

## A Natureza da Árvore

O setor de árvores plantadas destaca-se como sinônimo do que vem dando certo no país. Crescimento com criação e distribuição de riqueza, geração de emprego, arrecadação e divisas, inovação, resiliência e prosperidade. Nesta Carta e na próxima descrevemos nosso investimento na Suzano, uma posição relevante do nosso portfólio. Como investidor de longo prazo de companhias brasileiras que competem em uma arena global, é natural que o nosso olhar contemple aqueles setores onde o Brasil possa por vocação apresentar vantagem competitiva. Hoje a Dynamo nutre com muita confiança o entendimento do país como potência na área ambiental. Este pensamento vem sendo construído por meio de estudos e dedicação cada vez mais intensa do nosso time de análise. Pretendemos explorar neste espaço, em uma próxima edição, todo alcance que esta perspectiva pode trazer para nossa economia.

Sob esta visão, encontramos na Suzano e em outras companhias uma convergência muito particular. Daí o nosso entusiasmo, refletido nesta narrativa em um tom talvez mais efusivo do que o habitual e no tamanho do texto que nos moveu a dividi-lo em duas partes, a fim de respeitar o tempo e o fôlego do nosso leitor.

Naturalmente, o cenário positivo no horizonte de longo prazo de forma alguma nos deixa passivos em relação à governança corporativa da Empresa. Ao contrário, enquanto acionistas ativos e

colaborativos, seguimos com a nossa pauta propositiva, interagindo criticamente com a administração da Companhia, buscando os aperfeiçoamentos que julgamos adequados a fim de tornar ainda mais robusto o nosso investimento na Suzano.

Nesta Carta, propomos um roteiro para a narrativa da Suzano a partir de três ângulos principais: (i) o ímpeto empreendedor, que permeia a dinâmica de expansão bem sucedida da base de ativos até aqui; (ii) a cultura de dono, que infunde e alicerça os princípios do modelo de gestão; (iii) o DNA de pesquisa e inovação, a partir do qual se estabelece uma plataforma de rotas tecnológicas promissoras, o que nos permite projetar aquele encontro auspicioso com a potência do país no futuro. Daí a ênfase do texto neste aspecto particular.

Na Carta seguinte, apresentamos inicialmente com uma breve digressão sobre a ambidestria da Suzano, expressa através de uma versatilidade peculiar: a Companhia se parece tanto utility, quanto tech. Na sequência, passamos a considerar o mercado de celulose, descrevendo os principais vetores de oferta e demanda, quando então tentamos explicar o aparente paradoxo de como um investidor de longo prazo frequenta o ambiente instável e inóspito das commodities. Por fim, tratamos do valuation, sintetizamos as razões pelas quais se assentam nossa confiança na Suzano e como este investimento traz benefícios adicionais de segurança e proteção ao nosso portfólio.

---

1 Embora esta carta se dirija a uma empresa em particular, estamos revisitando um setor que projeta um futuro com tamanha potencialidade que esperamos (re)encontrar pelo caminho outras empresas qualificadas para desempenhar semelhante protagonismo.

De início, um pouco de história para se entender a formação e a trajetória da Companhia. Em janeiro de 1924, a junta comercial de São Paulo aprovava finalmente o registro da Leon Feffer & Cia. O jovem fundador havia chegado ao país cinco anos antes, imigrando da Ucrânia com a família. A vida naquele início não poderia ser diferente: trabalho duro de mascate, comprando e vendendo de tudo um pouco, inclusive papel. Na luta diária por algum crédito, Leon conquistou a simpatia de um fabricante e um distribuidor. Batia de porta em porta das papelarias e livrarias. Alugou um espaço no Centro que serviu como depósito e loja para venda direta. Com o tempo, as vendas cresceram. Veio a segunda loja, já com uma tipografia e uma máquina para fabricação de sacos de papel.

Os anos passam. Empreendedor autêntico é aquele que identifica nuances onde o senso comum só enxerga platitude. Atento às oportunidades, em meio à crise econômica de 1929, Leon soube da fatalidade de um incêndio em uma empresa de papel. A visita a um armazém queimado parecia um despropósito. Não para um conhecedor do setor em profundidade. O papel quando bem prensado não queima, pois carece de oxigênio em seu interior. Leon pediu empréstimo aos amigos e adquiriu um volume expressivo de bobinas a preço de entulho. Cortou as bordas queimadas e viu brotar intacto o capital de giro que o impulsionaria por anos.

O negócio continuava a prosperar. A essa altura a LF & Cia já se instalava em prédio próprio que abrigava a tipografia, uma máquina de envelopes e o estoque de papel. Foi quando Leon teve uma "visão". O comércio era rentável, mas o país poderia oferecer maiores oportunidades na indústria. A guerra se aproximava em 1939 e o suprimento de papel importado se tornava mais incerto. A ideia era passar a produzir localmente, mas uma máquina de papel requeria outro patamar de investimentos. Leon foi para o *all in*. Vendeu tudo o que tinha construído até então: o prédio, as máquinas, o estoque de mercadorias, a casa onde residia, até as joias da mulher... Liquidou a Companhia, os filhos foram para escola pública e a família passou a morar em uma pensão. À luz das privações do passado, oferecer ao risco todas as árduas conquistas dos últimos quinze anos sublinha ainda mais este impulso empresarial. *Animal Spirits, gut feeling, keen intuition*, difícil encontrar na ciência cognitiva ou na disciplina de julgamento sob incerteza classificações adequadas. Resta admitir que o empresário genuíno é feito de uma argila rara e singular.

Em dois anos de muito trabalho e minucioso planejamento, a máquina de papel estava pronta, produzindo vinte toneladas por dia. A empreitada arriscada mostrou-se bem sucedida abrindo caminho para que a firma, agora denominada Indústria de Papel Leon Feffer & Cia, seguisse progredindo. O tempo passa e em meados dos anos 50 já havia três máquinas. Os fluxos comerciais ainda não tinham se normalizado no pós-guerra e o período deixou evidente as aflições da dependência da matéria prima importada. A fim de obter a tão desejada auto suficiência seria preciso desenvolver suprimento doméstico de fibra virgem. O filho Max recebe a incumbência de tocar o projeto ambicioso. Um time de pesquisadores instala-se no laboratório da Universidade da Flórida com amostras de diversas árvores plantadas em solo brasileiro. Após centenas de testes e ensaios específicos, o improvável eucalipto sai vitorioso do concurso e a Suzano assina um dos capítulos mais impressionantes de pioneirismo na história empresarial do país. A celulose de fibra curta de eucalipto transformaria nas décadas seguintes a paisagem da indústria, deslocando incumbentes tradicionais e estabelecendo a nova geografia da fronteira de produção mundial.

---

Hoje, a Empresa é a maior produtora mundial de celulose de mercado com 10,9 milhões de toneladas/ano de capacidade instalada distribuídas em sete plantas no país. São 1,3 milhão de hectares de florestas plantadas e certificadas. Conta ainda com 5 fábricas de conversão de papel com capacidade de processar 1,4 milhão de toneladas, três terminais portuários e doze navios dedicados. Com o anúncio recente do projeto Cerrado em Ribas do Rio Pardo - MS, serão mais 2,3 milhões de toneladas/ano de celulose a serem inauguradas em 2024, ano em que a Companhia completa seu centenário. Desde a planta piloto com capacidade para 25 toneladas/dia acionada em 1957, a Suzano jamais parou de crescer e inovar, sendo a primeira fabricante da indústria a produzir em escala comercial papel 100% à base de celulose de eucalipto. Nos anos 60 e 70, as sucessivas expansões na capacidade de produção de celulose eram rapidamente absorvidas pelas novas máquinas de papel, cuja qualidade e aceitação no mercado alimentavam demandas adicionais de celulose. O eucalipto mostrou-se altamente competitivo desde o início abrindo caminho para exportação.

O projeto Bahia Sul, joint venture 50%/50% com a Vale, iniciou-se na década de 80 e começou a produzir em 1992 com capacidade para 500 mil toneladas de celulose de fibra curta de eucalipto. No ano seguinte, foi inaugurada no site a primeira máquina de papel de imprimir e escrever com capacidade para 250 mil toneladas, integrando parte da produção de celulose. Em 2001, a Suzano adquire a participação da Vale na JV que passa a se chamar unidade de Mucuri, cuja linha 2 seria acionada em 2007. Em 2004, ocorre a parceria com a VCP para aquisição conjunta da Ripasa, formando a Conpacel. Da mesma forma, a Suzano adquire posteriormente, em 2011, a totalidade do capital da JV, passando a denominar-se unidade de Limeira. Em 2013, outro salto importante: a inauguração de uma nova fronteira no país com a planta de Imperatriz no Maranhão, um projeto audacioso à época com 1,5 milhão de toneladas de capacidade de celulose. Em 2018, é anunciada a fusão com a Fibria, cuja consolidação ocorre no ano seguinte. A Fibria, com praticamente o dobro de capacidade da Suzano, traz as unidades de Três Lagoas (MT), Jacareí (SP), Aracruz (ES), 50% da Veracel (BA) e a participação na Portocel, um terminal portuário especializado em celulose e papel em Aracruz (ES). Está formada a maior Companhia de celulose do mundo. Já o negócio de papel, origem do Grupo, ainda está presente e tem se tornado mais rentável ao longo do tempo, após uma estratégia bem sucedida de desintermediação da cadeia e maior aproximação com o consumidor final. Na condição de *player* integrado, a Companhia vem ganhando participação de mercado. Ainda assim, com a expansão vertiginosa da celulose, o papel representa hoje cerca de 10% do resultado consolidado.

A veia empreendedora esteve presente ao longo de toda a trajetória secular da Suzano. Decisões de investimento em segmentos capital intensivo com projetos de longa maturação exigem cuidadosa capacidade de planejamento, além de uma dose muito apreciável de destemor empresarial. Os saltos discretos de expansão de capacidade da Suzano se deram em momentos pouco óbvios. O projeto Bahia Sul, que consumiu U\$S 1,4 bilhão, foi concebido nos anos oitenta, a “década perdida” no país, um momento de transição política e instabilidade econômica. O projeto Imperatriz resistiu teimosamente à crise financeira global e avançou enfrentando suspeitas em relação ao desempenho da silvicultura em uma geografia menos domesticada. E a fusão com a Fibria, uma oportunidade

única de consolidação na indústria, inaugurou por outro lado um conjunto de preocupações sob a ótica do passivo, próprias de uma transação desta envergadura: dúvidas quanto à execução da integração operacional e comercial, quanto ao alinhamento cultural e à motivação dos times de gestão, e principalmente quanto ao estresse financeiro, já que a estrutura de capital da Nova Suzano ousou testar os limites de alavancagem tolerável. Talvez deva-se ver aqui manifestações atualizadas nas segunda e terceira gerações daquele gene peculiar que empurrou o sr. Leon para os caminhos incertos do pioneirismo.

Sob a prova de uma transição “precoce” da segunda para a terceira geração, com o falecimento inesperado de seu pai Max em 2001, o primogênito David Feffer conduziu o desenho de um planejamento de longuíssimo prazo, a partir de uma ótica de “empresa de dono”, que pensa a dimensão temporal em termos de gerações, não de trimestres. Sob este alicerce, a Companhia instituiu um novo modelo gestão contendo três princípios fundamentais: controle definido, gestão profissional e compromisso com *stakeholders*.

A partir deste momento, percebe-se uma compreensão mais clara sobre o papel institucional do mercado de capitais como aliado das aspirações de longo prazo do Grupo. A mentalidade do passado de uma Companhia de capital “entreaberto”<sup>2</sup> foi dando lugar a uma visão mais moderna de sociedade. A Suzano migrou para o nível 1 da Bovespa em 2004 e finalmente em 2017 aderiu ao Novo Mercado em uma operação de migração de ações ao par, ou seja, as ações preferenciais se transformaram em ordinárias sem desconto. Governança é um processo *ongoing*. Os temas evoluem e nós na Dynamo invariavelmente temos pontos de discussão com a Companhia, que mantém seus canais abertos para o diálogo construtivo.

Fiéis aos três princípios, os Feffer foram um dos poucos grupos privados do país que prosperou crescendo

---

2 Com a frequência de interações com a Suzano, naturalmente aprendemos e passamos a reproduzir, nesta e na próxima carta, alguns termos e expressões que a Companhia costuma utilizar em sua comunicação. A fim de simplificar o texto, evitando o uso de sucessivas notas de referência, empregamos as aspas livremente. Além dos releases e documentos da Companhia, consultamos também outras referências que, como de costume, estão disponíveis para conferência em nosso site [www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br) no menu Biblioteca.

de forma consistente por um longo período, ao mesmo tempo em que conseguiram manter-se como acionista de referência relevante, conservando parcela substantiva do capital da companhia operacional. As iniciativas de diversificação – não tão numerosas – foram sendo eliminadas e invariavelmente os recursos retornaram para o negócio original de papel e celulose. No aumento de capital de 2012, por exemplo, para fazer frente ao projeto Imperatriz, a família, que havia se desfeito dos ativos petroquímicos anos antes, aproveitou para aumentar sua participação, demonstrando em um momento crítico de reorganização de portfólio a determinação de concentrar ainda mais patrimônio no setor.

Mesmo após a fusão com a Fibria, a família manteve uma participação relevante no capital, de 44%. A relutância quanto à diluição excessiva de participação societária muitas vezes revela um ângulo saudável do “apego” ao controle, servindo também como disciplina frente a eventuais aspirações descomedidas de crescimento. Quando o interesse econômico cai para níveis reduzidos, decisões *empire builders* se tornam mais frequentes. A condição patrimonial não-diversificada do acionista de referência-*insider* confere um sinal significativo para o investidor de portfólio. Naturalmente, o que alinha os interesses destas duas categorias de acionistas é o horizonte alongado de investimentos. O investidor minoritário com perspectiva de longo prazo se habilita para participar das realizações acertadas do controle, quando este é exercido de forma justa, com competência e prudência. Por outro lado, o investidor com um horizonte mais curto tende a se concentrar nas apreensões dos picos pontuais de alavancagem, inevitáveis em negócios cíclicos com investimentos discretos.

A profissionalização da gestão costuma inaugurar um momento crítico na trajetória das empresas familiares. Envolve elementos delicados da psicologia individual e da sociologia familiar, de forma que uma boa transição exige talento e inteligência emocional de quem conduz o processo. Percebendo que o exemplo pessoal constitui o discurso mais crível, David renunciou ao cargo de CEO assumindo o de chairman, abrindo caminho para que os demais membros da família também deixassem suas funções executivas. Hoje a Suzano possui um time de executivos qualificados, cujo reconhecimento ultrapassa o âmbito da indústria. Quando a transição para a gestão profissional não é bem feita nas empresas familiares, é comum

observarmos tensões latentes entre executivos e acionistas. No caso da Suzano, a simbiose parece funcionar bem. A crença sonora que infunde o jeito de ser da Suzano, “forte e gentil”, enunciada por Max Feffer, não poderia encontrar na voz do atual CEO timbre mais adequado.

O terceiro pilar do modelo, “compromisso com os *stakeholders*”, inaugurou uma pauta de gestão que se provaria à frente do seu tempo. Antes mesmo do termo ESG surgir pela primeira vez, a Suzano elencava em seus releases como prioridade estratégica “conduzir os negócios de maneira social e ambientalmente responsável”. A planta de Mucuri conferiu à Suzano o título de primeira empresa de papel e celulose no mundo e primeira companhia nas Américas (considerando todos os setores) a obter a certificação internacional ISO 14001 para regras de gestão ambiental. O Instituto Ecofuturo, uma organização não governamental idealizada e patrocinada pela Suzano promove desde 1999 “o desenvolvimento sustentável, a consciência sobre o meio ambiente, a educação e o treinamento profissional”. Evidências de que o protagonismo da sustentabilidade possui raízes antigas no Grupo. Neste contexto, entende-se a confiança nos compromissos ambiciosos que a Suzano vem assumindo na agenda ESG. Até 2030, entre outras metas, a Companhia pretende retirar 200 mil pessoas da linha da pobreza, ofertar dez milhões de toneladas de produtos renováveis que possam substituir os materiais fósseis, remover liquidamente 40 milhões de toneladas de CO<sub>2</sub> equivalente/ano, além de promover a conexão de 500 mil hectares de áreas prioritárias para a conservação da biodiversidade no Cerrado, na Mata Atlântica e na Amazônia.

A seriedade com que a Suzano vem cuidando dos interesses e incorporando organicamente as aspirações de todos os *stakeholders* em seu plano de negócios, ao mesmo tempo em que persegue eficiência operacional e entrega rentabilidade para seus acionistas, constitui a melhor prova de que o sistema de governança atual vem se aperfeiçoando em ritmo bem razoável<sup>3</sup>. É nossa opinião que não deveríamos nos aventurar na direção de um

---

3 Exemplos destes aprimoramentos na Suzano traduzem-se na presença de profissionais independentes e qualificados no conselho de administração, além do desenho dos comitês, entre os quais se destacam os de estratégia/ inovação e de sustentabilidade, que trabalham intensamente para alinhar visões estratégicas e preparar a Companhia para o futuro.

*stakeholderism* radical, como sugerem alguns, sob o risco de perdermos a estrutura de *accountability* que é capaz de assegurar resultados até agora tão satisfatórios para todos.

Outro ingrediente fundamental na trajetória da Suzano, que aparece a modo de um sistema operacional (software), não tão evidente como os ativos físicos (hardware), é a inovação. Nenhuma companhia centenária consegue manter-se relevante ao longo de um período de tempo tão extenso se não se reinventar adequadamente. Lembrando da Carta Dynamo 108, os saltos que levam a Suzano a avançar em sucessivas curvas-S ocorreram através do aumento discreto e mais evidente de capacidade fabril, em conjunto com inúmeros aprimoramentos incrementais menos visíveis que fazem com que a Companhia se mantenha entre os líderes mundiais de competitividade da indústria e ao mesmo tempo desenvolva novas linhas de negócios. Assim, além da descoberta *breakthrough* do eucalipto, a Suzano estabeleceu pioneirismo em diversas outras conquistas inovativas: primeira fabricante do mundo a produzir celulose *fluff* usada na produção de fraldas e absorventes higiênicos a partir da fibra curta do eucalipto; primeira a conseguir aprovação para o uso comercial de uma variedade de eucalipto geneticamente modificado; primeira a extrair lignina do licor negro e estabelecer uma planta comercial dedicada com capacidade de 20 mil ton (Limeira). Pioneirismo também na utilização de digestores contínuos, no branqueamento com dióxido de cloro, na produção de papéis reciclados de alta qualidade para impressão produzido a partir de aparas e na produção de papéis sanitários *tissue* de forma integrada à produção de celulose (Imperatriz e Mucuri).

Uma área onde inovação tem sido particularmente relevante é a silvicultura. Nos últimos cinquenta anos, os ganhos de produtividade na floresta no país medidos pelo IMA (incremento médio anual) saltaram de 17-20 m<sup>3</sup>/ha-ano para até quase em 60 m<sup>3</sup>/ha-ano nos melhores talhões. Tanta eficiência projetou o Brasil como produtor de menor custo do mundo, diminuindo expressivamente o tempo de colheita do eucalipto para sete anos. Colhendo mais rápido, reduz-se a necessidade de área plantada para cada tonelada de celulose produzida e em consequência o raio médio (distância floresta-planta industrial) tende a ser menor. Embora costumemos atribuir esta performance exclusivamente às condições edafoclimáticas do país, não é bem assim. Em algumas regiões, o regime de chuvas vem piorando ao longo do tempo. Ciência e

tecnologia explicam parte importante do desempenho, a partir de um trabalho meticuloso de seleção, clonagem e pesquisa genética desenvolvido por décadas pelas grandes empresas do setor (Suzano, Klabin, Aracruz, VCP, Fibria e Duratex), em conjunto com os institutos de pesquisa públicos/Universidades Federais (EMBRAPA, ESALQ, IPEF, SIF, FUPEF, CEPEF, IPT).

Tem sido longa a jornada de “domesticação” do eucalipto, desde as primeiras plantações no início do século passado visando fornecer combustível para locomotivas. Desde então, as chamadas ameaças bióticas (pragas e doenças) e alterações abióticas (solo, água, clima) estiveram presentes, impondo desafios permanentes aos produtores. A indústria contra-ataca com criatividade e inovação. Um dos registros mais marcantes deste embate foi o desenvolvimento do clone híbrido pela Aracruz, após ataques fúngicos devastadores que quase inviabilizaram o projeto pioneiro no Espírito Santo no início da década de 70. Aliás, aqui outro capítulo extraordinário da história do empreendedorismo no setor, liderado pela família Lorentzen.

A Suzano cultivou variedades capazes de resistir e crescer em ambientes adversos e secos, reduzindo ainda a necessidade de uso de agroquímicos e pesticidas. A Companhia elaborou um marcador molecular de alta precisão (80% de exatidão), que viabilizou a seleção antecipada de mudas jovens adequadas às características de clima e solo em cada tipo de região. Também vem desenvolvendo um ferramental digital inovador, empregando analytics e big data, que permite encontrar a melhor solução de clonagem para cada região, além de entregar ganhos de produtividade florestal de 2%, contribuindo para a redução do raio médio. Já a FuturaGene, subsidiária integral da Suzano e líder em biotecnologia florestal com centros de pesquisa no Brasil e em Israel, tornou-se em 2015 a primeira empresa no mundo a obter aprovação regulatória para plantar comercialmente uma variedade de eucalipto geneticamente modificado com aumento de produtividade.

O mergulho da ciência no interior das estruturas celulares das árvores cultivadas exhibe realidades até então insuspeitas. Além das possibilidades de manipulação genética, à medida em que este trabalho de refino avança, novas propriedades dos componentes da madeira são reveladas, inaugurando linhas de pesquisa com aplicações

promissoras. Uma jornada que lembra o nosso processo de análise aqui na Dynamo: quanto mais profundo escavamos, atributos diferentes dos veios da realidade das empresas emergem. É assim, a metáfora tão difundida “árvore/floresta”, referência ao enfoque micro/visão macro, merece atualização. É tamanha a riqueza dos elementos microscópicos descobertos que a árvore por si só se comporta como floresta...

Como ilustração, tomemos o exemplo da lignina. Sabe-se que a biomassa vegetal possui três componentes fundamentais: celulose, hemicelulose e lignina. Principal insumo para a fabricação do papel, o foco de interesse da indústria sempre foi a celulose. A lignina, uma das substâncias mais resistentes na natureza, é reconhecida por suas funções de sustentação da estrutura celular das árvores e de proteção dos tecidos vegetais. Mas na transformação fabril da celulose, a lignina sempre foi vista como um estorvo. Isso porque ela atua como barreira de acesso à celulose, ao mesmo tempo que confere uma pigmentação não desejada à pasta de celulose. Além do que, a extração da lignina é uma das etapas mais onerosas da produção, pois requer a utilização de muita energia e grande quantidade de produtos químicos para sua separação. Por outro lado, a lignina apresenta um teor de carbono superior aos carboidratos e sua remoção contribui para aliviar a sobrecarga da caldeira de recuperação. Com o tempo, a indústria passou a compreender a capacidade desta molécula em armazenar e liberar bioenergia. O licor negro queimado em caldeira específica gera vapor que movimenta turbina transformando as plantas de celulose em usinas termelétricas. O projeto recentemente anunciado pela Suzano, por exemplo, produzirá um excedente de 90 MW ano, energia suficiente para abastecer uma cidade de 1,4 milhão de habitantes. Ao inverter o sinal do saldo termodinâmico do processo, a receita de energia reduz custos diretos, trazendo enorme competitividade às unidades fabris mais modernas.

O despertar para o aproveitamento econômico do potencial energético da árvore repercute na silvicultura. E assim, a FuturaGene passou a desenvolver novas moléculas de lignina rompíveis a temperaturas mais baixas, exigindo menos energia e menor uso de químicos no processo de produção de celulose melhorando ainda mais a equação. Hoje, a lignina já pode ser utilizada na fabricação de resinas fenólicas (como adesivos para laminados e compensados), como antioxidante para

elastômeros e substituto do grafite nas baterias dos carros elétricos. Também já estão sendo testadas sua utilização como matéria prima na produção de termoplásticos e dispersantes. No futuro, suspeita-se que possa substituir a fibra de carbono. Descobertas em aplicações cada vez mais nobres que multiplicam várias vezes o valor potencial da molécula. A planta pioneira da Suzano em Limeira com produção comercial de 20 mil ton/ano pode alavancar oportunidades até então não imagináveis. Na metamorfose da inovação, a lignina começou como problema, virou insumo e agora evolui para produto de alto valor agregado.

Outro subproduto da desconstrução da árvore é a nanocelulose, nas versões mais promissoras da celulose nanocristalina e microfibrilada (MFC). A MFC é uma micropartícula da celulose, com uma espessura dez vezes menor do que um fio de cabelo. As aplicações potenciais são inúmeras, desde papéis e embalagens (reforço), tintas, cosméticos, espessantes, fibrocimentos, até fármacos e alimentos (barreira). Há ainda desafios tecnológicos e industriais a serem vencidos – como as etapas de secagem e reidratação – a fim de reduzir custos de produção/logística e tornar a MFC mais competitiva. A Suzano tem avançado na aplicação de MFC para a substituição de matéria-prima fóssil em produtos de limpeza e na fabricação de tintas e telhas de fibras de cimento, mas a linha de utilização mais avançada é no setor têxtil, através de sua participação na Spinnova. A startup finlandesa desenvolveu um processo mecânico capaz de transformar nanocelulose produzida a partir das florestas de eucalipto da Suzano em uma fibra descontinuada (*staple fiber*) usada na fabricação dos fios que formam tecidos. O produto, totalmente natural, biodegradável e reciclável, não usa químicos nocivos, nenhum tipo de solvente, nem micro plásticos, apresenta uma redução de 60% na pegada de carbono e de 90% no uso de água, quando comparado ao fio de algodão. Não à toa, já despertou atenção de parceiros como Adidas, The North Face e H&M. A expectativa de *ramp up* industrial é de sair de mil toneladas ano que vem para atingir um milhão de toneladas produzidas em 2029. A Spinnova fez seu IPO recentemente na Bolsa da Finlândia e está sendo avaliada em torno de € 700 milhões. Trata-se de uma primeira manifestação de valor de uma plataforma com enorme potencial. Só como ideia de ordem de grandeza, o segmento têxtil para vestuário é um mercado da ordem de 110 Mton, sendo dominado por produtos à base de fibras sintéticas petroquímicas (60%) e de algodão (25%).

No bio-óleo, a Suzano avança em parceria com a companhia americana Ensyn, no projeto de US\$ 130 milhões em Aracruz, usando tecnologia de processamento térmico rápido. A planta terá capacidade para produzir 80 milhões de litros/ano que devem ser processados em refinarias nos Estados Unidos e na Europa. Na via dos bio-compósitos, a estratégia é misturar celulose de eucalipto em resinas de origem fóssil, como o polipropileno e polietileno, a fim de reduzir a pegada de carbono na cadeia do plástico, especialmente na produção de bens duráveis. A Suzano detém a patente deste processo, cujos testes apontam para uma substituição de até 60% do componente fóssil por fibra de celulose. Nos produtos de uso único, a meta é deslocar totalmente o plástico. O foco da pesquisa aqui concentra-se em soluções para melhorar tanto as características físico-mecânicas do papel-base, quanto as propriedades de barreiras recicláveis/biodegradáveis na superfície do papel. A substituição do plástico pelo papel já é uma realidade em alguns segmentos – canudos, copos e embalagens flexíveis – e conta com a chancela legislativa em diversos países que estabeleceram metas de redução e banimento do uso de produtos de consumo a base de plástico. As companhias nórdicas, como Metsa, UPM e Stora Enso, até por não contarem com a versatilidade do eucalipto, apresentam bons avanços nessas rotas de pesquisa.

Apesar de se desdobrar em diversas linhas de pesquisa, todo este processo é orgânico e não disperso. As tecnologias para produção de eletricidade, vapor, biocombustíveis e bioprodutos estão integradas neste conceito de biorrefinaria de base florestal, que consiste em uma planta industrial que converte biomassa florestal em celulose e/ou papel. A jornada do refino da madeira na Suzano não é de agora. O investimento nas rotas tecnológicas começou há décadas e se expressa na disciplina dos orçamentos crescentes da P&D, bem como na marca de quase uma centena de cientistas totalmente dedicados, sem falar nos inúmeros projetos de cooperação com universidades, institutos de pesquisa e parcerias tecnológicas com outras empresas. A plataforma da biorrefinaria inaugura um painel de possibilidades para a Companhia avançar com soluções inovadoras sobre mercados altamente promissores, como combustíveis, plásticos, químicos, têxteis, entre outros. A Suzano não enxerga essas oportunidades, estimadas em US\$ 50 bilhões/ano, como segmentos-nicho. Nem muito menos

como resíduos ou subprodutos secundários. Ao contrário, são tratados como especialidades, ou especiarias até, de alto valor agregado, mesmo se alguns dos bio-compósitos devam ser produzidos em pequena quantidade. A despeito de sua condição de entrante, a ambição da Companhia é atuar nestes negócios como protagonista, buscando participação relevante. A confiança reside basicamente em três pilares: (i) nas conquistas obtidas até aqui que projetam desenvolvimentos tecnológicos ainda mais reveladores; (ii) no conhecimento e controle da base florestal, insumo fundamental, de onde tudo se origina; e (iii) no apelo da economia de baixo carbono, um caminho sem volta, que só deve crescer em relevância.

O portfólio de oportunidades não se confina exclusivamente à potência dos projetos futuros. A Suzano persegue competitividade como obrigação. E não poderia ser diferente. No ambiente das commodities, a formação dos preços ocorre fora do controle de cada participante. Restam às companhias que queiram se perpetuar no negócio buscar continuamente posições de menor custo na curva de oferta da indústria. A Suzano possuiu hoje 32 projetos industriais mapeados, com gastos orçados em R\$ 2 bilhões, que ao final de 2024 podem representar uma economia estimada em R\$ 500 milhões, ou uma redução de R\$ 46/ton no custo-caixa. As iniciativas contribuem também para tornar a equação ambiental ainda mais positiva, já que reduzem a produção de cinzas, o uso de químicos e a necessidade de combustíveis fósseis, diminuindo a pegada de carbono na atividade fabril.

### *Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até agosto de 2021*

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
<b>60 meses</b>	171,9%	111,3%	105,2%
<b>36 meses</b>	128,3%	60,7%	54,9%
<b>24 meses</b>	55,1%	19,2%	17,5%
<b>12 meses</b>	20,1%	20,5%	19,5%
<b>No ano (2021)</b>	2,5%	0,8%	-0,2%

Valor da cota em 31/08/2021 = **R\$ 1.720,287561000**

# DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$)

Período	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	-1,4%	914,5%
2013	-7,3%	17.456,8%	-26,3%	647,9%
2014	-6,0%	16.401,5%	-14,4%	540,4%
2015	-23,3%	12.560,8%	-41,0%	277,6%
2016	42,4%	17.926,4%	66,5%	528,6%
2017	25,8%	22.574,0%	25,0%	685,6%
2018	-8,9%	20.567,8%	-1,8%	671,5%
2019	53,2%	31.570,4%	26,5%	875,9%
2020	-2,2%	30.886,1%	-20,2%	679,0%

2021	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	-7,4%	-7,4%	-8,2%	-8,2%
FEV	-2,1%	-9,3%	-5,3%	-13,1%
MAR	-0,1%	-9,3%	2,9%	-10,6%
ABR	8,4%	-1,7%	7,5%	-3,9%
MAI	6,7%	4,9%	9,7%	5,3%
JUN	6,4%	11,6%	5,1%	10,7%
JUL	-4,8%	6,3%	-6,2%	3,8%
AGO	-2,5%	3,6%	-2,9%	0,8%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 7.244,2 milhões

(\*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver.

(\*\*) Ibovespa Fechamento.

Com 1,3 milhão de hectares de florestas plantadas/certificadas e mais 960 mil hectares de florestas nativas preservadas, o balanço ambiental da Suzano é amplamente positivo. As florestas removeram em 2020 quase 19,0 MtonCO<sub>2</sub>eq, enquanto a atividade produtiva emitiu 3,8 MtonCO<sub>2</sub>eq (escopos 1, 2 e 3), efetuando uma remoção líquida de 15,2 MtonCO<sub>2</sub>eq, que representa uma referência em termos de métrica de intensidade de carbono na indústria. As florestas armazenam 315 MtonCO<sub>2</sub>eq (sendo 164,8 Mton nas florestas plantadas e 151 Mton nas nativas) e a Companhia contabilizou 22 MtonCO<sub>2</sub>eq elegíveis para negociação nos mercados de carbono. A estimativa combina resultados de três fontes: expansão da base florestal de eucalipto, crescimento das florestas nativas (de forma orgânica ou por regeneração) e redução de emissões através dos projetos de modernização industrial, maior eficiência e mudança da matriz energética, com a substituição do gás natural pela biomassa. O inventário se enquadra nos princípios de adicionalidade e integridade do artigo 6 do Acordo de Paris e, portanto, se qualifica para ser negociado no sistema de mercado regulado internacional, onde espera-se que os preços de carbono convirjam para valores mais elevados.

Em respeito ao tempo dos nossos leitores, propomos interromper por aqui esta primeira parte da narrativa da Suzano. Na Carta seguinte, retomamos o texto trazendo considerações sobre o mercado de celulose, nossa visão sobre o *valuation* e a síntese dos argumentos que justificam nosso investimento.

Rio de Janeiro, 20 de setembro de 2021.

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

[www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br)

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

**DYNAMO**

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.**

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (21) 2512-9394 – Fax: (21) 2512-5720