Suzano Papel e Celulose (SUZB3): Resultado do 1T21

Resultados abaixo das expectativas; Projeto anunciado um pouco antes do esperado

A Suzano reportou um conjunto melhor de resultados do 1T21, mas veio bem abaixo de nossas expectativas. O EBITDA ficou em R$ 4,9 bilhões, + 23% t/t e + 61% a/a, mas -13% abaixo de nossas expectativas reconhecidamente altas. A diferença pode ser explicada, principalmente, pelos preços realizados de celulose mais baixos (-6% abaixo de nossa estimativa), que esperamos reverter materialmente à frente, devido à recente força sem precedentes de preços. Portanto, consideramos o resultado do 1T21 voltado para o passado. No entanto, o destaque do dia foi a aprovação do projeto Cerrado: 2,3Mtpa de capacidade adicional de celulose de fibra curta (+ 20% de aumento vs. base atual), capex de R$ 14,7 bilhões (US$ 2,77 bilhões), comissionamento para o 1T24. Embora a aprovação do projeto venha antes do que esperávamos, ainda vemos a desalavancagem da Suzano no final do ano para menos de 2x e enfatizamos que há apenas cerca de ~R$ 1 bilhão em capex orçado para este projeto em 2021. Isso parece mais um posicionamento estratégico e captura de uma janela de oportunidade em 2024 do que qualquer outra coisa para nós. Portanto, embora os investidores possam ver esse anúncio antecipado com cautela, acreditamos que o caso de investimento permanece intacto e consideramos o projeto acretivo no longo prazo (calculamos que poderia adicionar cerca de R$ 12/ação no VPL).

Números operacionais: Fortes volumes, implementação lenta de preços; Olhando para o passado

A Suzano registrou fortes vendas de celulose em 2,65Mt (em linha com nossa projeção), que é estável t/t, e -7% menor a/a. A empresa não fez paradas para manutenção neste trimestre e conseguiu produzir em velocidade máxima e manter as vendas elevadas. Os preços realizados de exportação começaram a subir no 1T (+ 16% t/t), ficando em US$ 533/t (-4% vs. estimativa do BTG), após vários anúncios de aumento de preços nos últimos meses. Os preços da celulose continuaram subindo no 2T21, o que deve levar os preços realizados para perto de US$ 700/t - o 1T já parece passado. O custo caixa da celulose ficou em linha com nossas estimativas de R$ 623/t (sem paradas no trimestre), estável t/t, mas 4% maior a/a (custos mais altos atrelados ao dólar). Na divisão de papel, o EBITDA ficou em R$ 399 milhões (-10% vs. expectativa do BTG), que é -8% menor t/t, explicado por menores exportações e custos operacionais maiores do que estávamos projetando.

Alavancagem deve para continuar caindo, mesmo com o projeto...

A dívida líquida no trimestre aumentou para R$ 66 bilhões (em linha com nossa projeção; + R$ 2,8 bilhões t/t), sendo negativamente impactada pela desvalorização do Real sobre a dívida denominada em dólares americanos. A dívida líquida/EBITDA diminuiu modestamente para 3,9x (de 4,3x

BTG Pactual – Equity Research:

Leonardo Correa

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Caio Greiner

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Suzano S.A. (SUZB3)

Data	12/05/2021
Ticker	SUZB3
Rating	Compra
Preço Alvo (R$)	101,0
Preço (R$)	68,4
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R$ mn)	92.313,74
Vol. Médio 12M (R$ mn)	451,65

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	5,9x	6,1x
EV/EBITDA	4,8x	4,9x

Stock Performance:

Maio (%)	-0,4%
LTM (%)	40,9%

anteriormente), e deve cair para abaixo de 2x no final de 2021 em nossas estimativas. Calculamos que, mesmo assumindo uma carga de capex pesada em 2022-23 para o projeto Cerrado, projetamos que o balanço patrimonial da Suzano permanecerá saudável ao longo do ciclo de investimento em menos de 2x. Em outras palavras, esperamos que o FCFE permaneça positivo mesmo durante o pico dos investimentos no projeto Cerrado, o que nos leva a acreditar que o projeto é altamente "digerível" no cenário atual (mesmo assumindo preços de celulose na faixa de US$ 550-600/t). No FCFE, calculamos que a empresa gerou cerca de R$ 1,5 bilhão no trimestre, o que consideramos abaixo do potencial.

Reiteramos a Compra (Top Pick em Papel & Celulose); Barata a 5x EV/EBITDA 2021

Depois de vários meses em um ciclo de baixa para a celulose, o mercado está agora no que pode ser considerado perto dos níveis de pico, com preços próximos a US$ 780/t. Nessas condições, espera-se que a Suzano entregue mais de 15% de FCF yield neste ano. A desalavancagem deve acelerar (apesar da aprovação do projeto Cerrado) e potencialmente atingir um nível abaixo de 2x Dívida líquida/EBITDA no final de 2021 (vindo de 4,3x no final de 2020) - um potente catalisador para o desempenho da ação. Vemos a Suzano sendo negociada a múltiplos baratos de 5x EV/EBITDA 2021 e reiteramos nossa classificação de Compra para o nome.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	5,5	11,8	32,5	28,1	25,8
EV/EBITDA	10,1	9,4	4,8	4,9	5,0
P/L	-19,0	-7,4	5,9	6,1	7,1
Dividend Yield %	1,1	0,0	0,0	0,0	4,1

Resumo Financeiro (R$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	26.013	30.460	44.445	40.401	37.793
EBITDA	10.689	15.181	29.032	25.107	22.782
Lucro Líquido	-2.815	-10.714	15.727	14.990	13.072
LPA (R$)	-2,09	-7,96	11,68	11,14	9,71
DPA líquido (R$)	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Dívida Líquida/Caixa	-54.106	-63.853	-47.158	-30.931	-20.985

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R$ 68,47, em 10 de Maio de 2021.

Tabela 1: Resultados reportados da Suzano vs. estimativas do BTG Pactual

DRE (R$ milhões)	1T21A	Estimativ. BTG Pactual 1T21E	Realizado vs. Estimativa (%)	4T20	1T20	t/t	a/a
Receita Líquida	**8.889**	**9.356**	**-5%**	**8.013**	**6.981**	**11%**	**27%**
(-) CPV	(4.845)	(4.368)	11%	(4.884)	(4.820)	-1%	1%
Lucro Bruto	**4.044**	**4.988**	**-19%**	**3.129**	**2.161**	**29%**	**87%**
(-) Despesas de vendas	(582)	(655)	-11%	(590)	(514)	-1%	13%
(-) Despesas Gerais & Administrativas	(383)	(327)	17%	(480)	(315)	-20%	22%
(+) Outras Receitas (Despesas) Operacionais	517	0	n.a.	323	17		
Lucro Operacional	**3.597**	**4.006**	**-10%**	**2.382**	**1.349**	**51%**	**167%**
Receitas Financeiras (despesas) líquida	(8.667)	(6.212)		6.238	(22.444)		
Receitas não-operacionais (despesas)	0	0		0	0		
Equivalência Patrimonial	10	0		29	1		
Lucro antes do imposto	**(5.060)**	**(2.207)**		**8.649**	**(21.095)**		
(-) IR e Contrib. Social	2.305	0		(2.735)	7.677		
(-) Partic. Dos Minoritários + distrib. de lucros	0	0		0	0		
Lucro Líquido	**(2.755)**	**(2.207)**		**5.914**	**(13.418)**		
LPA	(2,05)	(1,64)		4,39	(9,97)		
EBITDA	**4.864**	**5.572**	**-13%**	**3.965**	**3.028**	**23%**	**61%**

Métricas Operacionais	1T21A	Estimativ. BTG Pactual 1T21E	Realizado vs. Estimativa (%)	4T20	1T20	t/t	a/a
Segmento de Celulose							
Volumes do mercado domestico (kt)	203	200	1%	202	230	0%	-12%
Volumes exportados (kt)	2451	2443	0%	2461	2627	0%	-7%
Total	**2653**	**2643**	**0%**	**2663**	**2856**	**0%**	**-7%**
Preço médio p/ Mercado Doméstico (US$/ton)	410	540	-24%	416	389	-1%	5%
Preço médio p/ Exportação (US$/ton)	533	558	-4%	459	469	16%	14%
Custo Caixa (R$/ton)	623	619	1%	698	616	-11%	1%
Segmento de Papel							
Volumes do mercado domestico (kt)	201	201	0%	258	183	-22%	10%
Volumes exportados (kt)	90	100	-10%	96	85	-6%	6%
Total	**291**	**301**	**-3%**	**354**	**268**	**-18%**	**9%**
Preço médio p/ Mercado Doméstico (US$/ton)	4449	4308	3%	4142	4180	7%	6%
Preço médio p/ Exportação (US$/ton)	4446	4420	1%	4119	3881	8%	15%

Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (R$ milhões)	1T21A	Estimativ. BTG Pactual 1T21E	Realizado vs. Estimativa (%)	4T20	1T20	t/t	a/a
EBITDA	4.864	5.572	-13%	3.965	3.028	23%	61%
Capex	(969)	(1.500)	-35%	(1.173)	(873)	-17%	11%
Resultados Financeiros	(1.907)	(1.403)	36%	(2.204)	(1.138)	-13%	68%
Imposto de Renda	(35)	0	n.a.	(2.735)	7.677	-99%	-100%
Recebíveis	3.693	3.327	11%	2.915	4.448	27%	-17%
Estoque	3.990	3.640	10%	4.009	4.263	0%	-6%
Contas a pagar	2.393	2.112	13%	2.361	2.408	1%	-1%
Capital de Giro	5.290	4.855	9%	4.563	6.302	16%	-16%
Variação de Capital de Giro	(518)						
FCFE	**1.435**						
Dívida Líquida	66.315	66.010	0%	63.853	66.225	4%	0%
Dívida Líquida/EBITDA	**3,9**	**3,8**		**4,3**	**6,0**		

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.
Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.
As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoas e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.
Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.
O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.
O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.
O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiadas do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.
O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.
O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.
Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii)nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.
Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.
Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.
O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.
Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx