



**Universidade Estadual de Campinas  
Faculdade de Ciências Aplicadas**



Giovanni Marques da Cunha e Oliveira Andrade  
Marcelo Trento Vendrameto  
Mustapha Mouhydin Eslambouli

**Guia para Análise Fundamentalista Modelo Top-Down de  
Empresas: uma aplicação à Suzano Papel e Celulose em 2021**

Limeira  
2021



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
FACULDADE DE CIÊNCIAS APLICADAS



GIOVANNI MARQUES DA CUNHA E OLIVEIRA ANDRADE  
MARCELO TRENTO VENDRAMETO  
MUSTAPHA MOUHYDIN ESLAMBOULI

# **Guia para Análise Fundamentalista Modelo Top-Down de Empresas: uma aplicação à Suzano Papel e Celulose em 2021**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado  
como requisito parcial para a obtenção do título de  
Bacharel em Engenharia de Manufatura pela  
Faculdade de Ciências Aplicadas da Universidade  
Estadual de Campinas.

Orientador: Prof. Dr. Johan Hendrick Poker Junior

Limeira  
2021

Ficha catalográfica  
Universidade Estadual de Campinas  
Biblioteca da Faculdade de Ciências Aplicadas  
Renata Eleuterio da Silva – CRB 8/9281

An24g

Andrade, Giovanni Marques da Cunha e Oliveira, 1996-

Guia para análise fundamentalista modelo *top-down* de empresas : uma aplicação à Suzano Papel e Celulose em 2021 / Giovanni Marques da Cunha e Oliveira Andrade, Marcelo Trento Vendrameto, Mustapha Mouhydin Eslambouli. - Limeira, SP : [s.n.], 2021.

Orientador: Johan Hendrik Poker.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Estadual de Campinas, Faculdade de Ciências Aplicadas.

1. Administração financeira. 2. Empresas - Avaliação. I. Vendrameto, Marcelo Trento, 1998-. II. Eslambouli, Mustapha Mouhydin, 1998-. III. Poker Junior, Johan Hendrik, 1974. IV. Universidade Estadual de Campinas. Faculdade de Ciências Aplicadas. V. Título.

Informações adicionais, complementares

**Titulação:** Bacharéis em Engenharia de Manufatura

**Data de entrega do trabalho definitivo:** 15-12-2021

**Autores:** Giovanni Marques da Cunha e Oliveira Andrade, Marcelo Trento Vendrameto e Mustapha Mouhydin Eslambouli

**Título:** Guia para Análise Fundamentalista Modelo Top-Down de Empresas: uma aplicação à Suzano Papel e Celulose em 2021

**Natureza:** Trabalho de Conclusão de Curso em Engenharia de Manufatura

**Instituição:** Faculdade de Ciências Aplicadas, Universidade Estadual de Campinas

**Aprovado em:** 03 / 12 / 2021.

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof(a). Dr(a).Johan Hendrik Poker Junior  
Faculdade de Ciências Aplicadas (FCA/UNICAMP)

---

Prof(a). Dr(a). Luiz Eduardo Gaio  
Faculdade de Ciências Aplicadas (FCA/UNICAMP)

Este exemplar corresponde à versão final da monografia aprovada.

---

Prof(a). Dr(a).Johan Hendrik Poker Junior

## RESUMO

Este trabalho consiste em um guia simplificado para auxílio aos estudantes da Universidade Estadual de Campinas, em especial a Liga do Mercado Financeiro da Unicamp, sobre como realizar uma análise fundamentalista de uma empresa de capital aberto listada na bolsa de valores brasileira (B3) seguindo o modelo *Top-Down*. No presente estudo, foi escolhido o setor de papel e celulose para análise devido à situação macroeconômica do período pós-pandemia caracterizado, principalmente, pela alta dos preços das *commodities*. A empresa escolhida pertencente a esse setor foi a Suzano Papel e Celulose a qual será alvo de uma análise detalhada dos principais tópicos que são comumente abordados pelos analistas de *sell-side* e que são regularmente requeridos em competições universitárias de análise de empresas organizado por grandes instituições financeiras. Os tópicos estão na sequência: descrição do negócio, análise ESG, análise competitiva, *valuation* e análise de riscos.

O estudo foi dividido em três partes: o Guia para os estudantes, a análise fundamentalista da empresa Suzano e a planilha contendo as análises quantitativas do *valuation*.

**Palavras-chave:** Análise fundamentalista de empresas. Modelo *top-down*. Papel e celulose. Suzano. Valuation.

SOBRENOME, Nome do autor. Título (em inglês): subtítulo (em inglês, se houver). Ano. nº. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em [nome do curso].) – Faculdade de Ciências Aplicadas. Universidade Estadual de Campinas. Limeira, ano.

## ABSTRACT

This document consists of a simplified guide to help students at the Universidade Estadual de Campinas, in particular Liga do Mercado Financeiro da Unicamp, on how to carry out a fundamental analysis of a publicly traded company listed on the Brazilian stock exchange (B3) through the Top-Down model. In the present study, the pulp and paper sector was chosen for analysis due to the macroeconomic situation of the post-pandemic period, which occurred mainly due to high commodity prices. The chosen company belonging to this sector was Suzano Papel e Celulose, which will be subject to a detailed analysis of the main points that are commonly specified by sell-side analysts and that are regularly required in university challenges organized by large financial institutions. The main points are listed in the document in sequence: business description, esg analysis, competitive analysis, valuation and risk analysis.

The document was organized into three parts: the guide for students, the fundamental analysis of the Suzano and the spreadsheet containing the quantitative analysis and valuation.

**Keywords:** Fundamental Analysis. Top-Down Model. Pulp and Paper. Suzano. Valuation. Guide.

**LISTA DE ILUSTRAÇÕES**

Figura 1	Ibovespa x Índice ISE	14
Figura 2	MSCI Brasil x MSCI Brasil ESG líderes	15
Figura 3	Foto das Atividades do Emissor	17
Figura 4	Exemplo gráfico das forças de Porter	22
Figura 5	Exemplo análise SWOT	23
Figura 6	Exemplo de Matriz de Risco	26

**LISTA DE TABELAS**

Tabela 1	Exemplos de problemas ESG	14
Tabela 2	Nota para matriz de risco	15

## SUMÁRIO

1.	Introdução	10
2.	Análise Macroeconômica	11
3.	Análise dos fatores ESG	13
4.	Conclusão Análise top down: Por que escolhemos a Suzano?	15
5.	Análise fundamentalista da empresa Suzano S.A	16
5.1	Descrição do negócio	16
5.2	Análise ESG	18
5.3	Análise competitiva	20
5.3.1	Cinco forças de porter	20
5.3.2	Análise SWOT	22
5.4	Riscos	25

## 1 Introdução

O presente trabalho carrega como principal função o auxílio dos alunos da Unicamp na confecção de análises fundamentalista, seguindo o modelo amplamente difundido em competições de análise nacionais e internacionais. Para preencher de forma didática todo o conteúdo abordado nas análises, o estudo é dividido em três materiais, são eles: Guia, Análise fundamentalista aplicada a Suzano e Excel com base em cálculos para o valuation.

Para o melhor aproveitamento do guia, é aconselhável o uso conjunto de todos os materiais fornecidos, dessa forma, o leitor conseguirá associar todos os pontos levantados e conceitos levantados neste guia com a exemplificação prática do relatório.

## 2 ANÁLISE MACROECONÔMICA

A análise macroeconômica torna a tese de investimento mais bem fundamentada e auxilia na observação de padrões e tendências por parte do analista. Assim como o modelo de análise proposto, top-down, a dinâmica do relatório ocorre como um funil, indo do mais abrangente ou mais específico.

Na etapa mais abrangente, torna-se imprescindível que o analista introduza os acontecimentos macroeconômicos e, em sua visão, quais serão as derivadas desses acontecimento e como eles se relacionam com os setores da economia alvos de investimentos. Para a elaboração desse embasamento inicial, fica evidente a necessidade de boas fontes de informação, insights e dados.

Seguindo essa metodologia, algumas abordagens podem ser utilizadas para traçar um perfil macroeconômico

- Taxa de Juros:

deve-se compreender a correlação entre natureza da empresa e setor com a variação da taxa de juros. Bancos, como exemplo, são

beneficiados pela alta do juro pois conseguem arrecadar mais com o aumento do spread (taxa cobrada pelo banco em operações financeiras). Por outro lado as construtoras sofrem impacto negativo dessa mesma alta de juro, pois assim, fica mais caro o financiamento de imóveis impactando na relação de oferta e demanda.

Além dos fatores citados, a taxa de juro, assim como o risco país, interferem diretamente no fluxo financeiro internacional que interfere na dinâmica do mercado financeiro nacional.

- **Inflação:**

A inflação impacta a viabilidade e perspectiva de uma empresa e investimento de diversas formas. Para isso, se faz necessário compreender qual o impacto da variação da inflação no consumo, no custo de capital e por fim no crescimento da companhia. Como exemplo, modelos de negócio, por mais que rentáveis, representam uma necessidade secundária do dia-a-dia da população. Dessa forma, com o aumento da inflação, esses modelos de negócio podem ser impactados de forma mais incisiva quando comparado a produtos e serviços de primeira necessidade.

- **Câmbio:**

A taxa de câmbio pode interferir de diversas maneiras, tanto na dinâmica de preços como no custo de insumos. Fica evidente que, assim como os outros tópicos exemplificados, o impacto de cada fator macroeconômico depende diretamente de seu contexto de análise. Seguindo com alguns exemplos, a volatilidade do câmbio pode caracterizar risco significativo à companhia com dívidas em dólar, da mesma forma que positivamente companhias exportadoras.

## 2.1 Fontes de informação para a elaboração, embasamento e *insights* da análise setorial e macroeconômica.

### 2.1.1 Notícias:

- **Reuters**
- **Valor econômico**
- **Bloomberg**
- **Investing.com**
- **Trading Economics**

### 2.1.2 Redes sociais:

- **Twitter** [@planetmoney](#) ;[@PIMCO](#); [@Carl\\_C\\_Icahn](#); [@WSJmarkets](#); [@blackrock](#); [@sf2invest](#); [@helocruz](#); [@hbredda](#)
- **Bloomberg**

### 2.1.3 Setorial:

- **Consultorias:**

Muitas das companhias especializadas em análise de setores específicos da economia desenvolvem relatórios periódicos com grande volume de dados e informações. Esses relatórios têm um custo elevado e muitas vezes são fornecidos através de assinaturas. Entretanto, como forma de incentivo ao desenvolvimento acadêmico e intelectual dos jovens, muitas dessas companhias se solidarizam e fornecem amostras para estudantes. Dessa forma, caso o contato seja bem sucedido, as informações fornecidas terão peso ímpar em sua análise.

- **Gestores de investimento:**

As cartas publicadas pelos gestores carregam um vasto acervo de informações referente as visões de gestores profissionais, qualificados e com anos de experiência sobre determinado ativo ou setor, assim como suas visões sobre o mercado financeiro nacional e internacional.

- **Research sell-side:**

As publicações de research sell-side, tanto independentes, quanto de bancos nacionais e internacionais são excelentes fontes de informação para percepção de mercado e fatores chave.

Para a análise setorial, faz-se necessário primeiramente, identificar o setor e subsetor da companhia, juntamente com os drivers fundamentais para o setor, como por exemplo, consumo interno, interferência de preços em commodities, fator cambial, sensibilidade a taxa de juros, sensibilidade a fatores políticos e cenários nacionais e internacionais.

Uma vez estabelecido os drivers do setor da companhia, cabe ao analista, detalhar cada fator e desenvolver os drivers conforme expectativa de mercado e construção de cenários. Para uma boa análise setorial, se faz necessário a construção de múltiplos cenários e por conseguinte, suas derivadas e diversos efeitos na dinâmica do setor.

Após o desenvolvimento do setor e de seus fatores-chave, é necessário afunilar a análise indicando a interface entre a empresa, setor e cenário macroeconômico base, funcionando como um sumário das interações esperadas nos múltiplos cenários.

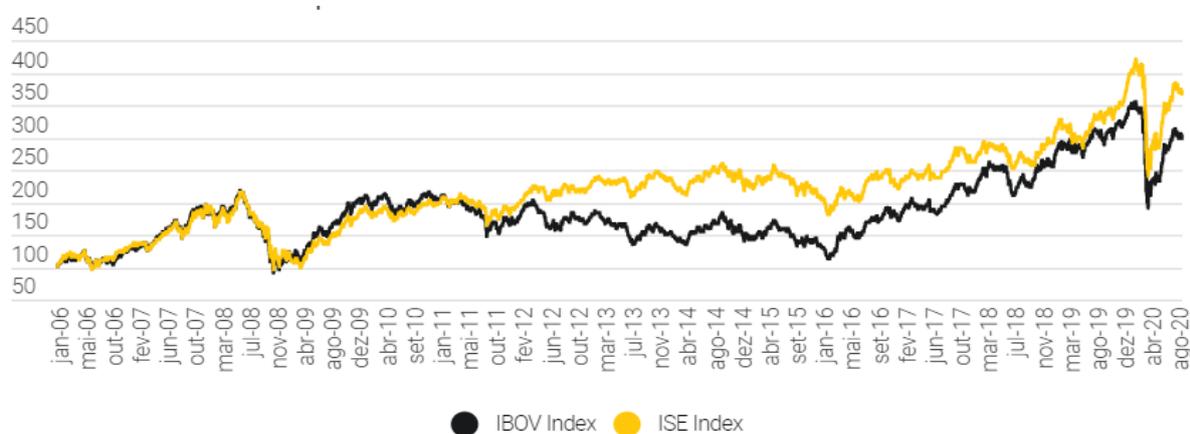
### **3 ANÁLISE DOS FATORES ESG**

Outro fator de grande importância que foi determinante para a escolha do setor de papel e celulose como uma boa opção de investimento atualmente e, conseqüentemente, para a análise mais detalhada neste trabalho é o fator "ESG", o qual é amplamente empregado pelas principais empresas que compõem o setor.

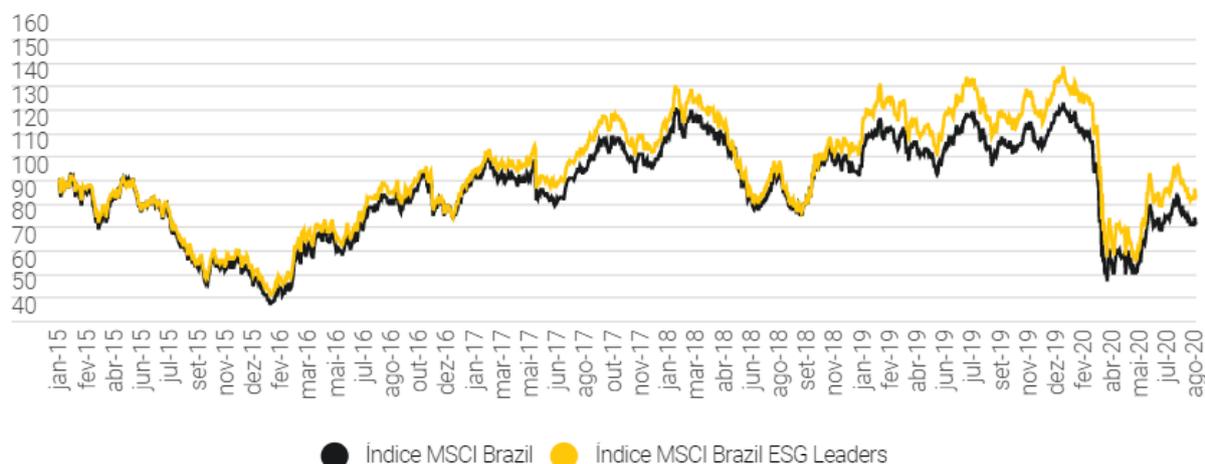
A sigla ESG, referente às palavras em inglês “*Environmental, Social and Governance*”, teve uma notável ascensão nas discussões que envolvem as práticas de investimento nos últimos anos. Esse movimento de investidores para portfólios alinhados com as práticas ESG fez com que surgissem novos fundos de investimento com estratégias voltadas para esse tipo de cliente que procura investimentos sustentáveis, e, uma vez que o mercado passou a adotar essa métrica como filtro em sua seleção de investimentos, as empresas também começaram a ampliar suas ações em prol dos fatores ESG juntamente com a divulgação de novos relatórios dedicados somente à esse tópico, tais como os relatórios de sustentabilidade anuais.

Além disso, quando é analisado o lado quantitativo, é visto que os índices que contém empresas que aderem a essas práticas sustentáveis possuem um desempenho melhor no longo prazo do que empresas que não aderem a essas práticas, como mostrado nas Figuras 1 e 2 que compara índices amplos com índices de empresas classificadas como sustentáveis, corroborando com a ideia de que estar alinhado às práticas sustentáveis é também estar alinhado a melhores resultados e, conseqüentemente, a uma maior rentabilidade futura.

**Figura 1 - Ibovespa x Índice ISE**



Fonte: Bloomberg, XP investimentos.

**Figura 2 - MSCI Brasil x MSCI Brasil ESG líderes**

Fonte: Bloomberg, XP investimentos.

Logo, analisar os fatores ESG tornou-se imprescindível para uma boa análise fundamentalista e tomada de decisão de investimentos.

Para a realização dessa análise, primeiramente é importante verificar se há órgãos especializados em realizar pesquisas para os setores alvo de análise. No caso do setor de papel e celulose, há o site do IBÁ (Indústria Brasileira de Árvores) o qual fornece publicamente pesquisas sobre produtos florestais e dados estatísticos para orientar uma análise aprofundada. As principais companhias do setor de papel e celulose são associadas ao IBÁ, ou seja, participam na elaboração de pesquisas, notícias e dados setoriais. Outros exemplos de associações responsáveis por pesquisas setoriais são: ABRAFE (produtoras de ferroligas e silício metálico), ABLA (locadoras de veículos), IBP (petróleo e gás) e ABCOMM (comércio eletrônico).

Após identificar esse órgão especializado, o analista conseguirá facilmente coletar as informações necessárias para tirar suas conclusões sobre a sustentabilidade do setor estudado.

## **4 CONCLUSÃO DA ANÁLISE TOP-DOWN: POR QUE ESCOLHEMOS A SUZANO?**

No modelo desenvolvido como referência desse guia, utilizamos o seguinte tópico com o intuito de concatenar todas as informações passadas anteriormente. Para isso, retomamos as principais relevâncias do setor para a economia, assim como o protagonismo do Brasil e da companhia escolhida no setor e eventos macroeconômicos que corroboram para a tese de investimento.

Para embasar ainda mais o texto, utilizamos a companhia com maior correlação no ambiente nacional para demonstrar as vantagens da Suzano frente às outras empresas. Dessa forma foram abrangidos temas como matriz de produto, múltiplos de endividamento e preço e fatores de desenvolvimento ESG.

## **5 ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA EMPRESA SUZANO S.A.**

Para se realizar uma análise fundamentalista adequada para uma empresa é necessário cobrir detalhadamente alguns tópicos que abordam as principais frentes de competência que são complementares para o real entendimento de todo o ecossistema que circunda o ambiente de negócios que a empresa se encontra.

Neste trabalho será demonstrado como essa análise foi realizada para o caso da Suzano, mas muitos desses tópicos se extrapolam para a análise de empresas de diversos setores.

Portanto, a seguir estão descritos a metodologia usada para os seguintes tópicos: descrição do negócio, análise ESG, análise competitiva, análise financeira, *valuation* e riscos.

### **5.1 Descrição do negócio**

O primeiro passo para qualquer análise fundamentalista de uma empresa é entender sobre o seu negócio e como efetivamente ela gera caixa através de suas

operações. Uma vez que o analista passa por esse processo inicial, ele fica apto para prosseguir para os demais tópicos de uma análise fundamentalista.

Como as informações para o entendimento do setor de papel e celulose já foram detalhadas nos tópicos anteriores referentes à seleção setorial, neste tópico é importante que sejam detalhadas as informações ligadas às atividades da companhia, ao processo produtivo, às estratégias de curto, médio e longo prazo e às características intrínsecas do setor que afetam a companhia tais como: sazonalidade, dependência de outros setores, parcerias governamentais, legislação, entre outras.

O principal documento emitido que pode ser encontrado no site de Relações com Investidores da empresa analisada é o Formulário de Referência. O tópico 7 desse documento é exclusivamente dedicado à descrição das atividades da empresa, como mostrado na imagem retirada do Formulário de Referência da Suzano, Figura 3.

Além disso, há diversos documentos complementares que são facilmente encontrados no site de Relações com Investidores. Para entender a situação atual da companhia é indicado que o analista leia a Apresentação Institucional e a Apresentação de Resultados trimestrais. Nelas, é apresentado de forma didática e através de gráficos o andamento das estratégias que a empresa vêm seguindo, os principais indicadores da companhia, os comentários do presidente e dos diretores e as perspectivas futuras para o negócio. No site de Relações com Investidores há também informações sobre o histórico da companhia e seus fundadores, informações sobre governança corporativa e sustentabilidade (tratada no tópico de ESG), informações financeiras e outras diversas informações relevantes para os investidores que pretendem entender melhor sobre o que é de fato a empresa em questão.

### Figura 3 - Foto das Atividades do Emissor

#### 7. Atividades do Emissor

- 7.1 - Descrição Das Principais Atividades do Emissor E Suas Controladas
- 7.1.a - Informações específicas de sociedades de economia mista
- 7.2 - Informações Sobre Segmentos Operacionais
- 7.3 - Informações Sobre Produtos E Serviços Relativos Aos Segmentos Operacionais
- 7.4 - Clientes Responsáveis Por Mais de 10% da Receita Líquida Total
- 7.5 - Efeitos Relevantes da Regulação Estatal Nas Atividades
- 7.6 - Receitas Relevantes Provenientes do Exterior
- 7.7 - Efeitos da Regulação Estrangeira Nas Atividades
- 7.8 - Políticas Socioambientais
- 7.9 - Outras Informações Relevantes

Fonte: Formulário de Referência 2021 V4.

Além disso, há diversos documentos complementares que são facilmente encontrados no site de Relações com Investidores. Para entender a situação atual da companhia é indicado que o analista leia a Apresentação Institucional e a Apresentação de Resultados trimestrais. Nelas, é apresentado de forma didática e através de gráficos o andamento das estratégias que a empresa vêm seguindo, os principais indicadores da companhia, os comentários do presidente e dos diretores e as perspectivas futuras para o negócio. No site de Relações com Investidores há também informações sobre o histórico da companhia e seus fundadores, informações sobre governança corporativa e sustentabilidade (tratada no tópico de ESG), informações financeiras e outras diversas informações relevantes para os investidores que pretendem entender melhor sobre o que é de fato a empresa em questão.

## 5.2 ANÁLISE ESG

Como mencionado anteriormente no processo de escolha do setor de papel e celulose para a análise neste trabalho, um olhar detalhado dos fatores ESG é indispensável para entender se a empresa consegue realizar atividades sustentáveis no longo prazo e, desta forma, proporcionar maior retorno a seus acionistas além de contribuir com o desenvolvimento socioambiental do país. Portanto, serão analisados os principais fatores de cada campo segundo o CFA Institute, Tabela 1, e ao final será atribuída uma nota para cada um dos tópicos apresentados.

**Tabela 1 - Exemplos de problemas ESG**

<b>Problemas Ambientais</b>	<b>Problemas Sociais</b>	<b>Problemas de Governança</b>
Mudanças climáticas e emissões de carbono	Satisfação dos clientes	Composição do conselho
Poluição de água e ar	Proteção e privacidade de dados	Estrutura do comitê de auditoria
Biodiversidade	Diversidade e gênero	Suborno e corrupção
Desmatamento	Engajamento dos funcionários	Remuneração dos executivos
Eficiência energética	Relações com a comunidade	Contribuições políticas
Gestão de resíduos	Direitos humanos	Canais de denúncia
Escasses de água	Padrões de trabalho	

Fonte: CFA Institute.

Um documento de extrema importância para a identificação e para o entendimento dos projetos promovidos pela empresa no âmbito socioambiental é o Relatório de Sustentabilidade. Nele geralmente estão descritas as principais medidas que a empresa vem tomando nos últimos anos como aliada dos tópicos ESG e também há informações extras, tais como metas, relações com investidores, fornecedores e clientes, remuneração, entre outras.

Porém, dificilmente nesse relatório haverá descritas situações onde a companhia deixou de cumprir tais exigências. Por causa disso, não se deve basear todas as conclusões somente com as informações descritas no Relatório de Sustentabilidade, sendo necessário a realização de pesquisas extras que suportam (ou não) as ações que foram descritas no documento.

Além disso, somente algumas empresas divulgam esse relatório para os investidores. Caso a empresa não divulgue tal documento, o analista terá que pesquisar por conta própria os fatores descritos na Tabela 1, o que resultará em um processo mais trabalhoso e criterioso de análise e compilação dos dados. Felizmente, a Suzano realiza a divulgação anual do Relatório de Sustentabilidade, que terá grande peso na análise dos tópicos ESG deste trabalho.

Outro tópico de grande importância para a análise do investidor enquanto busca novas oportunidades de investimento é a avaliação dos consumidores de seus produtos e serviços. É sempre interessante analisar o NPS (*Net Promoter Score*) da companhia analisada e sites que medem a satisfação do cliente e dos próprios funcionários com o serviço oferecido pela empresa, como os sites Reclame Aqui e Glassdoor, respectivamente. Além disso, pesquisar sobre notícias de denúncias que a empresa sofreu recentemente é uma boa alternativa para encontrar relatos contrários aos explicitados pela empresa em seus documentos públicos. Porém, caso a companhia ofereça produtos e serviços B2B (*business to business*) e não possui contato direto com o consumidor final, esses indicadores serão difíceis de serem encontrados.

Por fim, é sempre indicado realizar um *scorecard* dos principais fatores ESG utilizando critérios definidos pelo próprio analista. Dessa forma, cabe ao analista julgar todas as informações coletadas em sua pesquisa e atribuir notas que variam, geralmente, de 1 a 5. É indicado também que a empresa seja comparada com seus pares de mercado nacionais e internacionais para saber como a empresa está posicionada em relação a transparência e disponibilização de informações socioambientais.

### 5.3 Análise competitiva

Para a análise competitiva, quanto maior for a profundidade no setor e nas relações de concorrência, maior será o embasamento para a elaboração das teses de crescimento da companhia analisada.

Para auxiliar nessa análise lembre de conceitos como 5 forças de Porter e análise SWOT. Esses dois modelos são encontrados na maioria dos materiais de sell side. A análise detalhada e bem estruturada cria insights relevantes para as elaborações, tanto na perspectiva de crescimento da companhia como no embasamento para o desenvolvimento do valuation e entendimento dos riscos inerentes ao negócio ou ao setor.

#### 4.3.1 Cinco forças de Porter:

Na análise de Porter fique à vontade para criar segmentações de produtos dentro da companhia, por tipo de receita entre outros. Nesse momento, a segmentação criada vai impactar diretamente na profundidade e relevância da sua análise das cinco forças de Porter.

Em nosso trabalho, ao analisar a companhia Suzano, dentro do setor de papel e celulose, optamos por fazer uma segmentação em dois grupos de produtos, foram eles:

- Celulose: Matéria-prima a qual é o carro-chefe da companhia analisada e representa a maior parte da receita da companhia.
- Produto acabado (papéis e derivados): Representam a menor receita, porém a maior margem dentre os produtos vendidos pela companhia.

Um outro exemplo que pode facilitar a compreensão seria a companhia Amazon. Para sua análise nós poderíamos dividi-la em e-commerce e lojas físicas, entretanto, conhecendo a natureza da companhia vemos que essa formatação não é muito justa para analisar. Se aprofundarmos um pouco mais nas características da companhia podemos segmentar em Market place, Streaming e produtos próprios.

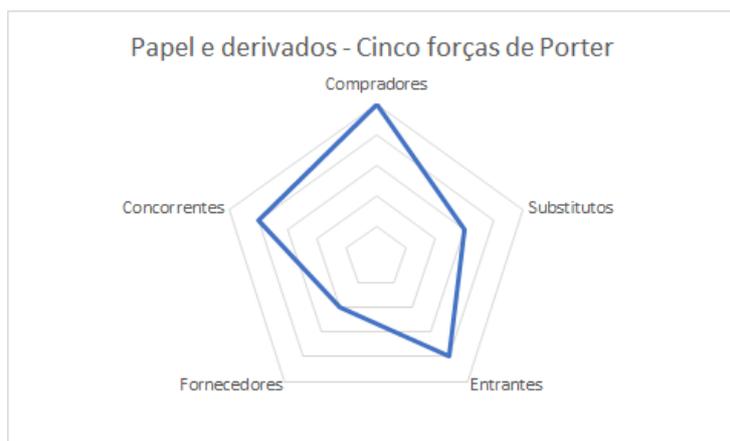
Para analisar a companhia nesse segundo formato serão necessárias mais informações, a análise competitiva e setorial se torna mais justa, ampla e abrangente.

Entrando especificamente na análise de porter iremos pontuar as forças e atribuir a elas uma nota, ficando ao seu critério qual a base prefere usar, no trabalho base utilizamos notas de um a cinco para a elaboração gráfica.

As cinco forças de porter são: Barganha dos compradores, Produtos substitutos, Novos entrantes, Barganha dos fornecedores e Concorrentes. Para quantificá-las devemos ponderar a estrutura e relação da companhia com o setor e o mercado, para cada ponto. A fim de facilitar e direcionar a elaboração, enumerei perguntas chaves que servem como ponto de partida para a análise.

- 1) Quem acessa essa mercadoria consegue facilmente negociar preço ? O volume é alto? Existem poucos compradores no mercado ?
- 2) Qual a dinâmica de vida do seu produtos ? Existe uma ameaça já existente ou a possibilidade de existir algum produto que substitua a função do seu?
- 3) O market share é bem pulverizado? Existe o risco de uma grande empresa correlacionada entrar no mercado, impactando a dinâmica desse setor?
- 4) A companhia tem baixa demanda de insumos? O número de fornecedores é reduzido ou se concentra em poucos players ?
- 5) Quais são os atuais players do mercado e qual sua relevância e força frente ao seus concorrentes ? A companhia detém parte significativa do market share quando comparado às outras empresas do setor?

**Figura 4** - Exemplo gráfico das forças de Porter



Fonte: Autoria própria.

### 5.3.2 Análise SWOT

A sigla SWOT em inglês, faz referência à análise de força, fraqueza, oportunidade e ameaças da companhia. Essa análise cria fundamentos para compreender qual o vetor de crescimento e suas tendências, ao mesmo tempo que desenvolve repertório para a melhor compreensão dos riscos associados ao investimento.

Em geral, para uma primeira análise, os fatores de força e oportunidade são facilmente identificados nos documentos fornecidos pela própria companhia. Esses documentos podem ser encontrados em uma breve pesquisa na página de relação com o Investidor da empresa, assim como em apresentações institucionais e no release de resultados, divulgados trimestralmente.

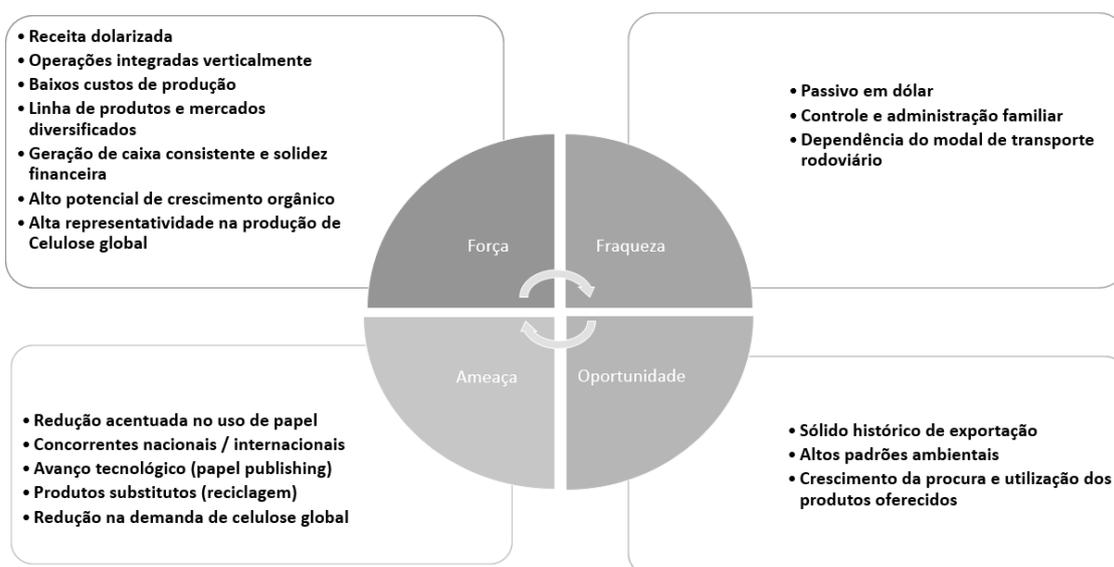
As fraquezas e ameaças dificilmente serão apresentadas de forma explícita pela companhia. Dessa forma, requer um maior grau de análise e profundidade. Podemos dividir essa análise em fatores internos e externos, de forma comparativa a outros players do mesmo segmento.

Os fatores internos que podem ser contemplados na análise são: concentração de receita por produto, nível de governança corporativa, estrutura da dívida e descolamento entre a expectativa da companhia e o real desenvolvimento do setor, tanto por introdução de novas tecnologias quanto pela alteração das

características do mercado consumidor. Já a análise dos fatores externos deve abranger a relação entre o modelo de negócio da companhia e dos outros player, assim como a sua relevância no setor e suas iniciativas de inovação.

Por fim, a análise SWOT ocupará um pequeno espaço em seu relatório, normalmente localizado no apêndice em forma de imagem. As informações desenvolvidas pelos tópicos acima devem ser escritas em tópicos breves e autoexplicativos, formatado como a Figura 5, apresentada abaixo.

**Figura 5 - Exemplo análise SWOT**



Fonte: Autoria própria.

#### 5.4 Avaliação do Preço Alvo da Companhia Utilizando Fluxo de Caixa Descontado

Partindo de uma análise top-down, olhando para fatores macroeconômicos como evolução do preço da commodity de celulose em relação a economia chinesa, impacto de juros e fluxo de investimento em empresas dolarizadas que dependem do mercado externo em anos de turbulência como as eleições em 2022 que coloca um fator de risco e nebulosidade para o mercado.

Nossa recomendação é sustentada pelos pilares de implementação de novos projetos “Cerrado” de expansão de capacidade para 2022, aumentando a capacidade de produção de celulose com um custo por tonelada projetado até 20% mais barato que projetos de expansão concorrentes como “Mapa 2” da companhia Arauco.

Na análise de fluxo de caixa descontado, a metodologia utilizada foi a de construção dos demonstrativos financeiros da companhia, baseado no método de desconto de fluxo de caixa, foi necessário remodelar as linhas retiradas da base de dados Reuters e Bloomberg, juntamente com as informações do RI da empresa.

Após a construção dos demonstrativos financeiros, foi realizado a construção das premissas de projeções que foram baseadas na seção de análise qualitativa da companhia utilizando uma abordagem top-down a fim de englobar a elasticidade do setor e os impactos macroeconômicos gerado pela crise energética da China.

Para cálculo do custo de capital do acionista foi utilizado a metodologia do capital asset pricing model, trazendo consigo a análise da taxa livre de risco assumido pelo mercado, juntamente com risco país, ou seja, prêmio em que o investidor tem como expectativa em um investimento no Brasil, juntamente com o risco de mercado sistemático denominado equity risk premium. Além do mais, é necessário calcular o beta alavancado da companhia, realizando uma análise do índice de correlação das empresas do setor com o mercado, juntamente com seu perfil de dívida e capital próprio. Porém, por se tratar de uma análise de sell-side é comum utilizar beta totalmente correlacionado com mercado.

Para estimar o custo de capital de terceiros, foi utilizado a média de remuneração das dívidas da companhia, como debêntures emitidas, juntamente com custo do hedge e proteção de dívidas emitidas no mercado americano. Vale ressaltar que a Suzano possui um rating BBB pela agência Fitch.

Além da análise de preço justo para ação para final de 2022, foi realizado um estudo de análise de sensibilidade do preço alvo em relação à taxa de crescimento perpétuo, uma vez que não acreditamos em uma mudança substancial no perfil de capitalização da companhia.

Como output final, foi calculado o valor da firma, trazendo os fluxos de caixa a valor presente pelo custo médio ponderado de capital, após desconto da dívida líquida, chega-se no equity value em dólares, que por sua vez, dividido pelo número de ações, é calculado o preço justo da companhia. Para a conversão do Equity Value em dólares para reais, foi utilizado uma taxa de câmbio resultado da média do período de análise realizada, diluindo o risco cambial do cálculo de preço justo.

Para cálculo do custo médio ponderado de capital, foi realizado o cálculo da proporção de capital de terceiros e capital próprio, juntamente com o respectivo custo de capital, calculado para terceiros através do Z-Spread da última emissão de dívida da companhia, juntamente com modelo de capital asset pricing model para custo de capital próprio.

No cálculo de custo de capital próprio, foi utilizado o yield do US Treasury de 10Y como balizador de ativo livre de risco, foi adicionado country risk premium retirado da planilha atualizado da publicação DAMODARAN, 2021, juntamente com market risk premium e beta relativo entre os pares.

## **5.5 Riscos**

Análise de risco tem grande importância para a tese de investimento, pois neste tópico associamos todas as premissas que foram levadas na elaboração do estudo e as possibilidades de ocorrência de cenários que possam afetar o sucesso da tese. Para isso, deve-se estressar o máximo de cenários possíveis, enfatizando aqueles de maior relevância.

Para a elaboração da análise da companhia Suzano foram utilizadas reuniões de brainstorming para o aprofundamento no tema, separando os fatores que apresentaram maior sensibilidade e impacto à tese criada. Assim, o tópico da análise de risco é composto por uma breve explicação dos riscos e impactos para a companhia e para a tese de investimento juntamente à um gráfico ou tabela com a relação entre probabilidade de ocorrência e os impactos.

Na análise de referência foi utilizado um gráfico de dispersão, como apresentado na Figura 6. A utilização desse modelo gráfico auxilia na compreensão

dos fatores de risco e as suas relações com os fatores de impacto e probabilidade de ocorrer.

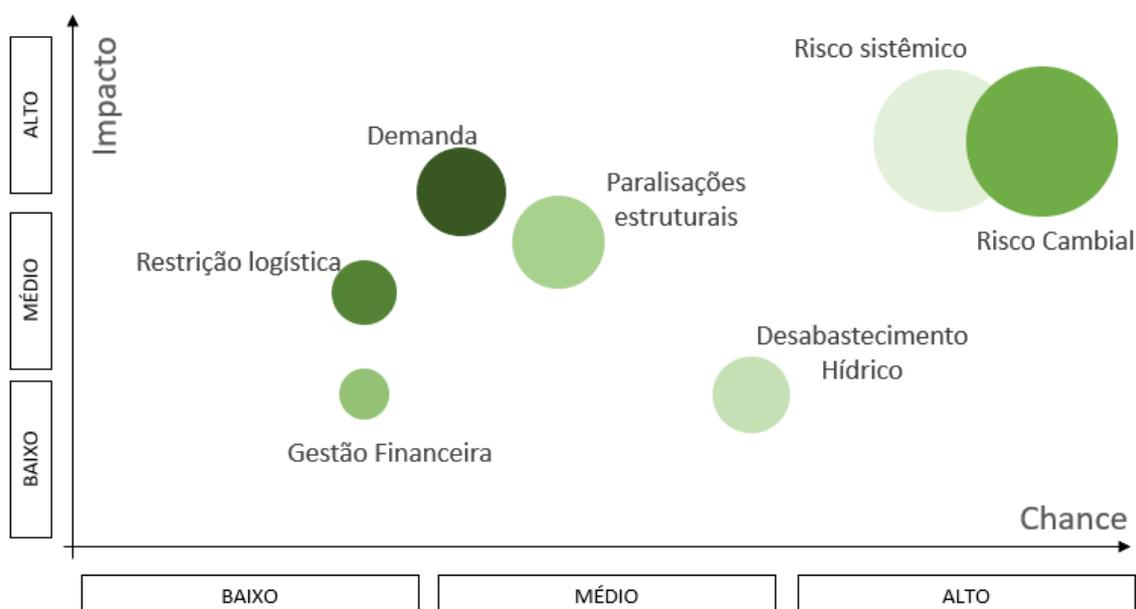
Para a criação da matriz de risco, deve-se criar uma tabela base, assim como o exemplo da tabela 2. Para cada tópico estabelecido de risco atribuímos uma nota, sendo da escolha do autor quais valores serão utilizados para máximo e mínimo. Com isso, as notas devem ser atribuídas a partir da sensibilidade do analista, levando sempre em consideração as informações disponíveis.

**Tabela 2** - Nota para matriz de risco

Riscos	Chance	Impacto	Chance X Impacto
Demanda	3	2	6
Risco Sistêmico	4	5	20
Risco Capital	5	4	20

Fonte: Autoria própria.

**Figura 6** - Exemplo Matriz de Risco



Fonte: Autoria própria.

## REFERÊNCIAS

BNDES (2010). Banco Nacional para o Desenvolvimento Setorial. Panorama Setorial; Setor de florestal, Celulose e Papel. Disponível em: . Acesso em: 18/09/2021.

BOLSA BRASIL BALCÃO. DIRETRIZES DO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE B3). [S. l.], 1 jul. 2021. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/F6/B2/FB/2C/6B6AA71096B63AA7AC094EA8/Diretrizes%20do%20ISE.pdf>. Acesso em: 15 out. 2021.

BTG PACTUAL. Commodities. Macro research & technical analysis, [s. l.], 12 ago. 2021.

INDÚSTRIA BRASILEIRA DE ÁRVORES (Brasília); CORREA, Cindy. Cenários IBÁ: Estatísticas da Indústria Brasileira de Árvores. [S. l.], 1 jul. 2021. Disponível em: <https://iba.org/dados-estatisticos>. Acesso em: 30 out. 2021.

INDÚSTRIA BRASILEIRA DE ÁRVORES (Brasília). Florestas Sustentáveis: Estatísticas da Indústria Brasileira de Árvores. [S. l.], 1 set. 2021. Disponível em: <https://iba.org/florestas-sustentaveis>. Acesso em: 30 out. 2021.

SUZANO S.A. Relatório de Sustentabilidade 2020. [S. l.], 1 mar. 2021. Disponível em: [https://s1.q4cdn.com/987436133/files/doc\\_downloads/2021/05/18/RelatorioSuzano2020-Port.pdf](https://s1.q4cdn.com/987436133/files/doc_downloads/2021/05/18/RelatorioSuzano2020-Port.pdf). Acesso em: 28 out. 2021.

SUZANO S.A. Formulário de Referência. Relações com Investidores, [S. l.], p. 1-493, 1 jul. 2021.

XP INVESTIMENTOS; UNGARETTI, MARCELLA. ESG de A a Z: Tudo o que você precisa saber sobre o tema. In: XP INVESTIMENTOS (São Paulo); UNGARETTI, MARCELLA. ESG de A a Z: Tudo o que você precisa saber sobre o tema. [S. l.], 8 set. 2020. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/esg/esg-de-a-a-z-tudo-o-que-voce-precisa-saber-sobre-o-tema/>. Acesso em: 10 nov. 2021.