



ÁGORA
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

Análise de Empresas

Papel & Celulose



27/01/2025

Um ciclo de alta está chegando? Suzano continua sendo a melhor opção

Overview: Neste relatório, atualizamos nossa perspectiva para o setor, incluindo nosso modelo de oferta/demanda de celulose, previsões de preços de celulose e estimativas em todo o nosso universo de cobertura. Também reiteramos as ações da Suzano como nossas preferidas. Desde a London Pulp Week, identificamos um ponto de virada para os preços da celulose e nosso cenário base de aumento dos preços agora está se materializando, devendo ganhar impulso no curto prazo. Também destacamos que os mercados de celulose parecem estar vulneráveis a quaisquer choques de oferta, dadas nossas expectativas de nenhum crescimento significativo da oferta entre 2025 e 2027. Ainda assim, mantemos uma abordagem seletiva, favorecendo a exposição ao ciclo da celulose e à geração caixa – justamente onde a Suzano está bem-posicionada para se beneficiar de uma combinação de crescimento de produção, custos mais baixos e forte geração de caixa até 2025.

Demanda: Esperamos que a demanda global cresça 1,3 milhão de toneladas em 2025. Após um crescimento robusto de 5% em 2023, a demanda por celulose deve ter se movido lateralmente em 2024, com os dados mais recentes da PPC de novembro apontando para embarques estáveis em termos anualizados. Notamos, no entanto, tendências mistas entre regiões, com uma grande queda nos volumes da China (da base elevada de 2023) sendo compensada por uma recuperação na Europa e na América do Norte. Olhando para 2025, prevemos um crescimento de 2% na demanda global de celulose, com todas as principais regiões crescendo em um ritmo semelhante.

China: Esperamos que o consumo de celulose se recupere 2% em 2025, impulsionado principalmente pelo crescimento contínuo em *tissue*, mas parcialmente compensado por algum deslocamento da demanda de celulose de mercado pela capacidade integrada. Embora o crescimento contínuo da capacidade integrada na China coloque riscos à demanda de celulose de mercado, continuamos esperando que a demanda de uso final permaneça saudável em 2025. Apesar da persistente sobrecapacidade nos mercados de papel, uma redução estendida das taxas operacionais da Chenming e mais estímulo econômico poderiam dar suporte aos preços/margens dos produtores no país — portanto, adicionando outra camada de suporte aos preços da celulose.

Europa: Momento mais forte nos mercados visto nos primeiros dois meses de 2024 diminuiu recentemente. Embora ainda acima dos níveis (baixos) históricos de 2023, o consumo de papel na Europa permanece abaixo dos números pré-pandêmicos, impactado pelos crescentes ventos contrários macroeconômicos nos principais países. O setor revestido sem madeira (CWF) continua a lutar com baixas taxas de utilização em torno de 70% e, embora a situação em relação ao *tissue* esteja um pouco mais saudável, está longe de ser brilhante. Como resultado, fechamentos de capacidade de papel e tempos de inatividade continuam a ocorrer na região. Mais recentemente, a UPM anunciou que fechará sua fábrica de 280 mil toneladas anuais Nordland na Alemanha. No futuro, a menor oferta, juntamente com taxas de juros potencialmente mais baixas, deve fornecer algum suporte para a demanda, embora uma forte recuperação pareça altamente improvável. Dito isso, esperamos que o consumo de celulose na região aumente em 39 mil toneladas (2%) em 2025, um pouco acima das estimativas de consenso de crescimento do PIB em 2025 no continente.

Rafael Barcellos 

Renato Chanes 

A ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.

América do Norte: Entre todas as principais regiões, a demanda de papel da América do Norte teve melhor desempenho superior. Os dados mais recentes da AF&PA de novembro mostraram que as remessas de papel de escritório (UWF) e papel revestido sem madeira (CWF) aumentaram 4% e 16% nos 11M24, respectivamente, levando as fábricas a continuar operando perto da capacidade máxima. Para 2025, notamos que as tarifas potenciais sob a administração de Donald Trump devem proteger o mercado americano do crescimento das importações, apoiando, em última análise, alguma expansão de margem para produtores locais. Prevemos que a demanda de celulose na região deve crescer em mais 225 mil toneladas (3%) em 2025.

Margem: Lucratividade fraca em todos os níveis. Na China, a supercapacidade mencionada anteriormente nos mercados de papel prejudicou várias tentativas de aumento de preços por fabricantes ao longo de 2024. No entanto, no final do ano passado, a capacidade ociosa de Chenming serviu como um balizador para aumentos de preços, levando a uma melhoria nas condições do mercado de papel por lá. Olhando para 2025, vemos riscos de queda limitados para os preços/demanda de papel na China, enquanto mais estímulos econômicos e uma redução prolongada nas taxas operacionais de Chenming colocam riscos de alta para os preços/margens dos produtores. Na Europa, os fabricantes de papel têm lutado para implementar aumentos de preços. Além das condições de demanda mais fracas, o recente declínio nos preços de frete desencadeou um aumento nas importações asiáticas, forçando os produtores locais a oferecer descontos para recuperar a participação de mercado. Os participantes do mercado contatados pela RISI apontaram que a pressão de preços deve se estender até o 1T25.

Estoques: Tendências mistas entre as principais regiões. Os estoques dos produtores globais de celulose têm recuado lentamente desde agosto, embora ainda em um alto suprimento de 48 dias em novembro (bem acima da média histórica de 42 dias para o mês). Ao mesmo tempo, os estoques nos portos chineses permaneceram em níveis normalizados em dezembro (17 dias de suprimento contra uma média de 20 dias nos últimos 5 anos). Enquanto isso, nossas recentes verificações da indústria sugerem que os estoques de celulose entre *traders* chineses permanecem em níveis gerais baixos, apesar da atividade de reposição que ocorreu de setembro em diante. Na Europa, por sua vez, os estoques de celulose nos portos e aos consumidores permanecem acima dos níveis normais, refletindo o enfraquecimento contínuo da demanda.

Oferta: Crescimento deve desacelerar em 2025. Após três anos consecutivos de adições massivas de oferta no lado da fibra curta (6 milhões de toneladas entre 2022 e 2024), o crescimento da oferta deve desacelerar para 1,130 milhão de toneladas em 2025. Quase todo o crescimento deve vir dos volumes incrementais do projeto Cerrado da Suzano (1,850 milhão de toneladas em 2025) e da expansão da operação da CMPC (250 mil toneladas em 2025), parcialmente compensados pelo fechamento de Rizhao da APRIL (350 mil toneladas), execução de celulose solúvel da Bracell (400 mil toneladas) e mais paradas inesperadas, que modelamos conservadoramente em 500 mil toneladas. No lado da fibra longa, nosso cenário base é uma queda de 385 mil toneladas na oferta (após um declínio potencial de quase 1,0 milhão de toneladas em 2024). No entanto, vemos altos riscos de fechamentos adicionais/tempo de inatividade inesperados (nós modelamos 500 mil toneladas em interrupções de fornecimento), especialmente porque vários produtores na América do Norte e países nórdicos continuam a operar com margens baixas (às vezes até negativas), apesar do ambiente de preços mais resiliente. Assim, esperamos que o mercado termine com um déficit de 590 mil toneladas este ano.

Fatores de Risco? Fique de olho no fornecimento chinês. A capacidade de fibra curta chinesa aumentou bastante nos últimos anos. No futuro, a Hawkins Wright ainda espera que o fornecimento no país aumente, mas em um ritmo mais lento em relação aos anos anteriores (a maioria dos quais será integrada). Também observamos que incluímos essa capacidade incremental em nosso modelo no lado

da demanda, o que ajuda a explicar nossa visão mais cautelosa sobre o consumo de celulose chinesa para os próximos anos.

Novos preços de equilíbrio: Revisamos nossas estimativas para refletir nossas novas premissas do modelo de oferta e demanda. Agora, prevemos preços de celulose de fibra curta em média US\$ 600/tonelada em 2025 e US\$ 620 em 2026 (de US\$ 625 e US\$ 645 anteriormente).

Klabin (KLBN11): Mantemos nossa recomendação apenas Neutra, mas ajustamos nosso preço-alvo para R\$ 24,00 ao final de 2025 (de R\$ 25,00 anteriormente). Reconhecemos que a empresa deve se beneficiar de uma combinação de: (i) real mais fraco; (ii) aumentos nos preços da celulose; (iii) volumes mais fortes vindos da Máquina de Papel #28; e (iv) uma entrada de caixa de R\$ 1,8 bilhão no 1S25 relacionada ao projeto Plateau. Por outro lado, acreditamos que uma atividade econômica mais fraca no Brasil pode representar um obstáculo para sua divisão de papel/embalagens e prejudicar o desempenho das *units* da empresa. Em termos de avaliação, vemos KLBN11 sendo negociada a um múltiplo EV/EBITDA de 7,2x para 2025.

Klabin R\$ milhões	2024E			2025E			2026E		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita Líquida	19.487	19.100	2,0%	21.886	20.211	8,3%	23.040	21.250	8,4%
EBITDA Ajustado	7.298	7.462	-2,2%	8.425	8.168	3,1%	9.378	8.867	5,8%
<i>Margem EBITDA</i>	<i>37,5%</i>	<i>39,1%</i>	<i>-1,6 p.p.</i>	<i>38,5%</i>	<i>40,4%</i>	<i>-1,9 p.p.</i>	<i>40,7%</i>	<i>41,7%</i>	<i>-1,0 p.p.</i>
Lucro Líquido	1.984	2.222	-10,7%	3.150	2.941	7,1%	3.864	3.463	11,6%

Fontes: Ágora Investimentos e Bradesco BBI

(i) Celulose: Após um desempenho operacional mais fraco durante 2024, esperamos que os volumes de celulose se recuperem 5%, para 1,52 milhão de toneladas em 2025, enquanto os preços realizados devem se beneficiar de preços de celulose e do câmbio mais altos (estimamos que cada R\$ 0,10 afete o EBITDA da Klabin em 2%). Em relação aos custos, prevemos que o custo caixa/tonelada (excluindo o tempo de inatividade de manutenção) melhore gradualmente à medida que a empresa colhe os benefícios dos ativos florestais de Caeté.

(ii) Papel: Para o kraftliner, esperamos que os preços de referência permaneçam praticamente estáveis nos níveis atuais, enquanto as remessas podem continuar a ser impactadas por desafios logísticos e pela mudança da Máquina de Papel #28 para a produção de papelão. Em papelão, esperamos que os volumes cresçam em mais 180 mil toneladas, para 1 milhão de toneladas, impulsionados pelo avanço da Máquina da Papel #28 e pela ausência de paradas para manutenção em Monte Alegre.

(iii) Caixas: Esperamos que o crescimento nas vendas de caixas de papelão ondulado continue aumentando em 2025, embora em um ritmo mais lento (3%, contra 5% em 2024), refletindo uma perspectiva econômica mais fraca no Brasil. Também esperamos que algumas iniciativas de aumento de preços se materializem no 1S25.

Suzano (SUZB3): Mantemos nossa recomendação de Compra, mas ajustamos nosso preço-alvo para R\$ 85,00 ao final de 2025 (de R\$ 78,00 anteriormente). Continuamos a ver as ações da Suzano sendo negociadas a um atraente múltiplo EV/EBITDA de 5,4x para 2025 (gerando quase 47% do seu valor de mercado em caixa nos próximos três anos). Além disso, vemos a empresa se beneficiando da combinação de maiores preços/volumes de celulose e menores custos do Cerrado. SUBZ3, portanto, continua sendo nossa principal recomendação no setor.

Suzano R\$ milhões	2024E			2025E			2026E		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita Líquida	47.126	46.271	1,8%	57.014	50.723	12,4%	59.112	51.629	14,5%
EBITDA Ajustado	23.761	23.641	0,5%	28.239	26.242	7,6%	28.541	26.362	8,3%
<i>Margem EBITDA</i>	<i>50,4%</i>	<i>51,1%</i>	<i>-0,7 p.p.</i>	<i>49,5%</i>	<i>51,7%</i>	<i>-2,2 p.p.</i>	<i>48,3%</i>	<i>51,1%</i>	<i>-2,8 p.p.</i>
Lucro Líquido	(10.921)	5.548	-	15.186	14.357	5,8%	12.580	9.033	39,3%

Fontes: Ágora Investimentos e Bradesco BBI

(i) Volumes de celulose: Esperamos que os volumes de vendas de celulose cheguem a 12,8 milhões de toneladas em 2025 (de 10,9 milhões de toneladas em 2024), refletindo um adicional de 1,8 milhão de toneladas do Cerrado. Também observamos que não estamos incorporando as 400 mil toneladas da capacidade ociosa no 2S24, que não esperamos retornar em 2025.

(ii) Custos de celulose: Para 2025, esperamos outra ligeira redução no 1S25, levando os custos a uma média de quase US\$ 760/tonelada em 2025, representando uma queda de dois dígitos em relação aos níveis do 3T24.

(iii) Preços de celulose: Esperamos que os preços realizados da Suzano tenham uma média de US\$ 585/tonelada em 2025 (de US\$ 640 em 2024), também impactados por preços mais baixos na Europa.

(iv) Câmbio: Calculamos que cada variação de R\$ 0,10 na paridade cambial afeta o EBITDA anual da Suzano em 3%.

(v) Papel: Esperamos que os volumes de papel aumentem em 20%, para 1,7 milhão de toneladas em 2025, em meio à dinâmica de demanda saudável contínua no Brasil e volumes incrementais da aquisição da Pactiv nos Estados Unidos (420 mil toneladas anuais de capacidade de papelão). Nós também notamos que a empresa já anunciou aumento preços de papel janeiro e fevereiro.

(vi) Alocação de capital: Enquanto os investidores ainda buscam maior visibilidade sobre o próximo movimento de M&A, esperamos que a empresa reitere seu foco em ativos de papel/embalagens de pequeno a médio porte nos Estados Unidos e na Europa. Como resultado, prevemos que a empresa continuará equilibrando a remuneração dos acionistas com iniciativas de M&A direcionadas para impulsionar mais crescimento.



ÁGORA
INVESTIMENTOS



Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

ECONOMIA

Dalton Gardimam

Economista – Chefe

María Clara W. F. Negrão

Economista, CNPI

RESEARCH ÁGORA

José Francisco Cataldo Ferreira

CNPI – Superintendente de Research

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

Renato Cesar Chanes

CNPI - Analista de Investimentos

José Ricardo Rosalen

CNPI-P - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte

Analista Assistente de Investimentos

ANÁLISE GRÁFICA

Ernani T. Reis

CNPI-T - Analista Gráfico

Henrique Procopio Colla

CNPI-P - Analista de Investimentos

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade

Seus investimentos merecem um time Classe Ágora



Acompanhe nossas redes sociais



Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

Declarções dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarções dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarções nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora CTVM:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A., uma empresa gerenciada pela Cosan S.A. O Banco Bradesco S.A. detentor do Bradesco BBI e da Ágora CTVM, tem participação acionária indireta em Log Commercial Properties, Vitru e Zamp S.A.

Ágora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI pode prestar serviços relacionados a assessoria financeira/M&A para a(s) companhia(s) mencionada(s) neste relatório.

Bradesco BBI está participando como coordenador nas Ofertas Públicas de Valores Mobiliários de CIA Saneamento Básico de São Paulo - SABESP e IOCHPE-MAXION S.A.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Americanas S.A., Assaí S.A., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisanet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cognia S.A., Cosan S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Localiza S.A., Movida S.A., Multiplan S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Tupy S.A., VALE S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru S.A. e Yduqs S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora CTVM participou, como instituição intermediária, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Assaí S.A., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisanet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cemig S.A., Cognia S.A., Cosan S.A., CSN S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Jalles Machado S.A., Localiza S.A., Movida S.A., Multiplan S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Santos Brasil S.A., Tupy S.A., VALE S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru S.A. e Yduqs S.A.

A Ágora CTVM recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A., Enjoei S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).