

Em Companhia da Floresta

Na Carta anterior, narramos a trajetória da Suzano a partir de três aspectos: (i) o histórico empreendedor, que trouxe a Companhia até a condição de liderança global no mercado de celulose; (ii) a cultura de dono, que permeia os princípios do modelo de gestão e que por sua vez proporcionaram uma feição muito particular ao jeito de ser da Companhia; e (iii) o foco na pesquisa e inovação, voltada para a desconstrução dos elementos da madeira (biorrefino), materializada em uma plataforma de rotas tecnológicas que projetam a Suzano na direção de um encontro promissor com o Brasil do futuro.

São elementos qualitativos, diferenciais que buscamos encontrar nas companhias enquanto investidor de longo prazo. Mas o universo das commodities é traiçoeiro, as oscilações de preços podem ser bruscas, trazendo repercussões importantes no valor dos ativos, mesmo para os investidores mais pacientes. Daí, considerarmos nesta segunda parte nossa visão sobre o mercado de celulose, pontuando os principais *drivers* que podem determinar a dinâmica de oferta e demanda. Não temos nem de longe a pretensão de acertar a trajetória dos movimentos de preços no curto prazo. Nossa ambição consiste em demarcar os limites razoáveis de flutuação a partir dos fundamentos do mercado e acompanhar muito de perto as iniciativas que assegurem a competitividade da Suzano. Nosso entendimento é que o mercado de celulose oferece suficiente visibilidade para que um *value investor* com horizonte de longo prazo se sinta confortável em participar através de um *player* de qualidade.

Antes de tratarmos a dimensão do mercado, dois parágrafos rápidos sobre a ambidestria, uma nota cultural tão cara à Suzano. Um dos maiores desafios das companhias estabelecidas é saber lidar com as tensões entre o que funcionou bem até aqui e o que as deverá levar adiante. Cultivar essa dualidade consiste na arte de

transformar esse encontro entre passado e futuro em uma síntese produtiva.

Toda companhia possui maneira própria de contar sua história. Que será tão mais eficaz quanto mais simples, crível e inspiradora for. As boas narrativas corporativas invariavelmente se organizam em torno de um mosaico de conceitos e expressões. “Somos uma empresa forte e gentil”; “Só é bom pra gente se for bom para o mundo”; “Estamos no lado certo da equação” (ambiental); “Nosso propósito é renovar a vida a partir da árvore”; “Somos ambidestros”. Esta última formulação consiste na capacidade de uma companhia lidar com dois objetivos distintos e aparentemente divergentes. Nas palavras de um de seus dirigentes, “a busca em ser o melhor naquilo que se faz hoje e ao mesmo tempo explorar todas as janelas” para fazer a diferença no futuro. Ou ainda: em empreender e aproveitar as oportunidades (Leon), mas também planejar para criar oportunidades (Max). A ambidestria confere uma qualidade crítica às companhias estabelecidas que é a capacidade de gerar valor a partir das estruturas legadas, enquanto se constrói as pontes que as levarão para o futuro. Um futuro que projete inovação para garantir competitividade e sustentabilidade (inovabilidade).

E assim, a Suzano centenária, produtora de menor custo de uma matéria prima agroindustrial empregada na fabricação de bens de consumo, com baixa volatilidade da demanda final, diferente de outras commodities de consumo cíclico, comporta-se como uma *utility* despachada na base. Tal competitividade estrutural, com uma diversificação única da base florestal, industrial e logística, garante à Companhia distância expressiva em relação aos produtores marginais na curva de custos da indústria. Mesmo nos piores momentos dos ciclos de baixa do preço da celulose, como ao longo do ano passado, a Suzano é capaz de gerar resultado operacional positivo. Em tese, pode se dar ao luxo de operar sem restrições de

capacidade (despacho contínuo) empurrando o dilema da calibragem da oferta para o produtor de maior custo marginal. Ao mesmo tempo, como vimos, a plataforma do biorrefino, apoiada em pesquisa de ponta e inovações tecnológicas, confere à Companhia uma posição peculiar de vanguarda estratégica em segmentos de mercado promissores. Sob este olhar, a Suzano se apresenta tal qual um ecossistema de startups, um projeto empresarial contemporâneo debruçado no futuro. *Utility* e *tech*, binômio que nos parece auspicioso.

Commodities compõem uma classe de ativos geralmente menos frequentada pelo investidor dito fundamentalista. Isto porque as companhias neste segmento possuem pouco ou nenhum poder sobre o principal determinante do valor do negócio, o preço da commodity. Os produtores *price takers* competem em uma arena global, com produtos menos diferenciados e negociados em mercados distantes. Investimentos de longa maturação e custos fixos elevados tornam a oferta inelástica e discreta. Os preços se tornam sensíveis a pequenas variações na demanda. Commodities costumam ser rentáveis dentro de uma faixa estreita de flutuação nos volumes. Alterações na direção errada, seja por aumento relevante na oferta ou queda repentina na demanda, desarmam este equilíbrio instável e podem acionar quedas acentuadas, por vezes prolongadas, nos mercados. Neste ambiente instável e cíclico, mesmo os mais experientes participantes não conseguem antecipar as oscilações nos preços. O exercício de computar forças fragmentadas de oferta e demanda e sintetizá-las em um preço de referência torna-se ainda mais inóspito para o investidor. Não por acaso, este enunciado geral costuma afugentar aqueles que pretendem ter maior controle sobre as alavancas de valor que determinam o desempenho de seus investimentos.

No caso da celulose, algumas condições de contorno diferenciadas fazem com que, olhando-se sob a perspectiva de uma série mais longa, os preços praticados apresentem uma menor volatilidade histórica frente às demais commodities, sejam metálicas ou agrícolas. A evolução tecnológica dos processos industriais foi reduzindo ao longo do tempo as restrições operacionais dos digestores e das caldeiras de recuperação o que permitiu a ampliação de capacidade instalada das unidades fabris mais modernas. No estado da arte na indústria, projetos competitivos partem de uma capacidade nominal mínima de 1,5 milhão ton/ano. A fim de alimentar uma planta desta envergadura, nas regiões mais competitivas do país são necessários pelo menos 150 mil hectares de floresta

plantada. Em outras geografias, onde a produtividade da floresta é menor, como no Sudeste Asiático, na Europa e no Canadá, a necessidade de terras para uma planta de igual capacidade seria da ordem de 210 mil, 520 mil e um milhão de hectares, respectivamente. Considerando-se que para cada hectare de floresta plantada 0,7 hectare de floresta nativa deve ser preservado, chegamos a 250 mil ha de terras necessárias nas melhores regiões do planeta. Como a madeira viaja mal, o transporte das toras até a unidade fabril representa um item relevante no custo de produção. Daí a importância do chamado raio médio estrutural de cada unidade fabril. Só como exemplo, o projeto Cerrado, recentemente anunciado pela Suzano, apresenta uma distância média floresta-fábrica de apenas 60 km, o que contribuirá para reduzir, em conjunto com outras ações, o raio médio estrutural da Companhia de 219 km para 156 km, um número bastante competitivo. A propósito, a decisão de seguir adiante no projeto deu-se num timing adequado, ocupando espaço no *el dorado* do eucalipto do país, quando o principal competidor na região ainda encontra-se de mãos atadas por conta dos litígios societários.

A produtividade florestal elevada depende de condições naturais muito particulares como exposição ao sol, regime de chuvas, temperatura, solo, topografia, adequação dos clones, controle de pragas, entre outros. A necessidade de encontrar esses elementos reunidos e combinados às exigências de escala mencionadas acima acaba restringindo bastante o espectro de áreas viáveis para novos projetos de celulose. Embora pareça contraindicativo sob a ótica do planeta, o fato é que as opções são escassas. Tanto é que a produção global vem se concentrando no Brasil e na América Latina. Os próximos projetos no pipeline serão, sem exceção, nestas geografias: Bracell (Brasil), Arauco (Chile), UPM (Uruguai), Suzano (Brasil) e, em menor escala, a expansão de Guaiíba (Brasil), aumentando ainda mais a influência e domínio da produção na região de menor custo da produção mundial.

Com a entrada de capacidade destes projetos mais competitivos, a curva de oferta da indústria pode sofrer um achatamento no curto prazo. Se a tendência eventualmente perdurar, os produtores de maior custo marginal deverão continuar fechando capacidade, o que ajuda a disciplinar a oferta global. Este fenômeno vem ocorrendo há vários anos na indústria que conta ainda com expressivo volume de capacidade proveniente de unidades fabris pequenas (até 500 mil ton/ano), antigas (idade acima

de 25 anos) e em regiões de baixa produtividade florestal (Europa, Estados Unidos e Canadá).

Naturalmente, este é um aspecto sensível da tese de investimento no setor e merece contínuo monitoramento. As florestas da Colúmbia Britânica foram assoladas por duas décadas por diversos tipos de besouros, já a Costa Oeste dos Estados Unidos experimenta secas cada ano mais severas. O Sudeste Asiático/Oceania lida com problemas crônicos de incêndios e pragas, após um avanço predatório das monoculturas sobre a floresta nativa. A propósito, esses países descobriram da pior maneira possível, algo que a Suzano já havia compreendido desde o início: que a preservação da reserva nativa é saudável não apenas por si só, mas também fundamental para preservar a biodiversidade e resiliência da monocultura. Algumas regiões da África apresentam potencial de produtividade equivalente ao Brasil, mas convivem ainda com os vazios institucionais, incertezas políticas, escassez de mão de obra qualificada e falta de infraestrutura logística para o adequado escoamento da produção. Em um horizonte mais longo, há quem lembre que a persistência do aquecimento global poderia eventualmente trazer de volta o Canadá como país produtor e até destravar o potencial de novas regiões como a Sibéria, em consequência do degelo. O setor também convive com anúncios episódicos de projetos que até então não se provaram economicamente viáveis, mas que causam ruídos, como por exemplo o Euca Energy no Mato Grosso (que jamais saiu do papel) e o Paracel no Paraguai (que teria que buscar fornecimento de madeira há mais de 600 km de raio médio). As ameaças servem de alerta para lembrar que atores com perfil de risco mais agressivo podem ficar orbitando em torno do deck “oficial” de oferta do setor. Por outro lado, vale registrar que no Brasil em especial a floresta plantada compete com outros usos da madeira ou da terra, seja o coque vegetal, o bio-óleo, produtos para indústria moveleira e construção civil, pecuária ou agronegócio, o que acaba dificultando acesso à matéria-prima.

Mais recentemente, as novidades chegam da China onde duas dezenas de projetos totalizando cerca de 20 milhões de toneladas de capacidade de celulose surgem em um pipeline pouco crível. Talvez alguns possam seguir adiante contando com financiamento barato das províncias buscando alternativas com a fibra virgem para suprir uma parte da escassez de aparas após o banimento do papel reciclado por questões ambientais. O problema com a produção de celulose na China é que o país não tem condições de suprir a capacidade

entrante com madeira local. E assim, precisa contar com o fornecimento do cavaco vindo do exterior. Uma análise do mercado transoceânico de madeira mostra claramente uma tendência crescente de preços, já que alguns fornecedores tradicionais como Indonésia, Tailândia, África do Sul e Austrália vêm apresentando dificuldades em manter suas capacidades de exportação. Estima-se que Vietnã e Chile deverão se juntar proximoamente ao grupo. Com isso, se eventualmente tais projetos na China continental vingarem, deverão estabelecer um patamar de custo mais elevado para o produtor marginal da indústria, ao lado dos canadenses e europeus, pressionando especialmente os produtores não integrados e colocando os *players* de menor custo como a Suzano em uma posição ainda mais confortável.

De forma resumida, são numerosos os elementos que conspiram para que a oferta global de celulose se mantenha razoavelmente disciplinada: (i) escassez de áreas viáveis para o estabelecimento competitivo das florestas; (ii) adequação dos clones, domínio da tecnologia de manejo e dos controle de riscos bióticos e abióticos; (iii) elevada escala industrial e conhecimento das sutilezas dos processos fabris; (iv) volume expressivo de investimento com horizonte de longo prazo para desenvolver florestas, equalizar logística e capacidade de financiamento compatíveis; (v) inteligência de mercado e estrutura comercial adequada para atender a um mercado global com clientes fragmentados. Por outro lado, como contraponto a esses ingredientes mais estruturais, a queda do custo de capital global talvez tenha ajudado a contribuir para viabilizar o aumento da oferta de projetos de longo prazo de maturação e de grande porte na América Latina.

Pelo lado da demanda, a celulose se beneficia de algumas macro tendências que caracterizam a sociedade moderna, tais como aumento da população, urbanização, crescimento da renda média, digitalização, mudança climática e consumo consciente. Os produtos à base de celulose passam a integrar o espectro de consumo à medida em que as famílias adquirem uma determinada renda média e as sociedades se tornam mais afluentes. Desde o papel higiênico, guardanapos, às toalhas e lenços de papel, passando por papéis de melhor qualidade usados em embalagens de alimentos e medicamentos, até sacolas e caixas de papel ondulado que acompanham o crescimento vertiginoso das entregas do comércio eletrônico. A expectativa na próxima década é que todos os mercados de consumo de produtos à base de celulose se expandam, com exceção do segmento de papel para

imprimir e escrever (I&E), que continua perdendo espaço, agora de forma mais gradual, à medida em que o mundo *online* avança. Em compensação, a tecnologia digital acelera o *e-commerce* turbinando a demanda por papel-cartão utilizado nas embalagens de papel ondulado, cujo crescimento estimado para os próximos dez anos é quase cinco vezes maior do que a queda do I&E. Como veremos logo a seguir, este segmento de mercado começa a entrar no radar dos produtores de fibra à base de eucalipto e o efeito líquido da digitalização pode ser positivo também para produtores como a Suzano.

Usualmente, são dois os principais tipos de fibras usadas nos produtos à base de papel, de acordo com a natureza da árvore que as origina: as fibras longas, provenientes das árvores coníferas - no Brasil, com a predominância do pinus - e as fibras curtas, tendo o eucalipto como principal representante, seguido pela acácia, mais encontrada no Sudeste Asiático. As fibras longas derivam de árvores próprias dos climas mais temperados do hemisfério norte e demoram ao menos 15 anos para serem colhidas. Nos países nórdicos, tradicionais produtores de papéis de qualidade, a colheita pode demorar até 50 anos. Pela propriedade de alta resistência destas fibras, elas são preferencialmente usadas para conferir rigidez às embalagens, pois suportam bem peso e fricções no transporte. São também usadas em cartões de maior qualidade. Já a fibra curta confere maior maciez e capacidade de absorção aos produtos, apresentando também melhor textura para impressão, sendo tradicionalmente utilizados na fabricação de papéis para imprimir & escrever e na produção dos *tissues*. Predominantes em regiões de clima equatorial e tropical, onde a dinâmica das florestas é mais acelerada, o eucalipto cresce mais rápido e no Brasil, como vimos, é cortado a cada sete anos, o que confere uma enorme vantagem competitiva frente às demais fibras.

Tradicionalmente, estes dois mercados – fibras longas e curtas – eram bem demarcados, com dinâmicas próprias de preços e baixa interferência mútua, já que os produtores de papel admitiam uma baixa capacidade de substituição (usualmente até 15%) entre as duas fibras em seus processos de manufatura. Mais recentemente, esta paisagem vem se alterando não apenas porque os produtores de papel admitem maior flexibilidade no uso das duas fibras em suas linhas, mas também principalmente porque os produtores de fibras curtas desenvolveram inovações tecnológicas que os têm permitido avançar sobre mercados até então cativos da fibra longa. A Suzano, por exemplo, já produz comercialmente celulose tipo *fluff*

antes só produzidos na rota das fibras longas. A Klabin, outra gigante do setor, que possui a maior floresta de pinus do país, acabou de lançar de forma pioneira no mundo, o Eukaliner (papel cartão marrom usado nas capas das embalagens de papel ondulado) feito 100% à base de eucalipto. O produto alcançou os níveis de resistência necessários, as caixas ficaram ainda mais leves oferecendo ganhos logísticos e com uma melhor qualidade de impressão, característica típica da fibra curta. A Suzano também avança nesta linha de pesquisa e registra um aumento de 25% nos últimos cinco anos nos índices de resistência do eucalipto, que mede a capacidade da fibra para suportar tensão, se aproximando do padrão da fibra longa. A combinação de máquinas de papéis mais versáteis, uma oferta cada vez mais limitada de novos projetos de fibra longa, o diferencial competitivo de custo e os avanços tecnológicos da fibra curta explicam o ganho consistente de participação de mercado do eucalipto no mercado de celulose química branqueada. Adicionalmente, esses fatores contribuíram também para a aceleração do fechamento de capacidade de *players* tradicionais no hemisfério norte, ajudando na disciplina de oferta da indústria.

O eucalipto tem se mostrado mais competitivo não apenas em relação à fibra longa, mas também quando comparado a outras opções de fibras na indústria. Já observa-se alguma demanda adicional de fibra virgem de eucalipto a fim de suprir a menor oferta de aparas na China, decorrente das restrições de importação de papel reciclado por motivos ambientais. Também é conhecida a tendência de deslocamento da produção de celulose de fibras que não de madeira (*non wood*), como o bambu e, finalmente, uma menor disponibilidade de cavacos também vem pressionando os produtores integrados menos competitivos a fecharem suas plantas de celulose e passarem a comprar fibra no mercado a fim de alimentar suas máquinas de papel.

Outro vetor promissor de crescimento de demanda dos produtos à base de celulose é o caminho sem volta da substituição dos componentes fósseis pelas fibras de madeira, em especial do plástico pelo papel. Os produtores de celulose vêm trabalhando no aperfeiçoamento das propriedades físico-mecânicas do papel e na aplicação de barreiras recicláveis e biodegradáveis em sua superfície. As barreiras precisam conferir ao papel propriedades termoselantes e de resistência à água, gordura, vapor e oxigênio, a fim de se tornarem alternativas sustentáveis para a substituição do plástico em canudos, copos e embalagens

flexíveis de uso único, um mercado de 190 milhões de toneladas. Estimativas iniciais apontam para um potencial de substituição de 32,5 milhões de toneladas até 2040, sendo que para cada tonelada de plástico substituído são necessários 1,5 tonelada de papel produzido (cf. The Pew, 2020). Diversos países já estabeleceram metas para banimento de determinados produtos de plástico de uso único, reverberando a preocupação de governos responsáveis e as preferências de consumidores conscientes. Naturalmente, a indústria de papel ainda precisa transpor desafios econômicos e tecnológicos relevantes, como por exemplo, o desenvolvimento de polímeros totalmente recicláveis que precisam ser adicionados para formação das barreiras. Protótipos já estão a caminho. A oportunidade é muito promissora.

O avanço da demanda dos produtos de consumo em mercados já estabelecidos, o progresso tecnológico nas aplicações da fibra curta ocupando nichos tradicionais da longa e a capacidade de deslocar outras fibras protejam um crescimento em condições “normais” de mercado de pelo menos 1,0 M ton/ano para a celulose de eucalipto. Isso sem computar o enorme potencial da substituição do fóssil pela fibra. Já do lado das restrições de oferta, espera-se uma continuidade nos desligamentos de capacidade, fenômeno que vem ocorrendo de forma sistemática principalmente entre os produtores de fibra longa. Isso, sem fatorar as interrupções não esperadas, que vem crescendo nos últimos anos, seja por conta de um aumento de ocorrência de incêndios, da idade técnica elevada de equipamentos críticos na indústria e pela falta de investimentos suficientes nas plantas mais maduras. Já os níveis de estoque na cadeia encontram-se em níveis normalizados, ou até ligeiramente abaixo dos padrões normais. Ainda assim, os projetos anunciados devem despejar no período 2021-2024 produção adicional superior às projeções de demanda. Com isso, o mercado pode testar preços abaixo dos correntes.

Curiosamente, nos dois últimos episódios de entrada mais concentrada de capacidade na indústria de celulose, em 2009-2010 e 2017-2018, o mercado absorveu bem a produção adicional e os preços corrigiram para cima, enquanto a nova capacidade era colocada. Na verdade, a derrapagem nos preços foi antecipada, na forma de expectativas, mas não validadas no momento seguinte pela dinâmica de oferta x demanda da indústria. Por outro lado, também de maneira contraintuitiva, em 2018, ano do anúncio da fusão Suzano/Fibria, o mercado já parecia bastante apertado e, adicionalmente,

no horizonte dos três anos seguintes não havia qualquer sinal de nova capacidade a caminho, o que sugeria uma temporada de preços interessantes para os produtores. No entanto, o contrário ocorreu. Os preços cederam fortemente no período ficando evidente que os produtores de papel na China acumulavam níveis bastante elevados de estoque, e infelizmente por uma avaliação equivocada da Companhia isso só foi percebido *ex-post*.

A China tem sido responsável por grande parte do aumento da demanda por celulose de mercado, principalmente a partir da última década. Este deslocamento mais agudo do eixo do consumo chega trazendo alguma apreensão. A queda dos preços no período 2019-2020 deixou evidente a dificuldade de leitura do comportamento agregado dos compradores chineses. As iniciativas de acúmulo de estoques e posterior retração de pedidos teriam sido intencionalmente coordenadas? Teria sido um alerta coletivo emitido pelos compradores chineses antecipando uma eventual ameaça de uma oferta mais concentrada após a fusão de dois grandes *players*? São questões ainda abertas.

Na maioria dos mercados, é muito difícil antecipar a dinâmica de preços. Nas commodities, por vezes, é complicado até explicá-los posteriormente. Como aqui na Dynamo não temos pretensão de acertar as flutuações de curto prazo, preferimos considerar em nossos números um preço de longo prazo com uma boa margem de segurança, que expressa o nosso coeficiente de incapacidade para lidar com a intensidade e duração dos eventuais desvios (*overshootings*) do mercado. A premissa de custo de longo prazo “conservador”, abaixo do custo marginal de produção, é a expressão numérica do alerta famoso de Keynes que adotamos como critério: nosso investimento precisa ficar de pé, solvente e rentável, mesmo que o mercado insista em permanecer irracional. Sob a ótica de negócio, e no caso que estamos tratando, nosso olhar de longo prazo em um ambiente commodity se apoia em duas premissas principais: (i) uma visão positiva dos *drivers* de longo prazo da indústria; (ii) a confiança de que a Suzano continuará sendo altamente competitiva e protagonista das transformações que engendram longevidade em seus negócios.

De fato, a competitividade estrutural da Suzano se fortaleceu ainda mais depois da fusão com a Fibria. A transação combinou o que havia de melhor em duas grandes empresas e a síntese trouxe uma Nova Suzano fortalecida. A junção dos ativos físicos possibilitou a captura, em sinergias florestais, industriais, logísticas e

comerciais, de um total de R\$ 1,3 bilhão - montante acima do inicialmente estimado -, assim como a apropriação de R\$ 600 milhões/ano em benefícios fiscais, além de projetar a Companhia para a liderança absoluta global no mercado de celulose. No P&D, a Suzano vinha mais avançada na rota da lignina, a Fibria na vanguarda da celulose microfibrilada e no bio-óleo. A união das duas plataformas de inovação potencializou o intercâmbio de conhecimento e de processos proporcionando escala e profundidade à área de inovação. Em termos de gente, a Companhia se deu ao luxo de poder selecionar, a partir de duas bases qualificadas, executivos experientes e comprometidos com o novo *fit* cultural. Prova de fogo da boa escalação foi a boa execução de um processo de integração operacional complexo, que envolvia riscos relevantes. Se a cultura representa o DNA de uma empresa, a Suzano trouxe o aminoácido do empreendedorismo e a Fibria o códon dos controles e processos. A síntese desta tradução são proteínas que formam a base de um metabolismo corporativo saudável que promete ser (esperamos que seja) longo.

Uma nota sobre a estratégia comercial. Não há sinais de que o status de maior produtor com cerca de um terço do mercado transoceânico de fibra curta tenha trazido benefícios de coordenação de mercado, como se esperava. No momento em que os preços caíram ao longo de 2019-2020, o que se viu foram os demais produtores interessados apenas em suas próprias agendas, se comportando como sempre fizeram no passado, priorizando defender volumes, sem maiores preocupações em preservar preços. Coube à Suzano, de certa forma como consequência de seu próprio equívoco, o ônus da disciplina, acumulando um volume de estoques que demorou seis trimestres para ser normalizado. O episódio serviu como dura lição e a Suzano correu para desenvolver uma inteligência de mercado mais granular no obscuro mercado chinês, que passa pelo estabelecimento de uma rede de bases próprias de armazenamento e distribuição local. Ao mesmo tempo, a Companhia seguiu o discurso de que uma menor volatilidade nos preços seria conveniente para os demais produtores e particularmente interessante para os clientes. Neste sentido, a Suzano vem procurando oferecer regimes diferenciados de contratos com o objetivo de estreitar ainda mais a parceria com os clientes de longo prazo que enxergam valor na capacidade da Companhia de se qualificar como fornecedor confiável de um insumo estratégico, comprometendo-se com entregas programadas de grandes volumes e elevada qualidade. Pelo seu tamanho, a Suzano é o único *player* no mercado

capaz de construir um portfólio de contratos nesta base de relacionamentos diferenciados.

Mesmo com a queda dos preços após a fusão, a velocidade de captura das sinergias e o câmbio desvalorizado ajudaram a Companhia a atravessar o período mais crítico pós-transação. Nos últimos seis meses, com os preços voltando para os patamares de antes do ciclo de baixa, ficou evidente o quão robusta se tornou a capacidade de geração de caixa operacional da Companhia, acelerando o processo de desalavancagem a ponto de a Suzano sentir-se confortável para anunciar o novo projeto sem precisar ter definida toda a equação de financiamento na partida.

Apesar dos índices de endividamento ainda elevados, a Suzano é *investment grade*, possui uma situação de caixa confortável, uma dívida bem equacionada, diversificada e sem descasamento de moedas. A gestão de passivo é conservadora, buscando neutralizar os efeitos cambiais de curto prazo através de uma estrutura de derivativos com hedges de fluxo de caixa e swaps de indexadores, no conjunto sofisticada, que pode dificultar uma correta avaliação financeira, mas não esconde riscos assimétricos. De certa forma, a área financeira é a única região da Companhia onde não se admite experimentos. A novidade fica por conta do avanço dos títulos atrelados à sustentabilidade, um reconhecimento do mercado de crédito pela seriedade do compromisso da Companhia com metas ESG. O último SLB (bônus ligado à sustentabilidade) está associado ao cumprimento de metas ambientais (captação de água) e diversidade (representatividade feminina).

Por tudo o que dissemos, a Suzano nos parece uma tese de investimento robusta, com um portfólio de atributos bem dispostos: (i) negócio rentável, seguro e alinhado com as tendências do futuro; (ii) vetores de crescimento diversos e bem definidos; (iii) líder de mercado, produtor de menor custo com competitividade estrutural estabelecida; (iv) DNA de inovação e pesquisa, debruçado em rotas tecnológicas promissoras; (v) empresa de dono, acionista de referência presente, empreendedor, que sabe discriminar risco bom de correr e que pensa no longo prazo; (vi) governança em aprimoramento, zelo pelo social, vanguarda ambiental; (vii) time de executivos competentes, experientes e motivados; (viii) baixo risco financeiro, de execução e de obsolescência; (ix) cultura forte.

Não por acaso, na nossa visão, os principais riscos gravitam extra muros. São quase todos elementos externos

que trazem impactos relevantes: (i) descontrolo da oferta no mercado, com uma aceleração/concentração irracional de projetos novos; (ii) ruptura na demanda, seja pela estagnação das macro tendências, de uma desaceleração abrupta da China, insolvência generalizada da indústria de papel ou extensão prolongada da crise sanitária mundial; (iii) mudanças climáticas que possam afetar significativamente a produtividade/integridade das florestas; (iv) discontinuidades no processo sucessório. Os itens (i) e (ii) prescindem de comentários adicionais àqueles que tecemos sobre a natureza dos mercados de commodities, onde descontrolos na oferta e rupturas na demanda costumam gerar efeitos catastróficos nos preços. Sobre o item (iii), vale lembrar que a principal matéria-prima da Suzano é a natureza. Distúrbios no equilíbrio tênue dos ecossistemas, como aumentos de temperatura e alterações no regime de chuva, constituem uma grave ameaça à perpetuidade dos negócios. Meio ambiente é o principal ativo, mas ao mesmo tempo um fator de risco relevante para a Companhia. A Suzano vem trabalhando para desenvolver seus próprios antígenos, por exemplo, através de seleção clonal que suporte bem climas mais secos e que resista melhor a pragas naturais, ou mesmo através da conservação de seu portfólio de florestas em geografias dispersas, diversificando o risco dos biomas. Entretanto, um fracasso no controle das emissões globais com agravamento da situação climática pode colocar a Companhia em uma região de agudo desconforto e incerteza. O item (iv) é o único aspecto em nosso mapa de risco que está sob alçada exclusiva da Companhia. Tanto no âmbito da família, quanto da gestão, nos parece um tema ainda precoce. Mas como investidor de longo prazo costumamos prestar bastante atenção neste fator que já complicou bastante a vida de muitas empresas brasileiras importantes.

Em termos de *valuation*, usamos como cenário-base um preço de referência de longo prazo da commodity de U\$\$ 550/ton. Mesmo considerando um deck de preços ainda mais conservador, encontramos uma taxa interna de retorno real acima de dois dígitos em dólar, o que configura um cenário de proteção e margem de segurança incomuns ao nosso investimento na Suzano. Também não atribuímos qualquer valor às rotas promissoras da plataforma de inovação, tratando-as nesse momento ainda como opcionalidades. Naturalmente, à medida em que esses novos mercados se desenvolvam, criando configurações diferentes para demandas futuras, um amplo espectro de oportunidades de posicionamento estratégico pode se revelar.

Para além do mérito do investimento por si só, que esperamos ter demonstrado ao longo desta carta e da anterior, a posição em Suzano adiciona equilíbrio na construção do nosso portfólio. Devemos atravessar um período especialmente turbulento no cenário interno, com a antecipação das campanhas eleitorais, aumento dos ruídos políticos e instabilidade institucional que tornarão ainda mais expostas as disfuncionalidades do governo e desencontros entre os poderes. Voltada para o mercado externo, 100% dolarizada, a Suzano constitui seguro e proteção financeira para uma parte do nosso portfólio durante esses tempos confusos.

O investimento na Suzano em si, pelas suas características atuais, nos parece ter bons fundamentos. Quando a eles se acrescenta a projeção - que tudo indica ser a mais sensata - de para onde o mundo se encaminha, ele se torna substantivamente mais propício. Em linguagem aristotélica, enquanto ato ele é recomendável, enquanto potência se mostra imperioso. Como investidores atentos, pretendemos acompanhar muito de perto este movimento de convergência de qualidades que prometem se encontrar. Quem sabe, e assim esperamos, na linha de um horizonte não tão distante.

A palavra "floresta" tem origem no latim *forestis*, adjetivo derivado de *foris* (fora). O nome era atribuído aos territórios em que só o rei estava autorizado a explorar caça e extrair madeira, ficando, portanto, fora dos

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

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

limites da área comunitária. Daí também “forasteiro”, aquele que vem de fora. O setor de árvores plantadas subverteu completamente a etimologia da palavra. Com trabalho e inovação, os produtos da floresta tornaram-se acessíveis, invadiram as cidades, fazendo parte do cotidiano de bilhões de indivíduos no mundo. Quanto mais o conhecimento avança, quanto mais se descobre a riqueza microscópica da floresta, mais produtiva e democrática ela se torna, razão pela qual as sociedades mais lucidas e conscientes se mobilizam para sua preservação.

Estudos empíricos mais recentes constataam que a biodiversidade nas florestas tropicais, principalmente, cresce à medida em que avançamos árvore acima. Ou seja, contrário ao senso comum, há mais vida na copa das árvores do que no tronco junto à raiz. Quanto mais para cima, mais sol e nutrientes estão disponíveis fazendo com que o ecossistema se modifique em uma velocidade maior. O mesmo parece acontecer com a Suzano. O crescimento tem feito bem à Empresa. A cada projeto, cada obstáculo, manifesta-se saudavelmente a dialética da superação.

Em diversas culturas e sociedades, os mitos da criação usam árvores como símbolos da vida. Ao longo da história da humanidade, a árvore esteve associada à vida, à sabedoria, à força, à imortalidade, à arte e à criação. Se a árvore é vida, o propósito de “renovar a vida a partir da árvore” é o mesmo que descobrir um renascer da árvore a partir do conhecimento e da experiência de vida de todos os que participam dessa epopeia vital. Neste enredo, a Suzano se mostra genuinamente circular e renovável. Do produto ao propósito.

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

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