maio), um aumento de 3% a/a. O spread entre BHKP e NBSK subiu para USD 150/t, agora acima da média de 2017 de USD 100/t. Os estoques também subiram no período, chegando a 40 dias, mas ainda em níveis confortáveis.

**Papel.** Após ajustar os efeitos da greve dos caminhoneiros, a ABPO (Associação Brasileira de Papel Ondulado) reduziu a projeção de crescimento de vendas para este ano para 2,8% a/a, ante a expectativa de 3,8%. A demanda no mercado doméstico tem melhorado e, juntamente com melhores preços internacionais, o cenário tem favorecido aumento de preços. A produção de papel em 2018 somou 4.216 kton (até maio), melhorando 2,2% a/a, enquanto as vendas subiram 3,7% no período. Já o consumo aparente teve melhora de 4,2% comparado a 2017, de acordo com os dados do Ibá (Indústria Brasileira de Árvores).

Highlights	EBITDA			Consensus		Report	Before/ After
	R\$ Million	2Q18e	q/q	y/y	2Q18e	Δ %	Market
FIBR3	2.381	30.1%	70.9%	2.326	-2.3%	25 jul	P
KLBN11	848	11.7%	42.7%	873	+2.9%	30 jul	P
SUZB3	1.601	4.8%	38.5%	1.657	+3.5%	31 jul	A

Source: BB Investimentos and Bloomberg

**Outlook.** As mudanças estruturais na China em relação aos movimentos antipoluição e as restrições de higiene para fibras recicladas aumentaram a demanda por fibra virgem nos últimos meses. O resultado foi uma melhora nos fundamentos, com espaço para aumento de preços e melhor absorção da nova oferta vindo para mercado de grandes players como Fibria e APP. Este movimento é, agora, impulsionado por novas máquinas de papel que surgem com a demanda por papel aumentando na China e na Europa, em razão de melhora socioeconômica no país asiático e melhor PIB na Europa. No Brasil, a demanda por papel também cresce, principalmente com o setor de consumo e alimentos e bebidas. Além disso, os preços no mercado domésticos estão defasados comparados aos preços internacionais, contribuindo para altas de preços. Decidimos incorporar as novas projeções para a indústria, atualizando nossos preços de LP para celulose e ajustando nossos modelos para demanda e margens. Consideramos um preço médio de BHKP na China de USD 778/t para 2018 e USD 810/t no LP. Já na Europa, esperamos que os preços fiquem em média USD 1.052/t este ano e USD 1.200/t no LP.

### Target Price

Ticker	Preço alvo	Upside	Rating
FIBR3	81.50	12.7%	MP
KLBN11	26.00	28.9%	OP
SUZB3	56.00	35.8%	OP

Fonte: BB Investimentos (\*) até 23 de abril

### EV/EBITDA

Ticker	2018e	2019e	2020e
FIBR3	5.8	5.2	5.2
KLBN11	8.7	7.5	6.8
SUZB3	8.3	7.4	6.6
Média	7.6	6.7	6.2

### P/E

Ticker	2018e	2019e	2020e
FIBR3	12.0	8.4	8.9
KLBN11	26.7	15.3	15.5
SUZB3*	15.1	11.0	9.5
Média	17.9	11.6	11.3

Fonte: BB Investimentos (\*excludes Fibria acquisition)

**Gabriela E Cortez, CNPI**  
Senior Analyst  
[gabrielaecortez@bb.com.br](mailto:gabrielaecortez@bb.com.br)

**Fibra (FIBR3) - Positive**

Data de Divulgação: 25 de julho. Pré-mercado

<b>Dados financeiros</b>					
<i>R\$ Million</i>	2T18	1T18	2T17	t/t	a/a
<b>Volumes de Vendas</b>	<b>1,824</b>	<b>1,591</b>	<b>1,534</b>	<b>14.6%</b>	<b>18.9%</b>
MI	166	174	171	-4.8%	-3.2%
ME	1,658	1,417	1,363	17.0%	21.7%
<b>Receitas</b>	<b>4,622</b>	<b>3,693</b>	<b>2,775</b>	<b>25.1%</b>	<b>66.5%</b>
MI	330	348	246	-5.2%	34.2%
ME	4,231	3,320	2,505	27.4%	68.9%
(-) COGS	<b>(2,677)</b>	<b>(2,205)</b>	<b>(2,047)</b>	<b>21.4%</b>	<b>30.8%</b>
<b>Lucro Bruto</b>	<b>1,945</b>	<b>1,488</b>	<b>728</b>	<b>30.7%</b>	<b>167.1%</b>
DG&A	(404)	(325)	(441)	24.2%	-8.5%
<b>EBIT</b>	<b>1,541</b>	<b>1,163</b>	<b>287</b>	<b>32.5%</b>	<b>436.9%</b>
Resultado Financeiro	(294)	(270)	(789)	9.0%	-62.7%
Impostos	(524)	(277)	244	89.1%	-314.7%
<b>Resultado Líquido</b>	<b>723</b>	<b>615</b>	<b>(259)</b>	<b>17.5%</b>	<b>-379.0%</b>
<b>EBITDA (BRL milhões)</b>	<b>2,381</b>	<b>1,830</b>	<b>1,071</b>	<b>30.1%</b>	<b>70.9%</b>
Margem EBITDA (%)	51.5%	49.6%	38.6%	2.0 p.p.	12.9 p.p.

**2T18 Destaques.** Acreditamos num aumento no volume de vendas de 14,6% t/t e 18,9% a/a, apesar do impacto da greve, pois, em nossa opinião, HII deve contribuir positivamente para os volumes vendidos no trimestre comparado ao mesmo período do ano passado e do trimestre anterior. A demanda no 2T do ano é sazonalmente impactada pelas férias no hemisfério norte; mesmo assim, acreditamos que os clientes estejam mais preocupados com volumes do que com preços, o que contribui para o cenário positivo em termos de preços. As receitas também devem apresentar impacto positivo pela alta do dólar ante o real e devem vir 25% acima do trimestre anterior. O ponto negativo fica por conta das paradas não programadas no período: uma de sete dias para manutenção da planta HII, que teve início no 1T18 e a não programada devido à greve dos caminhoneiros. O custo-caixa, por sua vez, deve ser impactado e vir mais alto t/t. Finalmente, os preços de energia vieram mais altos t/t e devem, parcialmente, compensar os impactos negativos no custo-caixa. O EBITDA, conseqüentemente, deve melhorar 30,1% t/t e 70,9% a/a, para BRL 2.381 mm, enquanto os ganhos de margem devem limitar-se a 2,9 p.p. t/t, chegando a 51,5%.

**Klabin (KLBN11) - Positivo**

Data de divulgação: 30 de julho. Pré mercado.

**Dados financeiros**

R\$ milhões	2Q18	1Q18	2Q17	q/q	y/y
<b>Receitas</b>	<b>2,463,309</b>	<b>2,189,100</b>	<b>1,984,195</b>	<b>12.5%</b>	<b>24.1%</b>
Reavaliação de ativos	134,078	119,153	101,845	12.5%	31.6%
(-) COGS	(1,743,377)	(1,557,653)	(1,738,226)	11.9%	0.3%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>854,010</b>	<b>750,600</b>	<b>347,814</b>	<b>13.8%</b>	<b>145.5%</b>
DG&A	(346,529)	(312,519)	(277,603)	10.9%	24.8%
(-) Vendas	(193,343)	(170,913)	(152,008)	13.1%	27.2%
(-) G&A	(136,007)	(126,340)	(136,726)	7.7%	-0.5%
(-) Outros	(17,178)	(15,266)	11,131	12.5%	-254.3%
<b>EBIT</b>	<b>507,482</b>	<b>438,081</b>	<b>70,211</b>	<b>15.8%</b>	<b>622.8%</b>
Resultado Financeiro	(309,760)	(309,760)	(669,196)	0.0%	-53.7%
Impostos	(67,225)	(43,629)	222,579	54.1%	-130.2%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>130,496</b>	<b>84,692</b>	<b>(377,583)</b>	<b>54.1%</b>	<b>-134.6%</b>
<b>EBITDA (BRL mil)</b>	<b>848,398</b>	<b>759,561</b>	<b>594,689</b>	<b>11.7%</b>	<b>42.7%</b>
Margem EBITDA (%)	34.4%	34.7%	30.0%	-0.3 p.p.	4.5 p.p.
<b>Volume vendido (kton)</b>	<b>2Q18</b>	<b>1Q18</b>	<b>2Q17</b>	<b>q/q</b>	<b>y/y</b>
<b>Celulose</b>	<b>359</b>	<b>313</b>	<b>337</b>	<b>14.8%</b>	<b>6.7%</b>
<b>Papel</b>	<b>467</b>	<b>448</b>	<b>440</b>	<b>4.1%</b>	<b>6.0%</b>
Kraftliner	85	95	82	-9.8%	4.6%
Papel Cartão	170	155	154	9.7%	10.3%
Caixa de PO	157	150	153	4.8%	2.7%
Sacos	41	39	38	3.1%	7.5%
Outros	14	10	14	45.7%	-0.4%
<b>Total</b>	<b>826</b>	<b>761</b>	<b>777</b>	<b>8.5%</b>	<b>6.3%</b>

**Destaques 2T18.** A Klabin deve trazer um trimestre com alta volatilidade devido aos impactos das paradas no período, com a greve dos caminhoneiros em maio e o restante da parada do 1T18. Outro ponto negativo que deve marcar o trimestre vem dos altos preços de químicos, especialmente soda cáustica. Assim, o custo caixa deve vir negativamente impactado, crescendo t/t. Não obstante, o custo caixa já foi normalizado em junho e, para o 3T18, esperamos que o mesmo volte aos níveis normais. A demanda por caixas de papel ondulado foi revisada para baixo pela ABPO, como mencionado acima, mas a empresa se mantém otimista com o mercado. A Klabin deve anunciar seu novo ciclo de investimentos em outubro, onde a nova máquina de papel será informada. Acreditamos que uma máquina de *kraftliner* deve ser priorizada em detrimento das demais opções, considerando o cenário mais favorável em termos de demanda e preços, seguida por uma máquina de papel cartão. De acordo com o cronograma esperado, se começarem a construir a primeira máquina em 2019, esta estaria pronta em 2020 e a segunda, em 2022. O CAPEX estimado ficaria em torno de USD 2 bi.

Concluindo, o *ramp up* da planta Puma deve contribuir para maiores volumes vendidos, apesar de termos esperado volumes ainda maiores não fosse o efeito da greve. Os resultados devem vir maiores t/t e a/a, compensados por maiores preços no mercado doméstico e no mercado internacional, juntamente com um dólar mais apreciado no período.

**Suzano (SUZB3) - Positivo**

Data de Divulgação: 31 de julho. Pós-mercado.

<b>Financials</b>					
R\$ Million	2Q18	1Q18	2Q17	q/q	y/y
<b>Receitas</b>	<b>3,215</b>	<b>2,999</b>	<b>2,530</b>	<b>7.2%</b>	<b>27.1%</b>
<b>Celulose</b>	<b>2,166</b>	<b>2,076</b>	<b>1,697</b>	<b>4.3%</b>	<b>27.6%</b>
<b>Papel</b>	<b>1,049</b>	<b>923</b>	<b>832</b>	<b>13.7%</b>	<b>26.2%</b>
(-) COGS	(1,703)	(1,586)	(1,513)	7.4%	12.5%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>1,513</b>	<b>1,413</b>	<b>1,017</b>	<b>7.1%</b>	<b>48.8%</b>
DG&A	(291)	(279)	(208)	4.1%	39.6%
(-) Vendas	(128)	(122)	(94)	4.6%	35.1%
(-) G&A	(152)	(147)	(121)	3.4%	26.3%
(-) Outros	(11)	(10)	7	7.2%	-253.7%
<b>EBIT</b>	<b>1,222</b>	<b>1,134</b>	<b>808</b>	<b>7.8%</b>	<b>51.2%</b>
Resultado Financeiro	(424)	(157)	(678)	169.4%	-37.5%
Impostos	(271)	(163)	68	66.3%	-498.2%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>527</b>	<b>813</b>	<b>199</b>	<b>-35.2%</b>	<b>165.3%</b>
<b>EBITDA (BRL milhões)</b>	<b>1,601</b>	<b>1,528</b>	<b>1,157</b>	<b>4.8%</b>	<b>38.5%</b>
Margem EBITDA (%)	49.8%	51.0%	45.7%	-1.2 p.p.	4.1 p.p.
<b>Volume vendido (kton)</b>	<b>2Q18</b>	<b>1Q18</b>	<b>2Q17</b>	<b>q/q</b>	<b>y/y</b>
<b>Celulose</b>	<b>827</b>	<b>876</b>	<b>917</b>	<b>-5.6%</b>	<b>-9.8%</b>
<b>Papel</b>	<b>303</b>	<b>284</b>	<b>272</b>	<b>6.7%</b>	<b>11.5%</b>
Cartão	47	44	45	5.3%	4.0%
IE	208	229	220	-9.2%	-5.3%
Outros	48	10	7	368.4%	575.1%

**Destaques 2T18.** Suzano deu um passo importante no trimestre em relação ao processo de aquisição da Fibria. As autoridades antitruste dos EUA aprovaram o acordo sem ressalvas, o que deve antecipar a decisão de outras autoridades ao redor do mundo, acelerando a transação. O processo já deu entrada no CADE e a decisão deve ser tomada em breve, apesar de acreditarmos que seja feita com algumas imposições, como limitação da capacidade de produção. Acreditamos, ainda, que o processo deva ser concluído até o fim deste ano. A empresa está, agora, focada em listar seus ADRs nos EUA a fim de tornar possível a substituição dos ADRs da Fibria, conforme contrato. Lembramos que a Suzano emitiu BRL 4,5 bi em debêntures este trimestre como parte do *fundraising* para o processo; há ainda mais por vir. Operacionalmente, a empresa deve trazer resultados positivos em ambos os segmentos, apesar de volumes mais baixos devido ao impacto na produção por causa da greve. A variação cambial deve contribuir para receitas mais altas de celulose e, no mercado doméstico, os volumes de papéis tem retomado a/a com melhor demanda, abrindo espaço para aumentos de preços. O EBITDA deve vir 4,8% maior t/t, mesmo com maiores custos devido às paradas não programadas, maiores custos de químicos e o impacto da greve.

### Fibra (FIBR3) – Novas Estimativas

Revisamos nosso preço alvo para 2018 de FIBR3 para BRL 81.50, de BRL 65.50, mantendo nossa recomendação de Market Performance devido à limitação de ganhos da ação com a aproximação da conclusão do *deal* com a Suzano. Nas nossas novas estimativas, incorporamos os maiores preços de celulose e melhor cenário para a indústria devido a (i) novas máquinas de papel vindo ao mercado, (ii) melhores condições socioeconômicas na China e (iii) maior crescimento de PIB previsto para a Europa. Nosso WAAC ficou em 10,2%. Na nossa visão, dentre os riscos que podem afetar nossa tese de investimentos, destacamos: (i) possível pressão nos preços de celulose que poderiam limitar a geração de caixa da empresa, (ii) desaceleração da demanda na China, maior mercado consumidor, e (iii) as taxas de câmbio, no caso de um real mais forte.

Indicadores econômicos	2017	2018e			2019e			2020e
		Anterior	Atual	% Variação	Anterior	Atual	% Variação	
Receita Líquida	11,740	14,563	17,673	21.4%	15,353	19,091	24.3%	19,361
Lucro Bruto	3,492	5,733	7,449	29.9%	5,923	8,188	38.2%	7,892
EBIT	2,319	4,453	5,903	32.6%	4,843	6,733	39.0%	6,470
EBITDA	4,952	6,883	9,220	34.0%	7,256	10,262	41.4%	10,259
Lucro Líquido	1,536	4,181	3,391	-18.9%	4,554	4,833	6.1%	4,558
Margem Bruta (%)	29.7%	32.0%	42.1%	10.1 p.p.	39.0%	42.9%	3.89 p.p.	40.8%
Margem EBITDA (%)	42.2%	45.0%	52.2%	7.2 p.p.	47.0%	53.8%	6.75 p.p.	53.0%

### Endividamento

	2017	2018e	2019e	2020e
Dívida Curto Prazo/Dívida Total (%)	9%	9%	9%	9%
D / D+E	57%	52%	48%	43%
Dívida Líquida / EBITDA	2.5	1.2	0.8	0.5
Dívida Bruta / EBITDA	3.9	2.1	1.9	1.8

### DRE

R\$ milhões	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Receita líquida</b>	<b>11,740</b>	<b>17,673</b>	<b>19,091</b>	<b>19,361</b>
(-) COGS	(8,248)	(10,224)	(10,903)	(11,470)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>3,492</b>	<b>7,449</b>	<b>8,188</b>	<b>7,892</b>
(-) SG&A				
(-) Vendas	(546)	(880)	(928)	(923)
(-) Gerais e Administrativas	(286)	(350)	(378)	(366)
(-) Outras	(341)	(316)	(149)	(132)
<b>EBIT</b>	<b>2,319</b>	<b>5,903</b>	<b>6,733</b>	<b>6,470</b>
(+) Resultado Financeiro	(783)	(1,177)	(532)	(1,003)
<b>EBT</b>	<b>1,536</b>	<b>4,725</b>	<b>6,201</b>	<b>5,467</b>
(-) Impostos	(442)	(1,334)	(1,368)	(909)
<b>Resultado Líquido</b>	<b>1,536</b>	<b>3,391</b>	<b>4,833</b>	<b>4,558</b>

### Fluxo de Caixa

R\$ million	2017	2018e	2019e	2020e
<b>EBITDA</b>	<b>4,952</b>	<b>9,220</b>	<b>10,262</b>	<b>10,259</b>
(-) Capex	(4,669)	(4,044)	(4,540)	(4,797)
(-) Juros	(1,163)	(878)	(815)	(781)
(-) Impostos	(36)	(164)	(183)	(183)
(-/+ ) WK	45	(417)	(27)	40
<b>(=) Total</b>	<b>(915)</b>	<b>4,134</b>	<b>4,724</b>	<b>4,498</b>

### Balço Patrimonial

R\$ million	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Ativos</b>	<b>38,694</b>	<b>40,989</b>	<b>45,061</b>	<b>48,421</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>10,529</b>	<b>12,235</b>	<b>15,620</b>	<b>18,325</b>
Caixa e Equivalente de Caixa	6,795	8,063	11,136	13,689
Contas a receber	1,193	1,376	1,486	1,507
Estoques	2,080	2,304	2,457	2,585
Impostos a Recuperar	273	295	329	328
Outros	188	196	212	215
<b>Ativos não-circulantes</b>	<b>4,065</b>	<b>4,236</b>	<b>4,416</b>	<b>4,592</b>
Outros LP	4,065	4,236	4,416	4,592
<b>Investimentos</b>	<b>24,100</b>	<b>24,519</b>	<b>25,025</b>	<b>25,504</b>
Investimentos	153	153	153	153
Imobilizado	15,102	15,762	16,505	17,200
Ativos Biológicos	4,253	4,012	3,775	3,559
Ativos Intangíveis	4,592	4,592	4,592	4,592
<b>Passivo</b>	<b>38,694</b>	<b>40,989</b>	<b>45,061</b>	<b>48,421</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>5,790</b>	<b>5,781</b>	<b>6,074</b>	<b>6,235</b>
Fornecedores	3,110	3,181	3,392	3,568
Salários a Pagar	202	196	212	215
Empréstimos e Financiamentos	1,693	1,663	1,670	1,640
Impostos a pagar	246	250	270	273
Outros	539	491	530	538
<b>Realizável a LP</b>	<b>18,254</b>	<b>17,972</b>	<b>18,066</b>	<b>17,790</b>
Empréstimos e Financiamentos	17,606	17,297	17,363	17,058
Outros LP	648	675	704	732
<b>Acionistas não controladores</b>	<b>14,650</b>	<b>17,236</b>	<b>20,921</b>	<b>24,396</b>

### Multiples

	2018e	2019e	2020e
EV / EBITDA	5.8	5.2	5.2
LPA	6.13	8.74	8.24
P / L	12.0	8.4	8.9
ROE	19.7%	23.1%	18.7%
P/BV	2.35	1.94	1.66

### Estimativas

Valor da Empresa (R\$ milhões)	29,446
PV do FCFF	29,929
PV do Valor Terminal	27,674
Dívida Líquida	(12,504)
Valor Patrimônio	45,100
N. Ações	553
Valor da ação	81.5

### Premissas Valuation

Beta	0.6
D/(D+E) alvo	46%
WACC	10.2%
Risk Free	4.9%
Prêmio de Mercado	4.6%
Perpetuidade	3.5%

### Análise de Sensibilidade

WACC/g	Preço-Alvo YE18				
	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
9.2%	87.9	92.6	98.1	104.7	112.7
9.7%	80.8	84.7	89.2	94.4	100.8
10.2%	74.6	77.8	81.5	85.8	90.9
10.7%	69.1	71.8	74.9	78.5	82.7
11.2%	64.3	66.6	69.2	72.2	75.6

### Análise de Sensibilidade

WACC/g	EV/EBITDA YE18				
	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
9.2%	12.3	12.9	13.5	14.2	15.1
9.7%	11.6	12.0	12.5	13.1	13.8
10.2%	10.9	11.2	11.6	12.1	12.7
10.7%	10.2	10.6	10.9	11.3	11.8
11.2%	9.7	10.0	10.3	10.6	11.0

Fonte: Company and BB Investimentos

### Klabin (KLBN11) – Novas estimativas

Atualizamos nosso preço alvo para 2018 de KLBN11 para BRL 26,00 de BRL 22,00, alterando nossa recomendação de *Market Perform* para *Outperform*. Nas nossas estimativas, incorporamos as melhores perspectivas para o setor de papel e celulose para os próximos períodos, em relação a melhores preços e demanda em ambos os segmentos. A planta Puma deve continuar a impulsionar os resultados da companhia com as exportações de celulose. Já para papel, lembramos que a empresa deve anunciar seu novo ciclo de investimentos, adicionando duas novas máquinas de papel a sua capacidade de produção. A capacidade da Klabin de ajustar sua produção de acordo com as condições de mercado continua a ser um diferencial. O negócio de conversões também deve continuar a contribuir positivamente para margens maiores e melhor performance. Estamos agora com um WACC de 10,9% para a empresa e esperamos receitas maiores (11,1% comparado ao esperado anteriormente) e melhor EBITDA (+6,7% ante o que esperávamos antes), para 2018, já com o impacto de maiores preços de celulose e papel. Dentre os riscos que podem afetar nossa tese de investimentos, destacamos (i) maiores pressões nos preços de celulose que poderiam limitar a geração de caixa da companhia e, conseqüentemente, sua capacidade de desalavancar, (ii) a incapacidade de implementar aumentos de preços no mercado doméstico com o cenário incerto devido ao período eleitoral, (iii) e a retomada da economia doméstica mais lenta que o esperado.

Indicadores econômicos	2017	2018e			2019e			2020e
		Anterior	Atual	% Variação	Anterior	Atual	% Variação	
Receita Líquida	8,373	8,853	9,832	11.1%	9,182	10,359	12.8%	11,498
Lucro Bruto	2,736	3,179	3,590	12.9%	3,346	4,155	24.2%	4,616
EBIT	1,538	1,860	2,208	18.7%	1,987	2,723	37.0%	3,027
EBITDA	2,698	3,288	3,509	6.7%	3,461	4,102	18.5%	4,496
Lucro Líquido	519	451	724	60.5%	652	1,259	93.2%	1,250
Margem Bruta (%)	32.7%	35.91%	36.5%	0.6 p.p.	36.44%	40.1%	3.67 p.p.	40.1%
Margem EBITDA (%)	32.2%	37.14%	35.7%	-1.4 p.p.	37.70%	39.6%	1.90 p.p.	39.1%
Margem Líquida (%)	6.2%	5.09%	7.4%	2.3 p.p.	7.10%	12.2%	5.06 p.p.	10.9%

### Endividamento

	2017	2018e	2019e	2020e
Dívida Curto Prazo/Dívida Total (%)	13%	13%	13%	13%
D / D+E	73%	72%	63%	61%
Dívida Líquida / EBITDA	4.2	3.2	2.5	2.5
Dívida Bruta / EBITDA	7.2	5.1	3.7	3.1

### DRE

R\$ milhões	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Receita líquida</b>	<b>8,373</b>	<b>9,832</b>	<b>10,359</b>	<b>11,498</b>
(-) COGS	(7,217)	(7,313)	(7,332)	(8,133)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>2,736</b>	<b>3,590</b>	<b>4,155</b>	<b>4,616</b>
(-) SG&A				
(-) Vendas	(657)	(768)	(795)	(883)
(-) Gerais e Administrativas	(528)	(546)	(566)	(628)
(-) Outras	(12)	(68)	(71)	(79)
<b>EBIT</b>	<b>1,538</b>	<b>2,208</b>	<b>2,723</b>	<b>3,027</b>
(+) Resultado Financeiro	(713)	(1,403)	(815)	(1,134)
<b>EBT</b>	<b>825</b>	<b>804</b>	<b>1,908</b>	<b>1,893</b>
(-) Impostos	(306)	(80)	(649)	(644)
<b>Resultado Líquido</b>	<b>519</b>	<b>724</b>	<b>1,259</b>	<b>1,250</b>



### Balanço Patrimonial

R\$ million	2017a	2018e	2019e	2020e
<b>Ativos</b>	<b>30,550</b>	<b>29,176</b>	<b>28,402</b>	<b>27,658</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>11,804</b>	<b>10,574</b>	<b>8,958</b>	<b>7,223</b>
Caixa e Equivalente de Caixa	8,272	6,760	4,992	2,821
Contas a receber	1,754	1,984	2,090	2,320
Estoques	933	954	953	1,057
Impostos a Recuperar	567	601	633	703
Outros	278	275	290	321
<b>Ativos não-circulantes</b>	<b>1,715</b>	<b>1,791</b>	<b>1,867</b>	<b>1,946</b>
Outros LP	1,715	1,791	1,867	1,946
<b>Investimentos</b>	<b>17,031</b>	<b>16,811</b>	<b>17,577</b>	<b>18,489</b>
Investimentos	173	173	173	173
Imobilizado	12,619	12,312	12,914	13,565
Ativos Biológicos	4,148	4,235	4,399	4,661
Ativos Intangíveis	90	90	90	90
<b>Passivo</b>	<b>30,550</b>	<b>29,176</b>	<b>28,402</b>	<b>27,658</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>3,747</b>	<b>3,712</b>	<b>3,423</b>	<b>3,443</b>
Empréstimos e Financiamentos	2,470	2,283	1,917	1,772
Fornecedores	714	792	834	926
Impostos a pagar	56	64	68	75
Salários a Pagar	281	300	317	351
Outros	227	273	288	319
<b>Realizável a LP</b>	<b>19,568</b>	<b>18,383</b>	<b>15,964</b>	<b>15,075</b>
Empréstimos e Financiamentos	17,080	15,785	13,256	12,251
Outros LP	2,489	2,598	2,709	2,824
<b>Acionistas não controladores</b>	<b>7,234</b>	<b>7,081</b>	<b>9,015</b>	<b>9,140</b>

### Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2017a	2018e	2019e	2020e
<b>EBITDA</b>	<b>2,698</b>	<b>3,509</b>	<b>4,102</b>	<b>4,496</b>
(-) Capex	(924)	(1,082)	(2,145)	(2,381)
(-) Juros	(1,288)	(1,239)	(1,095)	(962)
(-) Impostos	1	(80)	(649)	(644)
(-/+ ) WK	(106)	(173)	(63)	(242)
<b>(=) Total</b>	<b>381</b>	<b>935</b>	<b>151</b>	<b>267</b>

### Múltiplos

	2018e	2019e	2020e
EV / EBITDA	8.7	7.5	6.8
EPS	0.76	1.33	1.32
P / E	26.7	15.3	15.5
P / BV	3.5	2.7	2.7
ROE	10.2%	14.0%	13.7%

**Estimativas**

Valor da Empresa (R\$ milhões)	<b>35,896</b>
PV do FCFF	18,025
PV do Valor Terminal	17,871
Dívida Líquida	(11,307)
Valor Patrimônio	24,588
N. Ações	947
Valor da ação	26.0

**Premissas Valuation**

Beta	0.7
D/(D+E) alvo	30%
WACC	10.9%
Risk Free	4.9%
Prêmio de Mercado	4.6%
Perpetuidade	3.0%

**Análise de Sensibilidade**

WACC/g	Preço-Alvo YE18				
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
9.9%	28.4	29.9	31.6	33.6	35.9
10.4%	25.9	27.2	28.6	30.2	32.1
10.9%	23.7	24.8	26.0	27.3	28.9
11.4%	21.7	22.6	23.7	24.8	26.1
11.9%	19.9	20.7	21.6	22.6	23.7

**Análise de Sensibilidade**

WACC/g	EV/EBITDA YE18				
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
9.9%	14.2	14.7	15.3	16.0	16.8
10.4%	13.3	13.7	14.2	14.8	15.5
10.9%	12.5	12.9	13.3	13.8	14.3
11.4%	11.8	12.1	12.5	12.9	13.4
11.9%	11.2	11.5	11.8	12.1	12.5

Fonte: Companhia e BB Investimentos

### Suzano (SUZB3) – Novas Estimativas

Atualizamos nosso preço-alvo para 2018 de SUZB3 para BRL 56.00, de BRL 43.00, mantendo a recomendação de *Outperform*. Nas nossas estimativas, incorporamos os melhores preços de celulose e papel, de acordo com o que esperamos para o cenário nos próximos períodos. A demanda deve continuar aquecida internacionalmente, com Europa e Ásia, especialmente na China, aumentando o apetite pela commodity com novas ofertas de papel vindo ao mercado. No Brasil, os preços defasados trazem oportunidade de aumento de preços com a demanda ainda respondendo positivamente. A Suzano está em momento favorável a seus números devem melhorar uma vez que o dela com a Fibria chegue a uma conclusão. Trabalhamos com WACC de 11,5%. Dentre os riscos que podem afetar nossa tese de investimentos, destacamos (i) possível pressão nos preços de celulose que poderiam limitar a geração de caixa da empresa, (ii) desaceleração da demanda na China, maior mercado consumidor, (iii) uma retomada consistente da economia brasileira mais longa que o esperado, (iv) as taxas de câmbio, no caso de um real mais forte e, (v) a entrada no segmento de papéis para fins sanitários, considerando que a empresa deseja consolidar sua marca própria num segmento onde ainda não possui expertise.

Indicadores Econômicos	2017	2018e			2019e			2020e
		Anterior	Atual	% Variação	Anterior	Atual	% Variação	
Receita Líquida	10,521	12,163	13,450	10.6%	12,308	14,418	17.1%	16,039
Lucro Bruto	4,071	5,046	6,267	24.2%	5,345	7,056	32.0%	8,088
EBIT	3,258	4,178	5,045	20.8%	4,476	5,748	28.4%	6,655
EBITDA	4,615	5,824	6,565	12.7%	6,063	7,349	21.2%	8,295
Lucro Líquido	1,807	3,870	3,048	-21.2%	4,794	4,189	-12.6%	4,830
Margem Bruta (%)	38.7%	41.5%	46.6%	0.1 p.p.	43.4%	48.9%	0.1 p.p.	50.4%
Margem EBITDA (%)	43.9%	47.9%	48.8%	0.0 p.p.	49.3%	51.0%	0.0 p.p.	51.7%
Margem Líquida (%)	17.2%	31.8%	22.7%	-0.1 p.p.	38.9%	29.1%	-0.1 p.p.	30.1%

### Endividamento

	2017	2018e	2019e	2020e
Dívida Curto Prazo/Dívida Total (%)	17%	17%	17%	17%
D / D+E	51%	53%	38%	32%
Dívida Líquida / EBITDA	2.1	1.3	0.9	0.5
Dívida Bruta / EBITDA	2.6	2.4	1.4	1.2

### DRE

R\$ milhões	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Receita líquida</b>	<b>10,521</b>	<b>13,450</b>	<b>14,418</b>	<b>16,039</b>
(-) COGS	(6,449)	(7,184)	(7,362)	(7,951)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>4,071</b>	<b>6,267</b>	<b>7,056</b>	<b>8,088</b>
(-) SG&A				
(-) Vendas	(431)	(537)	(575)	(640)
(-) Gerais e Administrativas	(529)	(640)	(686)	(740)
(-) Outras	146	(44)	(48)	(53)
<b>EBIT</b>	<b>3,258</b>	<b>5,045</b>	<b>5,748</b>	<b>6,655</b>
(+) Resultado Financeiro	(1,019)	(1,696)	(820)	(835)
<b>EBT</b>	<b>2,239</b>	<b>3,349</b>	<b>4,928</b>	<b>5,820</b>
(-) Impostos	(432)	(301)	(739)	(989)
<b>Resultado Líquido</b>	<b>1,807</b>	<b>3,048</b>	<b>4,189</b>	<b>4,830</b>

### Balço Patrimonial

R\$ milhões	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Ativos</b>	<b>28,523</b>	<b>34,635</b>	<b>32,787</b>	<b>35,835</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>6,797</b>	<b>11,948</b>	<b>9,102</b>	<b>11,239</b>
Caixa e Equivalente de Caixa	2,708	7,297	4,183	5,813
Contas a receber	2,304	2,510	2,690	2,993
Estoques	1,208	1,404	1,439	1,554
Impostos a Recuperar	306	393	421	469
Outros	271	345	369	411
<b>Ativos não-circulantes</b>	<b>771</b>	<b>804</b>	<b>836</b>	<b>869</b>
Outros LP	771	804	836	869
<b>Investimentos</b>	<b>20,955</b>	<b>21,883</b>	<b>22,849</b>	<b>23,727</b>
Ativo Biológico	4,549	5,278	6,057	6,835
Investimentos	7	7	7	7
Imobilizado	16,211	16,410	16,597	16,696
Ativos Intangíveis	188	188	188	188
<b>Passivo</b>	<b>28,523</b>	<b>34,635</b>	<b>32,787</b>	<b>35,835</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>3,708</b>	<b>3,563</b>	<b>3,542</b>	<b>3,607</b>
Salários a Pagar	196	194	208	231
Fornecedores	610	613	658	731
Empréstimos	2,115	1,968	1,832	1,705
Impostos a pagar	126	130	140	156
Outros	661	658	705	784
<b>Realizável a LP</b>	<b>13,193</b>	<b>17,126</b>	<b>12,105</b>	<b>11,635</b>
Empréstimos e Financiamentos	10,077	9,378	8,727	8,121
Outros LP	3,116	3,249	3,379	3,514
<b>Acionistas não controladores</b>	<b>11,622</b>	<b>13,946</b>	<b>17,140</b>	<b>20,593</b>

### Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2017	2018e	2019e	2020e
<b>EBITDA</b>	<b>4,615</b>	<b>6,565</b>	<b>7,349</b>	<b>8,295</b>
(-) Capex	(1,772)	(2,448)	(2,567)	(2,518)
(-) Juros	(1,218)	(1,134)	(1,055)	(982)
(-) Impostos	(637)	(301)	(739)	(989)
(-/+ ) WK	(549)	(399)	(171)	(344)
<b>(=) Total</b>	<b>439</b>	<b>2,283</b>	<b>2,817</b>	<b>3,462</b>

### Multiples

	2018e	2019e	2020e
EV / EBITDA	8.3	7.4	6.6
LPA	2.80	3.84	4.43
P / L	15.1	11.0	9.5
P / BV	4.0	3.3	2.7
EV / EBITDA	8.3	7.4	6.6
ROE	21.9%	24.4%	23.5%

**Estimativas**

Valor da Empresa (R\$ milhões)	<b>27,160</b>
PV do FCFE	30,674
PV do Valor Terminal	38,873
Dívida Líquida	(8,549)
Valor Patrimônio	60,998
N. Ações	1,090
Valor da ação	56.0

**Premissas Valuation**

Beta	0.7
D/(D+E) alvo	31%
WACC	11.5%
Risk Free	5.0%
Prêmio de Mercado	4.6%
Perpetuidade	3.5%

**Análise de Sensibilidade**

WACC/g	Preco-Alvo YE18				
	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
7.9%	60.2	64.4	69.6	76.1	84.5
8.4%	54.7	58.0	62.1	67.0	73.2
8.9%	50.0	52.7	56.0	59.8	64.6
9.4%	46.1	48.3	50.9	54.0	57.7
9.9%	42.7	44.5	46.6	49.1	52.0

**Análise de Sensibilidade**

WACC/g	EV/EBITDA YE18				
	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
7.9%	16.1	17.1	18.4	19.9	21.9
8.4%	14.8	15.6	16.6	17.8	19.2
8.9%	13.7	14.4	15.1	16.1	17.2
9.4%	12.8	13.3	13.9	14.7	15.5
9.9%	12.0	12.4	12.9	13.5	14.2

Fonte: Companhia e 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			

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.

**BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI**

Av. Paulista, 1.230 – 9º andar

São Paulo (SP) - Brazil

+55 (11) 4298-7000

Diretor	Gerente Executivo
Fernando Campos	Denisio Augusto Liberato

**Gerentes da Equipe de Pesquisa**

Estratégia - Wesley Bernabé	Análise de Empresas - Victor Penna
wesley.bernabe@bb.com.br	victor.penna@bb.com.br

**Renda Variável**

Agronegócios	Siderurgia e Mineração
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

**Bancos e Serviços Financeiros**

Wesley Bernabé	Óleo e Gás
wesley.bernabe@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br

Carlos Daltozo	Papel e Celulose
daltozo@bb.com.br	Gabriela E Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

Kamila Oliveira	Imobiliário
kamila@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br

**Bens de Capital**

Viviane Silva	Varejo
viviane.silva@bb.com.br	Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br

Utilities	Fabio Cardoso
Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	fcardoso@bb.com.br

Alimentos e Bebidas	Transporte e Logística
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

**Macroeconomia e Estratégia de Mercado**

Hamilton Moreira Alves	Renda Fixa
hmoreira@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	

**Equipe de Vendas**

Investidor Institucional	Varejo
bb.distribuicao@bb.com.br	aco@bb.com.br

Gerente - Antonio Emilio Ruiz	Gerente - Mario D'Amico
Bianca Onuki Nakazato	Fabiana Regina de Oliveira
Bruno Finotello	Sandra Regina Saran

Daniel Frazatti Gallina	
Denise Rédua de Oliveira	
Edger Euber Rodrigues	
Elisangela Pires Chaves	
Fábio Caponi Bertoluci	
Henrique Reis	
Marcela Andressa Pereira	

**BB Securities - London**

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

London EC2N 1ER - UK

+44 (207) 3675800

**Managing Director**

Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801

**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

**Trading**

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

**Banco do Brasil Securities LLC - New York**

535 Madison Avenue 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

**Managing Director**

Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710

**Institutional Sales - Equity**

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

**Institutional Sales - Fixed Income**

Fabio Frazão +1 (646) 845-3716

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

Rute Wada +1 (646) 845-3713

**DCM**

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

**Syndicate**

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

**BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore**

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**

Zhao Hao +65 6420-6582